

Boletín mensual

Schroder ISF* EURO Corporate Bond

Información relativa al mes de julio de 2015

Rentabilidad %**	Julio 2015	1 año	3 años (anual)	5 años (anual)
Schroder ISF EURO Corporate Bond (Participaciones A Ac.)	1,5	3,8	6,3	4,9
Schroder ISF EURO Corporate Bond (Participaciones I)	1,8	4,9	7,3	6,0
Índice Bank of America Merrill Lynch EMU Corporate	1,2	2,6	5,0	5,0

**Rentabilidad de las Participaciones A e I, comisiones excluidas, conforme al valor liquidativo neto (con respecto al precio de compra). Fuente: Schroders, a 31/07/2015, rentabilidad en EUR

Perspectiva general de los mercados

Los bonos corporativos en euros con grado de inversión obtuvieron unas rentabilidades totales positivas tras un segundo trimestre complicado, puesto que los diferenciales de rendimiento se estrecharon. El contexto económico en la zona euro permaneció estable, con indicios de leve moderación debido a la reciente inestabilidad vivida en Grecia. Durante el segundo trimestre, el crecimiento de la economía estadounidense mejoró y las cifras negativas del primer trimestre se revisaron al alza hasta terreno positivo. La economía británica también volvió a ganar fuelle, gracias al incremento interanual del PIB en el segundo trimestre. Sin embargo, los datos publicados durante el mes volvieron a poner en entredicho la fortaleza de la economía china, ensombreciendo en gran medida la mejora de la coyuntura en otras regiones.

Los datos macroeconómicos de la zona euro siguieron mostrando solidez a pesar de la nueva capitulación en el contexto de la crisis griega. La cifra definitiva del índice PMI manufacturero de la zona euro se moderó una décima de punto hasta los 52,4 desde el máximo de los últimos 14 meses, registrado en junio. Esto contrastó claramente con el dato equivalente para Grecia, que experimentó la mayor corrección registrada (desde 46,9 hasta 30,2 puntos), superando así las caídas de las crisis de 2008 y de 2012. No obstante, en cuanto a las preocupaciones surgidas al inicio del segundo trimestre, el efecto de la crisis griega y el deterioro de los datos de la zona euro fue muy contenido.

La estimación inicial de crecimiento del PIB para Estados Unidos en el segundo trimestre mostró un incremento anualizado respecto del trimestre anterior del 2,3%. La cifra contrasta positivamente con la ralentización del crecimiento en el primer trimestre, aunque este dato también se revisó al alza, del -0,2% al 0,6%. En el Reino Unido, el crecimiento del PIB aumentó del 0,4% del primer trimestre al 0,7% en el segundo trimestre. En tasa interanual, la economía británica creció un 2,6% frente al mismo periodo del 2014.

Fue, por tanto, el deterioro continuado de China lo que ensombreció un mes que, de otra manera, se habría revelado positivo para las principales regiones económicas. A pesar de la mayor solidez demostrada por el PIB en el segundo trimestre — con un incremento del 7,0%, en línea con el objetivo—, los datos publicados con mayor frecuencia decepcionaron. Los datos comerciales fueron anémicos tanto para las exportaciones como para las importaciones en el mes de julio, lo que se reflejó en la caída interanual de los beneficios industriales. La expectativa de que la mala racha china podría afectar al dinamismo mundial derivó en un descenso de los rendimientos en los mercados de deuda pública y corporativa con calificaciones altas.

El rendimiento del Bund alemán a 10 años cayó del 0,76% al 0,64%. Los rendimientos en Italia y España también bajaron de nuevo, tras haber repuntado hacia finales de junio. El rendimiento del bono italiano a 10 años cayó del 2,33% al 1,77%, mientras que el de su homólogo español pasó del 2,30% al 1,84%.

El índice BofA Merrill Lynch Euro Corporate con grado de inversión arrojó una rentabilidad del 1,21% durante el mes. El índice BofA Merrill Lynch Euro High Yield subió un 1,15%. El crédito con calificación BBB no logró superar a los bonos corporativos con alta calificación en el segmento de grado de inversión, puesto que la confianza cayó durante el mes.

Julio fue el mes menos dinámico en lo que va de año para los bonos corporativos con grado de inversión denominados en euros. Las emisiones brutas en julio mostraron debilidad en términos estacionales y se espera que sigan en este nivel o

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

que caigan en agosto. Se emitieron bonos con grado de inversión por valor de 21.800 millones de euros y se registraron reembolsos por valor de 37.100 millones. El OAS (Diferencial ajustado por opciones) del Barclays Euro Aggregate Corporate Index pasó del 1,22 al 1,15 en julio.

Resumen de la cartera

El fondo registró una rentabilidad positiva en julio, batiendo al índice de referencia.

En nuestra opinión, la volatilidad surgida en torno a Grecia en el mes de junio fue exagerada, especialmente ante el contexto macroeconómico positivo de la zona euro. Por tanto, rotamos algunas de las posiciones de la cartera no incluidas en el índice en el segmento de los bonos denominados en dólares —y, en menor medida, en el de crédito en libras— para exponernos a los bonos corporativos en euros. Las incorporaciones a la cartera se realizaron principalmente mediante nuevas emisiones de bonos. Nuestro nivel de participación en estas nuevas emisiones fue interesante y no incrementamos la exposición a los bonos vinculados a las materias primas o a China.

Los principales contribuidores a la rentabilidad superior de la cartera fueron nuestras sobreponderaciones en los sectores sensibles al mercado, como los de seguros y telecomunicaciones. La infraponderación en el sector industrial básico también registró rentabilidades positivas.

Seguimos preocupados por la debilidad de China y continuamos evitando las emisiones de bonos vinculadas a este país. Somos más positivos en lo referente a España y Portugal, dado que hemos observado notables mejoras en las perspectivas macroeconómicas de ambos. De forma más general, esperamos que el consumo de la zona euro se beneficie de la caída del precio del crudo para seguir contribuyendo a un prometedor panorama de crecimiento.

Perspectivas y estrategia

Es probable que los bonos corporativos europeos sigan mostrando volatilidad por diversos motivos en 2015, pero seguirán gozando de una base sólida. La crisis de la deuda griega parece estar resuelta por el momento gracias al desbloqueo de una nueva ronda de financiación de emergencia (ELA) y la ampliación del programa de rescate del Fondo Monetario Internacional (FMI). Como hemos visto, el efecto en el resto de la zona euro ha sido limitado, desde una perspectiva macroeconómica, y es probable que los mercados se estabilicen con los anuncios de financiación.

Son las noticias de ralentización en China —el principal consumidor de metales, cereales y energía del mundo— las que mayor calado tuvieron en los mercados en julio y deberían seguir

generando volatilidad en un futuro próximo. Las turbulencias en el mercado de renta variable suponen una preocupación más marginal, dado que la economía está relativamente desconectada de las plazas bursátiles. Sin embargo, los niveles de demanda externa e interna del país son frágiles. Esta vulnerabilidad podría generar un efecto dominó en los mercados internacionales vinculados a China.

Aun así, tenemos motivos para seguir siendo optimistas sobre la coyuntura estructural y técnica de los bonos corporativos denominados en euros en este momento. Además, la volatilidad no es un factor intrínsecamente negativo para la inversión en renta fija, y genera las ineficiencias de precios necesarias para obtener una rentabilidad superior.

Hasta el momento, el Banco Popular de China ha luchado activamente contra la tendencia deflacionista, reduciendo tanto los tipos de interés generales como las ratios de reservas de capital exigidas a los bancos. Éstas son sólo dos de las herramientas de las que dispone el Gobierno chino para estimular la demanda y puede recurrir a otras si lo estima necesario.

En la zona euro, la mejora de los datos macroeconómicos registrada en el primer trimestre ha seguido su curso. Es poco probable que el Banco Central Europeo (BCE) se desvíe del calendario de compras de activos fijado de aquí a septiembre de 2016 y, en vista de los numerosos cambios estructurales ya implantados en el sistema financiero, creemos que la región debería seguir mejorando a lo largo de 2016.

Por último, las perspectivas técnicas para el crédito denominado en euros siguen siendo robustas desde dos ángulos. Aunque Estados Unidos ha registrado un elevado nivel de fusiones y adquisiciones y las emisiones de bonos se incrementaron posteriormente en 2015, la actividad corporativa y el mercado primario de la deuda denominada en euros han mostrado más debilidad. El número de emisiones en julio fue el más bajo de 2015 y agosto suele registrar las cotas mínimas de emisiones del año.

Entretanto, es probable que la demanda siga siendo sólida. Están surgiendo presiones inflacionistas, pero el incremento de los precios continúa siendo favorable. Es probable que el BCE siga manteniendo su postura acomodativa, tal y como hemos comentado, otros 12 meses como mínimo y que, a corto plazo, siga impulsando la búsqueda de activos que generen rentas periódicas.

Boletín mensual

Schroder ISF* EURO Corporate Bond

Datos del fondo a 31 de julio de 2015

Equipo	
Gestores principales	Patrick Vogel

Tamaño y posiciones	
Tamaño del fondo en la divisa de denominación	5.750 millones de €
Número de emisores*	244

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	5,0	5,1
Rendimiento efectivo (%)	1,9	1,3
Media OAS*	176,0	114,4
Calificación media del crédito	BBB+	A-

* Option Adjusted Spread (Diferencial ajustado por opciones)

Calificación crediticia*	Cartera (%)	Índice (%)
AAA	2,8	0,4
AA	1,2	12,7
A	17,6	43,6
BBB	57,8	43,0
BB	9,4	0,0
B	1,2	0,0
Sin calificar	4,4	0,1
Efectivo y mercados monetarios	2,5	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 posiciones cortas en un único emisor	-11,2
Total posiciones largas en un único emisor	8,0
Total posiciones cortas en el índice	
Total posiciones largas en el índice	
Total posiciones cortas en opciones sobre swaps	
Total posiciones largas en opciones sobre swaps	
Total exposición sintética neta	-3,2
Total bonos de caja	96,8

Asignación por divisas*	%
EUR	99,99
GBP	0,02
USD	(0,01)

* Cartera cubierta en divisa de denominación

Asignación por sectores	Cartera (%)	Índice (%)
Soberanos/cuasisoberanos	4,8	2,5
Financieros senior	21,3	30,0
Valores financieros subordinados	12,2	9,7
Garantizados	1,0	0,0
Industrial	42,9	44,4
Suministros públicos	12,1	13,1
Efectivo y mercados monetarios	2,5	0,0
Cesta de CDS	0,0	0,0
Memo: Alto rendimiento*	10,5	0,0

* 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 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 (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.