

Estimado partícipe,

Durante el trimestre la rentabilidad del fondo ha sido del -0.6%, acumulando un retorno desde constitución (abril 2021) del 7.1%.

En el inicio del trimestre se han visibilizado los efectos económicos negativos, fruto del giro radical en la política monetaria que han llevado a cabo los bancos centrales en todo el mundo. Tal y como era de esperar, alterar de forma repentina y brusca la política de tipos cero implantada durante la última década acarrearía consecuencias.

En este caso, el fuerte aumento de los tipos de interés en un periodo tan corto de tiempo ha puesto en serios problemas al sector bancario, y más concretamente a los bancos regionales americanos. De esta manera, dos bancos bien capitalizados y aparentemente sin activos tóxicos, como Silicon Valley Bank y Signature Bank, quebraban durante el primer trimestre, convirtiéndose en la segunda y la tercera mayor quiebra de EEUU. Adicionalmente, durante los primeros días de mayo, First Republic Bank se ha sumado a la fatídica lista, superando a Silicon Valley Bank en activos en el momento de la quiebra (\$229.lbn) y convirtiéndose de esta manera en la segunda mayor quiebra de un banco americano. Así, tres de las cuatro mayores quiebras se han producido durante los primeros meses de 2023. Por ponernos en contexto de la gravedad del asunto, estas tres quiebras implican \$548bn, cuando en todo el 2008 tan solo vimos quiebras por valor de \$373bn.

En general, el negocio bancario obtiene su beneficio utilizando un elevado apalancamiento para arbitrar la curva de tipos de interés, es decir, el banco se financia a corto plazo a tipos atractivos para invertir/prestar a largo y obtener de esta manera el diferencial, pues en general, el tipo de interés a largo plazo es superior al del corto plazo. Así, debido a que la rentabilidad y el riesgo en dicha operación son reducidos, los bancos utilizan un elevado apalancamiento para maximizar sus retornos.

El negocio funciona siempre y cuando el banco disponga de financiación de corto plazo y no tome malas decisiones en sus inversiones a largo. A diferencia de 2008, esta vez no se han detectado excesos, pues aparentemente no existen activos tóxicos en el balance de los bancos que han quebrado. Sin embargo, la financiación a corto plazo ha desaparecido, haciéndoles imposible seguir con su negocio. La financiación, mayormente, es lo que llamamos depósitos, es decir, empresas e individuales que depositan su efectivo en el banco.

Los depósitos son generalmente estables y crecientes a lo largo del tiempo; sin embargo, el endurecimiento de las condiciones financieras ha provocado que muchas empresas no hayan logrado obtener financiación externa y hayan tenido que recurrir a sus propios recursos para financiarse. Al mismo tiempo, los particulares han optado por buscar alternativas más rentables a los depósitos ante el nuevo entorno de tipos de interés.

De esta manera, los bancos americanos han experimentado fuertes salidas de capital en los últimos meses y algunos de ellos, en concreto los bancos regionales, no han podido hacer frente a dichas salidas debido al elevado apalancamiento y a la depreciación de sus activos líquidos; la mayoría de estos activos líquidos están invertidos en renta fija gubernamental a medio y largo plazo, cuyo valor se ha depreciado notablemente durante el último año debido a la fuerte subida de los tipos de interés.

El entorno actual está acelerando la concentración bancaria y aumentando el riesgo sistémico, pues las empresas e individuales están dirigiendo sus depósitos a los grandes bancos donde se percibe un menor riesgo. Así, el 75% de los depósitos americanos se encuentra en los principales 15 bancos y la cifra de bancos

se ha reducido hasta 4.100, desde los 31.000 bancos que existían en 1920. Se espera que este proceso de consolidación se intensifique en los próximos meses.

Aunque en Europa tenemos una situación ligeramente diferente, tampoco hemos podido sortear los problemas bancarios. Impulsados por las noticias procedentes de Estados Unidos, se aceleraron las salidas de depósitos en Credit Suisse, lo que obligó al Estado y al Banco Nacional Suizo a intervenir de manera expés y acordar la compra por su histórico rival UBS. Hay que destacar que, a diferencia de los bancos americanos, el banco suizo ya arrastraba grandes problemas y había incurrido en abultadas pérdidas durante los últimos años. Sin embargo, la pérdida total de confianza se produjo después de la quiebra de Silicon Valley Bank. La reputación y la confianza son claves en un negocio apalancado como el bancario.

La caída del emblemático banco suizo fue una gran sorpresa para el mercado, pero lo que realmente desató el pánico fue el trato que recibieron los bonistas frente a los accionistas. Debido a una cláusula que, sorpresivamente, tan solo existe en los ATI suizos, los accionistas recibieron una (pequeña) compensación tras la venta. Sin embargo, los poseedores de los ATI lo perdieron todo. Este hecho no es muy intuitivo conociendo la prelación en la estructura de capital y ha afectado al mercado de renta fija durante los últimos meses. Tanto es así que el Banco Central Europeo tuvo que sacar un comunicado urgente para calmar a los acreedores explicando que los bonistas de los bancos europeos sí tienen prioridad de cobro frente a los accionistas.

A pesar de que Gamma Global no tiene deuda bancaria, hemos observado un aumento de volatilidad en las últimas semanas en nuestra cartera de bonos, si bien el fondo ha mantenido una volatilidad inferior al 5% durante el trimestre, ligeramente menor que la del índice Bloomberg EuroAgg 3-5 años de renta fija y notablemente menor que el MSCI World en euros (14.4%). Consideramos que, debido la corta duración de nuestras emisiones y el poco peso en renta variable, el fondo mantendrá una menor volatilidad que los índices comentados, esperando una rentabilidad atractiva en los próximos trimestres.

Seguimos manteniendo un perfil conservador, tomando pocos riesgos e incorporando emisiones de empresas con balances saneados donde tenemos alta visibilidad sobre los beneficios futuros. Creemos que los recientes eventos incrementarán la incertidumbre económica durante los próximos meses, ya que estos problemas deberían causar un endurecimiento en las condiciones de acceso al crédito, tanto a empresas como a particulares.

El entorno actual es complejo, con poca visibilidad y valoraciones bursátiles poco atractivas, especialmente comparadas con la renta fija. Ante esta situación, consideramos que Gamma Global tiene una cartera defensiva que debería comportarse bien en este escenario.

Movimientos de la cartera:

Durante el trimestre, nos han recomprado dos emisiones antes de vencimiento: Sacyr 2024 y Aрызta. Además, ha vencido el bono de Ence, repagándonos el principal y generándonos una buena rentabilidad acumulada.

Por el lado de las compras, hemos conseguido reemplazar las salidas de la cartera manteniendo el perfil conservador, tomando rentabilidades atractivas en vencimientos cortos. De esta manera, hemos incorporado la deuda de AMSC y Burford a 2025, el bono de Sacyr y Waldorf a 2026 y el bono de Danaos y Canacol a 2028.

Destacados del trimestre:

Aryzta (contribución en el trimestre: +0.33%): La compañía nos comunicaba que ejercía su derecho de recompra de nuestra emisión. Aunque el proceso ha sido más largo de lo esperado, el nuevo equipo gestor ha ejecutado perfectamente el turnaround. Bajo el mandato del actual equipo directivo, Aryzta se desprendió de activos poco rentables en geografías non-core reduciendo significativamente la deuda, para centrarse en la región europea donde ha demostrado que tiene ventajas competitivas. Así, la empresa ha conseguido elevar los márgenes e incrementar la generación de caja en un entorno muy complicado para el sector. Una vez que han estabilizado y optimizado el negocio han procedido a mejorar su estructura financiera y esto implicaba recomprar nuestra emisión que era muy costosa para la compañía.

International Petroleum (contribución en el trimestre: +0.08%): La compañía petrolera es nuestra primera posición en renta fija, ya que ofrece una excelente rentabilidad/riesgo. A pesar de ser una compañía cíclica, pues sus beneficios dependen del precio del petróleo, la empresa tiene unas características únicas que le sitúan en una condición muy ventajosa ante cualquier escenario. IPCO tiene un accionista de referencia (Familia Lundin) con un impecable track record en la industria y con una gran reputación en el sector. Los activos de la compañía están diversificados en diferentes jurisdicciones (Canadá, Francia y Malasia) y cuenta con más de 15 años de reservas. Además, IPCO es un productor de bajo coste que ha sido capaz de generar caja en 2020, donde el petróleo llegó a cotizar en negativo. Por último, la compañía cuenta con una posición de caja neta y está aprovechando su fuerte posición para invertir en contra del ciclo y desarrollar un atractivo proyecto llamado Blackrod que generará elevados retornos a partir de 2026.

Durante el trimestre IPCO decidió reunirse con los bonistas para incrementar ligeramente su bono emitido mediante la opción denominada tap issue. Tras reunirnos con ellos, entendimos que la compañía estaba siendo conservadora y actuando con el principio de prudencia que les caracteriza y decidimos apoyarles; sin embargo, durante esos días se produjo la quiebra de Silicon Valley Bank y, a pesar de no tener ninguna relación directa y de todas las virtudes y bondades de la compañía, IPCO tuvo que cancelar el proceso debido a la falta de capital.

Esto es un ejemplo de los problemas colaterales que están surgiendo en el sector de crédito a raíz de la crisis bancaria. Estamos viendo cómo se restringe el crédito incluso a compañías con una excelente situación financiera. En las siguientes semanas pudimos observar cómo las acciones de la compañía recuperaban toda la caída, mientras que la deuda no replicaba el mismo movimiento. Hemos aprovechado esta divergencia para aumentar nuestra posición en la emisión y esperamos obtener una rentabilidad del 9% anual hasta febrero del 2027.

Gamma Global ya cuenta con 700 partícipes. Nos enorgullece saber que cada día más inversores comparten la filosofía del fondo.

Muchas gracias por su confianza.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro
SINGULAR ASSET MANAGEMENT SGIIC