

Informe mensual / 31.08.2020  
Vontobel Asset Management

## Vontobel Fund - EUR Corporate Bond Mid Yield

Aprobado para inversores institucionales en: AT, CH, DE, ES, FI, FR, GB, IT, LI, LU, NL, NO, PT, SE

### Evolución del mercado

Bienvenidos de nuevo, finalizado ya un verano que ha sido mucho mejor de lo previsto en cuanto a estrechamiento de diferenciales y, también, en cuanto a los resultados empresariales del segundo trimestre. Las empresas han tomado medidas (por ejemplo, reducción de dividendos, recorte de las inversiones y ventas de activos) para suavizar el impacto de la Covid-19, y esos mejores resultados coincidieron con revisiones más positivas en las expectativas de beneficios a un año, haciendo algo más optimista la perspectiva. Sin duda, durante el verano las revisiones positivas del beneficio por acción (BPA) de cuatro semanas seguidas, como porcentaje de las revisiones totales, siguieron mejorando a más de 50 en la zona europea y hasta 70 en EE.UU., lo que indica que son más las revisiones al alza que a la baja en el BPA. Eso es lo previsible cuando mejoran los factores de los ciclos del mercado en la transición a un mercado alcista en etapa intermedia o a una fase de recuperación a final de año. Pero, volviendo a los diferenciales de crédito en nuestro mercado, aunque habría cabido esperar que permanecieran dentro del rango durante el mes de agosto, siguieron comportándose con fuerza. Los bonos senior del sector industrial se estrecharon de media entre 12 y 15 puntos básicos, y en los instrumentos subordinados y con calificación BB la reducción fue de entre 30 y 35 pb. Por sectores, los que mejor comportamiento registraron fueron los cíclicos y de transporte, seguidos de los subordinados financieros. Durante el verano, los bonos corporativos de la periferia tuvieron buen respaldo, superando a los de Europa central.

No es coincidencia, que la evolución positiva en diferenciales y beneficios que acabamos de indicar esté en línea con el concepto de factores de cambio del ciclo que se explicó a principios de verano. Estamos atravesando el ciclo del crédito más rápidamente de lo previsto y la magnitud de la recuperación probablemente se acelerará, superando las expectativas. En la zona europea, el Fondo Europeo de Recuperación avanza hacia la mutualización de la deuda, con importantes beneficios para las economías del sur y la periferia, ya que ayudará a evitar que quede una cicatriz permanente en esas economías. En EE.UU., no tenemos ninguna duda ya de que el ciclo de recuperación ganará más impulso a finales de 2020, después de que la Reserva Federal y su presidente Powell publicaran en el simposio de Jackson Hole su declaración actualizada sobre sus objetivos y estrategia de política monetaria a largo plazo. La recuperación en forma del logotipo de Nike ("Swoosh") debería, pues, llevarnos a un mercado alcista intermedio o una etapa de recuperación que debería seguir siendo favorable a los diferenciales de crédito hasta, al menos, fin de año. Los principales factores serán las ayudas fiscales y monetarias, incluso con las economías en recuperación, y el avance en la investigación de una vacuna que creará un frente contra la Covid-19. Se mantendrá la inyección de liquidez en el sistema para seguir atenuando los riesgos globales, incluidos los asociados a las elecciones en EE.UU., que, para nosotros, solo causarían algo de volatilidad a corto plazo y no supondrían una amenaza para la recuperación.

Especialmente relevante en agosto fue el discurso de Powell en la reunión anual de Jackson Hole, celebrada este año de forma virtual. Las observaciones iniciales tienen una importancia fundamental, ya que establecen la dirección de la política monetaria de la Fed para los próximos 12 meses como mínimo. El presidente Powell presentó revisiones a los objetivos a largo plazo con un carácter extremadamente expansivo y pensados para favorecer la recuperación.

El simposio de este año viene a confirmar la preocupación de la Fed por el bajo índice de inflación en esta tercera era, que nosotros hemos bautizado como "Era de la Missingflation", o de la ausencia de inflación, especialmente adecuado en la actualidad (recordarán el simposio del año pasado, cuando Powell presentó las 3 Eras de la Política Monetaria, y la tercera, que comenzaría en 2010, no tenía nombre todavía). En el simposio de este año la Fed anunció la revisión al alza de su estrategia de inflación, que pasaría de un objetivo simétrico estimativo de inflación de un 2% a un objetivo de inflación del 2% de promedio "a lo largo de un periodo de tiempo". La entidad considera que de esta manera se articulará mejor su objetivo de inflación y ayudará a un mayor crecimiento económico y a la creación de empleo. El ajuste a un objetivo medio de inflación del 2% significa que la Fed planea mantener los tipos de interés a cero hasta que la inflación alcance ese promedio del 2%, y se mantenga en ese nivel durante un número suficiente de años. Recordando otros momentos del pasado, sus proyecciones de

**Para inversores institucionales solamente / no para ver o distribuir públicamente**

Inflación por Consumo Personal se habían mantenido por debajo del 2% de manera persistente desde 2012, y podemos imaginar que la Fed se abstendrá de subir los tipos de interés bastante tiempo aunque la inflación se disparara por encima del 2% durante algunos años. A nuestro juicio, no puede haber subidas de tipos de interés manteniendo tipos en el Límite Inferior Efectivo (ELB o cero) en EE.UU. hasta 2024. Esto supone que la recuperación se aplana en algún momento en 2022, permitiendo la Fed que se dispare la inflación por encima del 2% durante un par de años para asegurar que se mantiene. Así se comportaría su noción de inflación media a largo plazo, sobre todo si tenemos en cuenta que sus proyecciones inflacionarias experimentaron periodos de cifras a la baja desde 2012. Junto a la actualización de la política inflacionaria, el simposio abrió la puerta a la ampliación del Programa de Compras de Activos, que podría incluir una extensión de la duración de las compras que diera un respaldo definitivo y estable a la recuperación y a los diferenciales. Estas decisiones se podrían dar a conocer en la reunión del FOMC de septiembre.

En cuanto a la lucha contra la Covid-19, se están realizando numerosas pruebas ya en fase final de la vacuna y el número de fallecimientos y de ingresos en cuidados intensivos no ha aumentado de manera significativa, lo que sugiere que las actuales medidas de distanciamiento y de protección son eficientes. Es muy probable que hayamos alcanzado un punto de inflexión en la Covid-19, con una mayor probabilidad hoy de disponer de un tratamiento efectivo para finales de 2020. Este tratamiento estaría disponible en principio para uso hospitalario, con una vacuna que se administraría para la población general en 2021. El resultado de la colaboración Astra-Zeneca/Oxford es actualmente el más prometedor y daría un buen respaldo a los ciclos económico y de crédito tanto de la UE como de EE.UU.

### **Estudio de la cartera**

Creemos que vamos a ver tipos bajos durante mucho tiempo, especialmente ahora que la Fed ha decidido centrarse menos en la estabilidad y ser más tolerante con la inflación después de la reunión de Jackson Hole. Por ello, hemos incrementado nuestra exposición a bonos de mayor duración denominados en euros y dólares estadounidenses (con cobertura para tipos de cambio). Hemos incorporado a la cartera valores como BP, VOD, y KKR, por ejemplo. La búsqueda de rentabilidad sigue haciendo atractivos los híbridos corporativos y hemos participado en la nueva emisión de Vodafone lanzada en agosto.

Seguiremos aumentando moderadamente nuestra posición en bonos corporativos a más largo plazo en los próximos meses y creemos que esta estrategia va a ser uno de los factores principales de comportamiento en la segunda mitad de 2020 y en 2021. En general, los productos con diferenciales deberían seguir beneficiándose del apoyo de los bancos centrales, la continuación de la búsqueda de rentabilidad y la expectativa de nuevas emisiones netas negativas de bonos corporativos denominados en euros (“escasez de bonos”).

Nuestras preferencias en cuanto a sectores siguen siendo válidas y vemos valor en los sectores inmobiliario, bancario, de servicios financieros, de seguros (subordinados) y telecomunicaciones (híbridos), y permanecemos con sobreponderación ajustada al riesgo. Nuestra exposición a valores BB se mantiene estable en alrededor del 16%, que debería ser muy positivo. De media, el conjunto de valores senior BB se negocia con un diferencial OAS de 325 pb, mientras que nuestro índice de referencia ICE BofA EUR A-BBB se negocia con un diferencial OAS de 120 pb y creemos que la selección de BB es una inversión valiosa para nuestro fondo.

### **Análisis del rendimiento**

El fondo Vontobel Fund - Euro Corporate Bond Mid Yield (clase de acciones I) superó a su índice de referencia en el mes de agosto. Los diferenciales de créditos siguieron reduciéndose por quinto mes consecutivo y la actividad de nuevas emisiones solo se animó a la finalización del mes.

Por sectores, los que más contribuyeron a la rentabilidad fueron los de seguros, transporte y energía. La pendiente de las curvas de la deuda pública se hizo más pronunciada hacia la parte última de agosto, aunque, en conjunto, nuestra exposición a deuda pública (equivalente a efectivo) contribuyó positivamente a la rentabilidad. La infraponderación relativa en los sectores de salud, bienes de consumo e industria básica contribuyó negativamente.

Por selección de valores, nuestra exposición a valores subordinados de entidades financieras (por ejemplo, Belfius AT1, Intesa AT1 y Legal & General Sub) fue un factor importante de rentabilidad, así como la reciente nueva emisión de MTU Aero, los bonos a corto plazo de Hammerson y los bonos senior de Avolon, que siguieron reduciendo su diferencial. Estos sectores habían sufrido especialmente durante el periodo de venta masiva. Telecom Italia – un valor que nos gusta desde hace algún tiempo – también registró un buen comportamiento, después de las noticias sobre la creación de una red nacional única en Italia.

### **Perspectivas de mercado**

Los diferenciales han seguido estrechándose durante el verano y los bancos centrales de todo el mundo siguen comprando, la oferta técnica es muy fuerte y llega acompañada de unos buenos datos de beneficios. Creemos que estos factores de influencia en los diferenciales de crédito van a perdurar algún tiempo y creemos que nuestra nuestro punto de vista ha sido confirmado por Jérôme Powell en la reciente reunión de Jackson Hole. Cualquier posible recesión que se produzca será temporal y no durará mucho y no nos sorprendería que en 2021 veamos una sólida tasa de crecimiento en el rango medio de un dígito. En ese contexto, junto con los factores cíclicos, nuestra estimación es que los diferenciales de crédito seguirán reduciéndose.

**Para inversores institucionales solamente / no para ver o distribuir públicamente**

Por tanto, es probable que los diferenciales del crédito europeo representen la base para una buena evolución de la rentabilidad y el carry durante algún tiempo todavía. Creemos que son buenos catalizadores de rentabilidad los valores con calificación BBB y BB, las "líderes" nacionales periféricas, los sectores cíclicos, el sector inmobiliario, las telecomunicaciones y banca/seguros, en estructuras tanto senior como subordinadas, donde es posible una recuperación de los diferenciales.

La enorme inyección de liquidez por parte de todos los bancos centrales va a permanecer en los mercados algún tiempo. Creemos que los bonos corporativos van a ser los próximos "bonos de deuda pública", en los que los inversores van a ver valor a cambio de un riesgo aceptable. Hay oportunidades, sobre todo después de la reciente venta masiva y en esos sectores en los que los diferenciales no han vuelto todavía a los niveles previos a la crisis, y que creemos que lo harán con el tiempo. Algunos sectores duramente golpeados, como los de aviación, inmobiliario y minorista, ofrecen ahora oportunidades selectivas con un buen potencial en sus diferenciales. Aparte de las estrategias de valor único, creemos en el potencial de rentabilidad de bonos a largo plazo y nuestros factores habituales de rentabilidad en forma de estructuras subordinadas.

## Rentabilidad (en %)

rentabilidades netas EUR	Fondo	Índice	rentabilidades netas en los 12 meses anteriores			
			Inicio del período	Cierre del período	Fondo	Índice
MTD	0.5	0.2	01.09.2019	31.08.2020	0.2	-0.9
YTD	0.6	0.3	01.09.2018	30.08.2019	8.0	6.8
2019	8.8	6.6	01.09.2017	31.08.2018	-0.9	0.1
3 años anual	2.3	2.0	01.09.2016	31.08.2017	2.0	0.8
5 años anual	3.0	2.7	01.09.2015	31.08.2016	6.2	6.8
10 años anual	4.7	3.6	Índice: ICE BofAML A-BBB Euro Corporate Index			
Desde el lanzamiento p.a.	4.3	4.0				
Fecha de lanzamiento		13.07.2007	Participaciones: I			
			ISIN: LU0278087860			

La rentabilidad pasada no es un indicador fiable de la rentabilidad actual o futura. Los datos de rendimiento no tienen en cuenta las comisiones y los costes cargados cuando se emiten y amortizan las acciones del fondo, si procede. El rendimiento del fondo puede disminuir o aumentar debido a las variaciones de los tipos de cambio entre divisas.

**Disclaimer**

Este documento promocional ha sido producido por una o más empresas del Grupo Vontobel (colectivamente "Vontobel") para los clientes institucionales en los países siguientes: AT, CH, DE, ES, FI, FR, GB, IT, LI, LU, NL, NO, PT, SE.

El presente documento se ofrece exclusivamente a título informativo y no constituye ninguna invitación, oferta o recomendación para comprar o vender participaciones del fondo/ acciones del fondo ni ningún otro instrumento financiero, ni para realizar transacciones o actos jurídicos de ningún tipo. Se deberían adquirir participaciones del fondo únicamente sobre la base del folleto de venta actual del fondo (el «folleto de venta»), el documento informativo clave para el inversor («KIID»), su escritura de constitución y el informe anual y semestral más reciente del fondo, y después de haber consultado a un asesor financiero, jurídico, contable y fiscal independiente. Este documento se dirige únicamente a clientes institucionales, como homólogos adecuados, o clientes profesionales según se definen en la Directiva de los Mercados de Instrumentos Financieros 2014/65/CE («MiFID») o regulaciones similares en otras jurisdicciones, o a inversores cualificados según se definen en la Ley suiza de inversiones colectivas («CISA»).

En particular, advertimos de los siguientes riesgos: Las cotizaciones de inversiones en títulos valores de países emergentes pueden fluctuar de manera considerable y, en determinadas circunstancias –independientemente de las incertidumbres sociales políticas y económicas– hay que pactar condiciones marco operativas y de supervisión, que difieren de los estándares imperantes en los países industriales. Las divisas emergentes pueden estar sometidas a fluctuaciones cambiarias más elevadas. Las inversiones en valores de renta fija con mayor devengo de intereses y mayor componente de riesgo: Las inversiones en valores de renta fija con mayor devengo de intereses y mayor componente de riesgo presentan, en opinión general, un carácter más especulativo. Esos valores presentan un mayor riesgo de insolvencia, mayores fluctuaciones de cotización, un mayor riesgo de pérdida del capital invertido y de los rendimientos corrientes que los valores con mayor solvencia. Las inversiones en derivados suelen estar expuestas a los riesgos inherentes a sus mercados o instrumentos subyacentes, así como a riesgos de emisores y entrañan, a menudo, riesgos más elevados que las inversiones directas. El universo de inversión puede incluir inversiones en países donde los mercados de capitales locales no sean calificados como mercados de capitales reconocidos. Las inversiones en el mercado monetario se asocian con los riesgos de un mercado monetario, tales como fluctuaciones de los tipos de interés, riesgo de inflación e inestabilidad económica.

**Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras.**

Los datos de rendimiento no tienen en cuenta las comisiones ni costes que se cobran cuando se emiten o se reembolsan las participaciones del fondo, si procede. La rentabilidad del fondo puede fluctuar debido a variaciones de los tipos de cambio. El valor del capital invertido en el fondo puede aumentar o disminuir y no hay garantía de que la totalidad del capital invertido pueda ser recuperado.

Estos documentos descritos arriba se pueden obtener gratuitamente de los agentes autorizados para la venta, en la sede del Fondo, sita en 11-13 Boulevard de la Foire, L-1528 Luxemburgo, en Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Graben

21, A-1010 Viena, en su carácter de agente de pagos en Austria, en Vontobel Fonds Services AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zúrich, en su carácter de representante en Suiza, en Bank Vontobel AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zúrich, en su carácter de agente de pagos en Suiza, en B. Metzler seel. Sohn & Co. KGaA, Untermairanlage 1, D-60311 Fráncfort/Meno en su carácter de agente de pagos en Alemania, Liechtensteinische Landesbank AG, Städtle 44, FL-9490 Vaduz, en su carácter de agente de pagos en Liechtenstein. Para más información sobre los fondos consulte el folleto actual, los informes anuales y semestrales, así como los documentos informativos clave para el inversor («KIID»). Puede descargar los documentos también de nuestra página web [vontobel.com/am](http://vontobel.com/am). Los fondos autorizados para su comercialización en España están inscritos en el Registro de instituciones de inversión colectiva extranjeras de la CNMV española con el número 280. Los subfondos están inscritos para su comercialización en España en el Registro de instituciones de inversión colectiva extranjeras de la CNMV española con el número 280. The KIID está disponible en español de Vontobel Asset Management S.A., Spain Branch, Paseo de la Castellana, 95, Planta 18, E- 28046 Madrid o electrónicamente de [atencionalcliente@vontobel.es](mailto:atencionalcliente@vontobel.es). El KIID está disponible en finlandés. El KIID está disponible en francés. El fondo está autorizado para la comercialización en Francia desde el 29-DEC-17. Para más información sobre el fondo se refiere al Document d'Information Clé pour l'Investisseur (DICI). Los fondos autorizados para su comercialización en el Reino Unido están inscritos en el registro de la FCA bajo el número de referencia 466625. Vontobel Asset Management S.A., sucursal Londres, con domicilio social en 3rd Floor, 22 Sackville Street, London W1S 3DN, ha aprobado esta información. Vontobel Asset Management S.A., sucursal Londres, está admitida por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) y, en parte, está regulada por la Financial Conduct Authority (FCA). Puede solicitarse información sobre el alcance de la regulación de la FCA en las oficinas de Vontobel Asset Management S.A., sucursal Londres. Para más información sobre el fondo consulte el folleto actual, los informes anuales y semestrales, así como el documento informativo clave para el inversor («KIID»), que puede obtener en inglés de Vontobel Asset Management SA, sucursal de Londres, Third Floor, 22 Sackville Street, Londres W1S 3DN o descargarse de nuestra página web [vontobel.com/am](http://vontobel.com/am). Italia: Para más información sobre el fondo se refiere al Modulo di Sottoscrizione. Para más información: Vontobel Asset Management S.A., Milan Branch, Piazza degli Affari 3, 20123 Milano, telefono: 0263673444, e-mail [clientrelation@vontobel.it](mailto:clientrelation@vontobel.it). El fondo y los correspondientes subfondos están inscritos en el Registro del organismo supervisor holandés AFM, según lo dispuesto en el Artículo 1:107 de la Ley de Supervisión Financiera de los Países Bajos («Wet op het financiële toezicht»). El KIID está disponible en noruego. Tenga en cuenta que ciertos subfondos están disponibles exclusivamente para inversores cualificados en Andorra o Portugal. El KIID está disponible en sueco.

El presente documento no es el resultado de un análisis independiente y, por tanto, no son aplicables las «Directrices sobre la independencia de la investigación financiera» de la Asociación de Banqueros Suizos. Vontobel Asset Management AG, sus filiales o su Consejo de Administración, la dirección ejecutiva y los empleados pueden tener o haber tenido intereses o posiciones, o bien haber negociado o actuado como un creador de mercado en relación con los valores de que se trate. Asimismo, dichas entidades o personas pueden haber ejecutado transacciones para clientes relacionadas con estos instrumentos o facilitar o haber facilitado servicios de finanzas corporativas o de otro tipo a las empresas pertinentes.

La información de MSCI solo se destinará a uso interno y no podrá ser reproducida o diseminada de ninguna forma, ni utilizada como base o componente de ningún instrumento, producto o índice financiero. MSCI, sus socios y todas las personas que hayan participado en o que estén relacionadas con la recopilación, el procesamiento informático o la creación de cualquier información de MSCI (en conjunto, las partes "MSCI") renuncian de forma expresa a todas las garantías (incluidas, de forma enunciativa pero no limitativa, todas las garantías de originalidad, precisión, compleción, vigencia, no violación de derechos de terceros, comerciabilidad y adecuación para un objetivo concreto) con respecto a dicha información. Sin limitación de lo anterior, ninguna parte MSCI asumirá responsabilidad alguna por cualquier daño directo, indirecto, especial, incidental, punitivo, consecencial (incluidos, a título enunciativo, los daños por lucro cesante) o de cualquier otro tipo.

Aunque Vontobel considera que la información facilitada en este documento se basa en fuentes fiables, no puede asumir responsabilidad ninguna por la calidad, corrección, oportunidad o exhaustividad de la información contenida en este documento. Excepto en los casos permitidos por las leyes de derechos de autor vigentes, nada de esta información puede ser reproducido, adaptado, cargado a un tercero, enlazado, enmarcado, representado en público, distribuido o transmitido en ninguna forma ni por medio de ningún proceso sin el consentimiento específico por escrito de Vontobel. En la medida máxima permitida por la ley, Vontobel no será responsable de ninguna pérdida o daño que usted pudiera sufrir por utilizar o acceder a esta información, o porque Vontobel no hubiere suministrado esta información. Nuestra responsabilidad por negligencia, violación de contrato o contravención de cualquier ley que pudiera resultar de no haber suministrado esta información o alguna parte de ella, o de cualquier problema relacionado con esta información, que no pueda ser excluida conforme con la ley, se limita, a nuestra discreción y en la medida máxima permitida por la ley, a suministrarle a usted de nuevo esta información o alguna parte de ella, o a pagar por suministrarle a usted de nuevo esta información o alguna parte de ella. Ni este documento ni ninguna copia del mismo podrán ser distribuidos en ninguna jurisdicción donde su distribución pueda estar restringida por la ley. Las personas que reciban este documento deberían informarse al respecto y respetar cualquier restricción vigente. En particular, este documento no se distribuirá ni entregará a personas estadounidenses y no se distribuirá en Estados Unidos.

Vontobel Asset Management AG  
 Gotthardstrasse 43, 8022 Zúrich  
 Switzerland  
 T +41 58 283 71 11, [info@vontobel.com](mailto:info@vontobel.com)  
[vontobel.com/am](http://vontobel.com/am)