

Boletín mensual

Schroder ISF* Strategic Bond

Septiembre de 2015

Rentabilidad %**	Septiembre 2015	1 año	3 años anual	5 años anual
Schroder ISF Strategic Bond (Participaciones A de acumulación)	-0,9	-6,5	0,5	0,9
Schroder ISF Strategic Bond (Participaciones I de acumulación)	-0,8	-5,3	1,7	2,2
Índice de referencia: USD LIBOR a 3 meses	0,0	0,3	0,3	0,3

** Rentabilidad de las Participaciones A e I, neta de comisiones, conforme al valor liquidativo neto (con respecto al precio de compra).

Fuente: Schroders, Bloomberg, a 30/09/15, rentabilidad en USD.

Perspectiva general de los mercados

Las noticias de septiembre han estado dominadas por las declaraciones del último Comité Federal de Mercado Abierto. Los rumores sobre la decisión de subida de tipos de la Reserva Federal (Fed) desencadenaron una subida de los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidenses antes de la reunión del 17 de septiembre, pero —para sorpresa de muchos participantes del mercado— la Fed no anunció ningún cambio en su política general de tipos. La Fed ha mencionado la inflación permanente por debajo del objetivo en EE. UU. y la posibilidad de una mayor inestabilidad en los mercados emergentes como factores que han influido en esta decisión. Los rendimientos de los bonos gubernamentales han caído, superando a los mercados de bonos corporativos. Los bonos corporativos de alto rendimiento han sufrido importantes pérdidas.

Las cifras económicas estadounidenses se han mantenido positivas en general, pero la ligera moderación de los datos de septiembre indica que el impulso de principios de mayo de 2015 ha empezado a perder fuerza. El crecimiento del PIB del segundo trimestre ha subido en septiembre del 3,7% al 3,9%, gracias al consumo de los hogares, que sigue siendo un potente motor de la expansión. Sin embargo, la tan seguida cifra de nóminas no agrícolas ha resultado decepcionante con una caída de 173.000 en agosto a 142.000 en septiembre. El crecimiento de los salarios, medido

por el salario medio por hora, también ha perdido un 0,2% en septiembre, situando el crecimiento interanual en un 2,2%. La inflación general (IPC) se ha mantenido sin cambios en agosto, en el 0,2%.

Los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidenses bajaron tras el anuncio de la Fed y siguieron cayendo durante el mes. El rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidenses a 10 años ha caído del 2,22% al 2,04%. Los comentarios del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra se han hecho eco de muchas de estas mismas preocupaciones, por lo que no han modificado la política de tipos general. El rendimiento de los bonos del Tesoro británicos a 10 años ha caído 20 pb, hasta el 1,76%.

En la zona euro, la actividad empresarial se ha desacelerado en septiembre, pero continúa expandiéndose. La cifra del PMI compuesto de la región ha caído del 54,4 en agosto al 53,7 en septiembre, aunque la media del tercer trimestre de 53,9 es igual a la del segundo trimestre, y se mantiene también el 0,4% de crecimiento del PIB del trimestre anterior. Más preocupante resulta la débil producción industrial alemana, dado que la exposición de las exportaciones alemanas a la desaceleración de los mercados emergentes ha suscitado cierta intranquilidad. Las exportaciones alemanas han caído un 5,1% en agosto, frente al crecimiento de julio del 2,4%. En septiembre, Mario Draghi, comentó que el banco central estaba preparado para ampliar "el tamaño, la composición y la duración" de su plan de compra de bonos. El Bund alemán a 10 años ha caído del 0,80% al 0,59%, mientras que en Francia, Italia y España, los rendimientos de los tipos gubernamentales también han caído de manera generalizada.

En los mercados de bonos corporativos, los bonos con grado de inversión se han mostrado resistentes en general, pero los bonos de alto rendimiento denominados en euros y dólares estadounidenses han tenido dificultades este mes. El BofA Merrill Lynch Global High Yield Index ha bajado un 2,60%, una caída liderada por los bonos de alto rendimiento estadounidenses de alta producción energética que han caído un 2,59%.

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

Los bonos de alto rendimiento en euros han perdido un 2,46% y los bonos de alto rendimiento en libras esterlinas, un 1,03%. El BofA Merrill Lynch Global Corporate Bond Index con grado de inversión ha subido un 0,18% en septiembre, impulsado principalmente por los bonos corporativos con grado de inversión estadounidenses, que han ganado un 0,52%. El índice en euros equivalente ha caído un 0,66%, mientras que el índice en libras esterlinas ha perdido un 0,08%.

Resumen de la cartera

La rentabilidad de la cartera ha sido negativa en septiembre.

El posicionamiento de duración de la cartera — que reflejaba nuestra expectativa de cambios en los tipos de interés— ha restado rentabilidad en septiembre. Seguimos convencidos de que la fortaleza de las economías de Estados Unidos y el Reino Unido requerirá subidas de tipos de interés antes de lo que sugiere el mercado actualmente. La cartera mantiene una posición infraponderada en duración del Reino Unido en el punto a dos años de la curva y en duración de EE. UU. en la sección "central" a cinco años de la curva. Tras el anuncio de la decisión de la Fed de no modificar los tipos de interés, los bonos del Tesoro estadounidense han repuntado, y los británicos y alemanes han seguido el ejemplo. Ambas infraponderaciones en duración se han visto negativamente afectadas. La cartera también mantiene una posición en duración en euros para continuar negociando dentro de una banda estrecha, una postura que ha resultado beneficiosa para la rentabilidad en septiembre.

Las posiciones nacionales de la cartera han resultado más positivas en septiembre y han ayudado a compensar la fragilidad en otros lugares. Nuestro sesgo hacia España ha favorecido la rentabilidad, dado que el riesgo político parece haber disminuido a corto plazo tras las elecciones catalanas. Los bonos gubernamentales españoles han registrado ganancias. Hemos identificado una desviación entre el rendimiento de los bonos del Tesoro canadienses a 10 años y el rendimiento de sus homólogos estadounidenses, y la cartera está posicionada para beneficiarse del cierre de esta brecha. La operación ha sido un factor positivo para la rentabilidad en septiembre. Hemos mantenido la última posición nacional clave —que favorece la exposición a la duración europea frente a la estadounidense, dado el divergente telón de fondo político— lo cual no ha afectado sustancialmente a la rentabilidad.

El posicionamiento de divisas activo ha sido el principal obstáculo de la cartera en septiembre. Una de las operaciones clave, a favor de la corona noruega (NOK) frente al euro (EUR), también ha

supuesto un obstáculo. La persistente debilidad del precio del petróleo y el recorte de tipos del Banco de Noruega ha conducido a la depreciación de la NOK frente al EUR. La posición se ha reducido a la mitad. La otra operación clave, a favor del dólar estadounidense (USD) frente al euro, se ha mantenido sin cambios y su impacto sobre la rentabilidad ha sido menor.

Perspectivas y estrategia

La relajación de la política acomodaticia extrema en EE. UU. sigue siendo un foco de atención para los mercados, pero cabe destacar que aún estamos lejos de poder dejar atrás el programa de flexibilización cuantitativa. El Banco de Japón no ha realizado ningún cambio en su plan de relajación cuantitativa, que continúa funcionando a un ritmo de 80 billones de yenes al año. Las compras de activos del BCE no han disminuido del nivel de los 60.000 millones de euros mensuales y, de hecho, el banco central podría hacer uso de la flexibilidad que abandonó al principio del programa para ampliar aún más su mecanismo de apoyo.

No prevemos modificar nuestras perspectivas para China a corto plazo, y la debilidad prolongada del país se dejará notar en determinadas áreas del mercado. Mantenemos la cautela con respecto a los valores cíclicos y seguimos infraponderados en aquellas áreas que dependen de los mercados emergentes para crecer. El efecto de una desaceleración ordenada en China debería ser limitado para EE. UU. y la zona euro, pero los países con un mayor nivel de exposición a los precios de las materias primas, como Canadá y Australia, podrían sufrir dificultades si la debilidad del crecimiento chino se prolongase.

La buena noticia es que determinadas áreas del mercado reflejan ahora mejor este telón de fondo que a principios de 2015. El mercado de bonos corporativos ha sido más activo a la hora de reflejar este variable entorno que la mayoría del resto de clases de activos. Los diferenciales de rendimiento se han ampliado hasta un punto interesante en algunas áreas. Las emisiones en EE. UU. han sido elevadas, pero los mercados primarios de Europa y el Reino Unido han estado menos activos, y desde una perspectiva técnica, los bonos corporativos siguen gozando de un fuerte apoyo. A pesar de nuestro optimismo, basado en la demanda subyacente y en unos sólidos fundamentales corporativos, somos prudentes a la hora de recomendar exposición a los mercados de crédito unilateralmente; como siempre, hay ganadores y perdedores.

La exposición a la energía en los bonos corporativos estadounidenses —que es mayor que la del Reino Unido y la zona euro— continuará ofreciendo resistencia, mientras que el precio del petróleo languidece en este nivel. Además, las presiones deflacionistas son perjudiciales para los

beneficios reales, y somos conscientes de que las empresas altamente apalancadas o intensivas en capital son especialmente susceptibles a esta amenaza. Los bonos soberanos son sustancialmente más caros que los mercados de bonos corporativos, pero si se mantiene la opinión de que habrá un periodo prolongado de bajo crecimiento mundial o incluso episodios de desaceleración, entonces los tipos gubernamentales deberían seguir contando con un buen apoyo.

Boletín mensual

Schroder ISF Strategic Bond

Datos del Fondo a 30 de septiembre de 2015

Equipo	
Gestores de la Cartera	Bob Jolly y Gareth Isaac

Tamaño y posiciones	
Tamaño del fondo en la divisa base	2.494.400.000 \$
Número de emisores	211

Estadísticas de la cartera	
Duración efectiva	-0,4
Duración diferencial	1,6
Media OAS*	52,1
Media ASW#	42,7

* 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	0,0
Soberanos de mercados emergentes	8,82
Municipales de EE. UU.	0,0
MBS públicos	0,0
MBS/ABS privados*	0,1
Crédito de mercados desarrollados	9,7
Crédito a corto plazo/Mercado monetario	23,9
Cubiertos	28,4
Públicos/Supranacionales**	8,6
Fondos de inversión	14,9
Crédito de mercados emergentes	0,7
Divisas	1,6
Efectivo	-0,1

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	14,4
EE. UU.	-71,0
Alemania	5,6
Francia	11,0
Países Bajos	7,8
Suecia	3,2
Italia	2,5
Suiza	1,7
España	2,1
México	1,5
Canadá	4,4
Noruega	0,0
Global	6,0
EUR	2,7
Otros*	4,7

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

Exposición activa a divisas (%)	
CAD	-0,1
EUR	-11,7
GBP	-2,0
MXN	2,1
NOK	6,0
USD	5,6
Otras*	0,0

Fuente: Schroders Fixed Income Analytics; todos los datos a 30 de septiembre de 2015. * En otras se incluye AUD, 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.
