

Carta anual a co-inversores de SIH BrightGate Global Income Fund

15 de enero, 2021, Madrid

“Todas las desdichas de los hombres vienen de una sola cosa: no saber permanecer en reposo en una habitación”

Blaise Pascal, Pensées, B139.

Queridos co-inversores,

Antes de nada, confiamos en que os encontréis bien tanto vosotros como vuestros familiares. Desde BrightGate Capital os mandamos un cariñoso abrazo a todos en estos momentos difíciles que nos ha tocado vivir, y deseamos que tanto vosotros como vuestros familiares y amigos no os hayáis visto afectados.

Nos gustaría empezar con un resumen rápido del fondo. El fondo cerró el 31 de diciembre de 2020 con un NAV de 118,93, lo que representa un retorno neto anual del 4,5%. El fondo se creó el 14 de octubre de 2013, y la rentabilidad anualizada desde inicio ha sido del 2,5%. El código ISIN de las distintas clases del fondo son LU0942882589 (clase A) y LU1984948874 (clase F).

La filosofía del fondo es Buy & Hold con un mandato de inversión en crédito global con duraciones bajas, generalmente por debajo de 3. La cartera está actualmente relativamente concentrada, entre 40 y 45 posiciones, y recoge nuestras mejores ideas, que creemos ofrecen una rentabilidad ajustada al riesgo más atractiva que el crédito medio que puede encontrarse en los mercados de High Yield (HY) de hoy en día. Aunque nos gusta mantener las posiciones tanto tiempo como podemos, nuestro fondo en este sentido no es un fondo Buy & Hold tradicional, en donde las posiciones se compran y se mantienen hasta vencimiento, sino que constantemente evaluamos dichas posiciones en función del precio al que cotizan y la evolución de los fundamentales del negocio. En un entorno como el actual, de diferenciales crediticios estrechos y bajos tipos de interés, somos de la creencia de que las estrategias tradicionales Buy & Hold son malos candidatos para estar en la cartera de cualquier inversor, ya que las elevadas valoraciones hacen difícil la reinversión de los cupones, utilizándose los pagos de intereses en la compra de bonos cada vez más caros. Creemos que la correcta reinversión de los cupones es una importante, y muy a menudo poco apreciada, fuente de rentabilidad en el largo plazo; nuestros inversores pueden estar seguros de que una gran parte de nuestra atención está dedicada a dicha tarea.

Respecto a la política de cobertura de divisas, la cartera estaba cubierta completamente a cierre de año. No esperamos cambios en la política de cobertura de divisas para el 2021. A continuación, haremos un repaso del año 2020, cómo vemos los mercados y cuáles son nuestras principales posiciones de cara al 2021.

Algunas reflexiones sobre el 2020

Dado que el 2020 pasará a la historia como uno de los años más negros para la economía mundial, y a la vez más “idiosincráticos” (por decirlo de una manera suave) para los mercados financieros, podríamos extendernos en esta parte de la carta explicando nuestro “outlook” o nuestra visión del mundo. Sin embargo, dada la extensión y la cantidad de temas que vamos a tratar en esta carta, lo dejaremos para otro momento. Nos basta con decir que muchas de las tendencias que veníamos presenciando los últimos años, en especial la desigual distribución de la renta y de la riqueza y el disfuncional desempeño de varias democracias occidentales, se aceleraron en 2020. Estos factores, que no esperamos vayan a cambiar, juntos con otros, como: i) unos salarios que seguirán deprimidos por muchos años, ii) regímenes impositivos laxos para las empresas, iii) bajos tipos de interés durante mucho tiempo, y iv) progreso tecnológico continuo (y exponencial), nos hacen esperar un entorno fuertemente deflacionario y con valoraciones extremas. Aunque la deflación persistente que viviremos los próximos años soportará algo las valoraciones (tanto de la renta variable, como de la renta fija, que es lo que nos ocupa aquí), creemos que los precios de las distintas clases de activos están en absoluta *terra ignota* – muy por encima de los escenarios que barajábamos [hace un año en esta misma carta](#).

A nivel de gestión, creo que hemos extraído numerosas enseñanzas de este año, que en términos de aprendizaje ha valido por varios años corrientes. En particular, vamos a resaltar tres conclusiones que hemos extraído que nos parecen interesantes, y que tendrán un impacto fundamental en la gestión del fondo de ahora en adelante.

La primera conclusión, es que una concentración ligeramente mayor de la cartera nos ayudará en nuestros objetivos de rentabilidad y nos permitirá centrarnos en nuestras mejores ideas de inversión. La volatilidad que hemos vivido en 2020 y el impacto de la crisis económica nos han enseñado de manera clara que nuestras principales posiciones (que son, obviamente, nuestras mejores ideas) se han comportado mejor que aquellos créditos en los que teníamos posiciones menores. Tenemos como objetivo ahora tener 40-45 diferentes emisores en cartera, desde los 50-55 títulos que veníamos manejando históricamente. Creemos que el nivel de diversificación seguirá siendo prudente para un fondo de renta fija. Una ventaja adicional de este nuevo enfoque es que, en entornos con reducidas ideas de inversión buenas como el actual, nos permite ser más selectivos y dejar “pasar” más ideas de inversión mediocres. Dicha concentración, finalmente, nos ha permitido tener los niveles de rotación de cartera más bajos en la historia del fondo, a pesar de haber sido un año en el que las variaciones de precios entre unos títulos y otros han sido extremas. A este respecto, la frase de Pascal del encabezado resume perfectamente estas ideas.

En segundo lugar, hemos reflexionado bastante sobre *la relación entre las calificaciones crediticias y los rendimientos que obtienen los distintos bonos a lo largo de un ciclo económico*. Empieza a haber bastante [investigación rigurosa](#) (y [aquí](#)) que muestra que, aunque los escalones crediticios más bajos presentan en principio, sobre el papel, rentabilidades más altas, las rentabilidades realizadas son mucho menores, debido a sus elevadas tasas de impago y bajas tasas de recuperación. ¿Cuánto de más bajas son estas rentabilidades? Pues, aproximadamente, lo suficiente como para que *de media el índice de créditos CCC rente menos (y con una volatilidad mayor) que el índice de BBs a lo largo de un ciclo económico*. A la inversa, muchos créditos BB suelen acabar en la tierra prometida del grado de inversión, y las ganancias de capital en estos casos [no son nada despreciables](#).

Con razón, a este tipo de efecto perverso se le llama el *fool's yield*. Aunque una de las razones de la existencia de este efecto es el sesgo cognitivo humano de estimar tasas de impago y de recuperación más positivas de lo que realmente acaban siendo, creemos que queda por hacer investigaciones adicionales que muestren si este efecto ha estado presente siempre (no solo en las últimas décadas) y si será persistente a futuro. En cualquier caso, dado que no queremos ser los *fools* de la fiesta, hemos incluido estas conclusiones (y algunas otras de artículos adicionales) en nuestro proceso de inversión, y como consecuencia esperamos que la calificación crediticia de nuestros títulos aumente gradualmente en los próximos años. Dicha migración también nos va a ser más fácil de implementar dado el carácter más concentrado del fondo, con lo que la tarea de buscar créditos infravalorados en el espectro BB/B nos será algo menos exigente. Llevamos ya meses aplicando dicha filosofía, lo que nos ha llevado a comprar (y sobreponderar) créditos con dichas características, como en el caso de Turning Point Brands, CoreCivic, Ulker Biskuvi, BofA y Syngenta.

Por último, queríamos mencionar brevemente el tema de la gestión de la duración en el fondo. El fondo originalmente nació como un mandato *buy and hold* a cinco años, y en el año 2017 decidimos extenderlo sin fecha de vencimiento prefijada, pero manteniendo a la vez el espíritu de una corta duración – idealmente por debajo de 3, que se traducía, dados los altos cupones de nuestros bonos, aproximadamente en créditos con vencimientos por debajo de cinco años. Desde entonces, la duración media de nuestro fondo ha sido de 2,7 – y recordando que no es una duración sintética, ya que nunca hemos tomado una posición corta en ningún crédito. Creemos ahora, sin embargo, que dicha restricción es artificial, y esperamos tener más flexibilidad al respecto de ahora en adelante. Se estarán preguntando qué sentido tiene querer aumentar duración cuando los tipos de interés están en el punto más bajo de su historia y la mayor parte del “ciclo de duración” que hemos vivido en las últimas décadas ya ha corrido su curso. En primer lugar, no esperamos grandes cambios en la duración del fondo en el 2021, y tenemos como objetivo estar en el rango 2,7-3,2, que sigue siendo un rango bajo en comparación con la media del universo de fondos de renta fija. Y, en segundo lugar, el espíritu para aumentar la duración es básicamente tener flexibilidad de poder irnos puntualmente a los vencimientos más largos de créditos que conocemos cuando hay movimientos bruscos de los precios, como ha ocurrido este año. Por poner un ejemplo, este año los bonos de la compañía agrícola MHP, en la que llevamos invertidos más de tres años, se vieron fuertemente impactados durante las fuertes ventas de marzo y abril. Dado el comportamiento estable que veíamos en el precio de los granos y del buen comportamiento de las proteínas (por el brote de Peste Porcina Africana en China) sabíamos que, en este caso, los fundamentales del negocio no eran un problema, y decidimos incrementar la posición. MHP tiene tres bonos emitidos, al 2024 al 2026 y al 2029. Mientras que los bonos al 24 llegaron a cotizar a 77 en el momento de mayor pánico en marzo, los bonos al 29 llegaron a tocar 68 – una diferencia de más de un 10%. Ópticamente, la diferencia del rendimiento a vencimiento entre ambos bonos no era tanta, ya que la curva de MHP estaba bastante plana (cotizaban ambos con rentabilidades similares y superiores al 10%). Sin embargo, a día de hoy, los bonos al 24 cotizan a 109 y los del 29 cotizan a 103, lo que representa una ganancia del 41% en los bonos del 2024 y del 52% para los del 2029. En un mundo de rentabilidades abismalmente bajas, creemos que esa diferencia del 11% es dejarse mucho dinero en la mesa, y son para este tipo de oportunidades puntuales en las que esperamos usar esta flexibilidad adicional.

Comentario principales posiciones

Entrando más en detalle en la composición de la cartera, el porcentaje invertido es superior respecto al año anterior, en parte consecuencia de nuestra política de mayor concentración y por la mayor cantidad de oportunidades de inversión en sectores diferentes a la producción de petróleo, que era donde teníamos más exposición hace un año.

Como mencionábamos en la carta de cierre del año pasado, seguimos creyendo que las valoraciones actuales, tanto en renta fija como en renta variable, no tienen parangón en la historia, con lo que los retornos a medio y a largo plazo serán mediocres. De hecho, todos los eventos de este año, así como la revalorización adicional de los principales índices, solo han valido para reforzar nuestra opinión. Dado que la rotación de la cartera durante el año ha sido la más baja en la historia del Fondo, nuestra tarea de búsqueda de créditos este año se ha centrado en negocios defensivos (proteínas, infraestructura de energía y bienes de consumo) con rentabilidades razonables, que nos puedan proteger tanto de una eventual subida de tipos como de un potencial ensanchamiento de los diferenciales crediticios.

A continuación, detallamos las principales inversiones del Fondo a cierre del año, ordenadas por peso en la cartera. Algunas de ellas las hemos agrupado por temáticas, ya que creemos que facilita la comprensión global de la cartera:

- **Infraestructura energía (Teekay LNG, Enbridge, Brooge Energy, PBF Logistics, Peru LNG, Navigator Gas):** entre estos negocios el fondo tiene la exposición más elevada por temática, del 15,4%, y ningún nombre de manera individual supera el 3,5% de peso. Aunque por conveniencia los hemos metido en el mismo grupo, cabe destacar que las dinámicas de cada uno de estos negocios son muy diferentes, ya que no tiene nada que ver el transporte del gas natural licuado (Teekay LNG), con el almacenamiento de crudo (Brooge Energy), o con su propio transporte (PBF Logistics, Enbridge), por poner solo algunos ejemplos. La mayoría de estos créditos son viejos conocidos para nuestros partícipes, ya que en la mayoría de ellos llevamos invertidos años de manera exitosa. En estos créditos, y en contra de nuestras expectativas, sus balances sorprendentemente han mejorado durante el 2020, ya sea por la estabilidad de sus flujos de caja (cerrados por contrato en muchos casos) y habilidad para seguir repagando deuda (PBF Logistics, Teekay LNG) o simplemente por movimientos corporativos o hitos particulares de la empresa en cuestión (Navigator Gas). Las dos incorporaciones este año han sido Peru LNG, que compramos en el punto bajo de la crisis, y Brooge Energy, compañía de los Emiratos Árabes Unidos dedicada al almacenamiento de crudo y que hizo su emisión inaugural hace unos pocos meses. En este último caso esperamos ser inversores durante varios años, ya que es un negocio recurrente, con cierta visibilidad, con un balance conservador y sus bonos presentan rentabilidades elevadas. Dado que es un crédito en una geografía menos conocida y en una clase de activo (energía) desfavorecida actualmente, esperamos la mayor parte de nuestras ganancias no a través de la revalorización del principal sino a través de los cupones.
- **Productores de petróleo (Siccar, Okea, DNO, GKP):** un año más, tenemos una importante exposición a productores de petróleo, en torno al 8,5%, que se distribuye fundamentalmente entre cuatro nombres. Respecto a otros años, nuestra exposición es más reducida a este grupo, ya que hemos encontrado oportunidades en otros segmentos (como las empresas de infraestructura comentadas anteriormente)

y nos ha parecido prudente diversificar nuestro riesgo. A pesar de que vimos venir la pandemia en febrero y vendimos varias de nuestras posiciones de energía por adelantado, de nuestras posiciones restantes las que peor se comportaron fueron (obviamente) las que tenían un balance peor, y por eso hemos decidido mejorar la calidad crediticia media de este bloque. Aunque en promedio nuestras inversiones en energía han sido rentables, hemos aprendido este año que sacrificar unos puntos de rentabilidad en el momento de la compra de uno de estos bonos (rentabilidad que no siempre se acaba materializando) merece la pena a cambio de un balance mejor. En los casos concretos de DNO y GKP, hemos decidido cambiar riesgo crediticio (ambas empresas tienen deuda financiera neta de cero) por riesgo geopolítico (ambas empresas tienen sus activos en la región de Kurdistán en Irak, aunque merece la pena señalar que el gobierno kurdo ha pagado puntualmente a las empresas estos últimos meses, y la relación en general durante los últimos años ha sido muy buena) y por activos de mayor calidad, ya que los costes de extracción de ambas empresas son de los más bajos del mundo, por debajo de 10 dólares el barril. En el caso de Siccar y Okea, son créditos que ya teníamos en 2019 (aunque Siccar pudimos venderla antes de marzo y la volvimos a recomprar), y ambas operan en el Mar del Norte con costes bajos, ya que los activos *offshore* suelen tener costes operativos bajos una vez la elevada inversión inicial ha sido realizada. Creemos que ambas empresas tienen todavía recorrido al alza, sus bonos tienen cupones generosos, y pueden atender la deuda sin dificultad, que además está espaciada en el tiempo, en un entorno de Brent a 50 dólares.

- **Carbón térmico (Alliance Resource/Consol Energy):** en nuestra última carta enviada en abril, escribíamos que “[c]reemos que la oportunidad de cerrar rentabilidades por encima del 20% [...] en negocios que en circunstancias normales generan abundante caja [...] es una de las mayores disonancias cognitivas que hemos visto en todos estos años que llevamos invirtiendo en los mercados de deuda”. Varios meses después, y con los precios del carbón térmico recuperándose bastante desde mínimos (el Newcastle 6.000 kcal está a unos 85 dólares según escribimos estas líneas), el mercado parece ir dándose cuenta de que las norteamericanas Alliance y Consol serán del grupo de los supervivientes al final de este ciclo. A pesar de que 2020 ha sido el peor año de la historia para el carbón térmico estadounidense, a cierre de septiembre ambas empresas han logrado capear razonablemente bien el temporal, con una generación de caja neutra en el caso de Alliance y negativa, pero manejable, en el caso de Consol. En el caso de esta última, ha habido un par de transacciones corporativas (venta de activos periféricos y consolidación de CCX con CEIX, lo que nos da el 100% del complejo minero de Pensilvania) que han aflorado algo de valor y han permitido que el paquete de activos de los bonos sea mayor que el de hace un año. Recordemos que ambas compañías han generado históricamente rentabilidades medias sobre sus activos operativos netos en el negocio minero del 20% en el caso de Alliance y 13% en el caso de Consol, con lo que han ganado sobradamente su coste del capital y no deberían tener problema en seguir repagando la deuda a futuro. Alliance, adicionalmente, tiene un pequeño negocio de royalties sobre terrenos en las principales cuencas petrolíferas de EEUU (Permian) que dan diversificación adicional al colateral que disfrutamos. Entre las dos compañías tenemos un 7% de peso y, aunque los precios de sus bonos se han recuperado notablemente en los

últimos tres meses, creemos que siguen cotizando con un descuento injustificable respecto a los índices, y seguimos pensando, tanto en términos relativos como absolutos, que son todavía grandes oportunidades de inversión. Para el 2021, esperamos precios del gas superiores a los vividos en los últimos años, en el rango 2,75-3 dólares, dado el cierre de mucha producción de petróleo no convencional en Estados Unidos (que también era productora de gas), y en este escenario los productores de carbón deberían poder generar copiosas cantidades de caja. Desde el punto de vista de la oferta, los cierres permanentes de muchas minas de carbón, no solo en Estados Unidos, sino también en otros grandes países productores como Colombia, ayudarán adicionalmente a nuestra tesis de inversión. La falta de carbón térmico de elevada calidad a nivel mundial se ha hecho patente recientemente en China, en donde en los meses más duros del invierno, los precios de la electricidad (y el carbón) se han disparado y ha habido cortes de electricidad recurrentes, tanto por la falta de importaciones (dadas en parte por las tensiones diplomáticas con Australia) como por la incapacidad de aumentar rápidamente la producción local – que suele ser, además, de peor calidad para las centrales térmicas chinas.

- **Turning Point Brands:** Turning Point Brands (TPB) representa un 5,6% de la cartera actual, la mayor posición que hemos tenido nunca en el fondo, y que hubiese sido mayor de no ser por los graduales recortes que hemos hecho a la posición recientemente tras sus fuertes subidas. Como recordarán, la norteamericana TPB se dedica a la fabricación, comercialización y distribución de productos de tabaco, en concreto papel de liar (a través de la icónica marca Zig-Zag) y tabaco de mascar, producto en el que opera en el segmento de bajo coste, en comparación con su mayor competidor, Altria. La fijación de precios en el sector del tabaco en EEUU desde la década de 1990 ha sido extremadamente racional, años en los que las guerras de precios acabaron y Altria asumió el papel de empresa líder fijadora de precios. Desde entonces, Altria ha aumentado precios consistentemente todos los años en los cigarrillos tradicionales, en el entorno del 6-10%. Estas dinámicas del tabaco convencional favorecerán al segmento del tabaco de mascar (que, aunque no ha tenido dinámicas de precios tan robustas, han seguido sido favorables), que es donde opera TPB con sus productos más asequibles, en competencia con Skoal y Copenhagen, ambas marcas de Altria. Finalmente, TPB tiene un negocio de cigarrillos electrónicos que empezó a construir hace algunos años tras una estrategia de adquisiciones, pero que se vio fuertemente impactado por las noticias de fallecimientos en EEUU y la mala prensa de JUUL. Dado que se ha comprobado que los sistemas de vapeo cerrados no fueron los causantes de las muertes, y que en general es una alternativa mucho más saludable que los cigarrillos convencionales, el mercado de vapeo está volviendo a crecer, y esta vez de una manera mucho más racional, con la salida de muchos productores que no han sido capaces de cumplir las nuevas reglas de la FDA. Nuestra inversión en TPB es a través de bonos convertibles. Aunque el rendimiento a vencimiento del bono actualmente es cero, creemos que todavía presenta una atractiva opcionalidad al precio del subyacente: dado que el bono vence en el 2024, todavía quedan años para aumentar el valor intrínseco del negocio (que estimamos que crecerá en el rango del 6-10% anualmente), con lo que al convertible le queda todavía un recorrido del 15-20% sobre los niveles actuales, lo que implicaría precios del subyacente superiores a 54 dólares en algún momento de

los próximos años. Nos parece una inversión en la que las pérdidas posibles son casi nulas, dado el excelente balance de la compañía, y las ganancias potenciales interesantes. Por último, señalar que la pandemia ha beneficiado claramente al negocio de la compañía, la cual ha reportado crecimientos en sus líneas de negocio principales muy por encima de las estimadas a principios de año, en gran parte, por la migración hacia productos más asequibles.

- **Aimia:** Aimia, empresa canadiense, es otro negocio bien conocido en el que después de muchos años seguimos invertidos, con una posición del 4,3% que aumentamos durante los peores momentos de la crisis. Aunque la crisis ha impactado fuertemente la rentabilidad del mayor activo de Aimia, su participación del 49% en el programa de puntos de Aeromexico (Club Premier), la compañía ha logrado por otra parte durante el año extraer de la propia Aeromexico unas condiciones más favorables para su participación, alargando básicamente la relación de Aeromexico con Club Premier y fijando un (generoso) precio de compra en el hipotético caso de que Aeromexico quiera comprar la participación de Aimia. La insolvencia de Aeromexico (y consiguiente recapitalización) es la que ha permitido a Aimia extraer condiciones tan favorables, y ha sido otra prueba del enorme valor estratégico de los programas de puntos ya en funcionamiento para las compañías aéreas. Si pensamos a más largo plazo, Club Premier seguirá siendo el excelente negocio que es, basado en poco capital, economías de red (actualmente tiene casi 7 millones de usuarios inscritos) y en la tendencia secular hacia el uso cada vez mayor de tarjetas de crédito. En el resto de los negocios, Aimia está cambiando rápidamente desde la entrada de Christopher Mittleman en el accionariado de la compañía, y en este año el número de dichos cambios ha sido elevado. En primer lugar, los gastos de la compañía holding han adelgazado mucho. En segundo lugar, la parte de marketing y fidelización tradicional de Aimia, a la que nunca hemos asignado ningún valor, se ha reestructurado y está en camino de poder contribuir positivamente al NAV de la compañía en un futuro cercano. En tercer lugar, Aimia tiene ahora posiciones interesantes en negocios tan diversos como el de Clear Media. En definitiva, nuestra estimación del valor de empresa de Aimia está en el rango de 550-750 millones canadienses, sin contar los casi 200 millones en caja que había a cierre de junio, mientras que la única deuda son las preferentes en las que estamos invertidos, que ascienden a 236 millones, con lo que creemos que el riesgo crediticio (más aún si tenemos en cuenta el descuento con el que cotizan las preferentes) es bajo.
- **Agricultura (Kernel, MHP, Aragvi):** en estos tres negocios acabamos el año con una participación conjunta superior al 6,5%. En general, ha sido un buen año para estos negocios, cuyos fundamentales dependen en gran medida de las cosechas (que son impredecibles en cualquier año en particular) y del precio de los granos, y ambos han sido buenos en 2020. Los precios de estos productos, de hecho, han roto una serie larga de años en los que se habían mantenido planos. En el caso de Kernel y MHP, las compañías han seguido ejecutando su elevado programa de inversiones (en el caso de Kernel, infraestructura como silos y puertos, y capacidad de procesamiento de pollos en el caso de MHP) de manera ordenada, y los rendimientos marginales de sus inversiones están en línea con la historia – en torno al 8%. Aragvi será la mayor beneficiada de lo que esperamos será un bueno año para el precio de los distintos granos. Aunque las productividades por hectárea de Aragvi son inferiores a las de los

productores de Europa del Este y el negocio no está tan integrado verticalmente (lo que le da una volatilidad mayor a la cuenta de resultados si la cosecha de un año es mala), el balance es razonable y la rentabilidad a vencimiento de los bonos (superior al 7% en euros) es muy atractiva para el bajo riesgo intrínseco del negocio.

- **Fannie Mae y Freddie Mac:** aunque la posición conjunta que tenemos en las GSEs (*government-sponsored enterprises*) es muy inferior al del resto de temáticas discutidas anteriormente, el impacto que puede tener en la rentabilidad del fondo su eventual recapitalización hace que merezca la pena hacer un breve resumen. Es justo decir que estamos decepcionados sobre lo poco que ha avanzado la situación de las GSEs durante los últimos meses de la administración Trump, ya que éramos de la opinión de que se iban a producir avances sustanciales, entre ellos la eliminación del pago de dividendos al Tesoro (*net worth sweep*), un acuerdo entre el Tesoro y los principales demandantes (entre los cuales está Fairholme) por los litigios pendientes y, finalmente, la aprobación de una regla de capital más benévola de la que Mark Calabria ha hecho finalmente, que sobrecapitaliza a las GSEs innecesariamente y que hará más difícil levantar capital cuando llegue el momento. En la parte positiva, la vista de la Corte Suprema en el caso *Collins vs. Mnuchin* en diciembre fue razonablemente bien, y esperamos un veredicto favorable en la primera mitad de este año. Eso, unidos a cambios que esperamos de última hora antes del 21 de este mes, entre los que está el aumento del capital mínimo que pueden mantener las empresas ahora mismo, fijarán a las GSEs en un rumbo irreversible hacia su eventual liberación de la tutela estatal, bien sea bajo la Administración Biden o cualquier otra administración futura. A precios actuales, creemos que la oportunidad de inversión es más atractiva que nunca, dado que las preferentes siguen cotizando a una quinta parte del par, los avances de los últimos años han sido netamente positivos, y la pandemia ha demostrado que el negocio de las GSEs es robusto, extremadamente rentable y crucial para el funcionamiento del mercado hipotecario estadounidense.

En resumen, el fondo tiene un YTW (en euros) del 6,6% y una duración de 2,7. Creemos que estas métricas nos seguirán permitiendo obtener un rendimiento superior a nuestros competidores en 2021 y dotarnos de la flexibilidad para las posibles oportunidades que puedan surgir a lo largo del año.

Estamos a su entera disposición para contestar a cualquier pregunta que pueda surgir o para entrar en detalle en cualquier nombre de la cartera.

Atentamente,

Jacobo Arteaga Fierro
Portfolio Manager

Javier López Bernardo, Ph.D., CFA
Portfolio Manager

BrightGate Capital, SGIC
c/ Génova, 11 – 28004 Madrid
Tel. +34 91 441 00 11
www.brightgatecapital.com

Aviso Legal

Este mensaje va dirigido, de manera exclusiva, a su destinatario y puede contener información confidencial y sujeta al secreto profesional, cuya divulgación no está permitida por la ley. En caso de haber recibido este mensaje por error, le rogamos que, de forma inmediata, nos lo comunique mediante correo electrónico remitido a brightgate@brightgatecapital.com o a través del teléfono (+34) 91 441 00 11 y proceda a su eliminación, así como a la de cualquier documento adjunto al mismo. Asimismo, le comunicamos que la distribución, copia o utilización de este mensaje, o de cualquier documento adjunto al mismo, cualquiera que fuera su finalidad, pueden estar prohibidas por la ley.

Le informamos, como destinatario de este mensaje, que el correo electrónico y las comunicaciones por medio de Internet no permiten asegurar ni garantizar la confidencialidad de los mensajes transmitidos, así como tampoco su integridad o su correcta recepción, por lo que BrightGate Capital SGIIC, S.A. no asume responsabilidad alguna por tales circunstancias. Si no consintiese en la utilización del correo electrónico o de las comunicaciones vía Internet le rogamos nos lo comunique y ponga en nuestro conocimiento de manera inmediata.

Este documento tiene carácter exclusivamente informativo y no debe ser considerado ni utilizado como una oferta de suscripción de Fondos. Este documento ha sido preparado utilizando fuentes de información consideradas fiables. Sin embargo, no se garantiza la exactitud ni el carácter completo de la información, ni se asume responsabilidad alguna al respecto. El retorno total de los fondos está sujeto a fluctuaciones de los mercados. Rendimientos pasados no son garantía o proyecciones de rendimientos futuros. Las opiniones y previsiones aquí reflejadas pueden no ser compartidas por todos los empleados de BrightGate Capital SGIIC, S.A. y pueden ser modificadas sin previo aviso. BrightGate Capital es marca comercial de BrightGate Capital SGIIC, S.A.

Información de Protección de Datos. Responsable: Brightgate Capital SGIIC SA (A85543239)

Le informamos que sus datos identificativos y los contenidos en los correos electrónicos y ficheros adjuntos pueden ser incorporados a nuestras bases de datos con la finalidad de mantener relaciones profesionales y/o comerciales y, que serán conservados mientras se mantenga la relación. Si lo desea, puede ejercer su derecho a acceder, rectificar y suprimir sus datos y demás reconocidos normativamente dirigiéndose al correo emisor o en protecciondedatos@brightgatecapital.com.

Este mensaje y cualquier documento que lleve adjunto, en su caso, puede ser confidencial y destinado únicamente a la persona o entidad a quien ha sido enviado.

Si desea darse de baja de nuestras publicaciones y envíos comerciales, responda este correo electrónico indicando en el asunto la palabra "BAJA".

Información Protección de Datos de Brightgate Capital SGIIC SA (protecciondedatos@brightgatecapital.com):

FINALIDAD: Informarle de nuestros productos y servicios por medios electrónicos. **LEGITIMACIÓN:** Interés legítimo en mantenerle informado en su condición de cliente y/o usuario. **CESIONES:** No se contemplan. **CONSERVACIÓN:** Durante la relación contractual y/o hasta que nos solicite la baja comercial y, durante los plazos exigidos por ley para atender eventuales responsabilidades finalizada la relación. **DERECHOS:** Puede ejercer su derecho de acceso, rectificación, supresión, portabilidad de sus datos y la limitación u oposición en el correo electrónico del responsable. En caso de divergencias, puede presentar una reclamación ante la Agencia de Protección de Datos (www.aepd.es).