

Boletín mensual

Schroder ISF* EURO Corporate Bond

Diciembre de 2015

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

** Rentabilidad de las Participaciones A e I, comisiones excluidas, conforme al valor liquidativo neto (con respecto al precio de compra). Fuente: Schroders, a 31/12/15, rentabilidad en EUR

Perspectiva general de los mercados

La confianza de los inversores se volvió negativa conforme el año llegaba a su fin. La reaparición de los temores con respecto al precio del petróleo — que alcanzó su nivel mínimo en 11 años—, así como los mediocres datos procedentes de China han hecho de diciembre un mes más indulgente con el riesgo. Las condiciones macroeconómicas se han mantenido estables en la zona euro en general, donde algunas cifras resultan alentadoras. El Banco Central Europeo (BCE) también ha ampliado su programa de expansión cuantitativa y ha reducido de nuevo los tipos de depósito. Sin embargo, estas medidas no han logrado convencer a los mercados, lo cual, junto con la volatilidad de los mercados emergentes y de las materias primas, ha provocado una bajada de los bonos corporativos denominados en euros.

En términos generales, el BofA Merrill Lynch Euro Corporate Bond Index con grado de inversión ha perdido un 0,8% durante el mes. Los rendimientos más débiles se han registrado en los sectores de la energía y los materiales básicos, y el precio del petróleo ha perdido otro 11,1% alcanzando su punto más bajo en más de una década. El sector tecnológico ha sido el que ha tirado con más fuerza de la rentabilidad del grado de inversión en euros, seguido del sector del automóvil. El índice de alto rendimiento ha sufrido pérdidas más pronunciadas durante el mes con una bajada del 2,4%.

Por horquillas de calificación, la dispersión de la rentabilidad del grado de inversión ha sido

relativamente uniforme. Los bonos con calificación AAA han generado una rentabilidad total del -0,8%, mientras que los bonos con calificación BBB han arrojado un -0,7%. Las horquillas de calificación de alto rendimiento han registrado unos resultados significativamente inferiores; los bonos con calificación BB han arrojado un -2,1%, los B un -3,1% y los CCC e inferiores un -2,1%.

Las nuevas emisiones realizadas en diciembre en los mercados corporativos con grado de inversión en euros han alcanzado los 11.500 millones de euros con reembolsos por valor de 45.000 millones de euros (33.400 millones de euros netos). En total, en 2015 las nuevas emisiones ascendieron a 495.500 millones de euros (55.200 millones de euros netos) frente a los 492.900 millones de euros de 2014 (2.800 millones de euros netos).

Los datos macroeconómicos han sido positivos durante este mes, y los índices de gestores de compras (PMI) apuntan hacia una mejora generalizada de la actividad empresarial. El índice PMI compuesto ha subido del 54,2 en noviembre al 54,3, liderado por una mejora en la producción. El PMI manufacturero lo ha hecho del 52,8 de noviembre al 53,2, mientras que el índice PMI de servicios no ha variado del 54,2 durante todo el mes. Italia ha destacado por su impacto positivo durante el mes.

A pesar de los datos económicos más optimistas, los mercados corporativos en euros se han mantenido más moderados en diciembre, debido a la combinación de nuevas caídas en el precio del petróleo, la continua fragilidad del crecimiento chino y el fracaso de las nuevas medidas políticas del BCE a la hora de cumplir las expectativas. Durante el cuarto trimestre, el presidente del BCE, Mario Draghi, ha asegurado a los mercados que el banco central introducirá nuevas medidas de estímulo en caso de que sea necesario. A principios de diciembre, el BCE redujo los tipos de depósito al -0,30% (un recorte de 10 pb) y amplió el programa de expansión cuantitativa existente otros seis meses. También se han añadido bonos municipales a la gama de activos incluidos en las compras mensuales; sin embargo, estas medidas no han logrado en última instancia cumplir las expectativas del mercado.

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

Resumen de la cartera

La cartera ha generado una rentabilidad total negativa en diciembre y se ha comportado, en gran medida, en línea con el índice de referencia.

Las dificultades a las que se han enfrentado los activos de riesgo en diciembre han perjudicado a la totalidad del mercado y la cartera no ha logrado sobreponerse a este revés generalizado. Dicho esto, los sectores más débiles durante el mes — los relacionados con los precios del petróleo y de las materias primas— no cuentan con una representación significativa en la cartera. Tenemos una exposición extremadamente limitada a metales y minería, y muy pocas posiciones en valores relacionados con el petróleo en la cartera. Seguimos siendo cautelosos con respecto a los bonos corporativos con exposición cíclica o los vinculados al ciclo de gasto de capital o de materias primas.

La actividad de la cartera se ha centrado nuevamente en aprovechar selectivamente la volatilidad del mercado para lograr exposición en áreas y empresas privilegiadas. En general, no creemos que la banca senior ofrezca actualmente un perfil de rentabilidad atractivo y somos más partidarios de las posiciones inmobiliarias. Hemos reducido las posiciones en los Bunds alemanes en diciembre para liberar capital para invertirlo en el sector inmobiliario. Hemos sumado bonos italianos cubiertos que, si bien tienen un precio atractivo, son también más defensivos que sus equivalentes no garantizados. Por último, seguimos controlando el riesgo de crédito activo, y hemos comprado protección para las posiciones de alto rendimiento fuera del índice de la cartera durante el mes.

Perspectivas y estrategia

El escenario macroeconómico sigue siendo favorable para los bonos corporativos con grado de inversión denominados en euros a medida que avanza 2016. EE. UU. y Reino Unido se han mantenido en las rutas familiares del crecimiento estable, sin apenas experimentar variaciones en diciembre. También se han recibido algunas señales de estímulo de los mercados emergentes de Brasil, Turquía e incluso de China a lo largo del mes pasado. Sin embargo, Europa ha sido la que ha ofrecido la mejora más tangible entre las principales áreas económicas.

Los datos del PMI de la zona euro han alcanzado su punto más alto desde 2011, y la fortaleza de la demanda interna combinada con la política fiscal y monetaria flexible ofrecen un escenario favorable para los mercados corporativos en euros con grado de inversión. Dicho esto, es improbable que la desaceleración de China se invierta a medio plazo. Cualquier nueva devaluación del yuan no sería una noticia bien recibida por el sector manufacturero de las economías desarrolladas.

Nuestra valoración de los fundamentales empresariales en Europa también se mantiene estable. El apalancamiento en bonos corporativos con grado de inversión en euros está aumentando, pero aún es bajo, especialmente si lo comparamos con sus equivalentes estadounidenses. En cuanto a los bonos de alto rendimiento en euros, los niveles de apalancamiento son ligeramente superiores, pero no se encuentran en un nivel que nos preocupe. Por último, si bien el número de empresas en EE. UU. con beneficios negativos nos ha lanzado una señal de alarma, los beneficios en Europa se mantienen más sólidos. Seguiremos observando la tendencia.

Uno de los impulsores clave de los mercados corporativos globales en 2015 ha sido el nivel de oferta introducido en los mercados primarios. En EE. UU., los altos niveles de oferta han sido claves para la ampliación de los diferenciales de crédito, mientras que en el mercado del Reino Unido la falta de oferta ha contribuido a los bajos niveles de liquidez, especialmente a finales de año. La emisión en euros ha sido inferior en el cuarto trimestre, lo cual ha reforzado el nivel de apoyo técnico para el mercado, pero en el 2016, esperamos que el apoyo procedente de estos niveles bajos de emisiones retroceda. Previsiblemente, las emisiones aumentarán a lo largo del año, aunque la demanda de bonos con grado de inversión en euros sigue siendo elevada y debería ayudar a compensar el incremento en la oferta.

La cartera ha garantizado durante algún tiempo la exposición fuera del índice de referencia —a bonos corporativos en libras esterlinas y dólares estadounidenses, así como a bonos de alto rendimiento en euros— aunque nuestra convicción al respecto se está desvaneciendo. Ante las interesantes opciones que ofrece el índice de referencia, sobre todo en valores financieros subordinados y en algunos híbridos corporativos, hemos pasado a una opinión más neutral con respecto a las posiciones fuera del índice.

Existen una serie de preocupaciones sistémicas que persistirán a pesar del escenario técnico y fundamental ampliamente favorable para los mercados de crédito en euros. No vemos ninguna mejora sustancial en las perspectivas de crecimiento de China a medio plazo. Aunque nuestro escenario de partida sigue siendo el de una desaceleración ordenada, seguimos controlando la situación. También ha entrado en el juego un elevado riesgo político, ante la elevada posibilidad de un "Brexit" y la constante inestabilidad en España y Portugal.

En general, mantenemos una opinión constructiva, pero estaremos atentos a cualquier cambio en el entorno de riesgo sistémico.

Boletín mensual

Schroder ISF EURO Corporate Bond

Datos del fondo a 31 de diciembre de 2015

Equipo	
Gestores principales	Patrick Vogel

Tamaño y posiciones	
Tamaño del fondo en la divisa base	6.460 millones de €
Número de emisores*	253

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	5,0	5,0
Rendimiento efectivo (%)	2,0	1,4
Media OAS*	186,5	132,8
Calificación media del crédito	BBB+	A-

* Option Adjusted Spread (Diferencial ajustado por opciones).

Calidad del crédito*	Cartera (%)	Índice (%)
AAA	2,4	0,4
AA	3,2	12,8
A	19,4	43,3
BBB	53,9	43,2
BB	9,9	0,2
B	-0,9	-
Sin calificar	4,8	0,1
Efectivo y mercados monetarios	2,2	-

*Calificaciones según media de S&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	-10,7
Total Single Name Longs	7,6
Total Index Shorts	
Total Index Longs	
Total Swaption Shorts	
Total Swaption Longs	
Exposición Total Net Synthetic	-3,1
Total Cash Bonds	96,9

Asignación por divisas*	%
EUR	100,0
GBP	0,0
USD	0,0

* Cartera cubierta en divisa de denominación

Asignación por sectores	Cartera (%)	Índice (%)
Soberanos/cuasisoberanos	4,2	2,8
Financieros senior	24,2	29,9
Valores financieros subordinados	11,2	9,7
Garantizados	1,3	-
Industrial	40,8	44,9
Servicios públicos	12,3	12,5
Efectivo y mercados monetarios	2,2	-
Cesta de CDS	-1,8	-
Nota: Alto rendimiento*	9,1	0,2

* 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 reverse 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, 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.