

Actualización sobre renta fija europea de alta calidad crediticia

Ahora que nos adentramos en el segundo semestre del año, Dave Simner, gestor de fondos de la gama de renta fija europea de alta calidad crediticia de Fidelity, comparte su visión sobre esta clase de activos tras el Brexit y nos pone al día de los diversos programas del BCE. También incide en dos cuestiones que son relevantes para su estilo de gestión y su asignación de activos de cara al resto del año.

La renta fija europea de alta calidad crediticia después del Brexit

Como ya hemos indicado, el adelgazamiento de los libros de las sociedades de valores nos lleva a esperar más picos de volatilidad. Un aspecto importante es que no vemos apenas pruebas de que las avalanchas de ventas en los mercados se deban a grandes reasignaciones de activos, sino que responden a los intentos de las sociedades de valores de tirar de los precios a la baja para no tener que mantener bonos en sus balances. Comprar bonos a esos niveles es complejo, ya que en contadas ocasiones están disponibles en las cantidades que se demandan o, si una sociedad de valores te vende los bonos y estos comienzan a subir con fuerza, esta tiene que cubrir la posición corta que se le crea. Después, recurren a otras sociedades de valores, que pueden ponerse cortas, y entonces se crea rápidamente un círculo virtuoso por el que los diferenciales se estrechan rápidamente. Pudimos apreciarlo en fechas muy recientes tras el Brexit, cuando se produjo un acto reflejo en forma de fuertes caídas y una ampliación inmediata de los diferenciales. Sin embargo, ahora hemos regresado prácticamente a los niveles previos al Brexit en la mayoría de títulos de deuda europeos. Los diferenciales se ampliaron al principio y las sociedades de valores tiraron al alza de las primas de riesgo, los inversores que tenían liquidez pusieron el dinero a trabajar, los bonos no se podían conseguir en volúmenes importantes y los diferenciales volvieron a estrecharse de forma acelerada.

Después del Brexit, la renta fija europea de alta calidad crediticia se ha recuperado y los diferenciales se mueven en niveles próximos a los mínimos del año.



Fuente: Fidelity International, índices BofA Merrill Lynch (G0D0, EMUL, ER00), Bloomberg, 18 de julio de 2016.

El BCE seguirá actuando como un sostén para la deuda no financiera

Conviene recordar que actualmente el BCE mantiene tres programas principales: las compras de deuda pública, las compras de bonos de empresas no financieras (CSPP) y las operaciones de refinanciación a largo plazo (TLTRO). Desde el lanzamiento del CSPP el mes pasado, Draghi ha demostrado que va en serio. En total, se han comprado 458 emisiones, lo que equivale a un ritmo mensual de alrededor de 8.500 millones de euros que debería seguir sosteniendo los diferenciales. Las compras han sido bastante generalizadas y en diferentes niveles de calificación, curvas, sectores y emisores.

Contextualizando, el BCE ha comprado títulos que estaban “de actualidad”, como VW, Glencore y EDF, ha asumido riesgo crediticio comprando una serie de títulos con calificaciones BBB bajas (RWE, Metro, EDP, Renault) y ha entrado en emisores de alto rendimiento (Telecom Italia, Lufthansa) y empresas estadounidenses, británicas y suizas. Su compra más popular ha sido Deutsche Bahn (que comentamos más adelante), cuyos bonos están entre los más negativos.

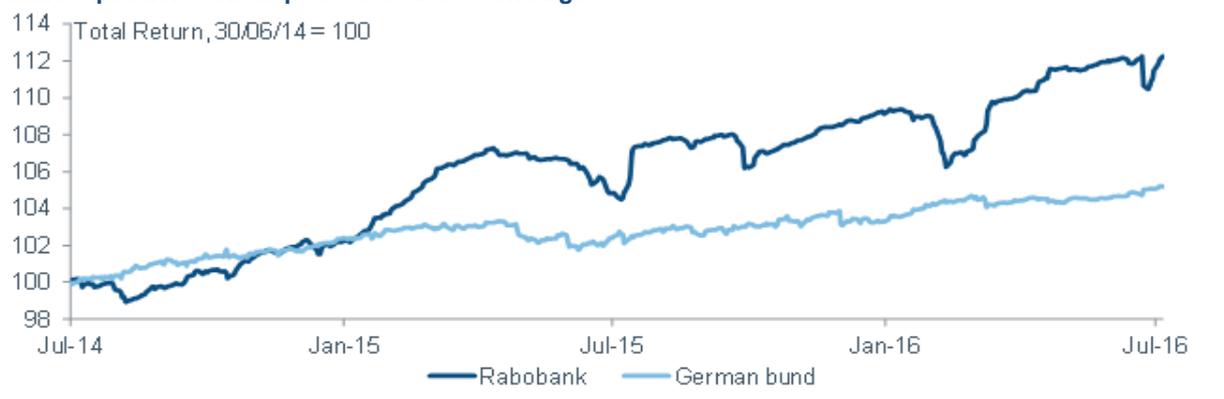
La deuda sénior del sector financiero cuenta con el apoyo de las TLTRO

Las TLTRO han creado tal vez una de las dinámicas más interesantes desde que se anunciaron nuevas medidas cuantitativas en marzo. Aunque el BCE no está comprando bonos de bancos directamente, las TLTRO están sosteniendo la deuda sénior emitida por el sector bancario, ya que este está optando por recurrir a las TLTRO para sus necesidades de financiación a corto plazo, en lugar de emitir. Por ejemplo, Bank of Ireland ha recomprado parte de su deuda sénior en circulación, a un precio superior al que cotizaba, y la ha sustituido por financiación con TLTRO. En los fondos de renta fija europea de alta calidad, aceptamos ofertas de compra en alrededor del 80% de los bonos que teníamos en cartera, lo que supone un buen ejemplo de cómo las medidas del BCE también dan apoyo al sector financiero.

Énfasis en las rentabilidades en periodos de inversión más largos: Convicción fuerte en deuda corporativa

Aparte del Brexit, durante los últimos 18 meses los bonos corporativos europeos han sufrido otras tres pérdidas de valor, con los bonos de beta más alta —generalmente títulos subordinados y *crossover*— como principales damnificados. El gráfico que figura debajo muestra la rentabilidad total de un bono subordinado que hemos mantenido desde mediados de 2014, para dar una idea de la volatilidad que puede sufrirse. La línea azul oscuro muestra cuatro periodos en los que la rentabilidad total se hundió y después rebotó. Manteniendo la compostura y aguantando durante este periodo, hemos conseguido una rentabilidad superior del 7% frente a los *bunds* subyacentes. Centrarse en periodos de inversión más largos y desarrollar un alto grado de convicción es una estrategia atractiva para este tipo de entorno. De hecho, vamos a intentar aprovechar los picos de volatilidad, donde vemos caídas de los precios relativamente grandes, para reforzar esos títulos que conocemos bien y con los que estamos cómodos.

A pesar de las pérdidas de valor, los bonos sénior de Rabobank ofrecen rentabilidades superiores frente al *bund* equivalente en un periodo de inversión largo.



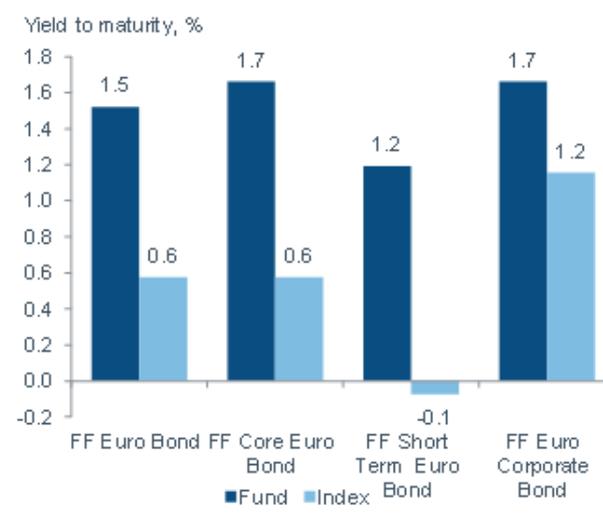
Fuente: Fidelity International, Bloomberg, 7 de julio de 2016. Datos de rentabilidad total desde 30 de junio de 2014.

Énfasis en las valoraciones atractivas: Preferencia por la deuda subordinada y crossover

A pesar del Brexit, el mercado primario sigue abierto. Las nuevas operaciones se han sobresuscrito y los bonos se han valorado en niveles cercanos a los precios del mercado secundario, lo que indica que sigue habiendo una gran cantidad de liquidez en las carteras de los inversores que tiene que ponerse a trabajar. Los emisores también pueden aprovecharse de ello aumentando el tamaño de sus operaciones sin pagar una prima por diferencial adicional. Por ejemplo, la semana pasada Deutsche Bahn, una empresa de transporte alemana, emitió un bono de cupón cero a cinco años con un tipo de interés negativo. Con ello quedó demostrado que en este entorno de mercado, los inversores están dispuestos a no recibir cupones o incluso pagar una prima por un título que ofrece un tipo mejor que los 60 puntos básicos negativos del bono alemán equivalente. No participamos en la operación, ya que vemos poco atractivo en el emisor o, en general, en cualquier título BBB que ofrezca un rendimiento total de 40 puntos básicos.

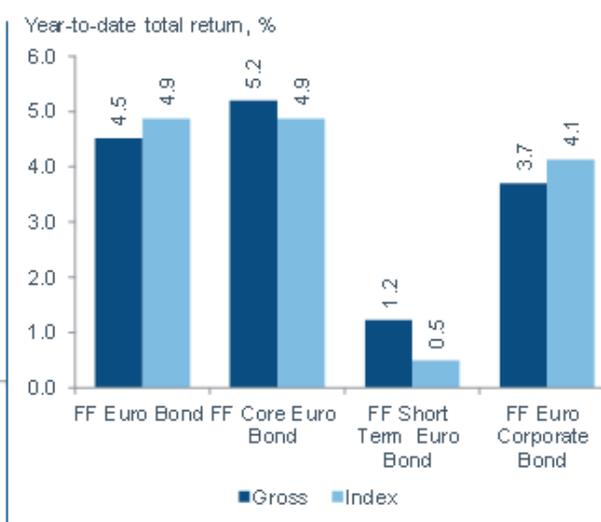
A consecuencia de ello, nos fijamos en donde se reciben pagos o donde las valoraciones son atractivas, lo que se refleja en los rendimientos de los fondos de renta fija europea de alta calidad crediticia (véase gráfico debajo). Nuestro objetivo es crear carteras bastante concentradas, formadas por alrededor de 60 títulos, con posiciones en cada emisor que oscilan entre un 1% y un 3%. Tenemos en cartera los títulos que creemos que están respaldados por un argumento interesante, por ejemplo balances que mejoran, valoraciones atractivas para una calificación concreta o un bono que podría revisarse al alza y dejar de ser *sub-investment grade*.

Rendimientos superiores a los índices de referencia



Fuente: Fidelity International, 30 de junio de 2016. Índice de referencia del FF Euro Bond y el FF Core Euro Bond: BofA Merrill Lynch EMU Large Cap Investment Grade Index; índice de referencia del FF Corporate Bond: BofA Merrill Lynch EMU Corporate Index; índice de referencia del FF Short Term Euro Bond: BofA Merrill Lynch 1-3 Year Euro Broad Market Index.

Rentabilidades sólidas en toda la gama en lo que llevamos de año



Fuente: Fidelity International, 15 de julio de 2016. Datos correspondientes al FF Euro Short Term Bond Fund Y-Acc-Euro, FF Euro Bond Fund Y-Acc-Euro, FF Euro Corporate Bond Fund Y-Acc-Euro y FF Core Euro Bond Fund Y-Acc-Euro a 30 de abril de 2016. Índices según el gráfico de la izquierda. Rentabilidad basada en el valor liquidativo al inicio y al final del periodo, con reinversión de rendimientos brutos. Las rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de los resultados futuros.

David Simner

Gestor de fondos

Renta fija europea de alta calidad crediticia

Información legal importante

Este documento es para uso exclusivo de inversores profesionales y no está permitida su distribución a inversores particulares. La presente información no está dirigida a personas residentes en los Estados Unidos. Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. El valor de un fondo y de cualquier ganancia derivada de él puede bajar o subir. Por lo tanto, puede no recuperar su inversión inicial. El uso de instrumentos financieros derivados puede incrementar los beneficios o pérdidas del fondo. Si su fondo invierte en mercados extranjeros, las variaciones en los tipos de cambio pueden afectar al valor de su inversión. Fidelity/FIL es FIL Limited y sus respectivas subsidiarias y compañías afiliadas. Las referencias a determinados valores no deben interpretarse como una recomendación de compra o venta de los mismos. Fidelity Funds, Fidelity Funds II, Fidelity Active Strategy Fund y Fidelity Alpha Funds son sociedades de inversión colectiva de capital variable constituidas en Luxemburgo. Las entidades distribuidora y depositaria de Fidelity Funds, Fidelity Funds II, Fidelity Active Strategy Fund y Fidelity Alpha Funds son, respectivamente, FIL Investments International y Brown Brothers Harriman (Luxembourg) S.C.A. Fidelity Institutional Liquidity Fund Plc es una sociedad de inversión colectiva de capital variable constituida de acuerdo a las Leyes de Irlanda. El depositario de la sociedad es J.P. Morgan Bank (Ireland) plc. Fidelity Funds, Fidelity Funds II, Fidelity Active Strategy Fund, Fidelity Alpha Funds y Fidelity Institutional Liquidity Fund están inscritas para su comercialización en España en el Registro de Organismos Extranjeros de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) con los números 124, 317, 649, 1298 y 403 respectivamente, donde puede obtenerse información detallada sobre sus entidades comercializadoras en España. Fidelity, Fidelity International, el logo de Fidelity International y el símbolo F son marcas registradas de FIL Limited. Emitido por FIL (Luxembourg), S.A. CSS2120

