

GASCONA INVERSIONES, S.A., SICAV

Nº Registro CNMV: 1761

Informe Trimestral del Tercer Trimestre 2018

Gestora: 1) MARCH ASSET MANAGEMENT, S.G.I.I.C., S.A.U.
DELOITTE, S.L.

Depositorio: BANCA MARCH, S.A.

Auditor:

Grupo Gestora: Grupo Depositorio: BANCA MARCH

Rating Depositorio: Baa1 (Moody's)

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en www.bancamarch.es.

La Sociedad de Inversión o, en su caso, la Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionada con la IIC en:

Dirección

CL. CASTELLO, 74
28006 - MADRID
914263700

Correo Electrónico

info@march-am.com

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La CNMV también pone a su disposición la Oficina de Atención al Inversor (902 149 200, e-mail: inversores@cnmv.es).

INFORMACIÓN SICAV

Fecha de registro: 25/05/2001

1. Política de inversión y divisa de denominación

Categoría

Otros Vocación inversora: Global Perfil de Riesgo: 4, en una escala de 1 a 7.
La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil.

Descripción general

Política de inversión: La Sociedad invertirá un porcentaje superior al 50% de su patrimonio en IIC financieras que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora.

La Sociedad podrá invertir, directa o indirectamente a través de IIC, en activos de renta variable, renta fija u otros activos aptos según la normativa vigente y sin predeterminación de porcentajes de exposición para cada activo pudiendo ser la totalidad en cualquiera de ellos. En renta fija, además de valores, se incluyen depósitos a la vista o con vencimiento inferior a un año en entidades de crédito de la UE o de Estado OCDE sujeto a supervisión prudencial e instrumentos del mercado monetario no cotizados que sean líquidos.

No hay objetivo predeterminado ni límites máximos de distribución de activos por tipo de emisor (público o privado), ni por rating de emisión/emisor, ni duración, ni por capitalización bursátil, ni por divisa, ni por sector económico, ni por países. Se podrá invertir en países emergentes. La exposición a riesgo divisa puede alcanzar el 100% de la exposición total. La gestora no invertirá en aquellas emisiones que a su juicio tengan una calidad crediticia inferior a la emitida por agencias de calificación crediticia.

La Sociedad no tiene ningún índice de referencia en su gestión.

Operativa en instrumentos derivados

La metodología aplicada para calcular la exposición total al riesgo de mercado es el método del compromiso

Una información más detallada sobre la política de inversión del Sociedad se puede encontrar en su folleto informativo.

Divisa de denominación EUR

2. Datos económicos

	Periodo actual	Periodo anterior	2018	2017
Índice de rotación de la cartera	0,23	1,19	0,64	0,00
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	-0,52	-0,52	-0,35	0,00

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso. En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, éste dato y el de patrimonio se refieren a los últimos disponibles

2.1.b) Datos generales.

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

	Periodo actual	Periodo anterior
Nº de acciones en circulación	1.001.434,00	1.001.444,00
Nº de accionistas	167,00	177,00
Dividendos brutos distribuidos por acción (EUR)	0,00	0,00

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo		
		Fin del período	Mínimo	Máximo
Periodo del informe	8.697	8,6843	8,5999	8,7463
2017	8.638	8,6259	8,2766	8,6700
2016	8.288	8,2767	7,7585	8,3013
2015	8.237	8,2257	7,7371	8,4704

Cotización de la acción, volumen efectivo y frecuencia de contratación en el periodo del informe

Cotización (€)			Volumen medio diario (miles €)	Frecuencia (%)	Mercado en el que cotiza
Mín	Máx	Fin de periodo			
0,00	0,00	0,00	0	0,00	N/D

Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio

	% efectivamente cobrado						Base de cálculo	Sistema de imputación
	Periodo			Acumulada				
	s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
Comisión de gestión	0,13	0,00	0,13	0,37	0,00	0,37	patrimonio	
Comisión de depositario			0.03			0.07	patrimonio	

2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

Rentabilidad (% sin anualizar)

Acumulado 2018	Trimestral				Anual			
	Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2017	2016	2015	2013
0,68	0,88	1,24	-1,42	0,99	4,22	0,62	5,83	5,80

Gastos (% s/ patrimonio medio)	Acumulado 2018	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2017	2016	2015	2013
Ratio total de gastos (iv)	0,55	0,18	0,18	0,19	0,32	1,29	1,05	0,68	0,71

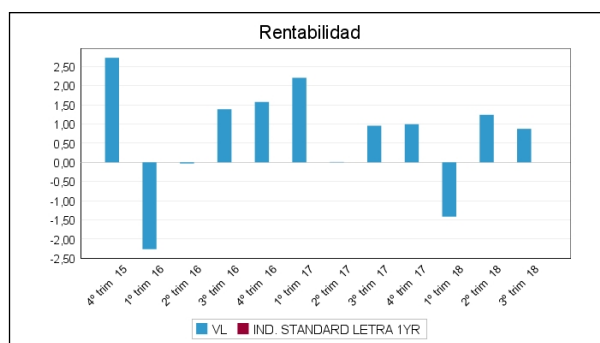
(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC este ratio incluye, de forma adicional al anterior, los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones, que incluyen las comisiones de suscripción y reembolso. Este ratio no incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

En el caso de inversiones en IIC que no calculan su ratio de gastos, éste se ha estimado para incorporarlo en el ratio de gastos.

Evolución del valor liquidativo, cotización o cambios aplicados. Ultimos 5 años



Rentabilidad trimestral de los últimos 3 años



2.3 Distribución del patrimonio al cierre del período (Importes en miles de EUR)

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	8.223	94,55	8.422	97,69
* Cartera interior	833	9,58	1.400	16,24
* Cartera exterior	7.391	84,98	7.023	81,46
* Intereses de la cartera de inversión	0	0,00	0	0,00
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	292	3,36	30	0,35
(+/-) RESTO	181	2,08	169	1,96
TOTAL PATRIMONIO	8.697	100,00 %	8.621	100,00 %

Notas:

El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

Las inversiones financieras se informan a valor e estimado de realización.

2.4 Estado de variación patrimonial

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin periodo anterior
	Variación del período actual	Variación del período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)	8.621	8.515	8.638	
± Compra/ venta de acciones (neto)	0,00	0,01	0,01	-115,17
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Rendimientos netos	0,87	1,22	0,68	-28,51
(+) Rendimientos de gestión	1,05	1,43	1,26	-25,75
+ Intereses	0,00	0,00	0,01	1.329,26
+ Dividendos	0,12	0,42	0,62	-71,32
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,02	0,04	0,09	-44,91
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	0,63	0,71	0,89	-10,42
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultado en derivados (realizadas o no)	-0,11	-0,10	-0,11	5,84
± Resultado en IIC (realizados o no)	0,36	0,73	0,13	-50,83
± Otros resultados	0,03	-0,37	-0,36	-107,48
± Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-0,19	-0,21	-0,59	-8,72
- Comisión de sociedad gestora	-0,13	-0,12	-0,37	1,56
- Comisión de depositario	-0,03	-0,03	-0,07	-0,12
- Gastos por servicios exteriores	-0,02	-0,02	-0,06	32,68
- Otros gastos de gestión corriente	-0,01	-0,02	-0,04	-53,58
- Otros gastos repercutidos	-0,01	-0,03	-0,04	-63,84
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,01	50,14
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,00	0,01	50,14
+ Otros ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Revalorización inmuebles uso propio y resultados por enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)	8.697	8.621	8.697	

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

3. Inversiones financieras

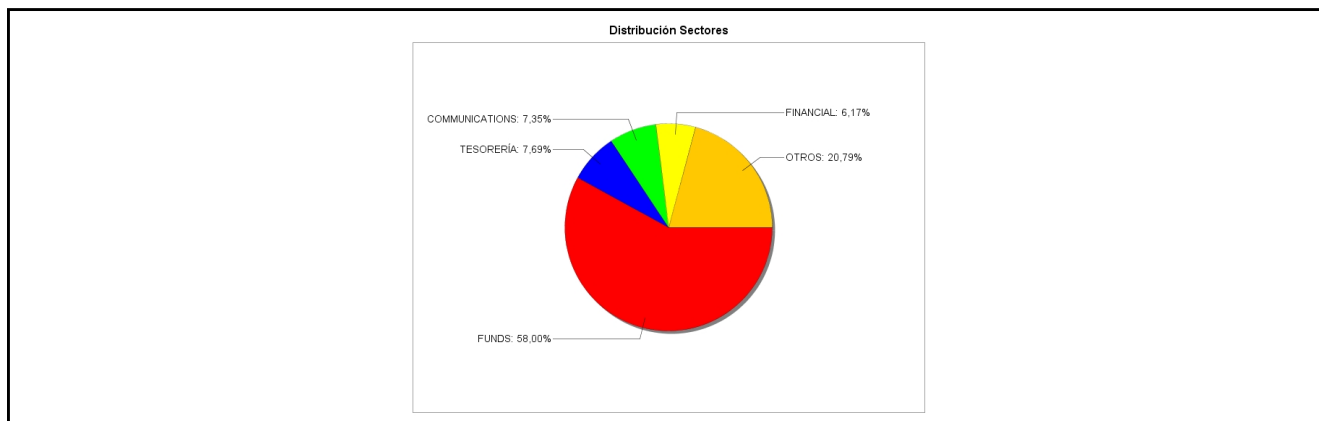
3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

Descripción de la inversión y emisor	Periodo actual		Periodo anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	86	0,99	86	1,00
TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RF PENDIENTE ADMISION A COTIZACION	0	0,00	0	0,00
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS	207	2,38	760	8,82
TOTAL RENTA FIJA	293	3,37	846	9,82
TOTAL RV COTIZADA	189	2,17	204	2,36
TOTAL RV NO COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA VARIABLE	189	2,17	204	2,36
TOTAL IIC	350	4,03	350	4,06
TOTAL DEPÓSITOS	0	0,00	0	0,00
TOTAL ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO + otros	0	0,00	0	0,00
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR	833	9,57	1.400	16,24
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	499	5,73	299	3,47
TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA	299	3,44	99	1,15
TOTAL RF PENDIENTE ADMISION A COTIZACION	0	0,00	0	0,00
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA FIJA	798	9,17	398	4,62
TOTAL RV COTIZADA	1.900	21,83	1.824	21,13
TOTAL RV NO COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA VARIABLE	1.900	21,83	1.824	21,13
TOTAL IIC	4.694	53,95	4.802	55,70
TOTAL DEPÓSITOS	0	0,00	0	0,00
TOTAL ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO + otros	0	0,00	0	0,00
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	7.392	84,95	7.024	81,45
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	8.224	94,52	8.424	97,69

Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

3.2 Distribución de las inversiones financieras, al cierre del período: Porcentaje respecto al patrimonio total



3.3 Operativa en derivados. Resumen de las posiciones abiertas al cierre del periodo (importes en miles de EUR)

Subyacente	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
EURO	C/ FUTURO EURO E-MINI FUT DEC18	629	Inversión
Total subyacente tipo de cambio		629	
TOTAL OBLIGACIONES		629	

4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal de la negociación de acciones		X
b. Reanudación de la negociación de acciones		X
c. Reducción significativa de capital en circulación		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
f. Imposibilidad de poner más acciones en circulación		X
g. Otros hechos relevantes		X

5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No aplicable.

6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Accionistas significativos en el capital de la sociedad (porcentaje superior al 20%)	X	
b. Modificaciones de escasa relevancia en los Estatutos Sociales		X
c. Gestora y el depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)	X	
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente		X
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, director o asesor, o se han prestado valores a entidades vinculadas.		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión, depositario u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo.	X	
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC.	X	
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas		X

7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

En el periodo se han realizado operaciones de carácter repetitivo o de escasa relevancia según el siguiente detalle:

Divisa: 294.331,93 euros

Repo: 56.357.673,22 euros

Existen los siguientes accionistas con participaciones significativas:

1: 327.945,50 participaciones que supone 32,75 % del patrimonio

2: 327.945.50 participaciones que supone 32,75 % del patrimonio

8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

No aplicable.

9. Anexo explicativo del informe periódico

POLÍTICA DE INVERSIÓN

PANORAMA ECONÓMICO Y PERSPECTIVAS

Se cumplen diez años de intervenciones extraordinarias por parte de los Bancos Centrales en los mercados financieros. Durante estos diez años hemos visto cómo el único factor realmente importante era la magnitud y evolución del programa de compras de bonos por parte de dichos Bancos Centrales, siendo este el principal determinante de la valoración del resto de activos. Un mercado dirigido y condicionado de forma deliberada por una autoridad centralizada ha tenido efectos colaterales tales como:

- Eliminación de la volatilidad
- Estrechamiento artificial de los diferenciales de crédito por el efecto exclusión
- Tipos de interés negativos
- Alza de los mercados bursátiles.

Otro efecto de este tipo de intervención ha sido acentuar aún más de los desequilibrios en el reparto de la riqueza entre los inversores en activos financieros y las grandes corporaciones y los trabajadores. Esta divergencia ha traído consigo el florecimiento de movimientos de corte populista y antisistema a ambos lados del Atlántico, desde el "America First" hasta el desafío contra la UE por partidos de corte antisistema en Italia pasando por el Brexit.

Lógicamente, no todas las consecuencias han sido negativas. Las políticas monetarias no ortodoxas consiguieron mitigar los efectos de la gran crisis financiera iniciada en 2008 y que sin duda hubiese tenido consecuencias incluso peores de no haberse adoptado. La gran pregunta a la que nos enfrentamos, así como la prueba de la solidez del sistema y de la capacidad de las firmas de gestión de activos será el comportamiento del primero y el desempeño de las segundas ahora que el crecimiento económico mundial sigue siendo satisfactorio, los resultados empresariales son robustos y que la intervención de los Bancos Centrales ha comenzado su marcha atrás. ¿Volveremos a un ciclo económico clásico o tiraremos de arsenal de políticas monetarias no convencionales?

En el momento de ciclo actual es importante diferenciar entre los que significa una "moderación cíclica" (en la que pensamos que nos encontramos) y una "contracción" (de la cual no parece haber síntomas en el corto plazo). Tras el mayor ciclo alcista bursátil de la historia y la recuperación experimentada en las tasas de crecimiento de las distintas economías mundiales, sobre todo con un crecimiento sincronizado a nivel mundial desde 2016, parece evidente afirmar que nos encontramos en un ciclo maduro.

Esta madurez queda muy bien ilustrada en la evolución de un índice de actividad como es el Purchasing Managers Index o PMIs a nivel global. Se considera que una economía entra en contracción cuando este indicador muestra medidas por debajo de 50. Como puede verse en el gráfico de la derecha, todas las regiones del mundo han experimentado aceleraciones desde el segundo semestre de 2016. En economías desarrolladas es, no obstante, imposible incrementar de forma permanente la actividad sobre el trimestre anterior por una simple cuestión de cálculo. Es por ello que vemos que la actividad en el sector manufacturero experimentó un pico en el primer trimestre de 2018 y ha desacelerado su crecimiento durante el resto del año, sin que ello signifique que se encuentre en contracción o que esta vaya a ser necesariamente su evolución futura próxima. En este sentido, pensamos que se trata más de una moderación frente al fuerte crecimiento experimentado en trimestres anteriores y un reflejo de la madurez actual del ciclo mencionada anteriormente. Hay que resaltar de hecho el último dato publicado en el mes de Agosto en EEUU, que fue por encima de 61.

TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS DE RENTA FIJA

Los bonos de gobiernos y los activos libres de riesgo siguen ofreciendo rentabilidades cercanas a cero o directamente negativas. Incluso si los tipos se mantuviesen en los niveles actuales, los retornos finales de los bonos a corto y medio plazo seguirían siendo negativos para el inversor. A esto hay que añadir las observaciones del presidente del BCE Mario Draghi en su última comparecencia ante el Parlamento Europeo el pasado 24/09/2018 en las que finalmente advertía de una recuperación "relativamente vigorosa" de la inflación subyacente por el crecimiento de los salarios y de la escasez de mano de obra en algunos países y sectores, indicando que esta tendencia se mantendría a medio plazo. En lo relativo al crecimiento, Draghi planteaba también por primera vez un panorama optimista para la Eurozona pese a las amenazas que suponen la guerra comercial y la vulnerabilidad de algunas economías emergentes.

MERCADOS BURSÁTILES

El crecimiento de los beneficios corporativos ha seguido a un ritmo del 15% aproximadamente durante la primera mitad del 2018. Las compañías americanas, que representan un 50% del total de la capitalización bursátil mundial, se han visto además beneficiadas por el impulso fiscal desde comienzos del presente ejercicio y un robusto crecimiento tanto local como a nivel mundial. Beneficios subiendo y ligeras correcciones en precio como las observadas durante los meses de Agosto y Septiembre han hecho que los múltiplos de valoración (PER) se relajen en prácticamente en todas las plazas mundiales y que ahora mismo tengamos unas valoraciones en línea con las históricas a largo plazo y sensiblemente más bajas a las de hace un año en estas mismas fechas.

El argumento de valoración unido a que no pensamos que nos encontramos todavía frente a una contracción cíclica y que, pasado Octubre, entramos en meses que tradicionalmente son favorables a la evolución de las bolsas, nos a ser selectivos e incrementar de forma progresiva nuestro peso en renta variable disminuyendo la asignación a liquidez que mantuvimos durante el trimestre anterior.

El sector bancario merece una especial atención. Todo el sector experimentó un intenso escrutinio regulatorio como consecuencia de la gran crisis financiera de 2008. La interconectividad del sistema financiero y el alto nivel de apalancamiento combinado con bajos colchones de capital del sector fueron algunas de las claves que originaron esta y que amplificaron sus efectos a nivel global. Como consecuencia de todo ello, los bancos europeos se encuentran mucho mejor posicionados desde un punto de vista de solvencia para afrontar cualquier crisis de liquidez futura, si bien es cierto que, como consecuencia de las mayores exigencias de capital actuales y la política de tipos cero implementada por los bancos centrales, afrontan un problema de ingresos y de vuelta a la rentabilidad (ROEs) vía márgenes. Tras el proceso de consolidación y adaptación a las nuevas exigencias de capital experimentado desde 2009, alguno de los "vientos de cara", experimentados por el sector, empiezan a ceder. Aunque en general la rentabilidad sobre activos ha mejorado notablemente, el retorno hacia ROEs aceptables para el accionista sigue siendo la gran asignatura pendiente. Se trata no obstante de un problema de rentabilidad y no de solvencia, que es la principal amenaza de una industria que, por la propia naturaleza de su negocio, opera con amplios niveles de apalancamiento..

En cuanto a los mercados emergentes, estos han mostrado históricamente una fuerte correlación inversa con los movimientos de U\$, comportándose relativamente peor en fases de apreciación de este último. En lo que llevamos de 2018, tan sólo Colombia, Qatar y México han obtenido un mejor resultado que el MSCI World. Pensamos que actualmente la divisa americana debería estabilizarse en los niveles actuales, ya que el efecto del ciclo de subidas de tipos de interés por parte de la FED ha sido ya incorporado al mercado y una pausa en dicho ciclo podría ser un catalizador muy positivo para los EM en su conjunto.

RECOMENDACIONES Y ESTRATEGIA DE INVERSION

En línea con lo comentado en párrafos anteriores, pensamos que el hecho de asistir a una simple moderación del ciclo económico y que de momento no existen señales que nos lleven a anticipar una brusca contracción de la actividad a nivel

mundial, junto con las previsiones de beneficios empresariales para el tercer trimestre de 2018 indican que es demasiado pronto para adoptar una posición muy prudente en los activos de renta variable.

Somos especialmente positivos en la evolución de las bolsas europeas, donde el peso del sector financiero es muy relevante y donde los factores que mencionábamos (tipos de interés negativos y presión regulatoria) se encuentran ya reflejados en las valoraciones actuales, especialmente en el caso de bancos españoles. El fin del ciclo de tipos negativos en Europa y la estabilización del Euribor debería dar soporte a las cotizaciones del sector, que por su peso relativo dentro de los índices europeos implicaría un mejor comportamiento de estos frente a sus homólogos USA.

En cuanto a los mercados emergentes, aunque los riesgos de una guerra comercial, una posible recesión en USA según avance 2019 o el enfriamiento del crédito en China son factores que pesan en contra, creemos que las valoraciones son actualmente muy atractivas dentro de este segmento y que por lo tanto este es un punto de entrada que presenta un margen de seguridad aceptable.

En todo lo relativo a la renta fija, pensamos que lo acertado es continuar con estrategias basadas en mantener duraciones bajas en todas nuestras carteras. La preservación del capital acumulado tras muchos años de rentabilidades positivas en el segmento de renta fija, es el principal objetivo de las carteras más conservadoras mientras que las TIRes se recuperan y estabilizan. Por dicha razón los bonos flotantes han pasado a representar una parte importante de nuestras carteras de corto plazo.

En el contexto actual, donde el mundo no puede operar con tipos excesivamente altos, la gradual recuperación de tipos de interés positivos no debería ser un proceso muy largo y tampoco contemplamos tipos en línea con los que han sido normales históricamente, aunque sí superiores a los actuales. Existen oportunidades en bonos corporativos dentro de mercados emergentes, pero es necesario un análisis de crédito nombre a nombre. También vemos valor en el bono a 10 años USA para construir posiciones en niveles que van desde el 3,10% al 3,25% para aquellos inversores con una parte de su cartera denominada en dólares.

COMENTARIO DE GESTIÓN

El FMI ha corregido a la baja las estimaciones de crecimiento mundial para el presente ejercicio y los siguientes. Las principales razones de dicha modificación de las expectativas son los riesgos crecientes a nivel mundial, entre los que destacan principalmente la guerra comercial entre China y EE.UU., el Brexit y el repunte del déficit en Italia.

Como en meses precedentes, la tensión comercial entre EE.UU. y China sigue al alza sin haber alcanzado un acuerdo entre las partes para relajar la escalada de medidas arancelarias adoptadas por ambas administraciones. De este modo, Donald Trump anunció la imposición de aranceles sobre importaciones chinas por valor de 200.000M\$, mientras que China se ha visto forzada a suspender las negociaciones con el gobierno norteamericano e impuso aranceles a sus bienes por valor de 60.000M\$.

En Europa los riesgos políticos se centran en Italia tras la decisión del ejecutivo del país transalpino de aumentar el objetivo de déficit público hasta el 2,4% del PIB para el año que viene, desviándose de las directrices comunitarias. La decisión ha sido penalizada por los inversores a través de la prima de riesgo exigida tanto a corto como a largo plazo, lo que ha llevado a un ensanchamiento del diferencial de la rentabilidad exigida frente a otros países periféricos.

Adicionalmente, sigue la incertidumbre respecto a la salida ordenada del Reino Unido de la UE, sin que se hayan alcanzado acuerdos relevantes entre las partes.

También los mercados emergentes han tenido un comportamiento negativo tanto en la divisa como en sus índices bursátiles de referencia, especialmente en países como Argentina o Turquía donde los desajustes macroeconómicos han sido penalizados por los inversores.

Por su parte, los bancos centrales empiezan a retirar estímulos en la implementación de sus políticas monetarias. La FED

ha empezado a contraer su balance a la vez que continuará subiendo tipos. El BCE dejará de expandir su balance a finales de año y solo renovará vencimientos. Todo ello, implicará que los bancos centrales comenzarán a drenar liquidez neta de la economía en el proceso de normalización de la política monetaria, con el objetivo de mantener los objetivos de crecimiento en los niveles actuales y una inflación contenida.

Todo ello, se ha traducido en un repunte de la volatilidad de las carteras.

Por la parte de la renta fija tuvimos en USA, a la FED de nuevo subiendo el precio oficial del dinero en 25pb, hasta el 2-2,25%. El resto de bancos centrales desarrollados mantuvieron sus referencias, sin cambios. Con lo cual el índice de bonos de gobierno mundiales sufrió con fuerza cayendo un 1% al cierre del trimestre, sin manifestarse cambios significativos en los índices de bonos corporativos, o de cuasi liquidez. Por el lado de las operaciones de cartera, seguimos comprando pagarés, y completando nuestra cartera de bonos flotantes en las sociedades tanto de emisores financieros como no financieros.

El asombroso aumento de la liquidez mundial que orquestaron los bancos centrales desde 2009 vivió en 2017 su última gran oleada. El discurso de los bancos centrales ya no deja lugar a dudas: el sistema mundial de liquidez seguirá debilitándose para terminar revirtiéndose por completo a partir del año que viene. A día de hoy, la retirada de liquidez de la FED no afecta en absoluto a la economía estadounidense. La generosa política presupuestaria de la Administración Trump constituye un importante catalizador del crecimiento que, aunada al ajuste monetario, hace las veces de «aspirador» de dólares en el mundo, lo que asfixia a los países que dependen de esta moneda (como Argentina), pero mantiene unas condiciones monetarias en el país norteamericano que siguen siendo muy favorables.

Ante este entorno, es necesario adoptar un enfoque sofisticado y táctico, con una gestión activa de los riesgos, ya que las rentabilidades van a polarizarse. Ante este panorama, hemos mantenido la diversidad de gestores, pero hemos buscado un posicionamiento más conservador. Por un lado hemos reducido exposición a activos de renta fija con un perfil de riesgo más elevado (ejemplo: convertibles) pero también hemos bajado el peso en aquellos fondos que gestionan un solo activo, dado que tienen menor margen de maniobra que gestores globales con facilidad para cambiar su asignación dentro de los diferentes activos de la renta fija. Por ello, podemos encontrar en cartera fondos como el Pimco Income, Jupiter Dynamic Bond o BNYM Global Dynamic Bond.

Por el lado de las divisas, tuvimos una ligera apreciación del USD frente al Euro, asimismo el Franco Suizo se apreció también un 1,6%, y en cambio el Yen Japonés, perdió un 1,9%. Los principales movimientos se dieron en las divisas emergentes, al calor de la mayor volatilidad en su situación macroeconómica, el Peso Argentino, se depreció un 29,5%, y la Lira Turca otro 23,6%. En cambio el Peso Mexicano subió un 7,1%. Por el lado de las operaciones de cartera, mantenemos la cobertura al dólar rolando las posiciones con futuros sobre divisa.

La tendencia de la primera mitad del año se mantiene en el tercer trimestre en lo que se refiere a la evolución de los principales índices de renta variable mundiales: mejor desempeño de los índices norteamericanos frente a los europeos y de mercados emergentes. De este modo, los que peor se han comportado han sido el Ibex 35 -2,43% y MSCI Emerging Markets -2,02%. Por su lado, el Eurostoxx 50 se ha mantenido plano +0,11%, mientras que S&P 500 +7,20% y Nasdaq +7,14%. Los riesgos latentes a nivel mundial han afectado de forma dispar en los diferentes sectores. El sector tecnológico junto con salud serían los que mejor se han comportado, mientras que aquellos más cíclicos o con mayor exposición a economías emergentes han tenido un peor comportamiento en el periodo.

La cartera varía su exposición en renta variable, pasando de un 38,53% a un 38,18% de peso. En este contexto de incremento de volatilidad, el "stock picking" dentro de un mismo sector adquiere especial relevancia. Por ello, hemos aprovechado a vender la posición que teníamos en Diageo, que ha alcanzado los niveles de valoración objetivo, por AB InBev, compañía que ha pasado de un crecimiento inorgánico a orgánico, con una generación de caja consistente que ayudará a la amortización de deuda. Adicionalmente esperamos que tenga sinergias en costes una vez integre las últimas

adquisiciones.

En el proceso de diversificación de la cartera, tomamos posición en Michelin, compañía con mejora en volúmenes por una recuperación en el mercado de autos y camiones, y en medio de un proceso de reestructuración que implicaría un aumento en la generación de caja estructural, que consecuentemente un crecimiento sostenible de los dividendos. Para ello, hemos generado liquidez a través de la venta de JP Morgan que ha alcanzado los niveles de valoración objetivo.

La exposición a renta variable se estructura en una serie de fondos temáticos globales en la que se delega la exposición a sectores de crecimiento y una serie de fondos regionales (Estados Unidos, Europa y mercados emergentes) con distintos estilos de gestión que persiguen el objetivo de obtener una cartera robusta de cara a las esperadas fluctuaciones. Tomamos beneficios en el fondo LM Royce Small Caps, tras el buen comportamiento de las empresas de pequeña capitalización de los EE.UU. como consecuencia de su buen momento económico, así como del viento de cola de la rebaja fiscal y desregulación de la administración republicana. Se aumenta la exposición a PYMES europeas a través de los fondos Mandarin Unique y Melchior.

En los últimos 12 meses las estrategias de retorno absoluto está manteniendo no sólo una beta muy baja con los activos tradicionales, sino también una correlación muy baja con los mismos; mientras que la baja volatilidad que muestran es una característica general de todos los activos, y no sólo de este tipo de activo. Por otro lado, entre los gestores de estrategias de retorno absoluto, se extiende un posicionamiento con un enfoque defensivo, especialmente en los fondos más conocidos en la industria, ya que entienden que hay elevadas valoraciones en Renta Variable, niveles mínimos de diferenciales en crédito y expectativas de subidas de tipos. Por ello, nos explican que la manera de aportar mayor valor añadido a las carteras es intentar minimizar aún más de lo habitual correlación con los mercados tradicionales.

Entendemos que no serán fondos que busquen aportar rentabilidad positiva en cualquier escenario, y que buscarán hacerlo mejor sólo en escenarios bajistas de los mercados. Hemos decidido vender el fondo Blackstone Diversified Multi-Strategy, y en su lugar estamos incorporando (con menos peso para estar diversificados) otras estrategias que mantengan ese objetivo de obtener rentabilidades positivas en periodos de 12 meses, y como ejemplo de fondos de este estilo, estamos comprando el M&G Dynamic Allocation.

Durante el período, los valores que más han contribuido a la rentabilidad de la cartera han sido:

- * ACC. THE WALT DISNEY CO. (rendimiento 0,17 %)
- * ACC. CHECK POINT SOFTWARE TECHNOLOGIES (rendimiento 0,16 %)
- * PART. ROBECO US PREMIUM EQ-I\$ (rendimiento 0,16 %)
- * ACC. SOFTBANK GROUP CORP (rendimiento 0,41 %)
- * PART. BROWN ADVISORY US EQ GRW FD (rendimiento 0,17 %)

Durante el período, el patrimonio de la IIC ha aumentado en 75.366 euros, el número de accionistas ha disminuido en -10 y la rentabilidad neta de la IIC ha sido de un 0,88 %

El impacto total de gastos soportados por la IIC en el período sobre la rentabilidad obtenida ha sido de un 0,18 %, de los cuales un 0,18 % corresponde a gastos directos y un 0 % corresponde a gastos indirectos por inversión en otras IICs.

En la tabla 2.4 del presente informe, puede consultar los conceptos que en mayor o menor medida han contribuido a la variación del patrimonio de la IIC durante el período. Fundamentalmente, dicha variación viene explicada por las suscripciones y/ reembolsos del período, los resultados obtenidos por la cartera de inversión (con un detalle por tipología de activos), los gastos soportados (comisiones, tasas, etc...) y otros conceptos menos significativos.

A fecha del informe, la IIC tenía inversiones integradas dentro del artículo 48.1.j del RIIC:

- * ACC. UNIVEL INVERSIONES SICAV (0 % sobre patrimonio)

A fecha del informe, la IIC no tenía inversiones en litigio de dudosa recuperación.

La IIC mantiene posiciones superiores al 10% de su patrimonio en fondos de terceros. La denominación de las gestoras en las que se invierte un porcentaje significativo es el siguiente:

- * MARCH AM (4,03 % sobre patrimonio)
- * BLACKROCK LUXEMBOURG (8,56 % sobre patrimonio)
- * EVLI FUND MANAGEMENT (3,96 % sobre patrimonio)

La IIC ha efectuado operaciones de:

- * Euturos con finalidad de inversión.

Con apalancamiento medio de la IIC de referencia del 52,02 %

10 Detalle de inversiones financieras

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ES00000126W8 - BONO ESTADO ESPAÑOL 0,55 2019-11-30	EUR	86	0,99	86	1,00
Total Deuda Pública Cotizada mas de 1 año		86	0,99	86	1,00
Total Deuda Pública Cotizada menos de 1 año		0	0,00	0	0,00
Total Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		0	0,00	0	0,00
Total Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año		0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA		86	0,99	86	1,00
TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA		0	0,00	0	0,00
TOTAL RF PENDIENTE ADMISION A COTIZACION		0	0,00	0	0,00
ES0000012A89 - REPO B. MARCH 0,40 2018-10-01	EUR	207	2,38	0	0,00
ES0000012A89 - REPO B. MARCH 0,40 2018-07-02	EUR	0	0,00	760	8,82
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS		207	2,38	760	8,82
TOTAL RENTA FIJA		293	3,37	846	9,82
ES0171996087 - ACCIONES GRIFOLS SA	EUR	63	0,72	67	0,77
ES0148396007 - ACCIONES INDITEX	EUR	89	1,02	99	1,15
ES0183746314 - ACCIONES VIDRALA SA	EUR	37	0,43	38	0,44
TOTAL RV COTIZADA		189	2,17	204	2,36
TOTAL RV NO COTIZADA		0	0,00	0	0,00
TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN		0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA VARIABLE		189	2,17	204	2,36
ES0109134033 - PARTICIPACIONES BARCLAYS BANK SAU	EUR	0	0,00	0	0,00
ES0162083002 - PARTICIPACIONES BARCLAYS BANK SAU	EUR	0	0,00	0	0,00
ES0181012032 - PARTICIPACIONES BARCLAYS BANK SAU	EUR	0	0,00	0	0,00
ES0114935036 - PARTICIPACIONES BARCLAYS BANK SAU	EUR	0	0,00	0	0,00
ES0161032034 - PARTICIPACIONES IM. PREMIER RF CP	EUR	350	4,03	350	4,06
TOTAL IIC		350	4,03	350	4,06
TOTAL DEPÓSITOS		0	0,00	0	0,00
TOTAL ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO + otros		0	0,00	0	0,00
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		833	9,57	1.400	16,24
Total Deuda Pública Cotizada mas de 1 año		0	0,00	0	0,00
Total Deuda Pública Cotizada menos de 1 año		0	0,00	0	0,00
Total Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		0	0,00	0	0,00
XS1882544205 - BONO ING GROEP 0,53 2023-09-20	EUR	100	1,15	0	0,00
XS1837195640 - BONO SACYR SA 2,83 2022-06-10	EUR	100	1,15	100	1,16
XS1824425265 - BONO PETROLEOS MEXICANOS 2,08 2023-08-24	EUR	101	1,17	101	1,17
XS1756434194 - BONO BNP PARIBAS 0,01 2023-01-19	EUR	98	1,13	98	1,14
XS1788584321 - BONO BBVA 0,28 2023-03-09	EUR	98	1,13	0	0,00
Total Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año		499	5,73	299	3,47
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA		499	5,73	299	3,47
XS1888970537 - PAGARE EUSKALTEL SA 0,23 2019-01-31	EUR	200	2,30	0	0,00
XS1815320251 - PAGARE ACCIONA 0,71 2019-04-26	EUR	99	1,14	99	1,15
TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA		299	3,44	99	1,15
TOTAL RF PENDIENTE ADMISION A COTIZACION		0	0,00	0	0,00
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS		0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA FIJA		798	9,17	398	4,62
GB00BWFY5505 - ACCIONES NIELSEN HOLDINGS PLC	USD	56	0,65	62	0,72
US26078J1007 - ACCIONES DOWDUPONT INC	USD	90	1,04	92	1,06
CH0030170408 - ACCIONES GEBERIT AG-REG	CHF	48	0,55	44	0,51
BE0974293251 - ACCIONES INBEV NV BREWS	EUR	39	0,45	0	0,00
NL0011821202 - ACCIONES ING GROEP	EUR	61	0,70	68	0,78
DK0060542181 - ACCIONES ISS A/S	DKK	51	0,59	49	0,57
JP3436100006 - ACCIONES SOFTBANK GROUP CORP	JPY	122	1,40	86	1,00
GB0000456144 - ACCIONES ANTOFAGASTA PLC	GBP	45	0,52	53	0,61
FR0000133308 - ACCIONES ORANGE	EUR	60	0,69	62	0,72
US7960508882 - ACCIONES SAMSUNG ELECTRON	USD	49	0,56	48	0,56
DE0006047004 - ACCIONES HEIDELBERGCEMENT AG	EUR	47	0,54	50	0,59
FR0000121261 - ACCIONES MICHELIN	EUR	43	0,49	0	0,00
FR0000120644 - ACCIONES DANONE	EUR	59	0,68	56	0,65
IL0010824113 - ACCIONES CHECK POINT SOFT	USD	78	0,90	65	0,75
CH0012221716 - ACCIONES ABB LTD	CHF	58	0,67	54	0,62
IT0000072618 - ACCIONES INTESA SANPAOLO SPA	EUR	67	0,77	75	0,88
US7427181091 - ACCIONES PROCTER & GAMBLE	USD	78	0,90	73	0,84
GB0002374006 - ACCIONES DIAGEO PLC	GBP	0	0,00	84	0,97
AN8068571086 - ACCIONES SLB	USD	63	0,72	69	0,80
US2546871060 - ACCIONES WALT DISNEY	USD	139	1,59	123	1,43
FR0000120628 - ACCIONES AXA SA	EUR	57	0,66	52	0,60
US9130171096 - ACCIONES U. TECHNOLOGIES	USD	63	0,72	56	0,65
FR0000120578 - ACCIONES SANOFI-AVENTIS	EUR	65	0,75	59	0,68
US9497461015 - ACCIONES WELLS FARGO	USD	54	0,62	57	0,66
DE0005557508 - ACCIONES DEUTSCHE TELEKOM	EUR	58	0,67	56	0,64
US17275R1023 - ACCIONES CISCO SYSTEMS	USD	61	0,70	53	0,62
DE000BAY0017 - ACCIONES BAYER AG	EUR	44	0,51	55	0,63

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
FR0000120271 - ACCIONES TOTAL	EUR	202	2,32	189	2,19
FR0000120172 - ACCIONES CARREFOUR	EUR	41	0,47	34	0,40
TOTAL RV COTIZADA		1.900	21,83	1.824	21,13
TOTAL RV NO COTIZADA		0	0,00	0	0,00
TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN		0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA VARIABLE		1.900	21,83	1.824	21,13
IE00B8FF3S47 - PARTICIPACIONES MELLON GLOBAL MG	EUR	87	1,00	0	0,00
LU1534073041 - PARTICIPACIONES DWS INVESTMEN SA (DE	EUR	228	2,62	228	2,65
LU0156671504 - PARTICIPACIONES CANDRIAM LUXEMBOURG	EUR	87	1,00	0	0,00
LU0468289250 - PARTICIPACIONES BLACKROCK LUXEMBOURG	EUR	590	6,79	591	6,86
IE00B0PVD865 - PARTICIPACIONES BROWN ADVISORY LLC	USD	150	1,73	222	2,58
IE00B23Z8S99 - PARTICIPACIONES LEGG MASON MANAG.	USD	46	0,53	95	1,10
LU0289523259 - PARTICIPACIONES EDMOND DE ROTHSCHILD	EUR	50	0,57	0	0,00
LU1582988488 - PARTICIPACIONES M&G INVESTMENT	EUR	87	1,00	0	0,00
LU1648247721 - PARTICIPACIONES BLACKROCK LUXEMBOURG	EUR	154	1,77	160	1,85
LU1694214633 - PARTICIPACIONES NORDEA FUNDS	EUR	227	2,61	228	2,64
LU1378997875 - PARTICIPACIONES CAPITAL INTERNAT MAN	USD	194	2,23	184	2,14
FR0011510056 - PARTICIPACIONES CANDRIAM FRANCE	EUR	344	3,96	344	3,99
IE00BD087B48 - PARTICIPACIONES GRUENER FISHER INVES	USD	164	1,89	88	1,02
LU0522256634 - PARTICIPACIONES JUPITER GLOBAL FUND	EUR	170	1,95	170	1,98
FI4000233242 - PARTICIPACIONES EVLI FUND MANAGEMENT	EUR	344	3,96	343	3,97
LU0671162591 - PARTICIPACIONES GAM FUND MANAGEMENT	EUR	45	0,52	255	2,96
IE00BYQDPV67 - PARTICIPACIONES OLD MUTUA GLOBAL	EUR	0	0,00	259	3,01
IE00BN8SY486 - PARTICIPACIONES BLACKROCK IRELAN	EUR	0	0,00	191	2,22
LU0853555893 - PARTICIPACIONES JUPITER GLOBAL FUND	EUR	87	1,00	0	0,00
LU0489687326 - PARTICIPACIONES LA FRANCAISE AM INTE	EUR	214	2,46	213	2,47
IE00B80G9288 - PARTICIPACIONES PIMCO GLOBAL ADVISOR	EUR	87	1,00	0	0,00
LU0219424487 - PARTICIPACIONES MFS INTERNATIONAL LT	EUR	188	2,16	183	2,13
GB00B1VMD022 - PARTICIPACIONES M&G INVESTMENT	EUR	244	2,80	243	2,82
LU0226954369 - PARTICIPACIONES ROBECO INVESTOR SERV	USD	225	2,59	211	2,45
IE0033758917 - PARTICIPACIONES MIZINICH & CO LTD	EUR	338	3,89	336	3,90
FR0010149120 - PARTICIPACIONES CARMIGNAC GESTION	EUR	254	2,92	255	2,96
LU0177222394 - PARTICIPACIONES SCHRODER INVESTMENT	EUR	87	1,00	0	0,00
TOTAL IIC		4.694	53,95	4.802	55,70
TOTAL DEPÓSITOS		0	0,00	0	0,00
TOTAL ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO + otros		0	0,00	0	0,00
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		7.392	84,95	7.024	81,45
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS		8.224	94,52	8.424	97,69

Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.