

Boletín mensual Schroder ISF* Strategic Bond

Octubre de 2014

Rentabilidad %**	Octubre 2014	1 año	3 años (anualizada)	5 años (anualizada)
Schroder ISF Strategic Bond (Participaciones A de acumulación)	-1,5	4,2	3,7	3,8
Schroder ISF Strategic Bond (Participaciones I de acumulación)	-1,4	5,6	5,0	5,1
Índice de Referencia: USD LIBOR 3 Months	0,0	0,2	0,3	0,3

** Rentabilidad de las Participaciones A e I, comisiones excluidas, conforme al valor liquidativo neto (con respecto al precio de compra).

Fuente: Schroders, Bloomberg, a 31/10/14, rentabilidad en USD

Perspectiva general de los mercados

Octubre ha estado marcado por un incremento de la volatilidad (especialmente durante la primera mitad de mes). Los motivos fueron, las preocupaciones generadas por los datos de crecimiento global, y en particular de la zona euro, que provocaron una fuerte venta de activos de riesgo. Los mercados de crédito sufrieron un "sold off" y el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años ha experimentado un espectacular recorte. Sin embargo, tras alcanzar un mínimo entre los días 14 y 15 del mes, los mercados se recuperaron en la segunda quincena de octubre al regresar el interés por el riesgo. El rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidenses ha subido desde sus mínimos de mediados de mes para terminar octubre tan solo ligeramente por debajo de su nivel de partida, y los índices de crédito han registrado ganancias en términos generales. A pesar del alto nivel de volatilidad, las fluctuaciones del mercado han carecido de una causa nueva específica.

La zona euro parece seguir debilitándose en un entorno de bajo crecimiento y baja inflación. Las principales economías —Alemania, Francia e Italia— no están consiguiendo producir un crecimiento prolongado. La cifra del PMI manufacturero de Francia ha caído del 48,8 al 48,5, mientras que el PMI manufacturero italiano ha caído del 49,0 al 50,7. Ambas cifras se mantienen por debajo de la barrera de 50 entre la expansión y la contracción. Más preocupante ha resultado la persistente vulnerabilidad de Alemania. La cifra del PMI manufacturero alemán para octubre de 51,4 es

floja, y aunque supone una mejora con respecto a la cifra de 49,9 de septiembre, esto apenas aliviará los temores sobre la salud de la principal economía de la región. El estancamiento de la economía de la zona euro ha reforzado las expectativas de una nueva intervención del Banco Central Europeo (BCE) y el euro ha vuelto a caer en octubre.

El rendimiento del bund alemán a 10 años se ha reducido del 0,95 % al 0,84 %, y los rendimientos periféricos se han mantenido en mínimos históricos. El rendimiento del bono italiano a 10 años ha caído del 2,33 % al 2,35 %, mientras que el del español equivalente lo ha hecho del 2,14 % al 2,08 %.

En EE. UU., la Reserva Federal (Fed) ha llevado a cabo su plan para acabar con la política de expansión cuantitativa a finales de octubre. La economía también ha seguido su buena trayectoria de noticias económicas positivas, y la fragilidad en otras partes del mundo ha calmado las preocupaciones en torno a un giro más agresivo de la política de la Fed.

El rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidenses a 10 años ha caído del 2,49 % al 2,34 %, y ha logrado recuperarse de un mínimo intradía a mediados de mes del 1,86 %. Los bonos del Tesoro del Reino Unido han seguido en gran parte el mismo camino; su rendimiento a 10 años ha caído del 2,43 % al 2,23 %.

En los mercados de crédito, los bonos corporativos mundiales han registrado avances en octubre, y han conseguido recuperar parte o la totalidad del terreno perdido en la liquidación del mes anterior. El BofA Merrill Lynch Global Corporate Bond Index con grado de inversión ha ganado un 0,75 %, mientras que el equivalente de alto rendimiento ha obtenido un 0,80 %. Los índices de crédito denominados en dólares estadounidenses han registrado mayores ganancias que sus homólogos en libras esterlinas o euros. Los bonos corporativos con grado de inversión denominados en dólares han aumentado un 0,93 %, mientras que el índice de alto rendimiento equivalente ha ganado un 1,14 %.

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

Resumen de la cartera

La rentabilidad de la cartera ha sido negativa en octubre.

La impresionante caída concentrada de los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidenses a mediados de mes ha sido la causa de las rentabilidades más bajas. La exposición corta de la cartera a los bonos soberanos de Estados Unidos ha actuado en contra de las ganancias, a pesar de que los rendimientos de los bonos del Tesoro se han recuperado en gran medida a finales de mes. Nuestras herramientas de seguimiento del riesgo en tiempo real nos han permitido gestionar activamente la exposición al riesgo, y limitar la participación en las pérdidas a principios de octubre. La exposición corta se ha reintegrado una vez más en la segunda quincena del mes. Esto nos ha permitido capturar gran parte del repunte de los rendimientos.

Las posiciones en divisas de la cartera han ayudado a compensar parcialmente estos obstáculos, y han contribuido a la rentabilidad de la cartera a través de dos áreas clave. La exposición corta al euro ha contribuido a la rentabilidad positiva al debilitarse la moneda única. La cartera también mantiene posiciones que se anticipan a una elevada rentabilidad del dólar estadounidense frente a un conjunto de monedas que cuentan con menos apoyos estructurales. Las posiciones de USD frente al won coreano, el dólar canadiense, el peso mexicano y el yen japonés han generado todas unas rentabilidades positivas moderadas en octubre.

El riesgo de crédito de la cartera ha aumentado ligeramente durante el mes, dado que se ha incrementado la exposición a los valores industriales y financieros dentro de la asignación de la cartera al crédito estadounidense a largo plazo.

Seguimos posicionándonos cortos en duración de EE. UU., ya que nuestra expectativa a medio plazo es que la Fed imponga un ciclo de ajuste en los tipos de interés. También contamos con un sesgo hacia los bonos soberanos italianos, ya que Italia es, en nuestra opinión, la economía periférica de la zona euro mejor respaldada por la política acomodativa del BCE.

Perspectivas y estrategia

A medida que nos acercamos al final del 2014, la Fed sigue evitando la introducción de medidas de ajuste político, ciñéndose al mensaje de que la actividad económica se mantendrá a un ritmo moderado sustentado en las políticas monetarias expansivas. La última declaración también reiteró que la inflación sigue avanzando por debajo del nivel objetivo. Sin embargo, el tono de sus palabras ha cambiado recientemente: el consejo de Gobernadores de la Fed ahora reconoce que con una tasa de desempleo más baja y unas ganancias laborales elevadas, la "infrautilización de los recursos de mano de obra está disminuyendo gradualmente". Desde que Janet Yellen asumió el cargo de Presidenta de la Reserva Federal, esta "infrautilización" ha sido una limitación importante

al hablar de subidas de tipos. Por tanto, nos sentimos satisfechos con la tesis de que el siguiente paso natural para la economía estadounidense es un ciclo de ajuste.

Dicho esto, es posible que el número de posibles amenazas a la estabilidad económica mundial siga apelando a la precaución de la Fed. La falta de crecimiento en la zona euro, la desaceleración de la actividad en China, diversas preocupaciones geopolíticas e incluso la influencia del Ébola dejan una serie de factores no resueltos que aún podrían hacer descarrilar la frágil recuperación mundial.

El Reino Unido está más estrechamente vinculado a la zona euro que EE. UU. El Comité de Política Monetaria (CPM) destacó en sus actas de octubre que el crecimiento salarial sigue siendo débil y que el IPC ha sufrido una nueva caída recientemente por debajo del objetivo del 2 % del MPC. La economía del Reino Unido sigue creciendo en términos generales ligeramente por encima de su media a largo plazo, pero ese impulso se ha ralentizado. Al igual que en EE. UU., prevemos que 2015 traerá un ciclo de ajuste, pero será más breve y de menor alcance que las subidas impuestas por la Fed.

La zona euro sigue coqueteando con la deflación y la contracción. Como tal, no vemos ninguna razón para revisar nuestra arraigada creencia de que el Banco Central Europeo (BCE) ha sido demasiado tímido en su planteamiento para invertir la tendencia negativa. El anuncio de la TLTRO en junio, seguido del programa de compra de bonos garantizados y ABS en septiembre fueron avances positivos, pero de magnitud insuficiente para modificar la trayectoria de la economía de la zona euro. Vemos la política de expansión cuantitativa soberana completa, no solo como una opción probable para el BCE, sino como un imperativo.

En los mercados de crédito, la influencia de la política enormemente acomodativa de los principales bancos centrales ha supuesto que los márgenes se mantengan ajustados en comparación con su media histórica. Existen diversas oportunidades de inversión en áreas específicas de la curva de rendimiento, pero las rentabilidades del mercado general o "beta" han sido en gran medida eliminadas del mercado.

Los mercados de divisas siguen ofreciendo un conjunto de oportunidades activas para los inversores con visión macro. La divergencia de perspectivas económicas en las economías desarrolladas y emergentes del mundo permite diversas jugadas relativas en los mercados de divisas. Preferimos el dólar estadounidense en términos de soporte estructural, pero intentaremos capturar una rentabilidad adicional del buen comportamiento del dólar en comparación con otras monedas menos sólidas, como el euro, el dólar canadiense o el yen.

Boletín mensual

Schroder ISF Strategic Bond

Datos del Fondo a 31 de octubre de 2014

Equipo	
Gestores de la Cartera	Bob Jolly and Gareth Isaac

Tamaño y posiciones	
Tamaño del Fondo en la divisa de denominación	2.533,87 \$
Número de emisores	243

Estadísticas de la cartera	
Duración efectiva	-1,27
Duración diferencial	3,00
Media OAS*	86,31
Media ASW#	55,94

* Option Adjusted Spread (Diferencial ajustado por opciones). # Asset Swap Spread (Diferencial de swap de activos)

Los datos del Fondo representan las participaciones de bonos y las posiciones en Opciones y CDS netos, respectivamente, en cada categoría de calificaciones. El desglose de calidad se basa en la calificación crediticia media de Moody's, S&P y Fitch

Asignación de activos (%)	
Soberanos de mercados desarrollados	15,1
Soberanos de mercados emergentes	3,0
Municipales de EE. UU.	0,1
MBS públicos	0,4
MBS/ABS privados*	9,3
Crédito de mercados desarrollados	21,6
Crédito a corto plazo/Mercado monetario	23,7
Cubiertos	10,3
Públicos/Supranacionales**	9,3
Fondos de inversión	0,7
Crédito de mercados emergentes	1,0
Divisas	0,4
Efectivo	5,0

El desglose de asignación de activos incluye efectivo y derivados.

* Sin incluir los TBA. Un TBA es un contrato a plazo sobre un valor respaldado por hipotecas. La exposición actual a TBA es del 0%.

El desglose se basa en las subcuentas de la cartera utilizando las clasificaciones BarCap Nivel 1 y 2. ** Activos de liquidez

Asignación activa por país (%)	
Reino Unido	-82,9
EE. UU.	29,3
Alemania	6,6
Francia	11,2
Países Bajos	7,0
Suecia	5,2
Italia	6,4
Suiza	1,7
España	2,6
México	3,6
Global	1,2
EUR	-5,6
Otros*	9,3

* Incluye Japón, mercados emergentes, Bélgica, Finlandia, Grecia, Irlanda, Jersey, Noruega, Canadá, Islas Caimán, Australia, Brasil y Perú.

Exposición activa a divisas (%)	
USD	7,3
CAD	-0,1
GBP	1,5
AUD	-7,2
JPY	3,7
NOK	-0,2
SEK	-0,2
EUR	-14,8
MXN	9,8
Otras*	0,0

Fuente: Schroders Fixed Income Analytics; todos los datos a 31 de octubre de 2014. * Otros incluyen MXN, PHP y PLN.

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 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. El emisor de títulos respaldados por hipotecas o por activos puede tener una capacidad limitada para recuperar importes debidos si los prestatarios subyacentes entran en situación de insolvencia o disminuye el valor de su colateral. El Fondo puede estar apalancado, lo que puede aumentar su volatilidad. El fondo participa en operaciones con derivados financieros. En caso de impago de la contraparte, podrían perderse los beneficios no realizados de las operaciones y la exposición al mercado. **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.