

# Boletín mensual

## Schroder ISF\* EURO Corporate Bond

Abril de 2015

Rentabilidad %**	Abril 2015	1 año	3 años (anualizada)	5 años (anualizada)
Schroder ISF EURO Corporate Bond (Participaciones A Ac.)	-0,3	7,2	7,4	5,1
Schroder ISF EURO Corporate Bond (Participaciones I)	-0,2	8,2	8,5	6,1
Bank of America Merrill Lynch EMU Corporate Index	-0,5	5,9	6,2	5,4

\*\*Rentabilidad de las Participaciones A e I, comisiones excluidas, conforme al valor liquidativo neto (con respecto al precio de compra). Fuente: Schroders, a 30/04/15, rentabilidad en EUR

### Perspectiva general de los mercados

Los mercados de renta fija europeos han retrocedido en abril por segundo mes consecutivo. El Banco Central Europeo (BCE) ha continuado con la compra de activos de su programa de expansión cuantitativa, manteniendo, de esta manera, unas condiciones favorables para los bonos corporativos de la zona euro. No obstante, los datos macroeconómicos regionales han seguido estabilizándose, y la mejora observada durante el mes ha suscitado una revisión generalizada de la exposición a los tipos de interés. Las valoraciones de los bonos —especialmente de los bonos soberanos— se encuentran en máximos históricos y, gracias a la recuperación del precio del petróleo y a la mejora de la inflación, los rendimientos han subido sustancialmente en abril. A pesar de los flojos datos de EE. UU. a corto plazo, la Reserva Federal (Fed) ha vuelto a insistir en su mensaje a los inversores de que estén preparados para una normalización del entorno de "cero tipos de interés". Los bonos con grado de inversión se han visto perjudicados por la venta masiva de bonos soberanos en abril.

El PIB de la zona euro para el primer trimestre ha crecido a un ritmo del 0,4% intertrimestral, superando el 0,3% del cuarto trimestre de 2014. La mayor parte de la aceleración podría atribuirse a España, Italia y Francia, mientras que la expansión de Alemania ha sido más moderada si la comparamos con las previsiones. Los datos agregados del PMI se han mantenido en terreno positivo, situándose por encima de la media del primer trimestre, si bien no han alcanzado la cifra de marzo. En abril, la cifra compuesta del PMI ha caído del 54,0 al 53,5. Sin embargo, a excepción de la moderación en Francia y

Alemania, la actividad económica de la región ha crecido a su mayor ritmo desde abril de 2007. Además, la inflación general se ha recuperado hasta el 0,0%, gracias a la subida experimentada por el IPC durante los primeros cuatro meses de 2015, tras comenzar el año en un -0,6%.

La mejora generalizada, que se ha reflejado precozmente en el programa de expansión cuantitativa del BCE y en una gran variedad de indicadores económicos, ha suscitado que los inversores vuelvan a revisar su exposición a los bonos soberanos en euros. Los bonos a más largo plazo han sufrido los descensos de valoración más pronunciados. El rendimiento del bund alemán a diez años ha subido del 0,18% al 0,37%, y el del bund a 30 años ha pasado del 0,61% al 0,87%. El precio de los bonos soberanos de la periferia también ha disminuido. El rendimiento del bono italiano a diez años ha subido del 1,24% al 1,49%, mientras que el del español equivalente lo ha hecho del 1,21% al 1,47%.

En EE.UU., los datos económicos han cumplido las expectativas más pesimistas, dado que el PIB del primer trimestre apenas ha crecido un 0,2% interanual. Sin embargo, a pesar del débil crecimiento —que refleja la expansión más lenta del primer trimestre de 2014— la Fed ha seguido avisando a los mercados de que se preparen para una subida de tipos. Los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidenses y británicos también han subido en abril dada la adopción de una retórica más dura y los avances en Europa. El rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidenses a diez años ha subido 11 pb hasta el 2,03%, y el de su equivalente del Reino Unido, 25 pb, hasta el 1,83%.

Los mercados de bonos corporativos con grado de inversión se han visto lastrados por la venta masiva de activos de duración. El BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index con grado de inversión ha perdido un 0,49% en abril, superando ligeramente a los bonos gubernamentales, pero situándose por debajo de los bonos de alto rendimiento. El índice de alto rendimiento equivalente ha ganado un 0,52%.

### Resumen de la cartera

El fondo ha registrado una rentabilidad negativa en abril, pero ha superado al índice de referencia.

\* El fondo Schroder International Selection Fund se denomina Schroder ISF en este documento.

La asignación sectorial ha sido el principal motor de rentabilidad durante el mes. Los bonos públicos — aquellos que están vinculados a entidades públicas— contaban con un mayor respaldo en abril que los bonos soberanos convencionales, y las posiciones que mantenemos aquí han contribuido a la rentabilidad relativa. Además, los valores industriales de la cartera también han generado una rentabilidad positiva comparado con el índice de referencia. Tenemos una posición sobreponderada en el sector de la energía que ha aportado rentabilidad; un sector que ha recibido un impulso en abril gracias a la recuperación parcial del precio del petróleo.

En términos absolutos, la rentabilidad de la cartera ha sido ligeramente negativa. La fragilidad de los bonos con grado de inversión en abril se ha atribuido principalmente al impacto de la duración —o exposición a los tipos de interés— ya que los rendimientos soberanos han subido.

La actividad de la cartera ha sido limitada este mes y la exposición al riesgo apenas ha variado. Tenemos una pequeña cantidad de efectivo que hemos mantenido para poder capitalizar nuevos reveses del mercado. Dado que el BCE ha mantenido su programa de compras y que la demanda global sigue siendo elevada, en el mes de abril apenas se han presentado oportunidades. Los volúmenes de operaciones han sido bajos, pero la evolución de los precios ha sido convulsa.

En el ámbito geográfico, no se han producido cambios significativos. Seguimos prefiriendo los títulos estadounidenses y británicos, por lo que mantenemos posiciones fuera del índice de referencia en bonos con grado de inversión a más largo plazo, dado que los rendimientos disponibles resultan más atractivos. También preferimos algunas áreas del mercado de alto rendimiento en euros.

### **Perspectivas y estrategia**

Creemos que las perspectivas para los bonos corporativos de la zona euro con grado de inversión siguen siendo positivas en general. El entorno macroeconómico ha seguido mejorando en abril. Aunque la venta masiva de duración en abril ha sido un factor desestabilizador, no debería haber sorprendido a ningún inversor que aplique un contexto histórico a las valoraciones. El riesgo de valoración sigue siendo elevado, y en estos niveles, cabría esperar recaídas periódicas provocadas por una revisión del contexto político. Esperamos que la valoración de los bonos con grado de inversión en libras esterlinas supere a la de sus equivalentes en euros.

Desde el punto de vista técnico, los mercados de bonos corporativos con grado de inversión en euros parecen contar con un fuerte apoyo. Obviamente, la solidez del entorno técnico resulta comprensible. El BCE se ha comprometido a mantener su programa de compras de activos por valor de un billón de euros hasta septiembre del próximo año por lo menos. El ritmo de la oferta en abril se ha desacelerado con

respecto a febrero y marzo, y la demanda de rendimiento, en un momento en que los bonos soberanos en euros no ofrecen rentabilidad, sigue siendo un motor importante.

Estructuralmente, también nos encontramos con el contexto propicio. Según el último estudio de los préstamos del BCE, el aumento de la disposición a conceder créditos de los bancos europeos ha ido acompañado de una mayor demanda de crédito. El apalancamiento corporativo europeo también se mantiene en niveles relativamente estables.

En nuestra opinión, el grado de riesgo sistémico sigue siendo en general de moderado a bajo. Aunque el riesgo de impago por parte de Grecia ha aumentado, provocando un ligero debilitamiento en la periferia, el mercado no valora ninguna posibilidad de contagio. El conflicto entre Rusia y Ucrania se ha enfriado en las últimas semanas, y esperamos que la situación continúe estabilizándose en los próximos meses. Los problemas económicos de China no se han resuelto y podrían empeorar. El gobierno chino ha tranquilizado a los inversores a corto plazo tomando medidas proactivas para abordar la desaceleración, mediante la toma de decisiones políticas y la inversión. No obstante, los datos más recientes revelan que el estímulo monetario ha resultado ineficaz hasta ahora para revertir la tendencia negativa.

En cierta medida, China resume nuestra visión global del contexto sistémico para los bonos corporativos en euros. Durante el primer trimestre ha habido indicios constantes de desaceleración de los datos, un momento en que el mercado de renta variable chino ha experimentado una fuerte racha alcista. En los mercados de bonos europeos, consideramos que las valoraciones demuestran complacencia. Los riesgos sistémicos conocidos no deberían poner en peligro la estabilidad del mercado a corto plazo, si bien las valoraciones no reflejan en la actualidad la posibilidad de sorpresas negativas.

En resumen, esperamos que los niveles de apoyo al crédito en euros continúen siendo elevados y que las valoraciones apenas tengan en cuenta el riesgo. Hemos sufrido un revés a corto plazo, precipitado por el hecho de que el mercado se ha dado cuenta de que el BCE está sosteniendo el mercado artificialmente. De lo que sí son más conscientes los inversores es de que los riesgos de inflación y de tipos de interés no deben tenerse en cuenta en esta etapa.

Preferimos los bonos corporativos con grado de inversión del Reino Unido y de Estados Unidos, dadas sus favorables valoraciones relativas y la relajación de los datos económicos. En la zona euro, el entorno de rentabilidad de los bonos con grado de inversión resulta desafiante, y asegura la participación en el mercado deuda con grado de inversión en dólares y libras esterlinas, así como en determinados bonos corporativos de alto rendimiento en euros.

# Boletín mensual

## Schroder ISF\* EURO Corporate Bond

### Datos del fondo a 30 de abril de 2015

Equipo	
Gestor(es) principal(es) de la cartera	Patrick Vogel

Tamaño y posiciones	
Tamaño del fondo en la divisa de denominación	5.890 millones de €
Número de emisores*	240

Fuente: Schroders

\* El número de emisores del fondo trata a cada índice CDS como un emisor único y excluye los elementos que no son líneas de crédito (Futures Fixed Income, Margin Cash Balance, SYN, Synthetic Cash Fixed Income, Currency).

Estadísticas de la cartera	Fondo frente a Índice	
Duración efectiva	4,9	5,1
Rendimiento efectivo (%)	1,6	1,0
Media OAS*	147,6	94,9
Calificación media del crédito	BBB+	A-

\* Option Adjusted Spread (Diferencial ajustado por opciones).

Calidad del crédito*	Cartera (%)	Índice (%)
AAA	4,3	0,4
AA	0,7	13,5
A	20,3	43,5
BBB	51,0	41,8
BB	9,6	0,0
B	1,6	0,0
Sin calificar	3,8	0,3
Efectivo y mercados monetarios	4,3	0,4

\* Calificaciones según media de S&amp;P, Moody's y Fitch.

Nota: El gráfico no suma 100, ya que no incluye futuros, IRS, forwards, TRS, efectivo sintético o CDS variables (parte no activa de los CDS).

Resumen de CDS	
Total Single Name Shorts	-11,5
Total Single Name Longs	7,3
Total Index Shorts	
Total Index Longs	
Total Swaption Shorts	
Total Swaption Longs	
Total Net Synthetic exposure	-4,2
Total Cash Bonds	95,8

Asignación por divisas*	%
EUR	99,98
GBP	0,03
USD	(0,01)

\* Cartera cubierta en divisa de denominación

Distribución por sectores	Cartera (%)	Índice (%)
Soberanos/cuasisoberanos	6,1	2,6
Financieros senior	20,2	30,3
Financieros subordinados	11,3	9,3
Garantizados	1,6	0,0
Industriales	40,9	44,3
Servicios públicos	11,3	13,4
Efectivo y mercados monetarios	4,2	0,0
Cesta de CDS	0,0	0,0
Nota: Alto rendimiento*	11,3	0,0

\* Los bonos de alto rendimiento también se incluyen en el desglose de otros sectores en el resto del gráfico. El total no alcanzará el 100%.

Nota: El gráfico no suma 100, ya que no incluye futuros, IRS, forwards, TRS, efectivo sintético o CDS variables (parte no activa de los CDS).

**Consideraciones de riesgo:** El capital no está garantizado. Los títulos sin grado de inversión pagarán en general rendimientos más altos que los títulos con calificaciones más altas, pero estarán sujetos a un mayor riesgo de mercado, crédito e impago. Un emisor de títulos puede no ser capaz de cumplir con sus obligaciones de realizar pagos puntuales de intereses y principal. Esto afectará a la calificación de crédito de esos títulos. Los instrumentos derivados de divisas están sujetos al riesgo de impago de la contrapartida. Puede perderse la ganancia no realizada y parte de la exposición al mercado deseada. Las inversiones denominadas en una divisa distinta de la clase de acciones pueden no estar cubiertas. Las fluctuaciones del tipo de cambio entre esas divisas afectarán a la clase de acciones. La inversión en bonos y otros instrumentos de deuda, incluyendo los derivados relacionados, está sujeta al riesgo de tipo de interés. El valor del fondo puede disminuir si sube el tipo de interés, y a la inversa. En condiciones de mercado extremas, puede ser difícil vender rápidamente posiciones en una o más empresas para hacer frente a las solicitudes de reembolso presentadas. El Fondo puede mantener una exposición corta indirecta al preverse un descenso de los precios de estas exposiciones o una subida de tipos de interés. El Fondo puede estar apalancado, lo que puede aumentar su volatilidad. **Información importante:** Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Schroder International Selection Fund (la "Sociedad") por parte de ninguna persona. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. La Sociedad está inscrita en el Registro Administrativo de Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras comercializadas en España de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), con el número 135. Su depositario es JP Morgan Bank Luxembourg S.A. y su sociedad gestora es Schroder Investment Management (Luxembourg) S.A. La Sociedad es un OICVM registrado en Luxemburgo. La adquisición de participaciones de la Sociedad por el inversor deberá efectuarse en base a, y de conformidad con, el Folleto Informativo y el Documento con los Datos Fundamentales para el Inversor (KIID) en vigor, y demás documentación relevante de la Sociedad. En este sentido, el inversor deberá recibir gratuitamente antes de la suscripción de las participaciones la documentación requerida por las disposiciones legales a tal efecto. Dicha documentación deberá ser facilitada, en su caso, junto con sus correspondientes traducciones en español. La misma se encuentra disponible de forma gratuita para la consulta del público en [www.schroders.es](http://www.schroders.es), Schroder Investment Management (Luxembourg) S.A., la CNMV, las oficinas de los distribuidores de la Sociedad y Schroder Investment Management Limited Sucursal en España. Los inversores deben tener en cuenta que la inversión en la Sociedad conlleva riesgos (para más información véase el Folleto Informativo), y que la inversión puede no ser adecuada para los mismos. **La rentabilidad registrada en el pasado no es un indicador fiable de los resultados futuros. El precio de las acciones y los ingresos derivados de las mismas pueden tanto subir como bajar y los inversores pueden no recuperar el importe original invertido.** Publicado por: Schroder Investment Management Limited, 31, Gresham Street, EC2V 7QA. Registrada en la Financial Conduct Authority. Para su seguridad, las comunicaciones serán grabadas o controladas.