

Boletín mensual

Schroder ISF* EURO Corporate Bond

Junio de 2016

Rentabilidad %**	Junio 2016	1 año	3 años (anual)	5 años (anual)
Schroder ISF EURO Corporate Bond (Participaciones A Ac.)	0,9	5,5	5,7	5,2
Schroder ISF EURO Corporate Bond (Participaciones I)	1,0	6,5	6,7	6,2
Bank of America Merrill Lynch EMU Corporate Index	1,0	5,2	4,7	5,5

** Rentabilidad de las Participaciones A e I, comisiones excluidas, conforme al valor liquidativo neto (con respecto al precio de compra). Fuente: Schroders, a 30/06/16, rentabilidad en EUR

Perspectiva general de los mercados

La apuesta de los inversores a favor del "Remain" en el referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea generó un repunte del riesgo en los días previos al 23 de junio. Como consecuencia, el resultado de la votación sorprendió a los mercados financieros. De hecho, el referéndum fue lo suficientemente perjudicial como para detener el impulso positivo proporcionado por el inicio del programa de compra de bonos corporativos del Banco Central Europeo (BCE). Los mercados de bonos corporativos en euros, junto con los principales mercados de crédito, se quedaron por detrás de los bonos gubernamentales inmediatamente después del referéndum ante la huida hacia activos refugio, mientras que los mercados de crédito en euros mostraron pocos indicios de pánico. Los diferenciales de crédito con grado de inversión en libras se han ampliado a lo largo del mes como resultado del referéndum, pero las rentabilidades han seguido siendo positivas gracias a la mayor duración del mercado. La deuda de alto rendimiento de la zona euro no ha superado al grado de inversión, mientras que el mercado de alto rendimiento denominado en libras ha obtenido peores resultados. El temor a que una posible desaceleración pueda ejercer presión sobre los valores financieros subordinados ha minado la confianza en el sector, que se ha quedado rezagado con respecto al resto del índice.

La economía de la UE se mantiene estable en la actualidad pero carece de impulso y existe la preocupación de que el Brexit se convierta en un obstáculo que ralentice su avance. Los índices de gestores de compras agregados (PMI) del mes de junio han sido bastante positivos. La cifra del PMI compuesto de la zona euro ha caído de 53,1 de mayo a 52,8, pero la media del 2.º trimestre de 53,0 es alentadora. Sin embargo, la tasa de inflación general sigue siendo cercana a cero y la tasa de desempleo, si bien se va reduciendo gradualmente, sigue siendo elevada (10,1%).

En general, la zona euro se visualiza como un mosaico de viabilidad económica mixta; donde están representadas tanto áreas fuertes como áreas muy débiles. Francia, como la segunda mayor economía de la UE, sigue siendo mucho más vulnerable que la mayor; Alemania. El mercado laboral en Alemania sigue siendo muy sólido, con un descenso del desempleo de otras 6.000 personas en junio, alcanzando un mínimo histórico del 6,1%. En Francia, por su parte, la tasa de desempleo se sitúa en el 10,2%. Además, tras el referéndum sobre la UE, la atención del mercado se ha vuelto a centrar en la estabilidad del sector bancario italiano que, ante un nuevo obstáculo económico, podría deteriorarse.

El índice de grado de inversión, BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index, ha generado en junio unos resultados totales positivos del 1,0%, pero se ha quedado un -0,3% por debajo de los bonos gubernamentales. El índice de alto rendimiento ha registrado una rentabilidad total negativa del -0,3%, quedándose por detrás de la deuda soberana un -1,0%. La fragilidad se ha centrado en el sector financiero. Los sectores más fuertes durante el mes de junio han sido el automovilístico, el inmobiliario, el energético, los servicios públicos y el sanitario, que han sido los únicos que han superado a los bonos gubernamentales.

El flujo de nuevas emisiones de alta categoría en euros se ha reducido considerablemente en junio, como consecuencia del resultado del referéndum británico. La oferta bruta total de bonos con grado de inversión ha sido de 20.700 millones de euros, la mayoría procedente de emisores no financieros.

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



Schroders

Esto contrasta fuertemente con la emisión de 73,6 millones de euros en mayo.

Resumen de la cartera

La cartera ha generado una rentabilidad total positiva que ha tenido, en gran medida, una evolución similar a la del índice de referencia.

Nuestra exposición limitada a los gilts británicos ha contribuido favorablemente a este hecho, ya que ha ayudado a compensar las posiciones de la cartera fuera del índice de referencia en crédito denominado en libras. También mantenemos nuestra exposición fuera del índice a bonos corporativos en dólares estadounidenses, que no han sufrido de manera tan brusca las consecuencias del anuncio del Brexit como las emisiones en libras, pero no han superado a sus equivalentes en euros en términos de exceso de rentabilidad.

En la parte de la cartera dedicada al núcleo de Europa, hemos mantenido una sobreponderación en valores no financieros frente a los financieros durante algún tiempo. En particular, mantenemos posiciones cortas en algunos valores financieros senior a través de swaps de incumplimiento crediticio (CDS) únicos para darle un uso más eficiente al efectivo. Donde hemos invertidos en valores financieros, favorecemos la deuda subordinada y los bonos de seguros subordinados sobre el crédito bancario subordinado. Los emisores de seguros son generalmente más resistentes dado el menor apalancamiento en comparación con emisiones bancarias de igual calificación.

La actividad de la cartera ha sido relativamente limitada en junio. Hemos reducido algunas posiciones en algunos valores cíclicos y subfinancieros. Hemos participado en algunas nuevas emisiones centradas en sectores defensivos. Aunque estamos evaluando constantemente la evolución del entorno, hemos seleccionado nuestras posiciones de cartera en función de su estabilidad global, de modo que ahora no estamos actuando como vendedores en el mercado.

Perspectivas y estrategia

La votación del Brexit sorprendió a la mayoría de los mercados financieros. Creemos que a la UE le irá mejor que al Reino Unido en los próximos meses, pero no hay duda de que el entorno para los bonos corporativos se ha vuelto más complicado. El Reino Unido se prepara para una importante desaceleración, y creemos que este año la economía no entrará en recesión por un margen muy estrecho. El crecimiento en la zona euro es frágil aún, y este último revés podría favorecer aún más la desaceleración.

Podría decirse que la variedad de riesgos sistemáticos que los inversores deben tener en

cuenta se ha limitado ahora que se ha votado a favor del Brexit. La volatilidad ha repuntado y las valoraciones de crédito se han ajustado. Existen una serie de temas pendientes, tales como la elevada deuda y desaceleración económica de China —que si bien ya no preocupa tanto a los inversores, sigue siendo una amenaza activa para los mercados— así como el clima político en Brasil y los problemas del sector bancario italiano. No obstante, en resumidas cuentas, creemos que el riesgo sistemático es menor ahora que ya ha tenido lugar el referéndum de la UE.

El soporte técnico también sigue siendo fuerte. El BCE es el ejemplo más evidente del impulso técnico, y la demanda de fondos de bonos con grado de inversión en euros sigue mejorando. Si bien la entrada de fondos de crédito de alta calidad estadounidense se está desacelerando, esta tendencia también se mantiene sólida. Además, el aumento de la incertidumbre en el mercado ha conducido a una disminución de nuevas emisiones en un momento en que el escaso crecimiento económico probablemente dé lugar a una mayor demanda de activos de renta fija.

Dicho esto, a pesar del retroceso de junio, la rentabilidad absoluta en el grado de inversión en euros sigue siendo poco atractiva. Alrededor del 70% del mercado produce ahora una rentabilidad inferior al 1% y una proporción de bonos cada vez mayor ofrece rendimientos negativos. El BCE tiene un rol importante en esta situación a través del programa de compra del sector corporativo (CSPP), que puede permitir ajustar los diferenciales. Como resultado, esperamos que la volatilidad continúe durante el resto de 2016, desempeñando un papel fundamental para nuestros inversores a la hora de aportar valor, al igual que las posiciones fuera del índice en crédito denominado en libras y dólares. Los fundamentales corporativos en Europa son estables actualmente, pero somos conscientes de que la probabilidad de que los datos mejoren es menor tras el Brexit. Existe un alto grado de incertidumbre política y es probable que esto mine la confianza de los consumidores.

En términos de posicionamiento, llevamos cierto tiempo siendo cautos con respecto a los valores financieros senior. Y así sigue siendo, pero hemos comenzado a monitorizar el sector tras la fuerte ampliación de los diferenciales que se ha producido en las últimas semanas. No obstante, los valores financieros subordinados, aunque siguen siendo nuestra preferencia, merecen cierta reconsideración para confirmar su grado de exposición a los bancos italianos. Nuestro objetivo en este momento es mantener una exposición a los bancos italianos mínima. Dejando a un lado los emisores financieros, somos prudentes con la exposición cíclica dado el entorno de crecimiento

suave y la falta de compensación de los diferenciales. Los valores no cíclicos están, por naturaleza, menos expuestos a los periodos de menor crecimiento, pero esto también se refleja en unas valoraciones más elevadas.

Nuestra opinión global es relativamente neutral con respecto a los bonos corporativos con grado de inversión en euros, teniendo en cuenta el panorama macroeconómico en declive que se ve compensado por un soporte técnico más prometedor. Si bien no resulta negativo, continuaremos vigilando el entorno y nuestras posiciones de manera constante.

Boletín mensual

Schroder ISF EURO Corporate Bond

Datos del fondo a 30 de junio de 2016

Equipo	
Gestor(es) principal(es) de la cartera	Patrick Vogel

Tamaño y posiciones	
Tamaño del fondo en la divisa base	8.000 millones de €
Número de emisores*	288

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	5,2	5,2
Rendimiento efectivo (%)	1,6	0,9
Media OAS*	203,8	135,4
Calificación crediticia media	BBB+	A-

* Option Adjusted Spread (Diferencial ajustado por opciones).

Calidad del crédito*	Cartera (%)	Índice (%)
AAA	1,5	0,6
AA	4,9	12,0
A	22,9	42,8
BBB	54,2	44,3
BB	9,0	
B	0,9	
Sin calificar	(0,2)	0,2
Efectivo y mercados monetarios	2,8	

* 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 Single Name Shorts	-7,0
Total Single Name Longs	7,2
Total Index Shorts	-0,7
Total Index Longs	-
Total Swaption Shorts	-
Total Swaption Longs	-
Exposición Total Net Synthetic	-0,5
Total Cash Bonds	99,5

Asignación por divisas*	%
CHF	0,00
EUR	99,97
GBP	0,03
USD	0,00

* Cartera cubierta a la divisa base

Asignación por sectores	Cartera (%)	Índice (%)
Soberanos/cuasisoberanos	2,8	2,8
Financieros sénior	18,4	28,6
Financieros subordinados	10,7	9,1
Garantizados	3,3	-
Industriales	47,8	47,2
Servicios públicos	10,1	11,9
Efectivo y mercados monetarios	2,8	-
Cesta de CDS	-0,5	-
Nota: Alto rendimiento*	10,0	-

* 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.