

NOVIEMBRE 2015

FF EUROPEAN LARGER COMPANIES Y FF EUROPEAN GROWTH

Valores de gran capitalización a precios atractivos

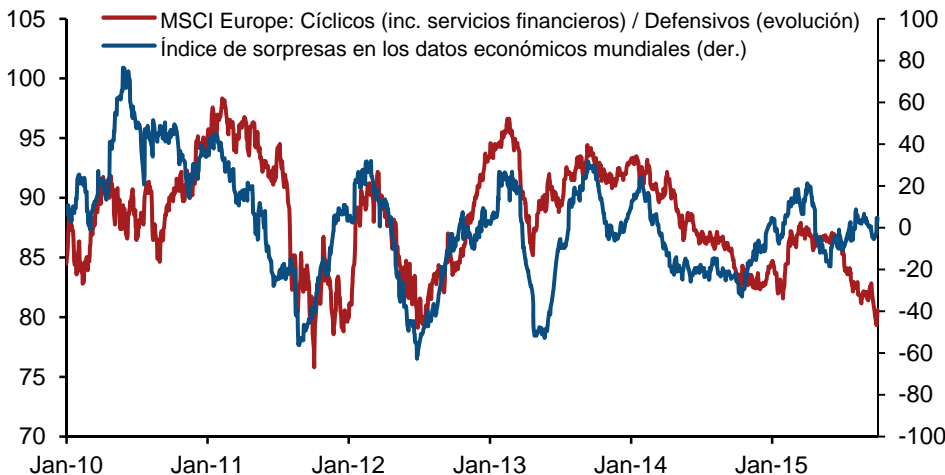
El 1 de octubre de 2015, Matt Siddle cumplió 5 años como gestor del FF European Larger Companies Fund. Durante su gestión, el fondo ha conseguido una rentabilidad del 68,4 %, frente al 50,8 % de su índice. Matt ha estado posicionando el fondo para aprovechar las valoraciones atractivas que existen en algunos valores cíclicos de gran capitalización, sin dejar de hacer énfasis en la calidad a precios atractivos.

¿QUÉ OPINA DEL ENTORNO DE MERCADO?

La caída del petróleo, la debilidad del euro y la relajación cuantitativa del BCE son factores que han actuado como estímulos a corto plazo para las economías europeas. El crédito ahora es barato y de fácil acceso. Sin embargo, a pesar de ello y de que los datos económicos mundiales han aguantado en líneas generales, los valores cíclicos han seguido a la sombra de los defensivos (gráfico 1).



Gráfico 1. Peor comportamiento relativo de los valores cíclicos



Fuente: Barclays, CESI, Datastream, septiembre de 2015.

Este peor comportamiento relativo de los valores cíclicos se produce a pesar del entorno económico favorable y la mejoría de las revisiones del BPA de estas empresas. Varios valores cíclicos de alta calidad están muy baratos actualmente, lo que se ajusta muy bien a mi estilo de inversión, por el que compro empresas de calidad a precios atractivos.

¿QUÉ ESTÁ PROVOCANDO EL PEOR COMPORTAMIENTO RELATIVO DE LOS VALORES CÍCLICOS?

En fechas más recientes, las áreas cíclicas del mercado han quedado rezagadas por el deterioro del sentimiento tras la "devaluación" del yuan y las mayores inquietudes en torno a la desaceleración del crecimiento económico. Aunque no soy especialmente optimista sobre China, sí creo que la reciente reacción del mercado podría haber sido excesiva en algunos valores. Las autoridades chinas han tomado medidas para estimular la economía, las cuales están empezando a tener un efecto positivo.

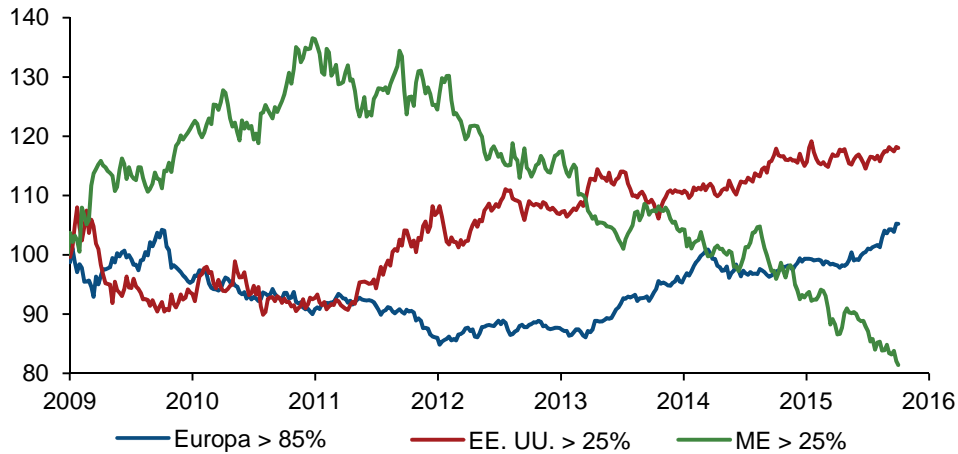
Por ejemplo, las ventas de inmuebles han mejorado tras los repetidos recortes de tipos y la flexibilización en la concesión de hipotecas, y están apareciendo las primeras señales de crecimiento de la actividad de construcción. Ahora que las medidas de las autoridades están empezando a dar fruto, se podría dar cierto rebote cíclico aquí.

MATT SIDDLÉ es el gestor del Fidelity Funds European Larger Companies Fund y el Fidelity Funds European Growth Fund. Matt se incorporó a Fidelity en 1999 como analista y cubrió varios sectores antes de convertirse en asistente de gestión de fondos para el FF European Growth Fund. Matt ascendió a gestor de fondos en enero de 2007 y en un primer momento se ocupó de fondos de renta variable británica. Volvió a unirse al equipo de renta variable europea en 2009. Matt es licenciado en Económicas por la Universidad de Cambridge y CFA.

¿INFRAPONDERA LOS EMERGENTES? ¿QUÉ NOS DICE DE OTRAS REGIONES?

En estos momentos tengo una exposición neutral a los mercados emergentes, después de haber estado ligeramente infraponderado durante algún tiempo. El peor comportamiento relativo de los valores expuestos a los países emergentes no es un fenómeno nuevo, como se observa en el gráfico 2 debajo, y ha sido muy importante.

Gráfico 2. Los valores europeos con una exposición importante a los mercados emergentes han quedado rezagados



Fuente: Kepler Cheuvreux, septiembre de 2015. Los valores están agrupados por exposición de los ingresos a las diferentes regiones.

En los mercados emergentes, se depende mucho de lo que ocurra en China. Aunque el país se enfrenta ciertamente a importantes problemas estructurales, el aumento del gasto público y el descenso de los tipos de interés deberían dar apoyo a la economía e impulsar la demanda. El aumento de las ventas de viviendas es una señal positiva y las empresas inmobiliarias han comenzado a comprar más suelo para construir; además, en los últimos datos mensuales se observa un repunte de las viviendas iniciadas. La mejoría de China debería apuntalar el sentimiento general hacia las empresas expuestas a los mercados emergentes, un escenario que ciertamente no se refleja en las valoraciones actuales de las empresas europeas con exposición a los emergentes.

Por otro lado, estoy sobreponderado en EE. UU. e infraponderado en Europa, debido principalmente a la sobreponderación en atención sanitaria, donde estoy encontrando valoraciones atractivas combinadas con mejoras de los fundamentales, y la infraponderación en telecomunicaciones y servicios públicos, donde sigo apreciando dificultades muy importantes.

¿QUÉ TIPO DE VALORES SON ATRACTIVOS ACTUALMENTE?

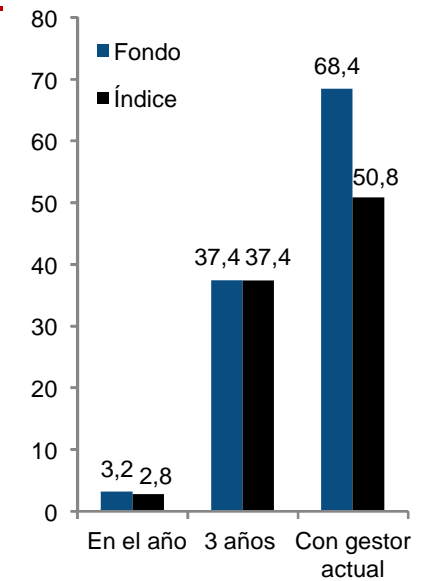
El crecimiento de los beneficios, la fortaleza relativa y el sentimiento han sido los grandes catalizadores de los mercados europeos este año, especialmente durante los últimos tres meses. Las valoraciones de las acciones con una buena fortaleza relativa han subido hasta niveles muy elevados, lo que significa que las de mejor comportamiento reciente están cada vez más caras. Por tanto, estoy encontrando oportunidades en valores cíclicos de alta calidad con precios atractivos. Por ejemplo, SAP es una de las mayores posiciones en los fondos, ya que el valor se situó en mínimos históricos de valoración a pesar de un crecimiento sólido que se ha acelerado con los últimos resultados y que también ha incrementado los márgenes.

Los fondos también están sobreponderados en el sector energético, con infraponderación en materiales. Las empresas energéticas de gran capitalización cotizan actualmente con ratios precio-valor en libros relativos en mínimos de más de 60 años (véase gráfico 5, página siguiente) y existe una fuerte correlación histórica entre unas valoraciones bajas y una revalorización posterior de las cotizaciones. Los recortes de las inversiones han aumentado el flujo de caja libre de estas empresas y han provocado descensos de la oferta y los inventarios, mientras que la demanda está empezando a recuperarse gracias a los bajos precios. Creo que hay bastantes probabilidades de que el sector destaque durante los próximos años.

Gráfico 3. Rentabilidades netas acumuladas (%)

FF European Larger Companies Fund

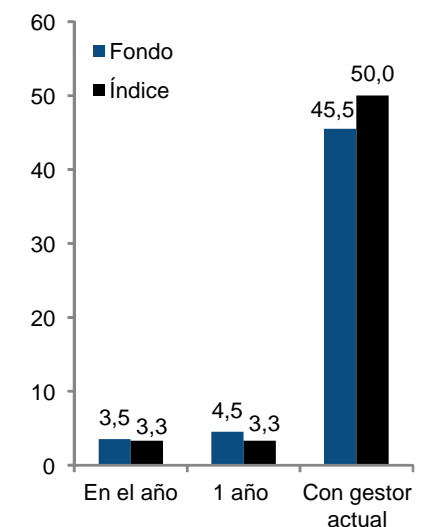
a 30.09.15



Fuente: Morningstar, precio de venta al inicio y al final del periodo, con reinversión de rendimientos brutos. Índice: MSCI Europe. Moneda: EUR. Fecha de inicio del gestor actual: 30/09/2010. Las posiciones pueden diferir de las del índice citado. Por este motivo, el índice de referencia sólo tiene finalidad informativa.

Gráfico 4. Rentabilidades netas acumuladas (%) del FF European Growth Fund

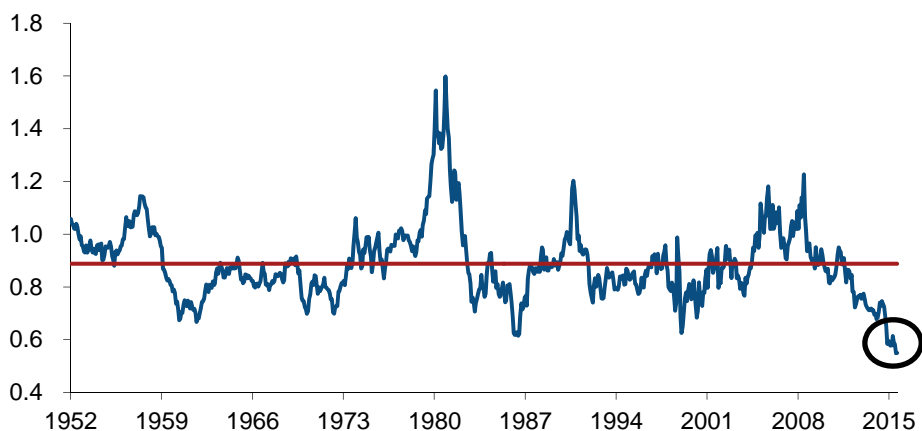
a 30.09.15



Fuente: Morningstar, precio de venta al inicio y al final del periodo, con reinversión de rendimientos brutos. Índice: FTSE World Europe. Moneda: EUR. Fecha de inicio del gestor actual: 30/06/2012. Las posiciones pueden diferir de las del índice citado. Por este motivo, el índice de referencia sólo tiene finalidad informativa.

Sin embargo, sigo siendo pesimista sobre otras áreas de las materias primas y estoy infraponderado en mineras, ya que no puedo plantear los mismos argumentos de reajuste en el hierro y otros metales. Las valoraciones del sector de los materiales tampoco son tan baratas como en energía.

Gráfico 5. El sector energético de gran capitalización está en mínimos histórico por precio-valor en libros relativo



Fuente: Informes de empresas, análisis de Empirical Research Partners. El gráfico muestra a los 115 mayores valores del sector energético por capitalización en EE. UU. frente a otros grandes valores (menos energía) de EE. UU., a 31 de agosto de 2015

¿CUÁLES SON SUS PERSPECTIVAS PARA LOS GRANDES VALORES?

Los valores de mediana capitalización han seguido batiendo a los de gran capitalización en una tendencia que dura ya 15 años. Lo que muchos inversores olvidan es que eso solo ha servido para dar la vuelta a lo ocurrido durante los diez años anteriores, cuando dominaron los grandes valores. El peor comportamiento relativo reciente puede explicarse en parte desde una perspectiva fundamental: los grandes valores suelen tener una mayor exposición internacional, mientras que los de mediana capitalización están más expuestos a sus mercados nacionales europeos. Sin embargo, se puede explicar en gran parte por la naturaleza de los desplomes de agosto y septiembre, en los que se vio un número cada vez mayor de inversores reduciendo su exposición a través de futuros y fondos cotizados, en cuya composición predominan los grandes valores.

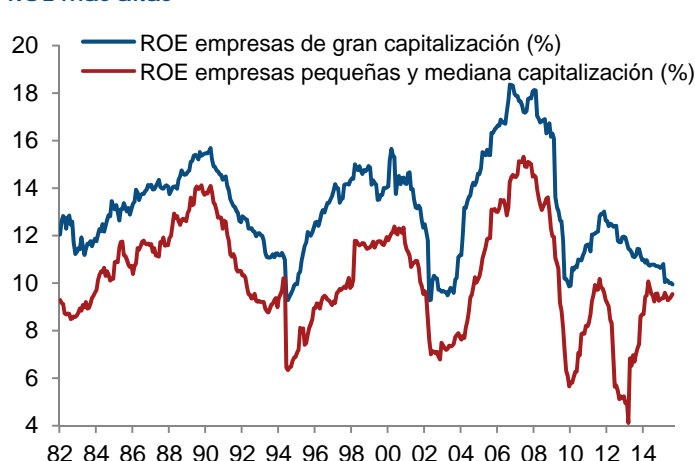
De cara al futuro, soy más optimista sobre los valores de gran capitalización, que actualmente cotizan con un descuento importante frente a los de mediana capitalización (gráfico 6). Los grandes valores también ofrecen mayor protección frente a caídas y han brindado a los inversores unas rentabilidades sobre el capital (ROE) sistemáticamente más altas durante más de 30 años, comparados con los valores de mediana capitalización (gráfico 7).

Gráfico 6. Los grandes valores cotizan con un descuento considerable



Fuente: Morgan Stanley, septiembre de 2015.

Gráfico 7. Las empresas de gran capitalización generan ROE más altas



Fuente: Morgan Stanley, septiembre de 2015.

Tabla 1. Diez primeras posiciones activas (%)

FF European Larger Companies
a 30.09.15

	Fondo	Índice
Prudential	4,5	0,7
SAP	4,5	0,8
Publicis Groupe	3,5	0,2
Sanofi	4,7	1,4
Smith & Nephew	3,4	0,2
Schneider Electric	3,1	0,4
Danone	3,1	0,5
RELX Group	2,6	0,2
Siemens	3,3	0,9
Kering	2,5	0,2

Fuente: Fidelity International. Las primeras posiciones son aquellos valores en los que se invierte el mayor porcentaje de los activos totales de los fondos. Las posiciones en valores diferentes emitidos por la misma empresa se muestran agrupadas y no se indican las exposiciones a través de derivados. En los informes y cuentas anuales o semestrales se puede encontrar una lista completa de las posiciones, incluidos los derivados.

¿CÓMO HAN AFECTADO LAS REVELACIONES DE VOLKSWAGEN A LOS FONDOS?

VW era uno de esos valores del sector automovilístico que, aunque estaba en un nivel inferior dentro de mi escala de calidad, tenía una valoración atractiva y potencial para mejorar los márgenes y, por tanto, era una posición activa en la cartera. Dado que la incertidumbre era cada vez mayor en torno al escándalo de las emisiones, recorté inmediatamente el tamaño de las posiciones del fondo aproximadamente un 25 %, ya que la convicción era menor de lo que justificaba el tamaño de la posición.

Aunque la empresa ha tomado medidas para abordar los problemas, todavía está por ver la magnitud del impacto sobre la marca VW. La historia nos demuestra que es posible contener el impacto a largo plazo de estos acontecimientos; por ejemplo, Toyota se ha recuperado totalmente de su propio escándalo y desde entonces ha superado a otros fabricantes automovilísticos japoneses. VW tiene un balance sólido con una gran cantidad de tesorería, lo que significa que las repercusiones financieras a corto plazo probablemente sean manejables.

El mercado sigue apostando por un desenlace de gravedad para la compañía y, dado que la cotización ya descuenta gran parte de los acontecimientos, la valoración es muy atractiva. Este hecho, junto con el recorrido alcista adicional, justifica las actuales posiciones reducidas del fondo.

VW es la única exposición que mantenía al sector del automóvil, después de vender las acciones de Continental y Renault a comienzos de este año (tras un excelente primer trimestre en el sector), una decisión que después se reveló como oportuna.

¿ALGÚN OTRO COMENTARIO DE VALORES ESPECÍFICOS?

Desde el punto de vista de las contribuciones a la rentabilidad, la buena selección de valores en servicios financieros y atención sanitaria ha impulsado la evolución del fondo en lo que llevamos de año. Por valores, no tener en cartera a Santander y Glencore ha reforzado las rentabilidades relativas. **SAB Miller** ha sido una contribución clave, ya que sus acciones subieron como la espuma tras presentar AB Inbev su oferta. La reciente debilidad de las bolsas motivada por el sentimiento inversor también nos ha dado la oportunidad de reforzar posiciones estratégicas en una empresa de atención sanitaria como **Bayer** y un banco noruego de calidad como **DNB**.

Sigo centrado en identificar valores que ofrezcan "calidad a precios atractivos". Creo que este enfoque, combinado con una acertada selección de valores, se traducirá en rentabilidades superiores a lo largo del tiempo. Este sesgo hacia la calidad ayudará especialmente a proteger el capital de los inversores en entornos de mercado más difíciles.

Información legal importante: Por favor, lea atentamente el Folleto informativo y los Datos Fundamentales para el Inversor (KIID, por sus siglas en inglés) que tiene disponibles en la pestaña Documentos de esta misma página web, más arriba. 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. Si su fondo invierte en mercados emergentes, debe saber que estos pueden ser más volátiles que otros mercados más desarrollados. Para obtener más información de la terminología utilizada en esta sección consulte el glosario en esta misma página web. La presente información no está dirigida a personas residentes en los Estados Unidos. Está únicamente dirigida a personas residentes en jurisdicciones en las cuales los fondos en cuestión estén autorizados para ser distribuidos o donde no se requiera la autorización y registro de los mismos. 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. CSS2003.

Tabla 2. Diez primeras posiciones activas (%)

FF European Growth
a 30.09.15

	Fondo	Índice
SAP	4,6	0,7
Prudential	4,5	0,7
Publicis Groupe	3,6	0,2
Sanofi	4,7	1,3
Smith & Nephew	3,5	0,2
RELX Group	3,0	0,2
Schneider Electric	3,2	0,4
Danone	3,2	0,5
Siemens	3,3	0,9
Kering	2,6	0,2

Fuente: Fidelity International. Las primeras posiciones son aquellos valores en los que se invierte el mayor porcentaje de los activos totales de los fondos. Las posiciones en valores diferentes emitidos por la misma empresa se muestran agrupadas y no se indican las exposiciones a través de derivados. En los informes y cuentas anuales o semestrales se puede encontrar una lista completa de las posiciones, incluidos los derivados.