

Dirigido exclusivamente a profesionales de la inversión. No debe ser tomado como referencia por inversores particulares

FF Euro Short Term Bond

Repaso al mercado

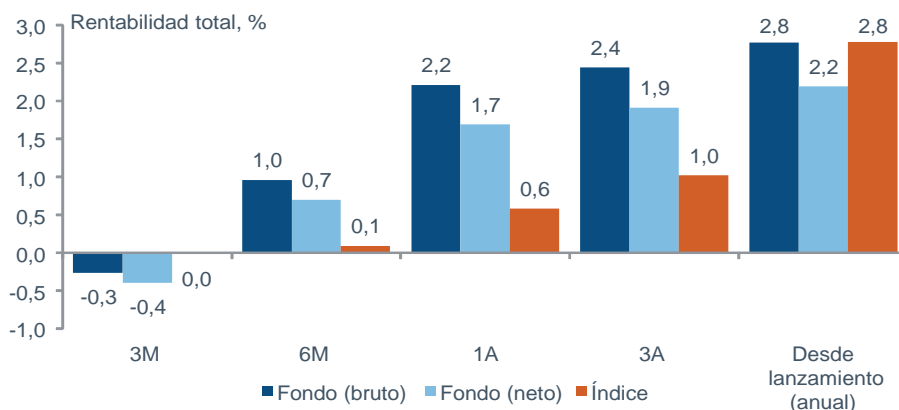
Los titulares políticos fueron los protagonistas durante gran parte del año 2016 y determinaron la evolución de los mercados de deuda pública y corporativa. El Brexit en el Reino Unido, la sorprendente elección de Donald Trump y el referéndum italiano generaron una volatilidad considerable. En la primera parte del año, el sector financiero estuvo en el punto de mira y la deuda corporativa se resintió. Sin embargo, en marzo el BCE anunció un programa de compras de bonos corporativos que provocó una importante compresión de los diferenciales de las empresas no financieras. La decisión de ampliar la relación cuantitativa nueve meses, hasta diciembre de 2017, junto con la tolerancia general al riesgo y el aumento del precio de las materias primas, dieron apoyo a los activos de riesgo a finales de año.

Los bonos europeos a corto plazo ganaron un 0,7% en 2016. Después de comenzar el año con un rendimiento del 0,06%, cayeron hasta el -0,29% en diciembre después de conocerse las nuevas medidas de relajación cuantitativa. Los diferenciales terminaron el año en 49 pb, 10 pb más que al principio del periodo, debido a la corrección que sufrieron los rendimientos de la deuda pública durante el último trimestre.

Resumen del año 2016

El fondo FF Euro Short Term Bond batió a su índice comparativo por 161 pb, con unas ganancias el 2,2% (antes de comisiones) en 2016 (figura 1). La selección de títulos en deuda corporativa fue el motor principal de las rentabilidades. El sector financiero era una de nuestras grandes apuestas de convicción durante el año e hizo la mayor contribución sectorial. En cuanto a los emisores individuales, 7 de las primeras 10 contribuciones a la rentabilidad fueron de bancos, a través de posiciones tanto en papel sénior como subordinado. Los títulos *crossover* también han destacado; así, por ejemplo, Heidelberg Cement vio mejorada su calificación hasta *investment grade* y, a consecuencia de ello, sus diferenciales se estrecharon. Las exposiciones al sector inmobiliario y de consumo no cíclico también se beneficiaron y varios títulos de estas áreas quedaron cubiertos por el CSPP. En cuanto al posicionamiento en deuda pública, la sobreponderación en países de la periferia contribuyó a la rentabilidad, especialmente las posiciones en España e Irlanda. La infraponderación en deuda pública de Francia y otros países centrales también impulsó las rentabilidades.

Figura 1: Rentabilidad del FF Euro Short Term Bond



Fuente: Fidelity International. Datos correspondientes a la clase de participaciones Y-Acc-Euro del FF Euro Short Term Bond Fund a 31 de diciembre de 2016. Índice de referencia: BofA Merrill Lynch 1-3 Year Euro Broad Market Index. Valor liquidativo al inicio y al final del periodo, con reinversión de rendimientos brutos. Las rentabilidades pasadas no son promesa o garantía de rentabilidades futuras.

David Simner
Gestor de fondos

Amie Stow
Directora de inversiones

Las detracciones se concentraron en el sector energético, donde la sobreponderación en títulos como Glencore y Repsol fue perjudicial para la rentabilidad a comienzos de año tras el hundimiento de los precios de las materias primas. La exposición a Deutsche Bank lastró las rentabilidades por la incertidumbre en torno a la multa de las autoridades estadounidenses. El posicionamiento en duración supuso un pequeño lastre para la cartera; en este sentido, la mayor parte del efecto negativo se concentró en el cuarto trimestre.

Detalle sobre el cuarto trimestre

El último trimestre del año fue testigo de una importante volatilidad de los tipos. Aunque los diferenciales de deuda corporativa aguantaron, sobre todo la deuda subordinada del sector financiero (figura 2), todo lo que tuviera que ver con tipos de interés cayó con fuerza. Como ya sabíamos, las valoraciones del segmento no financiero han estado especialmente forzadas debido a los efectos de la relajación cuantitativa. Ahora existe un colchón muy pequeño para proteger a los inversores frente a estos movimientos en la deuda pública. El fondo sufrió una pérdida de valor a comienzos del trimestre, ya que algunas posiciones de mayor duración, como la deuda pública española y alemana, así como la exposición fuera del índice de referencia a títulos denominados en dólares, se depreciaron. Las cotizaciones se estabilizaron a finales del trimestre y han remontando desde los importantes mínimos que alcanzaron.

Figura 2: Los diferenciales del sector financiero se estrecharon en el cuarto trimestre



Figura 3: El bono italiano a cinco años superó el 1% en el cuarto trimestre



Fuente: Fuente: Fidelity International, Bloomberg, 6 enero de 2017.

Hacia finales de año, el fondo mantenía una serie de títulos con mayor duración que el índice de referencia. Ello se debía principalmente al posicionamiento en deuda subordinada del sector financiero, que aguantó bastante bien a pesar de la volatilidad del mercado, y también a las posiciones en deuda pública italiana y española con vencimientos ligeramente más largos. Los diferenciales en títulos del sector financiero se estrecharon gracias a la mejora continua de los ratios de capital y los precios terminaron el trimestre en torno a los mismos niveles. Las exposiciones a Barclays, Commerzbank y Rabobank realizaron en todos los casos una contribución positiva durante el periodo.

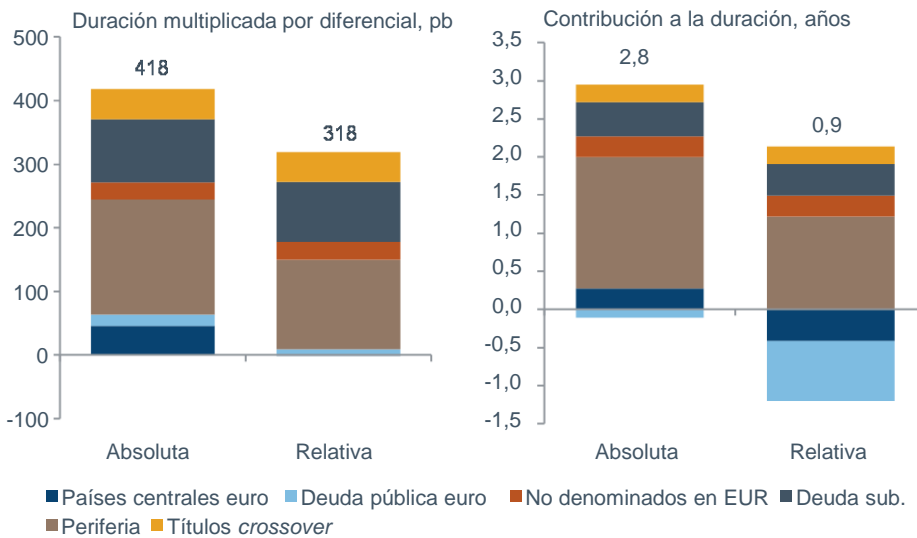
La pérdida de valor del fondo se debió en parte a las dudas en torno a la amenaza de los movimientos populistas y al mayor énfasis en la inflación después de que la OPEP acordara recortar la producción. La deuda pública italiana fue una de las más perjudicadas debido a las dudas adicionales que suscitó el referéndum; así, nuestra sobreponderación en bonos del estado italiano con vencimiento en 2021 se depreció. Para dar algo de contexto, los BTP a cinco años superaron la barrera del 1% por primera vez en 18 meses y sus precios cayeron un 3% en los días previos al referéndum (figura 3). Estos efectos también se dejaron sentir en España, donde el bono a cinco años perdió alrededor de un 2%. La rueda de prensa de diciembre del BCE dio cierto respiro y el compromiso de mantener la relajación monetaria otro año hizo que la deuda pública de la periferia recuperara los niveles anteriores a la elección de Trump, lo que impulsó la rentabilidad de la cartera.

Posicionamiento y perspectivas

En el cuarto trimestre, recogimos beneficios en bonos subordinados del sector bancario que habían registrado un buen comportamiento y que mantenían una liquidez adecuada, como los de Commerzbank y Credit Suisse (figura 4). Destinamos parte del dinero obtenido a otros bonos subordinados de entidades financieras de países centrales donde encontramos oportunidades con mejores perfiles de rentabilidad ajustada al riesgo, y reforzamos los bonos de la periferia para aprovechar la reciente ampliación de los diferenciales. Seguimos manteniendo bonos con una duración superior al índice y, a este respecto, la deuda subordinada del sector financiero es un componente clave (figura 5). La exposición a títulos de la periferia y el sector financiero de mayor duración sigue estando cubierta con posiciones cortas en deuda pública de los países centrales, ya que así optimizamos las oportunidades, en nuestra opinión.

Figura 4: Posicionamiento en riesgo de deuda corporativa

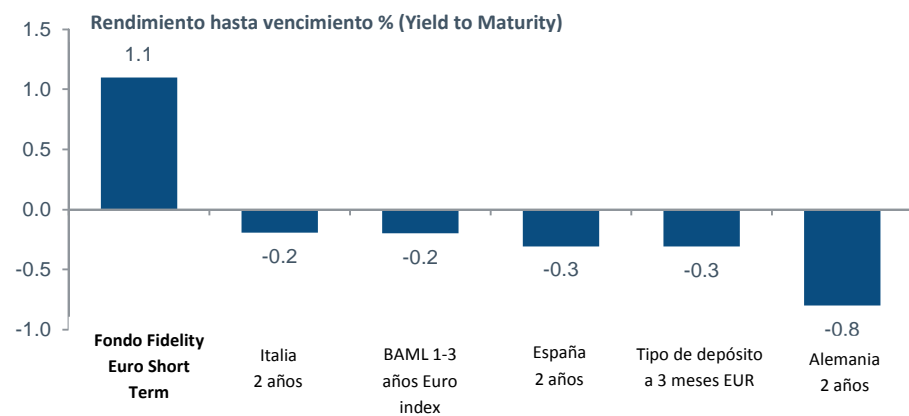
Figura 5: Posicionamiento en duración



Fuente: Fuente: Fidelity International, Bloomberg, 6 enero de 2017.

La política y el BCE dominarán en 2017. Trump es toda un incógnita, pero el mercado está contento elucubrando sobre el potencial positivo de sus políticas y pasando por alto los efectos negativos que podrían surgir. En una repetición de las perspectivas para 2016, la Fed prevé tres subidas de tipos el próximo año. Parece probable, en efecto, que la Fed suba más los tipos este año a medida vaya descendiendo el empleo y los salarios crezcan. Sin embargo, la Fed tendrá que ponderar la magnitud de la revalorización del dólar, la subida de los tipos a largo plazo y el encarecimiento de la energía, factores que contribuirán a endurecer las condiciones monetarias y a moderar la actividad económica. En Europa, el cargado calendario electoral creará volatilidad en un año en el que se sucederán los comicios en Alemania, Francia y los Países Bajos. Hacia finales de año, los programas de relajación cuantitativa del BCE volverán al primer plano. Los datos de inflación subyacente son los que merecen más atención, en nuestra opinión. Aunque las expectativas de inflación y la inflación general han subido, la inflación subyacente sigue estando por debajo del objetivo del 2% del BCE y muchos de los factores que han provocado la subida actual podrían ser transitorios. A consecuencia de ello, estamos satisfechos con el nivel de riesgo de la cartera y somos conscientes de que los episodios de volatilidad, como el que vimos en el cuarto trimestre, podrían ser más frecuentes. Seguimos haciendo hincapié en títulos corporativos de alta convicción que nos aporten tranquilidad durante las fases de volatilidad. Creemos que este enfoque se traducirá en rentabilidades atractivas para los clientes en 2017.

Figura 6: FF Euro Short Term ofrece una rentabilidad atractiva comparada con alternativas de renta fija



Fuente: Fidelity International, Bloomberg, índices BofA Merrill Lynch (EMU1), 31/12/2016

Información 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 (Luxembourg), S.A. 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. CSS2199.

