

Estimado partícipe,

Durante el trimestre la rentabilidad del fondo ha sido del -2.45%, acumulando un retorno desde constitución del fondo (abril 2021) del +6.26%.

El primer semestre de 2022 ha sido muy complejo, por no decir catastrófico para las carteras conservadoras. Si tomamos como referencia la popular cartera 60/40, las pérdidas del primer semestre han sido históricas, provocando una caída del -16.1%, mucho más abultadas que la de sus dos peores registros semestrales durante los últimos 50 años; -6.7% en el 2008 y -6.4% en el 2002. La estrategia 60/40 ha obtenido una gran popularidad por sus resultados estables con poca volatilidad y reducidas caídas. La estrategia ofrece una alta diversificación, ya que tiene invertido un 60% del capital en acciones y un 40% en renta fija. De esta manera, la renta fija funciona como protección cuando las acciones experimentan grandes caídas, por lo que los resultados reportados por la estrategia no han generado muchos sobresaltos para sus seguidores. Así, las últimas 8 veces que la bolsa americana cotizaba en negativo a estas alturas del año, la renta fija había servido de contrapeso a las carteras, manteniéndose en territorio positivo. Tomando como referencia el 2008, el peor año bursátil de las últimas décadas, esta cartera tan solo cayó un 13.9% en el año completo, cifra significativamente menor a la actual (-16.1%), a pesar de que el S&P 500 cerró ese año con una caída histórica del 37%.

Sin embargo, en el histórico contexto actual, la renta fija ha perdido el papel defensivo que le caracteriza y el bono del tesoro de 10 años americano ha retrocedido un 11% en la primera parte del año, reportando la peor caída en los últimos 50 años y generando grandes minusvalías para los inversores con aversión al riesgo. Por otra parte, en Europa la situación no es diferente, el bono alemán, popular por su papel de refugio, ha experimentado pérdidas del 12.5%, mientras que los bonos de la Eurozona han caído un 13%.

Todo esto al mismo tiempo que los mercados bursátiles cerraban el semestre con abultadas caídas superiores al 20% y donde uno de cada tres valores del Nasdaq corregía más de un 50%. Estas grandes caídas no se observaban desde el 1970.

Las correcciones, tanto en la renta fija como en la renta variable, se han producido como consecuencia del cambio radical en las políticas de los bancos centrales. Estos habían aplicado políticas muy acomodaticias hasta finales de 2021, ignorando el problema inflacionario que se estaba fraguando, al considerarlo temporal y atribuirlo únicamente a los efectos del COVID. Sin embargo, los recientes datos económicos les han obligado a reaccionar, entrando en una situación de pánico y aplicando políticas muy agresivas con el fin de enmendar su error. Hay que destacar que la inflación ha alcanzado máximos de 40 años, mermando drásticamente el poder adquisitivo de la población, por lo que podemos afirmar que la reacción tan radical era necesaria.

En este complejo entorno, donde prácticamente ningún activo ha generado retornos satisfactorios, Gamma Global ha tenido un excelente comportamiento, cosechando un rendimiento positivo del 1.4% en el primer semestre, incrementándose hasta el 5.7% a mediados de agosto. Además, los retornos se han conseguido con una volatilidad cercana al 5%, prácticamente un cuarto de la volatilidad de los índices bursátiles.

De esta manera, la propuesta de valor de Gamma Global ha resultado ser muy acertada, protegiendo el patrimonio de los inversores conservadores, en un entorno donde la mayoría de las estrategias defensivas han generado retornos negativos. La realidad es que estas carteras que se catalogaban como conservadoras y habían tenido un buen desempeño durante los últimos años, escondían grandes riesgos fruto de las políticas monetarias vigentes. En Gamma Global éramos conscientes de dichos riesgos y no compartíamos su posicionamiento basado en bonos gubernamentales y duraciones largas. Citando a Warren Buffett: «Sólo cuando baja la marea, se sabe quién nadaba desnudo».

Gamma Global es un instrumento patrimonial en el que combinamos la inversión en deuda, acciones y liquidez con el fin de generar rentabilidades satisfactorias con reducida volatilidad. Para ello, salimos de lo convencional y aplicamos la filosofía de inversión en valor tanto a la renta variable como en la renta fija,

estudiando la estructura de capital de cada compañía y teniendo la flexibilidad para tomar posición en aquel segmento que ofrezca un mayor potencial ajustado al riesgo.

Movimientos de la cartera:

Durante el semestre hemos sido activos incorporando varias emisiones de deuda. De hecho, en estos momentos percibimos un mayor atractivo en la renta fija frente a la renta variable y, actualmente, tenemos una ponderación cercana al 62% en renta fija, mientras que un 20% se encuentra en liquidez o similares y tan sólo un 18% se encuentra invertido en acciones, el menor nivel desde la creación del vehículo.

A pesar de los buenos rendimientos, consideramos que el semestre ha sido un periodo de siembra y nos ha permitido construir una cartera robusta compuesta por negocios con caja neta, que se benefician de la complicada situación actual y que ofrecen unos retornos muy atractivos para los próximos años. De hecho, nuestra cartera de renta fija ofrece una rentabilidad anual superior al 8% con un vencimiento inferior a 3 años, lo que nos protege de la volatilidad que conlleva el aumento de tipos de interés.

Destacados del trimestre:

Convertible Ezc corp 2024 (contribución en el trimestre: +0.15%)

Este activo es un claro ejemplo de la flexibilidad que tenemos en Gamma Global para generar valor, seleccionando de cada compañía, la estructura de capital donde detectamos mayor retorno ajustado al riesgo. Ezc corp es un operador estadounidense de casas de empeño en EEUU y América latina. A diferencia de Europa, en América es muy común utilizar estos servicios para obtener financiación inmediata. El negocio es altamente rentable, ya que más del 90% de las personas que empeñan un objeto lo recuperan a cambio de pagar elevados intereses, mientras que el 10% de los objetos restantes se vende rápidamente en sus tiendas generando unos excelentes beneficios. Además, este negocio es altamente resistente a la crisis, ya que, en estos periodos difíciles, la población recurre con mayor frecuencia a estos servicios, empeñando joyas u oro. Sin embargo, esta compañía cuenta con un mal equipo gestor que la controla, ya que posee las únicas acciones con derechos de voto. Si analizamos el pasado podemos observar que sus decisiones estratégicas de M&A han destruido mucho valor, mientras que su competidor, FirstCash, se ha centrado en reinvertir en el negocio generando elevados retornos para sus accionistas.

Para ello, hemos invertido en sus convertibles que nos proporcionan el upside de la acción a partir de 10\$, mientras que el downside está cubierto, ya que la compañía tiene unos excelentes activos y se encuentra en una posición financiera excelente, por lo que nos devolverá íntegramente nuestro capital al vencimiento del bono en 2024 en el caso de que la acción no termine por encima de 10\$, a lo que, por supuesto, hay que añadir un interés periódico.

De esta manera, en Gamma Global tenemos la oportunidad de participar en el negocio, evitando los riesgos de capital allocation. En estos momentos acumulamos una fuerte plusvalía en el convertible debido al buen comportamiento de la acción, que recoge la vuelta a la normalidad de su actividad, que se había visto afectada temporalmente por las ayudas Covid a sus potenciales clientes.

Bono Nagacorp 2024 (contribución en el trimestre: +0.61%)

La compañía operadora del mayor complejo hotelero integrado de juegos y entretenimiento en la región del sur este asiático publicaba unos excelentes resultados semestrales que sorprendían al mercado. A pesar de que la situación en China no mejora, con largos periodos de cuarentena y confinamientos periódicos, Camboya ha conseguido recuperar la normalidad y atraer visitantes de otras regiones, especialmente provenientes de Malasia. De esta manera, los vuelos semanales han aumentado significativamente,

incrementándose hasta los 208 desde los 41 vuelos semanales a principios de diciembre. Aunque la región aún se encuentra lejos de niveles pre-Covid donde se registraban 900 vuelos semanales, este incremento de actividad en la región asiática (exChina), sumado a las altas tasas de vacunación, los reducidos contagios y la eliminación de las restricciones han provocado que la compañía haya generado unos altos niveles de caja, que están empleando en recomprar su propia deuda a unos precios muy atractivos. Seguimos muy positivos en los fundamentales de la compañía y mantenemos el bono de Nagacorp entre nuestras mayores posiciones.

Bono Kistos 2024 (contribución en el trimestre: -0.06%)

La compañía operadora de campos de gas en Reino Unido y Holanda ha sido una de las grandes beneficiadas por la guerra y los posteriores movimientos por parte de Rusia de restringir el flujo de gas hacia Europa. Esta histórica situación ha provocado que Kistos se encuentre en una posición financiera excelente, capaz de generar caja por valor del importe de deuda remanente en menos de mes y medio. Además, la compañía tiene caja neta, por lo que nos encontramos en una muy buena posición como acreedores de la compañía. Ante la dificultad de realizar adquisiciones a precios razonables y la elevada generación de caja que estimamos será suficiente para desarrollar los proyectos que tiene en el pipeline, prevemos que la compañía ejercerá su opción para recomprar la deuda en mayo del 2023. Esta emisión es un buen ejemplo de cómo trabajamos en Gamma Global. En febrero, en los inicios del conflicto, tuvimos la flexibilidad y rapidez para incorporar esta posición a nuestra cartera, generando así una rentabilidad superior al 7% anual durante los 2.5 años.

Muchas gracias por su confianza.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro

SINGULAR BANK ASSET MANAGEMENT SGIIC