

Boletín mensual

Schroder ISF* Strategic Bond

Marzo de 2016

Rentabilidad %**	Marzo 2016	1 año	3 años (anual)	5 años (anual)
Schroder ISF Strategic Bond (Participaciones A de acumulación)	1,0	-4,2	-0,8	0,4
Schroder ISF Strategic Bond (Participaciones I de acumulación)	1,1	-3,0	0,5	1,6
Índice de referencia: USD LIBOR a 3 meses	0,1	0,4	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 31/03/16, rentabilidad en USD

Perspectiva general de los mercados

El repunte del crudo, que comenzó a mediados de febrero, ha continuado en marzo. Tras un inicio de año extremadamente inestable, la recuperación del crudo –combinada con unos datos económicos más alentadores– ha mejorado radicalmente la confianza del mercado. La Reserva Federal (Fed) y el Banco de Inglaterra (BoE) han contribuido a ese tono más positivo al no modificar los tipos en sus reuniones de marzo y reiterar su prudencia. Los índices de crédito, así como otros activos de riesgo, han conseguido sus primeros éxitos de 2016. En líneas generales, los rendimientos de los bonos del Estado han aumentado desde los mínimos registrados en febrero.

El dato del empleo no agrícola estadounidense ha continuado ofreciendo la prueba más convincente de la mejora en la economía, ya que se han creado más de 215.000 puestos de trabajo en marzo. Asimismo, los ingresos medios por horas han aumentado un 0,3 % con respecto al mes anterior y un 2,3 % con respecto al año anterior. La inflación sigue siendo el punto débil en los datos clave y el motivo principal para que la Fed no varíe los tipos. El IPC general de febrero (con respecto al año anterior) bajó un 1,0 %, en comparación con el 1,4 % en enero. Sin embargo, la inflación subyacente, que no incluye los precios de la energía y los alimentos, subió del 2,2 % en enero al 2,3 % en febrero. No obstante, en un discurso conciliador en el Economic Club de Nueva York, Janet Yellen, Presidenta de la Fed,

ha reiterado que, pese al actual aumento moderado del crecimiento estadounidense, la Fed prevé continuar subiendo los tipos con mucha prudencia.

El anuncio ha contribuido a mejorar la confianza surgida con la recuperación del precio del crudo desde los 26 \$ a mediados de febrero a los 39 \$ a finales de marzo. El repunte del 13,6 % en marzo ha aumentado el precio del crudo más de un 46 % con respecto a su mínimo en febrero.

Los activos de riesgo han disfrutado de uno de sus meses más sólidos de los últimos años. Las consecuencias de los comentarios de la Fed han influido notablemente en todas las clases de activos. Las monedas de los mercados emergentes han experimentado una fuerte subida, mientras los mercados de crédito –especialmente los bonos de alto rendimiento– han dado un vuelco al desastroso inicio de 2016.

Los bonos soberanos básicos han seguido estando respaldados por la adecuación de las políticas y la constante volatilidad. El rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años ha subido ligeramente del 1,74 % al 1,77 %, el rendimiento del bund alemán a diez años ha pasado del 0,11 % al 0,15 % y el del gilt británico, del 1,34 % al 1,42 %.

El BoA Merrill Lynch Global Corporate Index con grado de inversión ha generado una rentabilidad total del 2,26 % y un exceso de rentabilidad del 2,24 %. Por último, el índice de alto rendimiento ha obtenido una rentabilidad total del 4,3 % y un exceso de rentabilidad del 4,2 %.

Resumen de la cartera

En marzo, la cartera ha generado una rentabilidad positiva.

El progreso de la cartera se ha visto favorecido en gran medida por la exposición al crédito, especialmente en el crédito estadounidense, que se ha recuperado del revés sufrido en febrero. Creemos que el valor que el crédito estadounidense ofrece se obtiene mejor con posiciones específicas bien analizadas, por lo que hemos reducido el vencimiento de la cartera de crédito, así como la exposición al mercado de

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

crédito más amplio utilizando posiciones cortas en beta de crédito.

La asignación en bonos convertibles ha resultado positiva para la rentabilidad una vez más; los activos se han recuperado con la subida del mercado de renta variable.

En marzo, las posiciones de la curva han contribuido al progreso de la cartera, ya que las curvas de rendimiento han seguido nivelándose. La cartera ha mantenido una posición estratégica que favorece la exposición a la parte a 30 años de la curva de los bonos del Tesoro estadounidenses por encima de la sección a 10 años durante algún tiempo. Como parte de un ejercicio de reducción del riesgo más amplio, hemos recortado la posición a un tamaño mucho menor para garantizar el beneficio.

En marzo, las operaciones por países relativas han tenido un impacto muy leve y buena parte del riesgo que las posiciones representan se ha eliminado durante el mes. La tendencia de la cartera se ha dirigido hacia los tipos australianos en relación con EE. UU. y Reino Unido, ya que Australia está más expuesta a la fragilidad de los precios de las materias primas y la desaceleración de China. No obstante, hemos cerrado las posiciones en marzo. En su lugar, hemos formalizado una operación que favorece a los bonos del Tesoro estadounidenses sobre los gilts, en previsión de que el diferencial entre los dos se reduzca con respecto a su desviación poco habitual.

Las posiciones de inflación han generado ganancias discretas, pero se han reducido durante el mes. La cartera ha cerrado su exposición a la inflación estadounidense con beneficios. Hemos trasladado la exposición a una operación a favor de la inflación francesa, ya que prevemos que esta mejore con mayor rapidez que en el resto de Europa central.

Asimismo, no ha habido muchas diferencias en cuanto a rentabilidad en las posiciones monetarias activas, pero hemos cerrado algunas operaciones estratégicas para reducir el riesgo. La operación largamente mantenida a favor del dólar estadounidense sobre el euro se ha cerrado, ya que era una posición más táctica que favorecía una recuperación de la libra esterlina frente al dólar. La posición a favor de la corona noruega sobre el euro ha registrado progresos, ya que el crudo se ha recuperado y el riesgo ha mejorado.

Perspectivas y estrategia

Los movimientos del mercado en el T1 han demostrado la dificultad a la que los inversores de renta fija se enfrentan actualmente a la hora de crear carteras sólidas. El núcleo de estas dificultades es la relación entre los fundamentos económicos y la confianza del inversor que, en

este momento, es bastante disfuncional. Tradicionalmente, una política monetaria más expansiva indica un entorno económico en deterioro y, por extensión, un periodo más complicado para los activos de riesgo. No obstante, en el T1 la política monetaria global se ha mantenido favorable, o lo ha sido cada vez más, y ha habido una estabilidad general en los datos económicos. Mientras tanto, los activos de riesgo se han visto favorecidos finalmente por el aumento de la adecuación, a pesar de las previsiones económicas implícitamente más confusas. Desde la perspectiva de los bonos multisectoriales, esto nos ha conducido a mantener las posiciones de riesgo direccionales y estratégicas de nuestras carteras en mínimos.

En las curvas de los soberanos de Japón y la zona euro central, los rendimientos son muy bajos y, en el extremo frontal, siguen siendo profundamente negativos. La exposición a activos que perjudica seriamente a la rentabilidad de la cartera es difícil de justificar. Mientras tanto, las recompensas de la exposición a los bonos del Estado en EE. UU. y Reino Unido son ligeramente superiores, pero aún escasas en términos absolutos y niveles históricos. Además, esto no incluye la solidez subyacente en los datos económicos estadounidenses y británicos mencionados anteriormente.

Aunque la Fed y el BoE han reiterado en varias ocasiones su prudencia a la hora de subir los tipos, los comentarios se refieren principalmente a la magnitud y velocidad de las subidas de tipos, no a si tendrán lugar. Los datos económicos, que continúan indicando una expansión de la actividad empresarial, disminución del desempleo y crecimiento moderado, deberían seguir influyendo en la Fed especialmente para que suba los tipos. De otro modo, el banco central se arriesga a eliminar la dependencia de datos y a retrasarse en el freno a la inflación más adelante. Mantener el riesgo –o la duración– de los tipos de interés en un momento en que los fundamentos económicos respaldan un endurecimiento de las políticas (aunque sea de manera gradual) no es lógico.

Los mercados de bonos corporativos ofrecen rendimientos más interesantes, pero con un contexto de mercado tan volátil que los inversores tienen que ser muy selectivos en su asignación. La liquidación de activos de riesgo en enero y principios de febrero fue indiscriminada y, aunque los mercados de crédito se recuperaron a mediados de febrero, dudaríamos de hasta qué punto los inversores analizaron los cambios en la estabilidad corporativa al alza o a la baja.

Por tanto, se aconseja tener precaución con el beta de crédito –amplia exposición del mercado a los bonos corporativos. En nuestra opinión, la exposición al crédito estadounidense sigue siendo interesante. Estos activos ofrecen una ventaja de

rendimiento por encima de sus equivalentes en euros y libras esterlinas. Asimismo, existe el respaldo a más largo plazo de los cambios estructurales y normativos y una menor compensación de liquidez, un factor que ha golpeado con especial dureza a los activos en libras a principios del T1. No obstante, de acuerdo a nuestras previsiones sobre la política de la Fed descrita anteriormente, hemos mantenido la exposición de duración en las posiciones de crédito estadounidense limitada o cubierta.

En líneas más generales, el equipo se centra actualmente en explotar oportunidades más tácticas que, en un entorno tan volátil, abundan. Tal como hemos analizado, algunas relaciones tradicionales han finalizado y hemos aprovechado estos desequilibrios en las operaciones a más corto plazo para acumular alfa, mientras mantenemos el riesgo de mercado en niveles mínimos. Las operaciones seguirán centrándose en nuestras fuentes alfa centrales –duración, inflación, curva, posiciones monetarias activas, análisis técnico y beta de crédito–, pero los objetivos a largo plazo impulsarán las posiciones en menor medida. Prevemos mantener más bajo nuestro perfil de mercado para el próximo año.

Boletín mensual

Schroder ISF Strategic Bond

Datos del Fondo a 31 de marzo de 2016

Equipo	
Gestores de la cartera	Bob Jolly y Gareth Isaac

Tamaño y posiciones	
Tamaño del fondo en la divisa base	1.870 millones de \$
Número de emisores	163

Estadísticas de la cartera	
Duración efectiva	1,1
Duración diferencial	2,2
Media OAS*	122,5
Media ASW#	123,8

* 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	0,3
Soberanos de mercados emergentes	-
Municipales de EE. UU.	-
MBS/ABS*	11,8
Crédito de mercados desarrollados	25,4
Crédito a corto plazo/Mercado monetario	37,8
Cubierto	6,3
Públicos/Supranacionales**	8,6
Fondos de inversión	1,0
Crédito de mercados emergentes	5,2
Divisas	-0,2
Efectivo	3,8

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 %. En boletines anteriores, se ha informado de los MBS públicos y los MBS/ABS privados por separado. En lo sucesivo, se combinarán.

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 (%)	
EE. UU.	-55,8
Reino Unido	12,8
Francia	8,3
Global	6,1
Canadá	3,6
Italia	2,9
Bélgica	2,6
México	2,3
China	2,0
Irlanda	1,7
Alemania	1,6
Países Bajos	1,3
España	1,0
Mercados emergentes	1,0
Japón	0,8
Hong Kong	0,7
Bermudas	0,5
Otros*	2,7

El país de riesgo de la cartera en cuanto a la asignación activa por país es EE. UU. * Incluye Australia, Sudáfrica, Austria, EAU, Taiwán, India, Noruega, Barbados, Singapur, EUR, Suiza e Islas Caimán

Exposición activa a divisas (%)	
NOK	6,1
USD	5,1
JPY	0,5
GBP	0,1
AUD	-0,4
SGD	-5,1
EUR	-6,2
Otras*	0,0

Fuente: Schroders Fixed Income Analytics; todos los datos a 29 de febrero de 2016. * Otros incluye PHP, HKD y CAD

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.