

# Boletín mensual

## Schroder ISF\* Strategic Bond

### Noviembre de 2015

Rentabilidad %**	Noviembre 2015	1 años	3 años (anual)	5 años (anual)
Schroder ISF Strategic Bond (Participaciones A de acumulación)	0,4	-3,8	0,1	1,0
Schroder ISF Strategic Bond (Participaciones I de acumulación)	0,6	-2,6	1,4	2,3
Índice de referencia: USD LIBOR a 3 meses	0,0	0,3	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 30/11/15, rentabilidad en USD

### Perspectiva general de los mercados

Las previsiones sobre las políticas de los principales bancos centrales se han afianzado de nuevo en noviembre, y las perspectivas, más claras, se han reflejado en unos divergentes mercados de renta fija globales. Cada vez parece más probable que la Reserva Federal (Fed) suba los tipos de los fondos federales en diciembre, con el argumento de que "es posible que para la siguiente reunión convenga iniciar el proceso de normalización", a no ser que se produzca alguna perturbación imprevista. El Banco de Inglaterra (BoE), mientras tanto, ha utilizado la preocupación que existe acerca de la evolución económica de China para seguir con su actitud prudente. El Banco Central Europeo (BCE), por su parte, ha reiterado su intención de mantener su política acomodaticia. El presidente Mario Draghi ha declarado que los responsables del BCE harán "lo que tengan que hacer" para devolver la inflación al objetivo marcado.

En EE. UU., los datos se han mantenido sólidos y han sumado a las perspectivas de una subida de los tipos en diciembre, dada la creciente dependencia explícita de la Fed con respecto a los movimientos de estos datos. El dato del empleo de octubre en EE. UU. fue muy positivo, pues reflejaba la creación de 271.000 nuevos puestos de trabajo (cifra revisada posteriormente hasta los 298.000), la mayor crecida mensual del año. La tasa de desempleo cayó un 0,1% hasta el 5,0%, que se considera la tasa "normal" por debajo de la cual comienzan las presiones inflacionistas. De

acuerdo con los llamativos resultados del PMI de noviembre, los niveles de producción se mantienen lentos, en parte debido a la ralentización del sector de las exportaciones. La actividad del sector servicios, sin embargo, sigue mejorando. La inflación general en EE. UU. ha experimentado una ligera subida, del 0,0% al 0,2% interanual, con una inflación subyacente –sin contar los precios de los alimentos ni de la energía– que se ha mantenido sin cambios en el 1,9%.

En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra ha mandado más señales conciliadoras en noviembre. En su último informe sobre la inflación, el banco central afirmaba que "... se prevé que la ralentización de la actividad global y las consecuentes caídas de los precios de los activos de riesgo lastren las perspectivas del PIB y la inflación en el Reino Unido, pero... los bajos tipos del banco servirán de refuerzo". En la zona euro, los comentarios del BCE a lo largo del mes han ido a la par que sus recientes promesas de mantener o incrementar su apoyo en cuanto a las políticas monetarias.

En el marco general, las perspectivas respecto a las políticas monetarias, más claras, se han reflejado en unos movimientos divergentes de los mercados de deuda. El rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años ha caído, tras las declaraciones de la Fed, del 2,14% al 2,21%. Los rendimientos a más corto plazo han experimentado una agresiva subida, dando lugar a una curva de rendimientos más plana. El rendimiento del gilt británico a 10 años ha caído del 1,92% al 1,83% y los gilts a más corto plazo han caído ligeramente. El rendimiento del Bund alemán a 10 años ha caído del 0,52% al 0,47%. El rendimiento de los bonos del Estado de los países periféricos de la zona euro también se ha reducido: el rendimiento italiano y español a dos años ha retrocedido a cifras negativas.

En los mercados de bonos corporativos, las emisiones de grado de inversión han generado una rentabilidad total ligeramente positiva. Los bonos de alto rendimiento, por su parte, han caído. El BofA Merrill Lynch Global Corporate Bond Index con grado de inversión ha registrado una rentabilidad del 0,1%, mientras que su índice

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

equivalente de alto rendimiento se ha recortado un -1,2%. El debilitamiento de los mercados globales de deuda corporativa vivido en noviembre se explica sobre todo por la debilidad del crédito en dólar estadounidense. La deuda corporativa en libras esterlinas –tanto de alto rendimiento como de grado de inversión– ha generado una rentabilidad total positiva.

### Resumen de la cartera

La rentabilidad de la cartera ha sido positiva en noviembre.

Noviembre ha resultado más tranquilo para el fondo en este año de volatilidad. La posición general del fondo, que refleja una exposición a las variaciones en los tipos de interés, se ha mantenido prácticamente plana, en especial si la comparamos con las posiciones estratégicas más largas de la cartera a principios de 2015. La cartera ha mantenido el sesgo de corta duración en lo que respecta a EE. UU., aunque reduciendo su posición. También conservamos nuestra posición infraponderada en el Reino Unido en los plazos más cortos de la curva de rendimientos. Nuestra posición se ha retraído muy ligeramente en noviembre.

Creemos que las operaciones tácticas, con las que pretendemos conseguir valor relativo a más corto plazo y oportunidades en la curva, son más adecuadas para este contexto que las posiciones estratégicas amplias. Seguimos esperando que la curva de rendimientos en los EE. UU. se nivele. Si bien la deuda estadounidense a corto plazo parece vulnerable a un reajuste del riesgo del tipo de interés, los bonos a más largo plazo parecen estar mejor respaldados; la justificación de ambos es la demanda de los fondos de pensiones a largo plazo y la reducción en los tipos de interés terminales. En noviembre hemos aumentado nuestra táctica con respecto a esta perspectiva. También en este mes hemos cerrado una posición similar en el Reino Unido, pues las operaciones ya habían asegurado un beneficio.

La exposición de la cartera al crédito estadounidense ha supuesto una suma considerable a la rentabilidad. La exposición de la cartera –como reflejo de la tendencia plana de la curva mencionada anteriormente– comprende, sobre todo, deuda corporativa industrial de largo plazo.

Las posiciones en cuanto a países han sumado a los resultados de este mes. El sesgo de la cartera con respecto a España sigue progresando, dado el panorama político, cada vez más definido. El mercado había anticipado la ampliación del programa de compra de activos de BCE, lo que también ha beneficiado a la deuda pública de la zona periférica del euro.

La mejor rentabilidad del mes de noviembre ha venido generada por posiciones en divisas activas. Las operaciones a favor de la corona noruega y el dólar estadounidense frente al dólar, en concreto, han sido las más favorables. La cartera también ha sacado provecho de una operación a favor del dólar estadounidense frente a la libra esterlina.

### Perspectivas y estrategia

En términos fundamentales, la economía estadounidense está en buena forma. Un aspecto preocupante es que la Fed se ha venido dedicando demasiado a la evolución económica internacional y los mercados (sobre todo de los emergentes) al marcar sus políticas. Este confuso modo de respuesta, teniendo en cuenta la influencia de la Fed sobre la inflación y el empleo en EE. UU., ha dejado intranquilos a los inversores, y generará probablemente distorsiones de gran calado en el mercado durante 2016, hasta que la situación se aclare.

Esperamos que la Fed inicie su ciclo de subidas de tipos a finales de 2015, y debe advertirse que los bonos del Tesoro a corto plazo no parecen estar preparados para ello. Prevemos que, conforme los inversores vayan replanteándose el nivel de retribución que este segmento de mercado ofrece, los precios se irán moderando. Los bonos del Tesoro con vencimientos más a largo plazo (de diez años en adelante) parecen contar con bases más sólidas. Esperamos que esta parte de la curva de rendimientos cuente con una demanda sostenida de los inversores institucionales, especialmente de los fondos de pensiones, deseosos de reducir riesgos.

El Reino Unido presenta una perspectiva de crecimiento similar. Al igual que en Estados Unidos, los gilts británicos a corto plazo parecen más sensibles al final de la política monetaria ultraacomodativa y probablemente los precios bajen conforme el riesgo de tipos de interés se vaya ajustando. Si bien creemos que la primera subida de tipos por parte del BoE se producirá más tarde que la de EE. UU., también consideramos que el lapso de tiempo entre ambas subidas será probablemente inferior de lo que el mercado espera.

El Banco Central Europeo (BCE) ha respondido al aumento de los riesgos de caída del crecimiento global manifestando de forma más clara que será proactivo a la hora de afrontar cualquier repunte de la deflación. Aunque todavía no está muy claro cuáles son las medidas de política monetaria que el BCE pretende adoptar, esperamos que vuelva a rebajar el tipo de los depósitos y que amplíe su actual programa de compra de activos ya sea en plazo o en dotación, si no ambos. Las valoraciones de la deuda pública en euros seguirán probablemente bien respaldadas, y es muy posible que el euro se debilite aún más.

Los mercados de deuda corporativa podrían ofrecer cierto refugio frente a la incierta evolución de las políticas monetarias. Los mercados corporativos de grado de inversión, tanto en dólares estadounidenses como en euros, se han ido abaratando a lo largo del año de forma selectiva, por lo que hay oportunidades disponibles. La deuda corporativa de alto rendimiento está todavía menos expuesta a las variaciones en política monetaria y, al igual que en el caso de la deuda con grado de inversión, la volatilidad y la aversión al riesgo del tercer trimestre han reajustado las valoraciones hasta el punto de que ciertos segmentos ofrecen atractivo. Los sectores sensibles a las materias primas, sobre todo en EE. UU., ofrecen una gran variedad de posibilidades.

Los objetivos oficiales de crecimiento de China siguen siendo ambiciosos y los datos de PIB, inferiores a lo previsto, resultan, por regla general, perjudiciales para el interés por el riesgo. Además, los riesgos asociados al elevado endeudamiento de China, así como la creciente amenaza deflacionista, podrían extenderse al resto del mundo. Por último, la inesperada devaluación de la divisa China este año ha generado temores sobre el calendario y la magnitud de futuras devaluaciones.

Aunque la economía global debería seguir mostrándose resistente en 2016, puede que la historia sea muy diferente en los mercados mundiales. Los inversores continúan estando muy atentos a los próximos movimientos de los bancos centrales en vista de la importancia que tuvieron a la hora de sustentar el sistema financiero tras la crisis. Por ello, hasta que los factores externos dejen de enturbiar las decisiones de los bancos centrales, consideramos que los inversores deberían tener cuidado a la hora de adoptar posiciones direccionales a gran escala.

# Boletín mensual

## Schroder ISF Strategic Bond

### Datos del fondo a 30 de noviembre de 2015

#### Equipo

Gestores de la Cartera Bob Jolly y Gareth Isaac

#### Tamaño y posiciones

Tamaño del fondo en la divisa base 2.309,94 millones \$

Número de emisores 169

#### Estadísticas de la cartera

Duración efectiva 0,0

Duración diferencial 0,9

Media OAS\* 27,3

Media ASW# 24,5

\* 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 4,5

Soberanos de mercados emergentes 0,0

Municipales de EE. UU. 0,0

MBS públicos 0,0

MBS/ABS privados\* 9,6

Crédito de mercados desarrollados 25,9

Crédito a corto plazo/Mercado monetario 29,5

Covered 7,5

Públicos/Supranacionales\*\* 14,5

Fondos de inversión 0,7

Crédito de mercados emergentes 1,0

Divisas 0,3

Efectivo 6,6

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 14,1

EE. UU. -68,6

Alemania 4,3

Francia 9,1

Países Bajos 7,8

Suecia 1,2

Italia 2,7

Suiza 1,5

España 1,9

México 1,7

Canadá 4,6

Noruega 0,6

Global 6,3

EUR 0,8

Otros\* 3,9

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, Irlanda, Bermudas, Barbados, Islas Caimán, Australia, Brasil y Perú

#### Exposición activa a divisas (%)

CHF -0,1

EUR -7,9

GBP 2,0

MXN 2,1

NOK 6,0

USD 1,9

Otras\* 0,0

Fuente: Schroders Fixed Income Analytics; todos los datos a 30 de noviembre de 2015. \* En otros se incluye AUD, CAD y 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](http://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.