

Estimado partícipe,

Durante el trimestre la rentabilidad del fondo ha sido del +1.46% (+2.88% en el año), acumulando un retorno desde constitución del fondo (abril 2021) del 7.81%

El tercer trimestre se ha caracterizado por la continuación de las tendencias iniciadas a principios de año. La inflación, las tensiones geopolíticas entre China y EEUU, la política China de tolerancia cero al Covid y la invasión rusa siguen acaparando titulares, lastrando con ello a las bolsas mundiales. En estas circunstancias, las perspectivas económicas se siguen deteriorando y este octubre hemos visto como incluso las FANG, las empresas más valiosas y resilientes de EEUU, publicaban unos resultados mediocres, viéndose obligadas a revisar a la baja sus estimaciones de beneficios.

En este entorno de tanta incertidumbre, el inversor de renta variable empieza a claudicar tal y como demuestran las diferentes encuestas de sentimiento. En concreto, la popular encuesta de Bank of America indicaba que la posición de liquidez de los fondos de inversión era la mayor de los últimos 21 años. Sin embargo, por extraño que parezca, el inversor en renta variable no es el peor parado en la situación actual. Con mayor o menor conocimiento, la tolerancia al riesgo de esta clase de inversor es alta, pues la historia nos ha demostrado que prácticamente dos veces cada diez años experimentamos un mercado bajista de alrededor de 10 meses en promedio, entendiendo como mercado bajista una caída del S&P 500 superior al 20%. El inversor en renta variable ha aprendido a convivir con esta volatilidad, ya que sabe que, a pesar de los grandes desafíos a los que se somete constantemente a la humanidad como guerras o pandemias, la sociedad siempre encuentra la manera de adaptarse y seguir evolucionando.

Sin embargo, existe otra clase de inversor con un perfil mucho más adverso al riesgo que prioriza no perder dinero a obtener grandes rentabilidades. Esta clase de inversor tiende a evitar la exposición a la renta variable, por lo que se siente más protegido mediante la inversión en deuda. Las ventajas de combinar ambas clases de activos están empíricamente probadas. La poca correlación que existe entre el mercado de bonos y acciones reduce la volatilidad y el drawdown, de manera que disminuyen los momentos de estrés de los inversores, a la vez que maximiza los retornos ajustados por riesgo. Hay que destacar que tan solo en cinco ocasiones hemos tenido ambos activos en territorio negativo a la vez: 1931, 1941, 1969, 2018 y 2022. Sin embargo, en contra de décadas de estadística, este año está siendo una pesadilla para esta clase de inversor. La parte defensiva de la cartera no está proporcionando refugio y, por primera vez en la historia, ambos activos experimentan bajadas superiores al 10%. Es más, teniendo en cuenta el comportamiento de los mercados en octubre, el bono americano de referencia sufre caídas superiores al S&P 500, batiendo registros históricos.

La actuación de los bancos centrales explica este extraño fenómeno. Este año ha habido 243 subidas de tipos a nivel global, es decir, prácticamente una subida cada día laboral. Este cambio radical en la política de los bancos centrales ha tenido una consecuencia devastadora en el mercado de bonos. A final de 2021, el bono del tesoro americano con un año de duración ofrecía una rentabilidad del 0.39%, mientras que hoy otorga una rentabilidad del 4.66%. El aumento de rentabilidad tiene un efecto superior en duraciones largas y esto explica el -18.3% que experimentan este año los poseedores del bono americano a 10 años.

En este entorno complejo, Gamma Global se ha comportado extraordinariamente bien, ofreciendo una rentabilidad positiva en todos sus bloques y manteniendo una volatilidad controlada alrededor del 5%. A cierre de trimestre, Gamma Global tenía una exposición del 65% a renta fija y 16% a renta variable, siendo el resto efectivo u otros activos. El mayor peso en renta fija radica en que estamos convencidos de los retornos muy atractivos a estos precios, aunque durante el mes de octubre hemos aumentado paulatinamente nuestra exposición a renta variable, reduciendo de esta manera la posición en efectivo.

Llegados a este punto, es normal que el participante se sorprenda sobre la evolución del fondo, dado que, si Gamma Global posee una posición tan grande en renta fija, ¿Por qué el comportamiento es tan diferente?

La respuesta es muy simple; no hemos participado de la burbuja existente en la renta fija. Los inversores en esta clase de activos decidieron jugar al juego que propusieron los bancos centrales y asumieron un mundo de bajas rentabilidades como “normal”.

Quizás el éxtasis de la burbuja se produjo cuando Austria consiguió emitir 2.3 billones de dólares al 0.88% de interés con 100 años de duración a mediados de 2020. Esta emisión fue más de 10 veces sobre suscrita, lo que suscitaba que había un fuerte interés por poseer un activo “seguro” que generase “rentabilidad”. Poco más de dos años después, los tenedores del bono experimentan una pérdida de alrededor del 75%, ya que a pesar de que Austria ha pagado regularmente el cupón inferior al 1%, el nuevo entorno económico e inflacionario ha llevado a esta emisión a cotizar a una rentabilidad a vencimiento del 2.3% anual.

Así es como funciona la renta fija. Aunque su nombre puede llevar a confusión, la realidad es que estos activos se pueden llegar experimentar fuertes oscilaciones, tanto o más que las acciones, como hemos visto con el bono austriaco. Realmente sólo tenemos certeza sobre los flujos que recibimos (cupones/intereses e importe principal al vencimiento), pero el precio del bono variará para adaptarse a la nueva realidad de cada momento. No sería justo que el inversor que quiera comprar dicho bono en el mercado secundario ahora pagase lo mismo que desembolsó el inversor que lo adquirió en el 2020. Así, dado que el cupón es un ingreso recurrente y fijo durante la vida del bono, el precio pagado hoy tiene que ser significativamente menor para reflejar que nos encontramos en un entorno diferente, asumiendo que el bono terminará venciendo a par (el mismo importe que se prestó a Austria en 2020) dentro de 98 años.

En Gamma Global aplicamos una filosofía de inversión en valor, reduciendo la dependencia de la política de los bancos centrales. Nosotros estudiamos al detalle la estructura de la compañía y decidimos en que segmento invertir. De esta manera, evitamos las inversiones en bonos gubernamentales donde los bancos centrales juegan un papel fundamental debido a los altos niveles de deuda que atesoran los estados y concentramos nuestros esfuerzos en analizar al detalle las compañías a las que les prestamos nuestro dinero.

En estos momentos tenemos una cartera de renta fija muy atractiva, con una rentabilidad en euros superior al 8.5% y un vencimiento inferior a tres años, donde muchas de nuestras empresas tienen caja neta y están activamente intentando recomprar nuestros bonos (Teekay, Kistos, Nagacorp, Teva...) y algunas otras han ejecutado cláusulas que nos han obligado a venderles recibiendo una buena prima (OCI).

## Destacados del trimestre:

**Bono Golar 2025 (contribución trimestral: +0,74%):** La compañía ha llevado a cabo una serie de desinversiones para desbloquear valor para el accionista y mejorar su posición financiera. Así, este año Golar ha materializado el spin off de su flota de LNG, la venta parcial de sus acciones en New Fortress y la venta de sus unidades de regasificación flotantes. Estas desinversiones han situado a la compañía con una posición superior a los 400 millones de caja neta, a la vez que mantiene sus dos FLNGs que generarán un FCF anual superior a 300 millones. Además, Golar está en condiciones de explotar su tecnología FLNG con la obtención de grandes proyectos que esperamos que se materialicen en las próximas semanas. Mantenemos la inversión tanto en acciones como en bonos en la compañía, manteniendo un peso superior en la deuda.

**Bono Nagacorp 2024 (contribución trimestral: +0,72%):** El bono ha tenido un buen comportamiento a pesar de la mala evolución de la acción que se ha contagiado del pesimismo de la bolsa de Hong Kong entorno al final de la política cero Covid. La compañía propietaria del mayor resort de entretenimiento y

juego en la región de Mekong publicó unos resultados en línea con lo esperado en el tercer trimestre. Hay que reconocer que, fruto de las restricciones chinas, la recuperación no está siendo tan rápida como esperaba el mercado, sin embargo, Nagacorp ha demostrado sus ventajas competitivas recuperando un 65% del negocio pre-covid y generando una decente cantidad de Free Cash Flow. Mantenemos nuestra visión optimista sobre las perspectivas de la empresa.

**Renta Variable: Activision (contribución trimestral: -0,01%):** La compañía se encuentra inmersa en un proceso de opa. Microsoft ha ofrecido 95 dólares por acción, lo que equivale a un potencial de revalorización cercano al 30% desde los precios actuales. Los accionistas de Activision han aceptado la opa y solo falta que los reguladores den el visto bueno. Por ahora, Asia y Latinoamérica han dado el visto bueno, faltando Reino Unido, Europa y EEUU. Se espera que EEUU se pronuncie a finales de noviembre, mientras que Reino Unido y Europa han decidido estudiar la adquisición con más detalle y se espera su veredicto para marzo de 2023. Después de estudiar las reclamaciones de Sonny (principal actor del sector con la Play Station) y los argumentos que han expuesto los reguladores, creemos que no hay argumentación suficiente para impedir la adquisición, ya que Xbox (Microsoft) no tiene una condición monopolista en el mercado, ni quiere restringir a otras videoconsolas los juegos de Activision. Dicho esto, en el escenario negativo, estaríamos encantados de ser accionistas de una de las mejores IPs del mundo, tal y como demuestra cada año. Esta semana hemos podido saber que el nuevo Call of Duty ha sido el más vendido en su lanzamiento en la historia de la franquicia, generando 800 millones de dólares en su primer fin de semana.

Gamma Global ya cuenta con casi 450 partícipes. Nos enorgullece saber que cada día más partícipes comparten la filosofía de Gamma Global.

Muchas gracias por su confianza.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro

SINGULAR BANK ASSET MANAGEMENT SGIIC