

Boletín mensual

Schroder ISF* EURO Corporate Bond

Marzo de 2016

Rentabilidad %**	Marzo 2016	1 año	3 años (anual)	5 años (anual)
Schroder ISF EURO Corporate Bond (Participaciones A Ac.)	2,5	0,5	5,0	4,9
Schroder ISF EURO Corporate Bond (Participaciones I)	2,5	1,5	6,0	6,0
Bank of America Merrill Lynch EMU Corporate Index	1,3	0,5	3,9	5,5

** Rentabilidad de las Participaciones A e I, comisiones excluidas, conforme al valor liquidativo neto (con respecto al precio de compra). Fuente: Schroders, a 31/03/16, rentabilidad en EUR

Perspectiva general de los mercados

Tras los duros inicios de 2016, marzo ha demostrado ser uno de los mejores meses para los activos de riesgo de los últimos años. Los bonos con grado de inversión y de alto rendimiento en euros han generado el mayor exceso de rentabilidad desde febrero de 2012. El precio del crudo ha continuado la recuperación que comenzó a mediados de febrero y hemos observado cierta mejora en los datos económicos clave. Estos dos factores se han visto reafirmados por el tono ampliamente conciliador que ha estado presente en el desarrollo de los principales bancos centrales. La Reserva Federal (Fed) ha reiterado su intención de continuar con las subidas de tipos, dada la actual debilidad en los datos de inflación, aunque con moderación. El Banco de Inglaterra (BoE) ha repetido la misma visión pero, en todo caso, de manera aún más conciliadora que la Fed. En cuanto a los mercados de crédito europeos, el desarrollo más importante ha llegado del Banco Central Europeo (BCE) al anunciar unas nuevas medidas de expansión mayores de lo previsto.

En marzo, el PMI compuesto de la zona euro ha mejorado ligeramente desde el 53,0 al 53,1. Los datos de Alemania, España e Irlanda han indicado un sólido crecimiento, mientras que Francia se ha estancado una vez más y la actividad empresarial italiana se ha ralentizado hasta el mínimo en un año. En general, los datos del T1 siguen indicando que la expansión resiste, aunque se está moderando, y que la inflación continúa siendo débil. La inflación general (IPC) ha mejorado desde el -0,2 % en febrero hasta el -0,1 % en marzo (con respecto al año anterior). El IPC subyacente, sin incluir los costes de alimentos y

energía, ha mejorado del 0,8 % al 1,0 %. No obstante, el mayor ritmo de mejora en la zona euro continúa siendo mediocre y el BCE ha abordado la falta de dinámica.

Aunque Mario Draghi, Presidente del BCE, decepcionó a los mercados con las medidas anunciadas a finales de 2015, en la reunión de marzo el BCE ha formalizado más expansión de la prevista. Ha recortado los tipos de interés de modo generalizado, mientras que el programa de expansión cuantitativa (EC) se ha incrementado de 20.000 millones de euros hasta los 80.000 millones de euros al mes (comenzando en abril) y, desde ahora, incluirá los bonos corporativos con grado de inversión no financieros domiciliados en Europa. Asimismo, se ha presentado una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO II).

En marzo, el BoA Merrill Lynch Euro Corporate Index ha generado una rentabilidad total del 1,4 %, con un exceso de rentabilidad del 1,7 %, mientras que la del BofA Merrill Lynch Euro High Yield Index ha sido del 3,8 %, con un exceso de rentabilidad del 4,1 %. En general, la mayor rentabilidad se ha registrado en el sector de los seguros, seguido del energético y del minorista. Los servicios públicos, especialmente en el alto rendimiento, también han generado ganancias.

La actividad del mercado primario ha mejorado después de un comienzo muy pausado, siendo el segundo mes de marzo con más movimientos que nunca en las nuevas emisiones. En este mes, se han emitido 77.600 millones de euros de nuevos bonos con grado de inversión, lo que supone 10.000 millones de euros más que en marzo de 2015. Por último, se han registrado 41.300 millones de euros de vencimientos.

Resumen de la cartera

En marzo, la cartera ha generado una rentabilidad positiva y ha superado a su índice de referencia.

No hemos realizado cambios significativos en el posicionamiento de la cartera durante el mes, por lo que los beneficios se han mantenido en el crédito con grado de inversión en euros en líneas generales.

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

La sobreponderación de la cartera al seguro subordinado y los híbridos no financieros ha contribuido positivamente. Tras algunas entradas de fondos en marzo, hemos aumentado el subseguro durante el mes para mantener nuestra posición, ya que seguimos creyendo que es interesante. A la hora de invertir ingresos en otros lugares, la atención se ha centrado principalmente en los activos no financieros defensivos del revitalizado mercado primario.

Mantenemos la infraponderación de la cartera en los bancos europeos, lo cual, debido a las dificultades actuales del sector, ha contribuido a la rentabilidad. En términos más amplios, somos prudentes con respecto a los financieros sénior, ya que en nuestra opinión, están más expuestos al riesgo sistemático que los no financieros pero ofrecen una retribución escasa.

Por otro lado, seguimos satisfechos por mantener la exposición sin índice de referencia, que nos permite obtener un alfa adicional a través de oportunidades seleccionadas. Somos moderadamente positivos con respecto al crédito denominado en dólares estadounidenses y el alto rendimiento en euros. El crédito en libras esterlinas se debilitó significativamente en enero y febrero, ya que las preocupaciones por un Brexit afectaron a la GBP. En marzo, este crédito se ha recuperado en mayor medida que los equivalentes en euros o dólares estadounidenses, pero creemos que buena parte de la debilidad que el referéndum británico sobre la UE presenta se refleja en el valor.

Perspectivas y estrategia

En general, nuestra visión del contexto macroeconómico sigue siendo positiva. A pesar de la gran agitación del mercado y el nerviosismo de los inversores a principios de 2016, no observamos nada en los datos económicos que nos lleve a prever una desaceleración drástica en lo que resta de año. No hemos realizado ningún cambio temático durante el mes, pero somos conscientes de que las modificaciones en la EC han abierto el mercado.

El sector manufacturero en EE. UU. es estable, ya que tras varios meses de contracción, en marzo ha vuelto a crecer. El mercado laboral continúa ofreciendo datos favorables y la inflación, salvo los precios de la energía (que siguen bajos), ha mejorado en los últimos registros. De hecho, aunque la prudencia de la Fed continúa con respecto a la trayectoria de los tipos de interés a partir de ahora, EE. UU. no ha mostrado la debilidad económica prevista en los últimos meses, a pesar de las preocupaciones por un periodo de dificultad en el sector industrial.

En la zona euro, la expansión continúa y la tasa de desempleo se está reduciendo, aunque de manera gradual. La inversión real aumenta y las ventas minoristas siguen siendo alentadoras. Últimamente, las previsiones de inflación se han reducido y, además, varios índices de confianza han caído

durante el primer trimestre, pero la inflación subyacente continúa estable y los principales indicadores son positivos.

En la perspectiva de Reino Unido se contemplan mayores dificultades. Su tasa de ahorro es extremadamente baja y se queda atrás con respecto a la de EE. UU. Asimismo, la economía se encuentra inmersa en el ciclo de crédito en mayor medida que la zona euro, aunque aún no observamos que las tasas de morosidad aumenten hasta un nivel significativo. Pese a las dificultades a las que el crédito en libras esterlinas ha tenido que enfrentarse en el T1, creemos que la bajada de la libra debería impulsar al sector manufacturero de Reino Unido.

En general, nuestra visión de los fundamentos del crédito en euros sigue siendo optimista. En Europa, somos conscientes de que los niveles de apalancamiento no van a ser favorables para siempre. Los niveles de apalancamiento con grado de inversión europeo han vuelto a su media a largo plazo y los beneficios aún parecen estables. No obstante, el programa de EC del BCE – especialmente desde su lanzamiento en mercados de deuda corporativa– elimina los impedimentos restantes para que aumente el apalancamiento y no observamos que los anteriores coeficientes de endeudamiento se incrementen de modo alguno. Todavía no es motivo de preocupación para nosotros, pero seguiremos controlando la situación.

En general, dado el contexto macroeconómico positivo, y a pesar de la acusada recuperación en las valoraciones de los bonos corporativos, hemos reducido nuestra convicción en el crédito en euros a una posición ligeramente por encima de lo neutral. Aunque reconocemos la incertidumbre que rodea al Brexit, seguimos siendo moderadamente positivos con respecto a los mercados de crédito en libras esterlinas. Dicho esto, los inversores deben tener en cuenta las emisiones de liquidez en el mercado de la libra.

Boletín mensual

Schroder ISF EURO Corporate Bond

Datos del Fondo a 31 de marzo de 2016

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

Tamaño y posiciones	
Tamaño del fondo en la divisa base	7.200 millones de €
Número de emisores*	261

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	5,1	5,0
Rendimiento efectivo (%)	1,9	1,0
Media OAS*	204,9	130,4
Calificación crediticia media	BBB+	A-

* Option Adjusted Spread (Diferencial ajustado por opciones).

Calidad del crédito*	Cartera (%)	Índice (%)
AAA	1,5	0,4
AA	3,5	12,3
A	20,0	42,1
BBB	54,5	44,3
BB	10,0	0,5
B	0,7	-
Sin calificar	3,7	0,4
Efectivo y mercados monetarios	3,9	-

* 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	-9,4
Total Single Name Longs	7,9
Total Index Shorts	-0,8
Total Index Longs	
Total Swaption Shorts	
Total Swaption Longs	
Exposición Total Net Synthetic	-2,3
Total Cash Bonds	97,7

Asignación por divisas*	%
CHF	0,01
EUR	99,96
GBP	0,01
USD	0,02

* Cartera cubierta en divisa de denominación

Asignación por sectores	Cartera (%)	Índice (%)
Soberanos/cuasisoberanos	3,0	2,9
Financieros sénior	20,3	29,4
Financieros subordinados	12,0	9,2
Garantizados	2,7	-
Industriales	45,5	45,6
Servicios públicos	11,1	12,4
Efectivo y mercados monetarios	3,9	-
Cesta de CDS	-0,8	-
Nota: Alto rendimiento*	10,7	0,5

* 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 perverse 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.