

# Boletín mensual Schroder ISF\* Strategic Bond

## Julio de 2014

Rentabilidad %**	Julio 2014	1 año	3 años (anualizada)	5 años (anualizada)
Schroder ISF Strategic Bond (Participaciones A de acumulación)	1,7	3,0	2,9	4,1
Schroder ISF Strategic Bond (Participaciones I de acumulación)	1,8	4,3	4,2	5,4
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 31/07/14, rentabilidad en USD

## Perspectiva general de los mercados

Los mercados de renta fija no han experimentado cambios en julio, dado que la positividad de los datos económicos ha sido contrarrestada por un aumento de los riesgos geopolíticos y las preocupaciones con respecto al crédito. Las noticias macroeconómicas procedentes de EE.UU., Reino Unido y China han sido alentadoras, mientras que las noticias de la zona euro han sido más negativas. Por otra parte, las relaciones en el conflicto territorial entre Rusia y Ucrania han empeorado, y el conflicto en Gaza ha seguido intensificándose. Los mercados de crédito también se han visto afectados por el impago de la deuda en Argentina y por el desmantelamiento del segundo mayor prestamista de Portugal, el Banco Espírito Santo (BES). Los bonos gubernamentales han recibido un amplio respaldo, mientras que los activos de riesgo no han obtenido buenos resultados.

La cifra de desempleo en EE.UU. ha resultado algo decepcionante en julio con una subida del 6,1 % al 6,2 %. La inflación salarial también ha caído del 2,2 % al 2,0 % tras registrar la inflación global de junio un 2,1 %, lo que significa que el crecimiento salarial se ha evaporado en términos reales. Sin embargo, el enfoque de los inversores se centró en los últimos datos del PIB. Inicialmente, se anunció una cifra del 4,0 % para el PIB del segundo trimestre de EE.UU., superior a la previsión del 3,0 %, mientras que la cifra del primer trimestre se revisó al alza del -2,9 % al -2,1 %.

En Reino Unido se ha mantenido la tendencia de recuperación, liderada por una sólida actividad en el sector de la construcción residencial y una caída del desempleo de dicho país. Los tres indicadores PMI mantienen su expansión con firmeza. El PMI manufacturero ha retrocedido del 57,5 al 55,4, el PMI de servicios se ha consolidado en un 59,1 subiendo desde un 57,7 y la cifra de construcción se ha mantenido por encima de 60 por noveno mes consecutivo pasando del 62,6 al 62,4. El desempleo en Reino Unido ha caído del 6,6 % al 6,5 % en junio.

Las medidas dirigidas de "mini estímulo" de China parecen haber tenido un efecto positivo. La vuelta a un crecimiento del PIB objetivo del 7,5 % en el segundo trimestre ha estado liderada por la inversión en infraestructuras; un componente clave de las medidas anunciadas en abril.

En la zona euro los datos económicos han sido menos alentadores. Si bien ha sido relativamente estable, la cifra del PMI de la región se ha suavizado de manera general. La inflación ha caído al 0,4 % de una cifra ya débil del 0,5 % y sorprendentemente, Italia ha vuelto a entrar en recesión.

Los bonos del Tesoro de EE.UU. y del Reino Unido han retrocedido en julio. El rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años de EE.UU. ha subido del 2,53 % al 2,56 %, mientras que el de su equivalente en el Reino Unido ha pasado del 2,67 % al 2,60 %. El rendimiento de los bonos del Tesoro alemanes a 10 años ha caído del 1,25 % al 1,16 %, acercándose a un mínimo histórico poco después de que un avión de pasajeros fuese abatido en Ucrania, con la participación de Rusia. En la periferia, los rendimientos han seguido ajustándose en julio, registrando una ligera subida a finales de mes debido al rescate del BES por parte de los contribuyentes portugueses.

Las grandes preocupaciones crediticias en torno al rescate del BES, junto con las conversaciones para resolver el problema de la deuda argentina en Nueva York, se han hecho notar sobre los activos de mayor riesgo. Los bonos de alto rendimiento han puesto fin a su racha de doce meses consecutivos de rentabilidad positiva, quedando por debajo de los índices con grado de inversión. El índice BofA Merrill Lynch Global High Yield Index ha perdido un 0,94 % en julio, mientras que el índice con grado de inversión a duras penas ha obtenido una rentabilidad total positiva sumando un 0,10 %.

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



# Schroders

## Resumen de la cartera

La cartera ha obtenido una rentabilidad positiva durante el mes.

La mayor parte de las fuentes de alfa de la cartera ha generado rentabilidad en julio. Nuestra posición corta en duración de EE.UU. sigue siendo frustrante. A pesar de los múltiples fundamentales que ofrecen apoyo para una subida de los tipos por parte de la Reserva Federal (Fed), las valoraciones del Tesoro siguen siendo elevadas. Tanto las posiciones de duración como de beta de crédito se han mantenido sin cambios este mes.

Sin embargo, se han mantenido sólidas la rentabilidad de las exposiciones a divisas de la cartera, las operaciones nacionales y las estrategias de curva. La posición corta y altamente convincente de la cartera en el euro ha generado la mayoría de la rentabilidad de la cartera a lo largo del mes dada la debilidad de la divisa frente a muchas otras divisas. La posición se redujo a finales de julio para garantizar beneficios y reducir el riesgo.

La cartera ha continuado asignando duración a países distintos de EE.UU., construyendo en su lugar posiciones largas en euros dado el valor relativo disponible. Este ha sido otro aspecto que ha contribuido positivamente a los beneficios en julio. Continuamos creyendo que la duración en la zona euro se verá respaldada por un periodo más largo de acomodación política de lo que puede esperarse en EE.UU.

Hemos decidido hacer más empinada la curva del euro en julio, sobre la base de los motores técnicos de las fluctuaciones de la curva de rendimiento. Los bunds a más largo plazo tienden a estar más estrechamente correlacionados con los tipos mundiales que los bunds a más corto plazo, algo que esperamos quede respaldado por la posición política más prudente del Banco Central Europeo mencionada anteriormente. Por último, consideramos que la volatilidad a corto plazo podría repuntar ante la escalada de los riesgos geopolíticos. Como resultado, hemos añadido exposición al yen japonés en vista de su estado como opción segura, y hemos construido una posición corta en libras esterlinas, ya que se han beneficiado de un fuerte periodo de rentabilidad gracias a la solidez de los datos económicos.

## Perspectivas y estrategia

Nuestras perspectivas para la economía estadounidense siguen siendo positivas. El crecimiento no ha logrado materializarse como se esperaba en los primeros meses de 2014, aunque el cálculo inicial del crecimiento del PIB en el segundo trimestre ha sido mucho más sólido. El "arrastre fiscal", que se estaba dejando notar sobre el crecimiento económico como resultado de los diferentes programas de austeridad federal, está disminuyendo. Un área que se ha mostrado

especialmente fuerte ha sido el mercado laboral. La tasa de desempleo, las ofertas de trabajo y las peticiones iniciales del subsidio de desempleo se encuentran entre los numerosos indicadores que han sido sistemáticamente mejores de lo esperado. Creemos que es esta solidez la que está siendo actualmente pasada por alto en la valoración de mercado de la acomodación política continua de la Fed. Creemos que el mercado está mostrando actualmente un grado de fe sin garantías en el deseo de la Fed de no modificar los tipos de interés.

En el Reino Unido, se mantiene la fuerza de la recuperación económica, con un crecimiento muy por encima de la tendencia, y el excedente de capacidad en el mercado laboral se está utilizando vorazmente. Como tal, en los discursos del Banco de Inglaterra se deja entrever que las expectativas actuales del mercado de una subida de tipos pueden estar muy lejos. Dicho esto, el Reino Unido sigue siendo una economía desestabilizada y sus cimientos son frágiles. Además, el último ajuste en el mercado laboral todavía tiene que estimular una subida en el crecimiento salarial. En nuestra opinión, esto podría limitar la magnitud de las subidas de los tipos una vez comiencen.

A pesar del último paquete de medidas de alivio monetario, no creemos que las medidas tomadas por el BCE para combatir el débil crecimiento económico y la caída de la inflación hayan sido lo suficientemente enérgicas. Tras haber anunciado medidas para mejorar la disponibilidad de crédito en junio, el siguiente paso, en su caso, probablemente sea un alivio cuantitativo completo. El BCE es un banco central más cauto que el Banco de Inglaterra o la Fed, y por tanto, el desencadenante de nuevas medidas solo se pondrá en marcha si los datos de inflación empeoran considerablemente. Están deseando ver las repercusiones de las medidas ya anunciadas antes de implantar más. Creemos que el debilitamiento del euro es el principal motor político que puede utilizar el BCE para impulsar tanto el crecimiento como la inflación, ya que la fuerza del euro sigue perjudicando a varias economías miembro.

Por último, el susto del crecimiento en la primera parte del año en China ya se ha disipado en gran parte. Las medidas dirigidas de "mini estímulo" implantadas por las autoridades han demostrado que a pesar del compromiso del gobierno por reformar y reequilibrar la economía, no están dispuestos a dejar que el crecimiento se ralentice con demasiada rapidez. A corto plazo, la confianza positiva beneficia a los activos de riesgo globales. Sin embargo, seguimos pensando que el temor por el crecimiento en China será un fenómeno que se seguirá generalizando y que pueden surgir oportunidades de inversión en activos sensibles de China en periodos de volatilidad elevada.

# Boletín mensual

## Schroder ISF Strategic Bond

### Datos del Fondo a 31 de julio de 2014

Equipo	
Gestores de la Cartera	Bob Jolly y Gareth Isaac

Tamaño y posiciones	
Tamaño del Fondo en la divisa de denominación	2.206.000.000 \$
Número de emisores	249

Estadísticas de la cartera	
Duración efectiva	-2.32
Duración diferencial	2.13
Media OAS*	115.54
Media ASW#	52.47

\* 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	4,1
Soberanos de mercados emergentes	3,5
Municipales de EE.UU.	2,1
MBS públicos	0,6
MBS/ABS privados*	11,9
Crédito de mercados desarrollados	29,8
Crédito a corto plazo/Mercado monetario	17,3
Cubierto	12,6
Públicos/Supranacionales**	6,5
Fondos de inversión	0,9
Crédito de mercados emergentes	1,4
Divisas	1,9
Efectivo	7,0

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	-76,1
Estados Unidos	14,7
Alemania	11,0
Francia	8,0
Países Bajos	7,3
Suecia	4,3
Italia	4,9
Suiza	0,6
España	6,9
Global	0,6
EUR	-0,4
Otros*	12,0

\*Incluye Japón, Malasia, mercados emergentes, Bélgica, Finlandia, Grecia, Irlanda, Jersey, Países Bajos, Noruega, Polonia, Canadá, Islas Caimán, México, Australia, Brasil y Perú.

Exposición activa a divisas (%)	
USD	32,2
CAD	-8,0
GBP	-10,5
AUD	-6,7
MXN	0,0
JPY	7,9
NZD	-0,1
EUR	-22,8
Otras*	7,92

Fuente: Schroders Fixed Income Analytics; todos los datos a 31 de julio de 2014. \* Otras incluyen PHP, PLN, NOK y SEK

**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](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.