

# Boletín mensual

## Schroder ISF\* EURO Corporate Bond

### Octubre de 2014

Rentabilidad % **	Octubre 2014	1 año	3 años (anualizada)	5 años (anualizada)
Schroder ISF EURO Corporate Bond (Participaciones A Ac.)	0,4	7,8	7,7	5,3
Schroder ISF EURO Corporate Bond (Participaciones I)	0,5	8,9	8,8	6,4
Bank of America Merrill Lynch EMU Corporate Index	0,5	7,0	7,3	6,0

\*\*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 EUR

### Perspectiva general de los mercados

Octubre ha sido un mes volátil en los mercados financieros. Pese a ello desde mitad de mes el sentimiento negativo se fue corrigiendo paulatinamente. En general, a final de mes los mercados de renta fija se han comportado claramente de manera positiva, a pesar de un "flash crash" en el rendimiento de los soberanos concentrado a mediados de mes, durante el cual los activos de riesgo se liquidaron rápidamente. Los drásticos movimientos en los mercados se han atribuido principalmente al fin del programa de flexibilización cuantitativa (FC) de la Reserva Federal (Fed) y a las preocupaciones sobre el crecimiento global.

Los datos económicos de la zona euro han continuado siendo mediocres: las cifras del PMI del sector manufacturero y de servicios han indicado claramente una desaceleración de la actividad. El PMI del sector manufacturero a nivel regional ha subido del 50,3 al 50,6, pero se mantiene cerca de la barrera de los 50 puntos que separa la expansión y la contracción. Los datos del PMI de servicios han empeorado, cayendo del 52,4 al 52,3. La Comisión Europea ha recortado ahora del 1,2 % al 0,8 % sus previsiones del PIB de la zona euro para 2014, y las expectativas del IPC del año del 0,8 % al 0,5 %. El continuo deterioro de la actividad alemana será probablemente un gran motivo de preocupación.

Además de la fragilidad de los datos de la zona euro, continúan las protestas en Hong Kong y la actividad económica de China sigue siendo débil.

Desde el inicio de 2014, el gobierno chino ha anunciado medidas concretas casi todos los meses, pero los datos macroeconómicos sugieren que sus efectos están disminuyendo. Estos factores, combinados con el fin esperado del plan de flexibilización cuantitativa (FC) de la Reserva Federal (Fed), han supuesto que las expectativas poco prometedoras de crecimiento global impulsaran la liquidación a mediados de octubre.

No obstante, cuando el último día del mes la Fed confirmó el fin de la FC de manera oficial, la confianza y la tolerancia al riesgo resultaron muchísimo más positivos, ya que se enfriaron las expectativas de que la Fed impusiera un ciclo de austeridad antes de mediados de 2015.

El rendimiento del bund alemán a 10 años ha caído del 0,95 % al 0,85 %, alcanzando el 16 de octubre un mínimo del 0,72 %. El rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidenses a 10 años ha caído del 2,49 %, alcanzando un mínimo intradía del 1,86 % antes de recuperarse y llegar al 2,34 %.

Los mercados de crédito han contribuido a la volatilidad de octubre pero, en un mes positivo, se han recuperado ampliamente de algunas o todas las correcciones que sufrieron en septiembre. La rentabilidad del crédito con grado de inversión en euros ha sido del 0,45 %, mientras el crédito de alto rendimiento ha obtenido un 0,17 %. La deuda con grado de inversión denominada euros ha conseguido una mayor rentabilidad que sus homólogos denominados en libras esterlinas y dólares.

La rentabilidad positiva se ha distribuido relativamente bien por los principales sectores de crédito. En octubre, las dos excepciones se han encontrado en las ventas al por menor, que han experimentado problemas a causa de la actual incertidumbre en Tesco, y en los seguros, que han mostrado una rentabilidad superior a la de otros sectores.

En este mes, la nueva emisión neta ha resultado neutra en líneas generales y esperamos un fuerte ascenso en la oferta para noviembre.

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



# Schroders

## Resumen de la cartera

En octubre, de acuerdo con el Bank of America Merrill Lynch EMU Corporate Index, el fondo ha generado una rentabilidad positiva.

La exposición a posiciones fuera de índice al crédito denominado en dólares y libras esterlinas ha contribuido a la rentabilidad del fondo durante el mes. Continuamos observando una ventaja de diferencial comparativa en estos mercados frente a activos en euros equivalentes. En octubre, las incorporaciones clave a la cartera han sido también emisiones denominadas en libras esterlinas.

Durante el mes, hemos reducido nuestra exposición al alto rendimiento en euros y hemos alternado algunas de estas posiciones con crédito de alto grado, centrándonos en los activos en libras esterlinas mencionados anteriormente. Todo esto no modifica nuestra visión de que las emisiones de alto rendimiento ofrecen buenos resultados, especialmente aquellas que demuestran una menor participación en los mercados (beta).

En general, nuestra exposición sin índice de referencia (a grado de inversión en libras esterlinas y dólares y alto rendimiento en euros) se mantiene elevada. Creemos que la expectativa del mercado de un programa de compra de bonos corporativos por parte del Banco Central Europeo, además de otras formas de apoyo para la liquidez, es un impulsor clave para obtener una mayor rentabilidad del grado de inversión en euros frente a otros mercados de crédito.

En octubre, la duración de la cartera (su sensibilidad a los cambios en los tipos de interés) se ha mantenido casi inalterada, aunque el riesgo de crédito ha caído ligeramente. Esto se ha debido al alcance de la compresión del diferencial de nuestras posiciones en el crédito italiano. Dada la solidez de los apoyos estructurales, seguimos inclinándonos por Italia con una sobreponderación.

## Perspectivas y estrategia

La perspectiva, ya de por sí confusa, para la zona euro se ha oscurecido y cada vez resulta más complicado ignorar los niveles de inflación tan extremadamente bajos y la productividad estancada como si fuera algo temporal. Con Alemania dando muestras de ralentización y Francia e Italia mostrándose muy frágiles, será difícil que toda la región mejore de forma significativa hasta que estos países no cambien su suerte. En nuestra opinión, no es probable que las TLTRO que el Banco Central Europeo (BCE) anunció a principios de este año, ni las adquisiciones de ABS anunciadas en septiembre, resulten suficientes para estimular la economía de manera significativa. La magnitud del mercado de ABS en la zona euro simplemente no resulta lo suficientemente grande en relación con la economía.

Esto convierte la ampliación de la flexibilización cuantitativa de los bonos corporativos o soberanos en la última opción posible, un extremo que el mercado ha comenzado a descontar, aunque no completamente. La debilidad de las divisas durante los últimos dos meses refleja (al menos en parte) la expectativa de nuevas medidas.

Desde hace ya varios trimestres hemos mantenido que la perspectiva del crédito en euros es positiva. En caso de ser así, y de que los altos niveles de adecuación de las políticas continúen más a largo plazo, el apoyo estructural para las valoraciones de la clase de activos es alto. La baja inflación y el bajo crecimiento crean un entorno constructivo para los mercados de crédito, mientras que el creciente aumento de la volatilidad crea oportunidades de compra interesantes para una selección de empresas que progresan.

Los bajos niveles de volatilidad y los diferenciales que se mantienen ajustados históricamente han propiciado que sea complicado obtener rentabilidad de la exposición simple a los mercados (beta). El anuncio de compras de activos (por parte del BCE y del Banco de Japón) ha intensificado aún más todo esto. Por lo tanto, nuestro interés se centra en las oportunidades idiosincrásicas, que nuestros analistas de crédito identifican y analizan en profundidad.

Desde nuestro punto de vista, los fundamentales corporativos se mantienen sólidos, pero el proceso de desapalancamiento ha finalizado en la mayoría de los sectores no financieros. Creemos que es probable que las tasas de morosidad aumenten, pero sobre todo en las clases de activos que no están incluidas en nuestro universo de inversión (por ej., CCC). Por ahora, las políticas monetarias relajadas y las expectativas de una mayor flexibilización predominan en el contexto macroeconómico en Europa, desviando la atención sobre el débil crecimiento. Los resultados de la revisión de calidad de activos han confirmado nuestra visión de que el sistema bancario europeo se encuentra en buen estado y que la gran mayoría de bancos europeos han conseguido rectificar sus balances.

# Boletín mensual

## Schroder ISF\* EURO Corporate Bond

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

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

Tamaño y posiciones	
Tamaño del fondo en la divisa de denominación	4.480 millones de €
Número de emisores	220

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	4,6 frente a 4,8
Rendimiento efectivo	1,9 frente a 1,2
Media OAS*	151,9 frente a 95,1
Calificación media del crédito	BBB+ frente a A-

\*Option Adjusted Spread (Diferencial ajustado por opciones)

Calidad del crédito*	Cartera (%)	Índice (%)
AAA	4,7	0,5
AA	1,7	13,3
A	24,8	43,4
BBB	44,8	41,7
BB	12,0	0,6
B	1,4	0,0
Sin calificar	0,0	0,4
Efectivo y mercados monetarios	3,1	0,0

\*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	-16,60
Total Single Name Longs	9,73
Total Index Shorts	
Total Index Longs	
Total Swaption Shorts	
Total Swaption Longs	
Exposición Total Net Synthetic	-6,87
Total Cash Bonds	93,13

Asignación por divisas*	%
EUR	99,94
GBP	0,02
USD	0,04

\*Cartera cubierta en divisa de denominación

Distribución por sectores	Cartera (%)	Índice (%)
Soberanos/cuasi-soberanos	10,1	2,7
Valores financieros senior	20,7	32,5
Valores financieros subordinados	12,2	10,7
Garantizados	4,6	-
Industriales	30,4	41,3
Servicios públicos	12,5	13,2
Efectivo y mercados monetarios	3,1	0,0
CDS Basket	-	-
Memo: Alto rendimiento*	13,4	0,6

\*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).

**Información importante: 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 (KLID) 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.