BrightGateCapital
INVESTMENT~INTELLIGENCE

2015 Manager Report

Sub–Fund Astra BrightGate Buy & Hold 5 Year Bond Fund Tranche I

Índice:

- *Presentación Resultados y comparativa vs Índices*
- *Principales acontecimientos 2015*
- *Política Inversión Currency*
- *Donde hemos estado invertidos*
- *Política de Inversión 2016*

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. 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.

Comparativa con los Índices

Figura 1: Sub-Fund Astra BrightGate Buy & Hold 5 Year vs. Índices

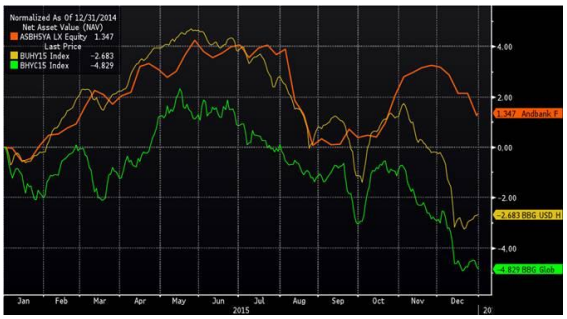


Figura 2: Sub-Fund Astra BrightGate Buy & Hold 5 Year vs. Índices

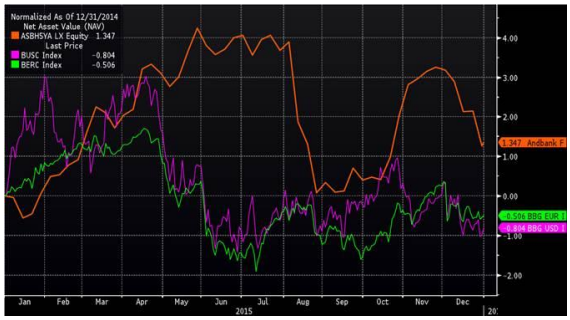
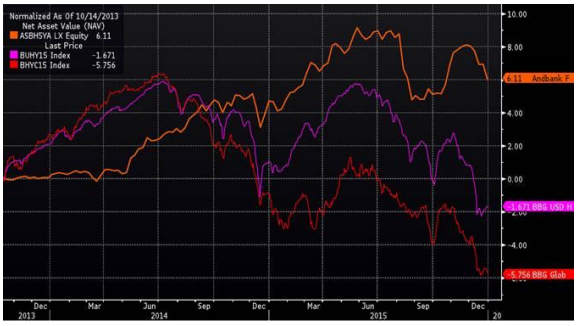


Figura 3: Sub-Fund Astra BrightGate Buy & Hold 5 Year vs. Índices



La tabla 1 y las figuras 1 a 4 representan el desarrollo de nuestro NAV.

Ha sido un año difícil de gestión para la renta fija en su conjunto y hemos terminado en positivo con un rendimiento del 1.35%. Es difícil establecer un Índice de referencia sobre el que medirnos por la naturaleza Buy & Hold que tenemos al 2018 y por la divergencia que tenemos respecto a los Índices Globales de High Yield en cuanto a ponderación en nuestras inversiones, especialmente en Asia.

Los Índices contra las que nos medimos son el Bloomberg USD High Yield Corporate 1-5 Bond Index que ha terminado el año 2015 con una rentabilidad negativa del -2.68% y el Bloomberg Global High Yield 1-5 Corporate Bond Index que igualmente que ha terminado el año con una rentabilidad negativa del -4.82% (Figura 1).

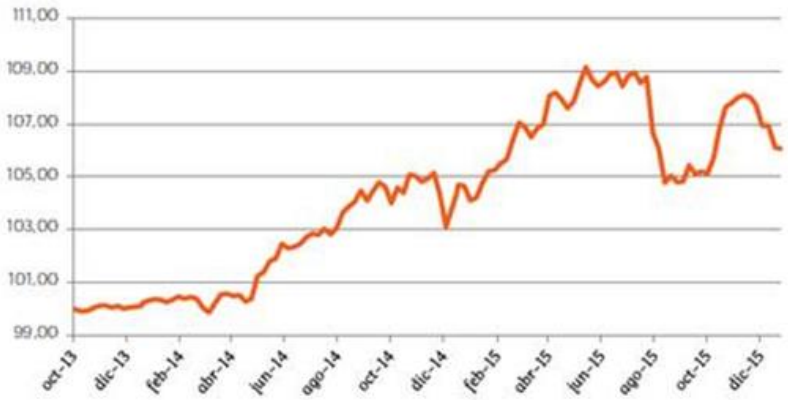
Si nos comparamos con Índices Investment Grade en el ejercicio 2015 (tenemos un 35% de la cartera en IG) como el Bloomberg Global IG USD o el Bloomberg Global IG en Euros, salimos bien en el gráfico, ya que ambos Índices también arrojan pérdidas en el ejercicio (Figura 2).

Desde Inicio del Fondo en Octubre de 2013 hasta el día de hoy podréis observar como llevamos acumulado una rentabilidad superior al 6% en un mercado que ha sido complicado (Fondo vs Bloomberg USD High Yield Corporate 1-5 Bond Index y Bloomberg Global High Yield 1-5 Corporate Bond Index) (Figura 3).

Tabla 1: NAV a 31 de Diciembre de 2015

Valor Liquidativo (NAV):	106,11
Moneda:	EUR
Rentabilidad Año 2015:	1,35%
Rentabilidad Año 2014:	4,57%
Rentabilidad Desde Inicio:	6,11%
Fecha Inicio:	14-oct-13
Rentabilidad Anualizada Inicio:	2,69%
Volatilidad anualizada desde origen	3,12%
ISIN:	LU0942882589

Figura 4: evolución histórica del NAV



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. 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.

Principales acontecimientos 2015

En enero comenzó en Europa el Quantitative Easing (programa de compras de deuda pública en los mercados) por el Banco Central Europeo. Además, bajaron los tipos de interés al 0% lo que provocó euforia en los mercados y el tipo de cambio EUR/USD llegó a bajar a 1.045. En Abril cabe destacar el referéndum en Escocia para independizarse de Reino Unido, el cual acabó por decidir que no se iba a producir tal independencia. En el periodo de Mayo a Septiembre hubo elecciones griegas, las cuales ganó Syriza (coalición de la izquierda radical). Tras unas duras negociaciones con la Unión Europea finalmente prolongaron el rescate. Después de la dimisión de Yanis Varufakis (ministro de Finanzas griego), hicieron reelecciones y volvió a salir Syriza pero esta vez aceptaron todas las reformas requeridas por la UE.

En Agosto cayeron en picado las bolsas Chinas y el BOCH (Banco central Chino) decide adoptar medidas importantes, entre las cuales devaluar el Yuan. Las tres devaluaciones de agosto fueron equivalentes a una caída del 3% en el valor del yuan. Tras el verano surgió el escándalo de las emisiones de Volkswagen en el que descubrieron "irregularidades inexplicables" en las emisiones de dióxido de carbono. En Diciembre la FED decidió subir un pequeño tramo los tipos de interés. Además, incrementaron los rumores de que había falta de liquidez en el mercado de High Yield norteamericano y aumentó el ratio de posibles defaults al 4.7% con la consiguiente bajada de precios en los bonos. Finalmente, a lo largo del año cabe destacar una caída del 70% del valor en muchas materias primas, incluido el petróleo.

Política de Inversión respecto al Currency

Desde un primer momento comentamos que íbamos a mantener inicialmente una política de inversión de exposición abierta al Renmimbi por la estabilidad que había presentado la moneda en los últimos años y el fuerte carry positivo que nos proporcionaba. La decisión del PBOC del mes de Agosto de depreciar el Renmimbi en "one shot" y comenzar con un proceso de lenta liberalización de la moneda impactó los mercados tanto en el "mark to market" de los Bonos como por el lado de la moneda. En Agosto si teníamos exposición al Renmimbi y sufrimos con su caída, dentro de unos límites controlados y razonables. Cuando el mercado se tranquilizó y los Bonos volvieron a recuperar fuelle y la moneda entró en una primera fase de estabilización decidimos cubrir parte del Renmimbi contra el Euro Forward 1 año.

Con anterioridad a la reunión del FMI a final de Noviembre en la que se decidía la inclusión o no del Yuan en la cesta de monedas del FMI teníamos la sensación que dicha inclusión, que era muy probable, podría ser interpretada por el mercado como un paso adicional en el proceso de liberalización hacia un "free-float" de su moneda y podría haber otro sentimiento bajista en el Yuan. El día antes de dicha reunión decidimos cubrir la totalidad de los Renmimbis contra el Euro y dejar así la cartera con un 100% de exposición al Euro. La decisión fue acertada ya que la depreciación adicional del Yuan no ha impactado nuestra cartera, no así el"mark to market" que de nuevo ha mostrado una presión negativa.

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. 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.

¿Dónde hemos estado invertidos?

Figura 5: Distribución geográfica a 31 de Diciembre

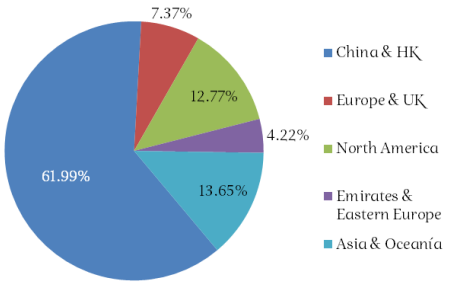


Figura 6: Distribución sectorial a 31 de Diciembre

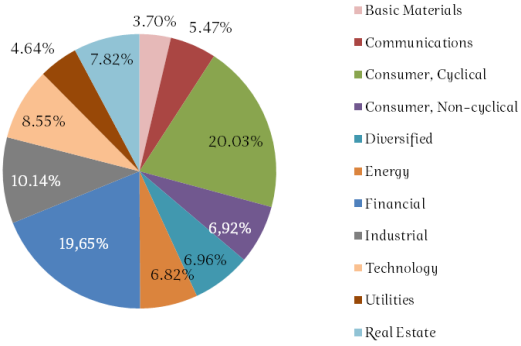


Tabla 2: Datos cartera bonos a 31 de Diciembre

Numero de bonos	69
YTW	6.10%
Duración	2.00
Vencimiento medio	30 junio 2018

Este es un fondo Buy & Hold con una gestión activa de crédito y GLOBAL. Es decir, en el lugar donde esté la mejor oportunidad de crédito vamos a estar sobreponderados. No es el típico fondo Buy&Hold al uso donde se invierte una cartera y se deja expirar a vencimiento. Revisamos nuestras compañías trimestralmente y vamos continuamente incorporando los resultados trimestrales de las mismas a nuestro modelo de crédito de cara a ir siguiendo la evolución de los principales ratios de las mismas. Desde Inicio hemos swapeado más de 25 posiciones de compañías cuyo crédito se ha deteriorado.

Hemos tenido una sobreponderación importante en Asia y Oceanía durante ese período (Bonos en China, Singapur, Australia, Hong Kong e Indonesia) completando la cartera con US Corporate, y algunos EUR Corporates y unos pocos en Emerging Europe y Middle East (Figura 5). No hemos estado invertidos en Latinoamerica. Hubiera sido muy fácil haber construido una cartera con Bonos de esta región y haber ofrecido una TIR muy elevada. Sin embargo el crédito no era bueno, se estaba deteriorando rápidamente dada la alta ponderación de emisiones en USD en compañías que facturan en monedas locales que a su vez tenían presiones bajistas lo que pone en peligro sus balances. Hemos estado igualmente fuera de Bonos Rusos por el contrario de muchos fondos de High Yield que, ante la ausencia de rentabilidades interesantes en el entorno europeo, terminaban picoteando en estos mercados para ofrecer un mayor yield.

Nuestras inversiones en Asia, especialmente en China, han estado centradas en compañías de la "Nueva Economía" y no en compañías Industriales, Mineras o de la "Vieja China". Hemos tenido una sobreponderacion igualmente en grandes conglomerados estatales (Stated Owned Enterprises – SOE) en las que nunca estaríamos invertidos como gestores de equity pero que sin embargo las garantías estatales hacen que tengas una seguridad adicional como bonista. Nuestra ponderación a un sector muy castigado como es el Oil & Gas ha sido muy limitado, y aunque algo hemos tenido y ha sufrido, hemos estado más centrado en refinerías en lugar de compañías de perforación o compañías de servicios sobre la Industria de extracción (Figura 6).

Además de la distribución tan variada en cuanto a geografía y sector, también hay una distribución variada en cuanto al rating de las empresas (Tabla 3).

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. 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.

	Investment grade				BB				B/CCC				NR			
	Nº de bonos	% Fondo	YTW medio	Años a vto (medio)	Nº de bonos	% Fondo	YTW medio	Años a vto (medio)	Nº de bonos	% Fondo	YTW medio	Años a vto (medio)	Nº de bonos	% Fondo	YTW medio	Años a vto (medio
China & HK	15	21.5%	4.6%	2.32	7	11.3%	6.2%	2.49	1	0.7%	54.4%	2.06	17	28.6%	6.0%	2.03
Europe & UK	2	2.2%	5.3%	1.90	2	3.9%	3.3%	3.46	1	0.2%	6.0%	2.00	1	1.0%	9.1%	3.47
North America	3	4.4%	3.8%	3.07	4	5.7%	7.6%	3.35	2	2.8%	11.7%	2.38				
mirates & Eastern Euro	1	1.3%	4.0%	3.06	3	2.9%	7.0%	3.04								
Asia & Oceanía	4	6.6%	4.6%	3.48									5	6.1%	5.8%	2.38
Grand Total	25	36.0%	4.5%	2.59	17	24.7%	6.5%	3.04	4	3.7%	19.8%	2.21	23	35.7%	6.1%	2.17

Tabla 3: Detalles rating bonos a 31 de Diciembre

Finalmente queremos incluir las principales posiciones junto con las características de sector, YTW, Rating y Madurez (Tabla 4).

Principales Posiciones

Nombre	%	Sector	YTW	Rating	Maturity
HUAWEI TECHNOLOGY	2.65%	Diversified	4.61%	NR	9/25/2017
THAMES WATER KEMBLE FINA	2.45%	Utilities	3.60%	BB	4/1/2019
DBS BANK LTD/HONG KONG	2.34%	Financial	4.16%	AA	3/6/2018
GUOSEN SECU OVERSEAS	2.28%	Financial	6.32%	NR	4/24/2017
CN ELECTRONICS CORP HLDG	2.26%	Communications	6.46%	NR	1/16/2017
RIZHAO PORT HK	2.24%	Consumer, Non-cyclical	4.74%	A	5/15/2017
CHINA UNICOM HK LTD	2.22%	Communications	5.54%	NR	4/16/2017
ZHUHAI DA HENG QIN CO LT	2.22%	Financial	5.41%	BBB	12/11/2017
CHINA OIL AND GAS GROUP	2.18%	Utilities	5.46%	BB	4/25/2018
SEACOR HOLDINGS INC	2.14%	Asset Management	10.66%	BB	10/1/2019
FRANSHION BRILLIANT LTD	2.13%	Real Estate	3.72%	BBB	3/19/2019

Tabla 4: Principales posiciones a 31 de Diciembre

Política de Inversión hacia el 2016

No hemos estado invertidos en Corporate HY Americano no porque no haya compañías buenas con buen crédito, sino porque pagaban muy poco. Hace unos meses los Índices de Bloomberg HY 1-5 antes pagaban un Yield to Worst del entorno del 6%, niveles muy bajos desde nuestro punto de vista. La situación ha cambiado sustancialmente: El YTW de dicho índice está pagando un 10,42% con una duración de 2,6. Empieza a haber oportunidades de inversión muy interesantes en este mercado pagando rentabilidades acordes al riesgo.

Es muy probable que a lo largo del 2016 vayamos transicionando la cartera de crédito asiático en renmimbis a crédito asiático en USD y a crédito americano en USD por la sencilla razón que el renmimbi es una moneda muy cara de cubrir hacia el Euro (un 4% de carry negativo aproximadamente anual) mientras que el USD sigue siendo barato. El Crédito Europeo en un contexto de Quantitative Easing hace imposible encontrar un ratio rentabilidad-riesgo aceptable. No vamos a precipitarnos en dicho movimiento porque queremos que se tranquilice un poco el ruido mediático sobre China y recuperen algo los Bonos y pensamos que los Corporates americanos en el entorno de 3 a 5 años pueden seguir corrigiendo aún más.

Jacobo Arteaga Fierro

Investment Manager

Brightgate Capital SGIIC S.A.

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. 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.