

Boletín mensual

Schroder ISF* Strategic Bond

Información relativa a junio 2015

Rentabilidad %**	Junio 2015	1 año	3 años (anual)	5 años (anual)
Schroder ISF Strategic Bond (Participaciones A de acumulación)	-0,2	-0,8	2,0	2,5
Schroder ISF Strategic Bond (Participaciones I de acumulación)	-0,1	0,5	3,3	3,8
Índice de referencia: USD LIBOR a 3 meses	0,0	0,3	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 30/06/15, rentabilidad en USD.

Perspectiva general de los mercados

A finales de junio, Grecia y su crisis de financiación fueron los protagonistas indiscutibles de los titulares de la prensa económica en Europa y el Reino Unido. Ante la incertidumbre imperante, el rendimiento de la deuda pública alemana cayó a finales de mes, mientras que el de los bonos soberanos periféricos aumentó. Sin embargo, en el conjunto del mes, la tendencia general iniciada en el segundo trimestre se mantuvo intacta. Los datos económicos de las principales regiones financieras siguieron siendo positivos, a excepción de los relativos a China. En junio, los rendimientos en el Reino Unido y la zona euro siguieron aumentando, concretamente en el tramo más largo de las curvas de rendimiento. También aumentó el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense, pues los inversores trataron de seguir reduciendo su exposición a los tipos de interés ante la posible decisión de la Reserva Federal de comenzar a normalizar su política monetaria. Los bonos corporativos, en general, se debilitaron. Los bonos de alto rendimiento volvieron a superar a los bonos con grado de inversión, si bien los activos de ambas calificaciones generaron rentabilidades totales negativas durante el mes.

La probabilidad de que Grecia permaneciese en la zona euro a finales de julio aumentó y se redujo en más de una ocasión durante el mes de junio. Sin embargo, aunque el rendimiento de la deuda pública griega a 10 años fue muy inestable —aumentó en 190 puntos básicos y cayó en 260

puntos básicos en el plazo de 12 días—, la evolución de los bonos soberanos de otros países fue más contenida. Los rendimientos no apuntaban a un elevado riesgo de contagio, ni siquiera en la periferia de la zona euro. El rendimiento del bono italiano y el del bono español a 10 años aumentaron en 48 puntos básicos y en 46 puntos básicos, respectivamente. En cambio, la publicación de diversos datos macroeconómicos que apoyaban el caso de recuperación de la zona euro apuntaló la dinámica del mercado. Los datos relativos al índice PMI manufacturero de Alemania, Francia, Italia y España indicaron una evolución expansiva por primera vez desde mayo de 2014. El rendimiento del bono alemán a 10 años aumentó del 0,49% al 0,76%, para después descender en 16 puntos básicos durante las cuatro últimas jornadas de junio.

En junio, se confirmó que el crecimiento del PIB estadounidense correspondiente al primer trimestre fue del -0,2%, tras su revisión a la baja en mayo hasta el -0,7%. El mercado, en general, pareció pasar por alto esta ligera contracción. El desempleo cayó más de lo previsto en junio, desde el 5,5% hasta el 5,3%, y el consumo en EE. UU. se expandió a su ritmo más rápido en casi 6 años. En el Reino Unido, la confianza de los consumidores alcanzó su punto más alto de los últimos 15 años puesto que, según el dato más reciente, el crecimiento salarial interanual se aceleró hasta el 2,7%, su máximo desde febrero de 2009. Los rendimientos de la deuda pública británica y de los bonos del Tesoro estadounidense siguieron aumentando: el rendimiento del bono británico a 10 años subió del 1,81% al 2,02%, mientras que la de su equivalente estadounidense subió del 2,12% al 2,35%.

Los mercados de bonos corporativos registraron caídas más significativas en junio, al ampliarse de forma notable durante el mes los diferenciales de rendimiento de los bonos corporativos. El índice BofA Global Corporate de activos con grado de inversión cayó un 1,66% y el índice de activos de alto rendimiento cedió un 1,48%. El mes fue especialmente complicado para los bonos corporativos con grado de inversión denominados en libras esterlinas, que encabezaron las caídas

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

de los precios, por delante de sus equivalentes estadounidenses y de la zona euro.

A pesar del riesgo geopolítico planteado por la crisis de la deuda griega, el euro se apreció un 1,5% frente al dólar. La libra esterlina también se revalorizó frente al dólar, concretamente un 2,8%.

Resumen de la cartera

La rentabilidad de la cartera fue negativa en junio.

El posicionamiento en duración —que refleja nuestras perspectivas en cuanto a los tipos de interés— contribuyó de forma positiva a la rentabilidad a lo largo del mes. Nuestra exposición corta a los tipos de interés europeos benefició en gran medida a la cartera dada la fuerte subida de los rendimientos del Bund en todos los tramos de la curva. La exposición de duración corta a EE. UU. y al Reino Unido también contribuyó favorablemente a la rentabilidad de la cartera.

Sin embargo, la evolución registrada por las operaciones de duración de la cartera se vio empañada por el posicionamiento en la curva de rendimiento y las posiciones activas en divisas. Nuestro equipo prevé que la curva de rendimiento estadounidense se aplanará a medio plazo, pues las perspectivas en cuanto a parámetros técnicos resultan más favorables para los activos a más largo plazo que para los bonos con vencimientos más cortos. Esta postura lastró la rentabilidad de la cartera en junio, pues los activos a más largo plazo registraron un comportamiento más débil que sus equivalentes con vencimientos más cortos.

Las operaciones activas con divisas fueron el factor que más lastró la rentabilidad general durante el mes. A pesar de las dificultades de la zona euro, la moneda única se apreció con respecto al dólar, lo cual mermó la rentabilidad dada nuestra perspectiva de que se produciría una depreciación sostenida de la moneda a largo plazo. La libra esterlina también se apreció frente a la corona noruega, el dólar canadiense y el dólar estadounidense con motivo de la mejora de los datos económicos del país y de la zona euro, lo que resultó perjudicial para la rentabilidad.

Durante el mes, volvimos a introducir dos operaciones de valor relativo a través de la venta de la exposición a EE. UU. a favor de Europa y el tramo largo de la curva británica de rendimiento. Las drásticas ventas masivas de Bund y bonos del Tesoro estadounidense se tradujeron en lo que consideramos una oportunidad atractiva para aprovechar las ineficiencias de precios entre dos contextos políticos muy diferentes. Aunque la subida de los rendimientos en EE. UU. y el Reino Unido parece justificada por la proximidad de la normalización de los tipos, es de esperar que los rendimientos sigan bajo mínimos en la zona euro

con motivo de la continuidad de la política acomodativa a largo plazo del Banco Central Europeo. Por último, la fuerte demanda generada por la inversión basada en pasivos (LDI) se tradujo en la descorrelación entre las valoraciones de los swaps de tipos de interés británicos a largo plazo —que parecían sobrevalorados— y de la deuda pública británica subyacente equivalente. Nos hemos posicionado para aprovechar esta tendencia.

Perspectivas y estrategia

Dada la inestabilidad que presentan actualmente las negociaciones en torno a las necesidades de financiación de Grecia, resulta poco probable que las estimaciones sobre su desenlace se mantengan vigentes durante mucho tiempo. Sin embargo, pensamos que es importante recordar a los inversores que hay todo un mundo más allá de Grecia y, además, mucho más grande que el país heleno.

Las reformas estructurales adoptadas en los demás Estados miembros de la zona euro son el motivo de que los mercados reaccionaran de forma mucho más optimista a la quiebra técnica de Grecia —con independencia de cómo se valore este acontecimiento individualmente— con respecto al modo en que hubieran respondido en caso de producirse en 2010/2011. Las previsiones parecen apuntar a que el contagio será mínimo y apenas se han producido más cambios a escala global que modifiquen nuestras perspectivas fundamentales con respecto a los mercados de bonos.

Las economías estadounidense y británica siguen expandiéndose y presentan una alentadora dinámica de crecimiento. Esta evolución sigue respaldando nuestra previsión de que tanto la Reserva Federal como el Banco de Inglaterra podrán elevar los tipos antes de lo previsto por los mercados. En ambos casos, auguramos que, si bien los responsables políticos apostarán por un proceso de normalización moderada y paulatina, al continuar postergando su inicio se verán obligados a elevar los tipos a un ritmo más rápido que el que descuentan actualmente los mercados.

En la zona euro —de momento, sin tener en cuenta a Grecia—, la economía está avanzando, si bien mucho más despacio que en EE. UU. y el Reino Unido. El mercado también ha comenzado a darse cuenta ahora de que se han producido ciertos avances, si bien es improbable que éstos desvíen al Banco Central Europeo de su senda sostenida de expansión cuantitativa y política acomodativa, lo que ofrece una coyuntura favorable para los inversores en bonos. Por consiguiente, consideramos que los drásticos ajustes registrados en los rendimientos de la deuda pública durante el trimestre son una señal de que el mercado vuelve a la normalidad, en

lugar de prepararse ante una fase bajista prolongada.

El otro acontecimiento del trimestre que todavía podría desestabilizar el balance de 2015 es, naturalmente, el desmoronamiento del repunte de los mercados bursátiles chinos y el debilitamiento de las perspectivas económicas del país.

Las rebajas de tipos acometidas por el Banco Popular de China constituyen la cuarta de las medidas de relajación monetaria adoptadas desde noviembre de 2014, si bien, hasta ahora, su efecto ha sido limitado.

Por ahora, la situación aún no se ha dejado notar de manera visible en los mercados de bonos, y los inversores siguen centrados en las políticas monetarias escogidas y en la estabilidad económica de EE. UU., la zona euro y el Reino Unido. Aun así, los inversores deberían seguir de cerca la situación.

Boletín mensual

Schroder ISF Strategic Bond

Datos del fondo a 30 de junio de 2015

Equipo	
Gestores de la Cartera	Bob Jolly y Gareth Isaac

Tamaño y posiciones	
Tamaño del fondo en la divisa base	2.640,53 USD
Número de emisores	218

Estadísticas de la cartera	
Duración efectiva	-0,75
Duración diferencial	2,28
Media OAS*	99,46
Media ASW#	42,14

* 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	11,2
Soberanos de mercados emergentes	0,0
Municipales de EE. UU.	0,0
MBS públicos	0,1
MBS/ABS privados*	10,2
Crédito de mercados desarrollados	21,0
Crédito a corto plazo/Mercado monetario	28,7
Cubiertos	8,8
Públicos/Supranacionales**	15,5
Fondos de inversión	0,7
Crédito de mercados emergentes	1,6
Divisas	-0,6
Efectivo	2,8

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 (MBS). 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	11,2
EE. UU.	-68,5
Alemania	7,6
Francia	10,5
Países Bajos	6,2
Suecia	3,9
Italia	1,5
Suiza	2,9
España	2,8
México	1,6
Canadá	4,1
Noruega	4,7
Global	5,5
EUR	-0,5
Otros*	6,7

El país de riesgo de la cartera en cuanto a la asignación activa por país ha pasado de Reino Unido a EE. UU. * Incluye Sudáfrica, mercados emergentes, Bélgica, Finlandia, Irlanda, Bermudas, Barbados, Islas Caimán, Australia, Nueva Zelanda, Brasil y Perú

Exposición activa a divisas (%)	
AUD	0,0
CAD	2,0
EUR	-10,0
GBP	-11,4
NOK	6,1
NZD	-3,4
USD	16,7
Otras*	0,0

Fuente: Schroders Fixed Income Analytics; todos los datos a 30 de junio de 2015. * En otros se incluye PHP

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.