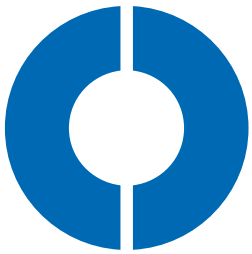
Schroders

Fineco
Banca Privada Kutxabank



Fineco Investment Office

1T 2024

Informe Trimestral

1/2024

Schroders

Fineco Investment Office

Índice

1. El Equipo
2. El Fondo
3. Rentabilidad y Movimientos
4. El Mercado
5. Perspectivas

1. El Equipo

La cartera está gestionada por Ingmar Przwelocka, que cuenta con el respaldo de más de 100 expertos en inversiones multiactivo a nivel global.

GESTOR PRINCIPAL

Ingmar Przewlocka
CFA, CAIA

- Se incorporó a Schroders en junio de 2018 y está basado en Munich
- Ingmar es el gestor principal del fondo Schroder ISF Global Multi-Asset Balanced y de mandatos institucionales
- Lidera el equipo de análisis transversal de activos de Strategic Investment Group Multi-Asset (SIGMA)
- Antes de Schroders, fue miembro fundador y CIO de SKALIS Asset Management, una boutique de inversión multiactivo habiendo trabajado antes en Munich Ergo Asset Management y Stadtsparkasse Muenchen
- Tiene las certificaciones CFA y CAIA y está diplomado por la Universidad de Ciencias Aplicadas de Hamburgo

PORTFOLIO MANAGER

Anna Podoprigora
CESGA

- Se incorporó a Schroders enero de 2024 y está basada en Munich
- Antes de Schroders, desarrolló su carrera en MEAG, una gestora de inversiones con presencia global basada en Munich y en Deutsche Asset Management
- Tiene la certificación CESGA (Certified Environmental, Social and Governance Analyst) y está licenciada y tiene un máster en Ciencia, Tecnología y Gestión

2. El Fondo

Política y objetivo de inversión

El fondo consiste en una cartera de inversiones multiactivo, que invertirá fundamentalmente, bien de manera individual, bien a través de otros fondos, en los siguientes activos:
– acciones o valores relacionados con la renta variable
– renta fija, incluidos bonos del Estado y bonos corporativos
– activos alternativos como materias primas, infraestructuras, valores vinculados a seguros e inmuebles; y
– divisas

La asignación a los distintos activos se realizará de manera dinámica para asegurar que el riesgo y la rentabilidad estén debidamente equilibrados a lo largo del ciclo de mercado.

Los gestores podrán utilizar derivados con el fin de lograr ganancias de inversión, reducir el riesgo o gestionar la Cartera de forma más eficiente.

El fondo tiene como objetivo generar una rentabilidad media superior a la de un índice de referencia compuesto en un 50% por el MSCI AC World EUR y un 50% por el Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index (con cobertura en EUR para evitar las fluctuaciones de la divisa), durante un ciclo de mercado (normalmente de 5 a 7 años), invirtiendo en una gama diversificada de activos y mercados de todo el mundo.

3.Rentabilidad y movimientos

Resumen de Rentabilidad

Datos a 31 de diciembre de 2023

Rentabilidad total	1 mes %	3 meses %	6 meses % pa	1 año % pa	Desde 18/04/2023 % pa	Desde inicio* % pa
Cartera	**2.9**	**6.0**	**11.9**	**11.1**	**10.3**	**8.6**
Índice de referencia[1]	2.1	5.1	11.3	12.6	12.5	10.9
Rentabilidad relativa	**0.8**	**0.9**	**0.6**	**-1.5**	**-2.2**	**-2.2**

Fuente: Schroders, bruto de comisiones. * La fecha de inicio fue el 31 de enero de 2023. La fecha de inicio de la rentabilidad es el 18 de abril de 2023. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras y pueden no repetirse. El valor de las inversiones y los ingresos derivados de las mismas pueden bajar o subir, y es posible que los inversores no recuperen las cantidades invertidas originalmente. 1Benchmark: 50% MSCI AC World EUR, 50% Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index (con cobertura en EUR).

La cartera tuvo una rentabilidad de un 6,0% (bruto de comisiones) en el primer trimestre de 2024. Las expectativas de recortes de los tipos de interés a lo largo del año provocaron el optimismo de los inversores, lo que se tradujo en ganancias en los mercados de renta variable y un aumento de los rendimientos de la deuda pública. En este contexto, las asignaciones a renta variable impulsaron las rentabilidades. Los activos alternativos y la exposición a divisas también contribuyeron positivamente, mientras que la renta fija restó, en general.

A lo largo del trimestre, asistimos a una notable resistencia de los datos económicos estadounidenses, debido principalmente al dinamismo del mercado laboral. En consecuencia, se ha producido un reajuste de las expectativas de tipos en el mercado de renta fija estadounidense; las expectativas se ajustan ahora a nuestra perspectiva de una desaceleración económica gradual. En cuanto a la gestión de la cartera, nos hemos centrado en posicionarnos estratégicamente para este aterrizaje suave anticipado, ajustando las exposiciones a medida que las expectativas de recortes de tipos se hacían más realistas en comparación con principios de año. Aumentamos considerablemente nuestra exposición a la renta variable y redujimos las asignaciones a la renta fija, en particular a la deuda pública. También mantuvimos nuestra exposición a las materias primas, dada la favorable dinámica de la oferta y la demanda y como cobertura frente a la inflación.

Las posiciones en renta variable, especialmente en los mercados desarrollados, obtuvieron buenos resultados. Tras un fuerte repunte a finales de año, esperábamos que nuestra hipótesis de base de un aterrizaje suave se materializara de cara al nuevo año. Por ello, aprovechamos la oportunidad para aumentar nuestra ponderación en renta variable. En EE.UU., añadimos una asignación considerable al Schroder ISF US Large Cap. Esta asignación nos permitió aprovechar el excepcionalismo estadounidense. También añadimos al NASDAQ 100 y al Schroder ISF Global Disruption, que obtuvieron buenos resultados dado el continuo fervor en torno a la inteligencia artificial (IA). Aunque estamos a favor del riesgo, dada la resistencia del crecimiento en EE.UU., añadimos una posición larga defensiva en el sector sanitario para protegernos frente a esta opinión. A medida que avanzaba

el trimestre, mantuvimos nuestra visión positiva sobre la renta variable, ya que el crecimiento siguió sorprendiendo al alza, mientras que la inflación se mantuvo bajo control. Aumentamos las asignaciones a nuestra cesta de renta variable mundial y a la tecnología estadounidense. Esta decisión resultó acertada, ya que los mercados mundiales siguieron avanzando.

En Europa, compramos futuros de los índices DAX y Euro Stoxx 50 en enero para exponernos a un mercado más amplio. Posteriormente, como el crecimiento siguió sorprendiendo al alza, redujimos nuestra exposición al valor cerrando nuestra asignación al Schroder ISF European Value. Por otra parte, reforzamos nuestra posición en valores japoneses de gran capitalización, dadas las fuertes revisiones al alza de los beneficios y las atractivas valoraciones.

En cuanto a los mercados emergentes, cerramos nuestra asignación al Schroder ISF Global Emerging Market Opportunities, optando en su lugar por el índice MSCI EM más amplio. La fuerte demanda de semiconductores relacionada con el entusiasmo por la IA debería servir de apoyo en este ámbito.

Dentro de los activos alternativos, la exposición a materias primas y al Schroder ISF Global Managed Balanced (GMAB) contribuyó a la rentabilidad. GMAB se ha beneficiado de su mayor peso en renta variable, así como de operaciones tácticas en bancos europeos y automóviles. En materias primas, mantenemos el oro como protección contra el riesgo de que la inflación vuelva a repuntar hacia finales de 2024. Además, los precios deberían verse respaldados por la fuerte demanda de los inversores en Asia. También añadimos un ETF de metales industriales a finales del trimestre, que debería beneficiarse tanto de la recuperación del sector manufacturero como de la política ecológica de China.

En cuanto a la renta fija, la deuda pública fue el principal detractor durante el periodo. En febrero, los rendimientos subieron porque las tasas de inflación, más altas de lo previsto, en EE.UU. y la eurozona desalentaron las esperanzas de recortes de los tipos de interés a corto plazo. Los tipos más altos de lo previsto también perjudicaron a nuestra estrategia de deuda de mercados emergentes; las pérdidas en este caso se vieron mitigadas porque redujimos la exposición a esta estrategia a principios del trimestre, al haber anticipado que la resistencia del crecimiento en EE.UU. resultaría un lastre.

En crédito, las asignaciones se mantuvieron prácticamente sin cambios, pero obtuvimos algunos beneficios en nuestra estrategia europea de grado de inversión al estrecharse los diferenciales de crédito. Hacia finales del trimestre, añadimos una pequeña asignación a Schroder ISF Securitised Credit como medio de acceder a mayores rendimientos con menos riesgo de tipos de interés en un mercado con diferenciales estrechos y alta volatilidad de los tipos.

Cambios en la asignación de activos a 31 de marzo 2024

Clase de Activos/Región	31 de diciembre 2023 (%)	31 de marzo 2024 (%)	Cambio (%)
Renta Variable (RV)	**34.6%**	**52.4%**	**17.8%**
RV Europea	0.0%	9.6%	9.6%
RV Japonesa	24.7%	28.3%	3.6%
RV Global	5.9%	9.2%	3.3%
RV Norteamericana	2.0%	3.3%	1.3%
RV Emergente	2.0%	2.0%	0.0%
Renta Fija (RF)	**61.0%**	**51.7%**	**-9.3%**
Bonos titulizados	0.0%	1.0%	1.0%
Deuda High Yield	2.0%	1.9%	-0.1%
Deuda Investment Grade	8.5%	7.9%	-0.6%
Bonos Agregados	11.1%	10.1%	-1.0%
Deuda Mercados Emergentes	7.3%	4.5%	-2.8%
Bonos de Gobierno	32.1%	26.3%	-5.8%
Alternativos	**20.2%**	**21.5%**	**1.3%**
Estrategia Mulit-activos	15.8%	17.0%	1.2%
Commodities	4.4%	4.5%	0.1%
Efectivo	**-15.7%**	**-25.7%**	**-10.0%**
Efectivo bancario	1.8%	1.2%	-0.6%
Renta fija a corto plazo	7.1%	4.9%	-2.2%
Derivados	-24.6%	-31.8%	-7.2%

Fuente: Schroders, datos a 31 de marzo 2024. La suma total puede no ser igual a 100 debido al redondeo. Los sectores y valores mencionados se presentan únicamente con fines ilustrativos y no deben considerarse como una recomendación para comprar/vender. Las posiciones de la cartera pueden cambiar en cualquier momento.

4. El Mercado

¿Qué ha pasado estos meses?

La renta variable mundial subió en el primer trimestre, con los mercados desarrollados superando a los emergentes ante las expectativas de recortes de los tipos de interés a finales de año. Los rendimientos de la deuda pública subieron en el trimestre.

Las acciones estadounidenses registraron un fuerte avance en el primer trimestre, apoyadas por unos beneficios empresariales bien recibidos, así como por las expectativas de recortes de tipos más adelante este año. Es probable que el ritmo de la relajación de la política monetaria sea más lento de lo previsto, dada la solidez de los datos económicos estadounidenses, pero esto no hizo mella en el apetito por la renta variable.

Las acciones de la zona euro registraron fuertes ganancias en el 1er trimestre. El sector de las tecnologías de la información lideró la subida, en un contexto de optimismo por la demanda de tecnologías relacionadas con la inteligencia artificial. Otros sectores al alza fueron el financiero, el de consumo discrecional y el industrial.

La renta variable británica subió durante el primer trimestre. Los sectores financiero e industrial y el energético obtuvieron mejores resultados, en línea con otras áreas económicamente sensibles del mercado. Varias áreas centradas en el mercado nacional repuntaron con fuerza, ya que las expectativas del mercado se movieron a la previsión de un primer recorte de los tipos de interés en el Reino Unido antes de lo esperado, ya que la inflación se situó por debajo de las previsiones del Banco de Inglaterra.

Las acciones japonesas fueron las más rentables del trimestre, en moneda local. Los índices bursátiles alcanzaron nuevos máximos históricos, superando por fin el máximo de 1989. Las ganancias se produjeron a pesar de que el Banco de Japón endureciera su política monetaria anunciando el fin de los tipos de interés negativos.

La renta variable de Asia sin Japón logró modestas ganancias en el primer trimestre. Taiwán, India y Filipinas fueron los mercados más fuertes del índice MSCI AC Asia ex Japan, mientras que Hong Kong, Tailandia y China terminaron el trimestre en terreno negativo.

La renta variable de los mercados emergentes (ME) subió durante el primer trimestre, pero su rendimiento fue inferior al de sus homólogos de los mercados desarrollados, con China lastrando los rendimientos, a pesar de algunas medidas de estímulo político seleccionadas. El retraso en las expectativas sobre el calendario de recortes de los tipos de interés de la Reserva Federal (Fed) favoreció las rentabilidades, pero afectó negativamente a los mercados sensibles a los tipos de interés, como Brasil.

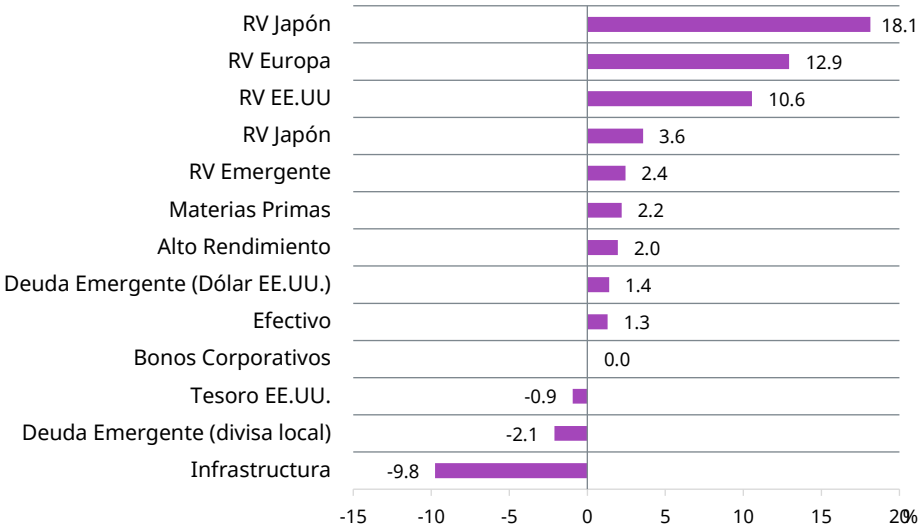
Los rendimientos de la deuda pública subieron en el primer trimestre, ya que las tasas de inflación más altas de lo previsto en EE.UU. y la eurozona desalentaron las esperanzas de recortes de los tipos de interés a corto plazo. La actividad económica mundial mejoró, con Estados Unidos a la cabeza gracias al fuerte gasto de los consumidores, respaldado por el aumento de los salarios reales y la relajación de la inflación. La eurozona mostró signos de recuperación en los servicios y la industria, y el crecimiento de China continuó a pesar de las dificultades del sector inmobiliario.

El rendimiento del Tesoro estadounidense a 10 años subió al 4,21%, el del gilt británico a 10 años al 3,94% y el del bund alemán a 10 años al 2,03%. Los bonos corporativos obtuvieron mejores resultados que la deuda pública, destacando el alto rendimiento del Reino Unido.

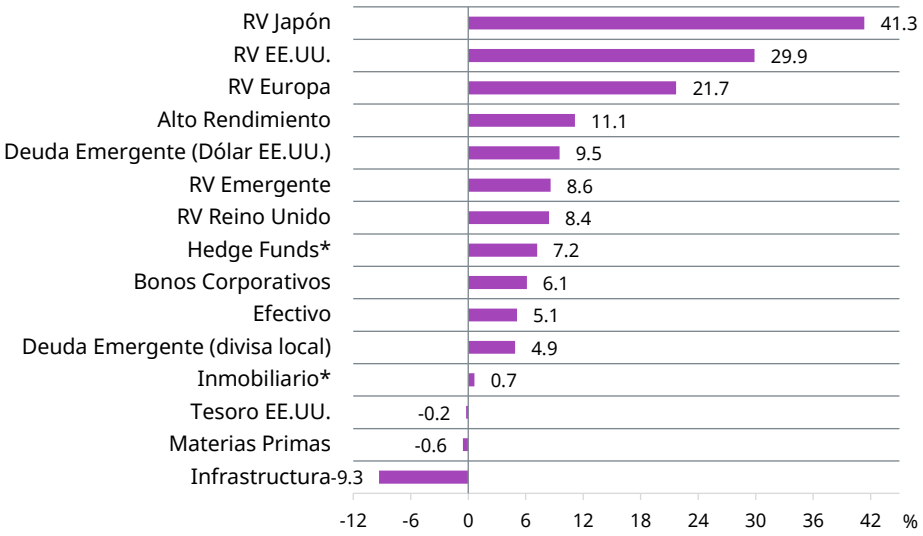
El índice S&P GSCI registró un fuerte crecimiento en el primer trimestre. La energía y la ganadería fueron los sectores con mejores resultados, mientras que la agricultura y los metales industriales registraron un crecimiento más modesto. Dentro de la energía, todos los subsectores registraron un fuerte crecimiento de los precios, salvo el gas natural. Dentro de la agricultura, el precio del cacao subió considerablemente debido a la fuerte demanda y a la escasez en África Occidental, donde se cosecha más de la mitad del cacao en grano del mundo. También subieron los precios del oro y la plata.

Los siguientes gráficos muestran los retornos de las clases de activos a 3 y 12 meses hasta el 31 de marzo de 2024 en términos de moneda local.

Rentabilidad de las distintas clases de activos 3 meses a 31 de marzo de 2024



Rentabilidad de las distintas clases de activos 12 meses a 31 de marzo de 2024



Fuente: Schroders, Datastream a 31 de marzo de 2024. Clases de activos representadas por - UK Equity: Índice FTSE All Share; Renta variable emergente: MSCI Emerging Markets Index; Renta variable japonesa: Índice Topix; Renta variable europea: Índice Euro Stoxx 50; Renta variable estadounidense: Índice S&P 500; EMD (denominados en dólares estadounidenses): JPM EMBI Global Composite Index; EMD (denominados en moneda local): JPM GBI-EM Global Diversified Composite Index; High Yield: BoA/ML Global High Yield Index; Crédito con grado de inversión: BoA/ML Non-Gilts All Stocks Index; Bonos del Tesoro estadounidense: Bank Of America Merrill Lynch Treasury Master (USD); Materias primas: Bloomberg Commodity TR Index. Todos muestran la rentabilidad total bruta, ya sea en moneda local o en la moneda de denominación, puesto que la exposición pasiva a divisas está cubierta.

5. Perspectivas

En nuestro informe anterior, presentábamos nuestro escenario base de "aterrizaje suave", según el cual la economía mundial avanza a un ritmo bastante lento y la inflación sigue enfriándose. Esta sigue siendo, en líneas generales, nuestra opinión, pero los datos económicos han mejorado, lo que nos lleva a mejorar nuestra previsión de crecimiento y a acercarnos más a un escenario de "no aterrizaje". Con un mejor crecimiento y una ventana en la que la inflación debería seguir moviéndose en la dirección correcta, seguimos favoreciendo la renta variable. Sin embargo, a medida que avance el año, la inflación podría volver a ser problemática al disiparse los favorables efectos interanuales. En este contexto más reflacionista, hemos revisado a la baja nuestra opinión sobre los activos de renta fija.

El término " inmaculada desinflación" fue acuñado por los economistas el año pasado para describir un escenario de riesgo improbable en el que la inflación se modera mientras la actividad económica sigue creciendo y el desempleo se mantiene bajo. Ahora parece que este escenario se está cumpliendo. Las perspectivas de la economía mundial son más halagüeñas y hemos revisado al alza nuestra previsión del PIB mundial del 2,2% al 2,6% para 2024. Esta mejora está liderada por EE.UU., donde la economía ha demostrado ser mucho más resistente de lo esperado, al tiempo que la inflación ha seguido moderándose. La creación de empleo está disminuyendo, pero se prevé que siga siendo saludable, apoyando el gasto de los consumidores, que también se está beneficiando de la mejora del crecimiento de los ingresos reales. La eurozona ha logrado evitar una recesión técnica, pero los países con un alto componente manufacturero, como Alemania, están pasando apuros. En este caso, el crecimiento se ha revisado ligeramente al alza, sobre todo por la mejora de las perspectivas exteriores, aunque también se espera que la demanda interna se recupere hasta 2024. Es probable que el mayor crecimiento en los mercados desarrollados, en particular en EE.UU., repercuta positivamente en los mercados emergentes, por lo que hemos revisado al alza nuestras previsiones de actividad.

El equilibrio de riesgos en torno a nuestra visión de referencia se ha desplazado hacia la reflación. En nuestro escenario de auge del consumo, un consumo doméstico más fuerte impulsa el crecimiento y la inversión, lo que empuja los salarios al alza, refuerza la demanda y la inflación es naturalmente más alta. El riesgo a corto plazo de deflación en China también aumenta la probabilidad de que las autoridades inyecten nuevos estímulos sustanciales, que en última instancia resulten reflacionistas. Aunque sigue preocupando la posibilidad de un aterrizaje brusco, la probabilidad que le asignamos a este escenario ha disminuido. Por último, las tensiones geopolíticas siguen siendo una desafortunada constante. Es muy difícil anticiparse a los acontecimientos geopolíticos porque es casi imposible predecir su calendario. La única defensa real consiste en diversificar las inversiones por zonas geográficas y clases de activos.

Aunque la coyuntura económica es favorable a la renta variable, el reto al que se enfrentan actualmente los mercados es que el rendimiento muy concentrado ha hecho que las cosas parezcan desequilibradas. Las bolsas han alcanzado nuevos máximos y algunas de las mayores empresas de crecimiento, como Nvidia, han vuelto a impulsar a los mercados de renta variable. Sin embargo, una mirada a las valoraciones bajo la superficie muestra que, globalmente, las valoraciones de las acciones siguen siendo atractivas. Excluyendo los grandes valores tecnológicos, el S&P 500 cotiza en torno a 19 veces los beneficios previstos para 2024, en línea con la historia reciente. Otros mercados cotizan con un descuento significativo con respecto a Estados Unidos. Aunque no son en absoluto baratos como grupo, incluso los siete magníficos han obtenido unos beneficios empresariales que respaldan sus valoraciones, por lo que aún estamos lejos del territorio de las burbujas.

La recuperación del sector manufacturero mundial favorece a las acciones en Europa, Asia y los mercados emergentes. También hay una ventana en la que la caída de la inflación justifica los recortes de tipos en EE.UU. y Europa, lo que ayuda a las valoraciones, y muchas economías emergentes ya han empezado a relajar su política monetaria. Además, nos gusta Japón desde hace algún tiempo por su política monetaria estimulante y un cambio cultural en curso hacia una mejor asignación del capital y rentabilidad para los accionistas. En conjunto, nos estamos posicionando para una ampliación del rendimiento de los mercados de renta variable, extendiendo nuestra exposición de EE.UU. al resto del mundo. El entorno puede volverse más difícil a medida que avance el año si los bancos centrales no logran cumplir sus objetivos de inflación, pero por ahora, seguimos siendo positivos con respecto a la renta variable.

En cuanto a la renta fija, la resistencia de los datos estadounidenses ha dado lugar a una revisión de las expectativas de tipos en el mercado de renta fija estadounidense, que ahora se ajusta más a nuestra visión de un aterrizaje suave. Aunque los rendimientos han subido, dados los riesgos de reflación y para equilibrar el riesgo en la cartera, hemos rebajado la calificación de la deuda pública a negativa. Nuestra exposición a la renta fija sigue centrada en la generación de ingresos, en lugar de esperar una vuelta a una correlación negativa con la renta variable o una apreciación significativa de los precios. Nos sigue gustando el oro, a pesar de las recientes subidas de precios, porque debería beneficiarse a medida que los bancos centrales empiecen a relajarse y también ofrece protección si la inflación resulta ser más pegajosa de lo esperado. En cuanto a las divisas, preferimos el dólar estadounidense como cobertura de carry positivo para equilibrar el riesgo de la cartera. También tenemos una visión positiva de las divisas de los mercados emergentes, donde vemos que la inflación está bajo control y las balanzas fiscales gozan de buena salud.

En resumen, seguimos posicionados a favor de una mejora del crecimiento mundial y de una coyuntura en la que la inflación siga moderándose. La cuestión clave en los próximos meses es en qué momento las buenas noticias para la economía suponen malas noticias para los mercados. Si la mejora del crecimiento conduce a un aumento de la inflación, la consiguiente subida de los tipos de interés supondría un riesgo para las valoraciones de los activos cíclicos. Mantenemos posiciones cortas en bonos como cobertura frente a este riesgo. Por ahora, sin embargo, la recuperación del sector manufacturero respalda una inclinación pro cíclica de la cartera.

Información Importante

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

Este documento tiene únicamente fines informativos. El material no pretende ser una oferta o solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero. El material no pretende proporcionar asesoramiento contable, jurídico o fiscal, ni recomendaciones de inversión, y no debe utilizarse como tal. La información aquí contenida se considera fiable, pero Schroders no garantiza que sea completa o exacta. No se acepta responsabilidad alguna por errores de hecho o de opinión. No debe confiarse en las opiniones e información contenidas en el documento a la hora de tomar decisiones individuales de inversión y/o estratégicas. Las rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de los resultados futuros, los precios de las acciones y los rendimientos de las mismas pueden tanto bajar como subir y es posible que los inversores no recuperen el importe invertido inicialmente. Schroders será el responsable del tratamiento de sus datos personales. Para obtener información sobre cómo Schroders puede procesar sus datos personales, consulte nuestra Política de Privacidad disponible en www.schroders.com/en/privacy-policy o previa solicitud en caso de que no tenga acceso a esta página web. Emitido por Schroder Investment Management (Europe), 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg. Nº de registro B 37.799.