

Boletín mensual

Schroder ISF* Strategic Bond

Abril de 2014

Rentabilidad %**	Abril 2014	1 año	3 años (anualizada)	5 años (anualizada)
Schroder ISF Strategic Bond (Participaciones de acumulación A)	-0,11	0,62	1,84	4,27
Schroder ISF Strategic Bond (Participaciones de acumulación I)	-0,01	1,88	3,11	5,57
Índice de Referencia: USD LIBOR 3 Months	0,02	0,25	0,34	0,35

**Rentabilidad de las Participaciones A e I, comisiones excluidas, conforme al valor liquidativo neto (con respecto al precio de compra). Fuente: Schroders, Bloomberg, a 30/04/14, rentabilidad en USD.

Perspectiva general de los mercados

La continua solidez de la renta fija ha sido la característica principal de un mes que, por otra parte, ha traído pocas sorpresas para los inversores desde una perspectiva económica. El telón de fondo económico ha sido positivo en términos generales, con algunas publicaciones de datos decepcionantes que, en general, ya estaban descontadas por la gran parte de los inversores. A pesar de ello, los tipos gubernamentales han retrocedido y los índices de crédito han ganado terreno.

La cifra del PIB de EE.UU. para el 1er trimestre ha revelado un crecimiento anualizado de tan solo el 0,1%. Considerado de forma aislada, esto podría haber sido bastante inquietante para los mercados financieros, pero los inversores se habían resignado a una cifra baja después de un invierno inusualmente duro. Se espera que se revise al alza en los próximos trimestres. Los datos de mayor frecuencia han sido mucho más positivos, y parte de la preocupación por la baja cifra del PIB ha sido aliviado por el último dato del mercado laboral, que avanza con paso firme. La cifra de nóminas no agrícolas ha superado las expectativas y ha sido más alta que el mes anterior.

Asimismo, los datos de empleo del Reino Unido son también positivos, dado que el desempleo ha caído a un mínimo en 5 años durante el mes de abril. Además, el impulso positivo continúa en los datos del PMI, y el crecimiento del PIB del Reino Unido para el 1er trimestre ha alcanzado el 0,8%.

En un entorno "normal", estos datos alentadores generarían normalmente un elevado interés por el riesgo. Sin embargo, el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidenses a 10 años se ha reducido del 2,72% al 2,65%. El rendimiento de los gilts del Reino

Unido han reflejado este comportamiento con una caída del 2,74% al 2,66%. El consenso del mercado de que la Reserva Federal (Fed) y el Banco de Inglaterra subirán los tipos ha aumentado la popularidad de las posiciones cortas en duración del Reino Unido y EE.UU. En abril, algunos inversores han invertido estas posiciones, y la caída de los rendimientos se ha visto impulsada en gran medida porque los inversores han cubierto sus posiciones cortas.

Los rendimientos de los bonos del Estado tanto de la zona euro central como periférica también han caído en abril. El rendimiento de los bunds alemanes a 10 años se ha reducido del 1,57% al 1,47%. En Italia, el rendimiento ha pasado del 3,29% al 3,07%, mientras que en España, la cifra se ha reducido del 3,23% al 3,02%. Los datos económicos han mejorado en general en la zona euro, pero la crisis no resuelta en Ucrania y un entorno de inflación baja han empujado los rendimientos de la deuda pública más a la baja. En abril, la cifra de inflación general de la zona euro ha subido del 0,5% al 0,7%, pero no ha alcanzado las expectativas y sigue estando muy por debajo de la tasa objetivo del 2%.

En cuanto a los bonos corporativos, la deuda con grado de inversión ha superado al alto rendimiento. El BoA Merrill Lynch Global Corporate Bond Index de grado de inversión ha avanzado un 1,02%, 22 pb más que el índice de alto rendimiento equivalente. Los créditos en libras esterlinas han sido los que mejor se han comportado, debido en parte a la solidez de la divisa frente al dólar estadounidense y al euro.

Resumen de la cartera

La cartera ha producido una rentabilidad negativa durante el mes.

El posicionamiento de duración ha sido el principal obstáculo de la rentabilidad en abril, ya que las posiciones cortas de la cartera en duración del Reino Unido y EE.UU. se han movido en nuestra contra a corto plazo. Mantenemos la creencia de que a medio plazo, los tipos de interés subirán en estas economías, conforme se acelere el crecimiento. Hasta el momento en que la Fed y el Banco de Inglaterra muestren claramente una postura más agresiva, pueden producirse episodios periódicos de caídas en los tramos más largos de la curva.

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

Las operaciones de divisas han supuesto otro lastre para la cartera en abril. Una operación clave para nosotros a medio plazo es la expectativa de que el euro se debe debilitar para estimular las economías de la zona euro, y tenemos una posición corta en la moneda única. Nos continúa sorprendiendo la renuencia del BCE a actuar, y en esta etapa, creemos que el banco central está mostrando una fe injustificada en que el repunte de la inflación será impulsado por la recuperación de las economías más fuertes, como el Reino Unido y EE.UU. De nuevo, nos agrada que la tesis de esta operación esté intacta.

Nuestras operaciones de la curva compensan la duración y la debilidad de la moneda en cierta medida, al comportarse como se esperaba ofreciendo protección contra los movimientos del mercado. Hemos ampliado el alcance de las operaciones de la curva de EE.UU. en abril, para exponernos a la compresión de los rendimientos a muy largo plazo, en el extremo a 30 años de la curva. Ha llegado cierto apoyo técnico para este extremo de la curva gracias a la adecuación de pasivos a largo plazo de los fondos de pensiones de EE.UU.

Los elementos restantes de la cartera han contribuido a la rentabilidad. La exposición a los tipos de la zona euro periférica ha ganado terreno y mantenemos nuestra posición en bonos del Estado españoles, en vista del diferencial sobre los bunds alemanes. La exposición al crédito también ha contribuido a la rentabilidad con operaciones idiosincrásicas conforme avanzaba el mes. Hemos sido capaces de garantizar un beneficio en las operaciones en dólares estadounidenses frente al yen japonés a principios de abril, y hemos vuelto a abrir esta posición a finales de mes, tras un período de fortaleza del yen.

Perspectivas y estrategia

Tanto la Fed como el Banco de Inglaterra han dejado claro que tienen intención de actuar "más tarde, más despacio y de forma más reducida" con la política monetaria, manteniendo una postura acomodativa a pesar de la mejora de los fundamentales. Esto ha dejado a los mercados tratando de determinar la duración del periodo de espera antes de que los bancos centrales inicien el ciclo de ajuste. La popularidad de las posiciones de corta duración en EE.UU. y el Reino Unido ha conducido a algunos movimientos del mercado frustrantes en abril. Cuando cambie la retórica de los dos bancos centrales, esperamos que sea el extremo más corto de la curva de rendimiento el que experimente los movimientos más significativos. El extremo a más largo plazo de la curva está respaldado por la adecuación de pasivos a largo plazo de compradores naturales, y nos inclinamos hacia esta área del mercado manteniéndonos cortos en el extremo a corto.

La actividad en la zona euro debería continuar su ascenso moderado, pero la sostenibilidad recae en la actuación del BCE para revertir la tendencia deflacionista. Las economías periféricas parecen particularmente vulnerables a esta fortaleza del euro, dada su naturaleza basada en las exportaciones. Creemos que la reticencia del BCE también está aumentando la vulnerabilidad de la zona euro a los impactos exógenos. La cartera mantiene sus posiciones para beneficiarse de la expansión del balance, algo que todavía creemos que es esencial. Mantenemos una posición corta absoluta en el euro, y favorecemos los tipos europeos frente a los del Reino Unido y EE.UU., dada la divergencia de las perspectivas económicas.

Hemos identificado varias oportunidades en los mercados emergentes que podemos explotar, pero son operaciones seleccionadas, basadas en la diferenciación de las economías en desarrollo. Varias economías han subido los tipos locales para restringir las salidas de capital, lo que ha dado lugar a unos tipos locales atractivos en Sudáfrica, Brasil, Turquía y Rusia. En Asia, los bonos en moneda local también parecen atractivos en comparación con los equivalentes en dólares estadounidenses, que generalmente están íntegramente valorados. Tailandia, la India e Indonesia, ofrecen todas un valor interesante, han refrenado la inflación y están generando un crecimiento moderado. Sin embargo, existen algunos riesgos importantes. El primero es que la correlación entre los rendimientos de los mercados emergentes y los rendimientos de EE.UU. ha caído recientemente. Si se produjese un repunte en los rendimientos de EE.UU. tras un cambio de política, esta correlación podría aumentar de nuevo. La segunda preocupación es la desaceleración de la economía china. Cada vez está más claro que el crédito chino ha crecido a un ritmo asombroso, y mantenemos la cautela con respecto a la sostenibilidad de la deuda si la economía se desacelerase en mayor grado.

La falta de volatilidad en los mercados financieros en el último semestre ha beneficiado a las valoraciones de renta fija, pero ahora consideramos que determinadas áreas del mercado parecen totalmente valoradas. El crédito con grado de inversión, el crédito de alto rendimiento, los convertibles y la deuda de la periferia de la zona euro, en particular, parecen caros y creemos que se podría estar introduciendo cierto grado de complacencia en el mercado. Dado el pequeño margen de error, vamos a ser muy selectivos en cuanto a los valores de crédito que compremos a partir de ahora. En las demás grandes áreas de inversión, creemos que nuestras convicciones se pondrán a prueba en algunas ocasiones, pero que nuestra previsión para el año será confirmada en última instancia gracias a la solidez de los fundamentales.

Boletín mensual

Schroder ISF Strategic Bond

Datos del Fondo a 30 de abril de 2014

Equipo	
Gestores del fondo	Bob Jolly y Gareth Isaac

Tamaño y posiciones	
Tamaño del fondo en la divisa de denominación	2.064.000.000 \$
Número de emisores	270

Estadísticas de la cartera	
Duración efectiva	-1,66
Duración diferencial	2,48
Media OAS*	122,47
Media ASW#	77,61

*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

*El efectivo es negativo como resultado de la compra de valores TBA que se liquidarán en el futuro

Asignación de activos (%)	
Valores respaldados por hipotecas públicos*	0,8
Públicos/Supranacionales**	6,5
Efectivo	5,7
Cubiertos**	15,4
Crédito de mercados desarrollados	29,9
Soberanos de mercados desarrollados	7,3
Crédito de mercados emergentes	0,7
Soberanos de mercados emergentes	0,0
Divisas	-0,4
Valores respaldados por hipotecas privados	12,2
Crédito a corto plazo/Mercado monetario**	18,2
Fondos de inversión	0,9
Municipales de EE.UU.	2,3

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	25,9
Estados Unidos	14,7
Alemania	10,9
Francia	8,7
Países Bajos	7,5
Suecia	4,5
Italia	4,8
Suiza	2,7
España	7,2
Global	0,5
EUR	1,8
Otros*	15,3

*Incluye Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, Islas Caimán, China, Mercados Emergentes, Finlandia, Grecia, Irlanda, Japón, Jersey, México, Malasia, Nueva Zelanda, Noruega, Perú, Filipinas, Polonia.

Exposición activa a divisas (%)	
USD	42,3
CAD	2,5
GBP	1,5
NOK	0,0
AUD	0,1
MXN	0,1
CHF	0,1
NZD	-2,6
JPY	-12,0
EUR	-32,0
Otras*	-

Fuente: Schroders Fixed Income Analytics; todos los datos a 30 de abril de 2014.

*Otros incluyen PLN, PHP y CNY.



Schroders

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.
