

**VILLCAD BOLSA, SICAV S.A.**

Nº Registro CNMV: 1810

**Informe** Semestral del Segundo Semestre 2010**Gestora:** MIRABAUD GESTION SGIIC, S.A. **Depositario:** RBC DEXIA INVESTOR SERVICES ESPAÑA, S.A.**Auditor:** MOORE STEPHENS & SANTACANA AUDITORES Y CONSULTORES, S.A.**Grupo Gestora:** GRUPO VENTURE FINANZAS **Grupo Depositario:** DEXIA BIL **Rating Depositario:** n.d.

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

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

**Dirección**

Pl. Francesc Macià, 7, 2ª planta. 08029 Barcelona, Tel: 93 556 98 00

**Correo Electrónico**[atcliente@mirabaud.es](mailto:atcliente@mirabaud.es)

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](mailto:inversores@cnmv.es)).

**INFORMACIÓN SICAV**

Fecha de registro: 06/07/2001

**1. Política de inversión y divisa de denominación****Categoría**

Otros Vocación inversora: Global Perfil de Riesgo: Alto

La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil.

**Descripción general**

Política de inversión: La Sociedad se configura como una Sociedad de Inversión de Capital Variable con vocación inversora global. El objetivo de inversión de la Sociedad es maximizar el beneficio con el mínimo riesgo. La Sicav no sigue un índice de referencia. La distribución de la inversión entre los mercados de renta fija y variable no estará predeterminada de antemano, oscilando en función de la evolución de los mismos, por lo que la totalidad del activo puede estar íntegramente invertido tanto en renta fija como en renta variable y tanto en valores nacionales como en valores extranjeros. La selección de los valores tanto de renta variable como de renta fija será discrecional por parte de la Gestora.

**Operativa en instrumentos derivados**

Durante el periodo no se han realizado operaciones con derivados.

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 | 2010 | 2009 |
|----------------------------------|----------------|------------------|------|------|
| Índice de rotación de la cartera | 0,89           | 1,03             | 1,91 | 4,20 |

|                                                  | Periodo actual | Periodo anterior | 2010 | 2009 |
|--------------------------------------------------|----------------|------------------|------|------|
| Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado) | 0,42           | 0,30             | 0,36 | 0,57 |

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                   | 341.522,00     | 349.943,00       |
| Nº de accionistas                               | 146,00         | 147,00           |
| 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 | 3.670                                    | 10,74             | 10,25  | 10,90  |
| 2009                | 2.655                                    | 10,86             | 9,61   | 10,87  |
| 2008                | 2.497                                    | 10,31             | 9,75   | 13,69  |
| 2007                | 3.339                                    | 13,69             | 12,68  | 14,09  |

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 |                                |                |                          |

## 2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

### Rentabilidad (% sin anualizar)

| Acumulado<br>2010 | Trimestral         |        |        |        | Anual |        |      |       |
|-------------------|--------------------|--------|--------|--------|-------|--------|------|-------|
|                   | Último trim<br>(0) | Trim-1 | Trim-2 | Trim-3 | 2009  | 2008   | 2007 | 2005  |
| -1,04             | 1,65               | 2,46   | -4,49  | -0,50  | 5,33  | -24,69 | 6,31 | 10,81 |

### Gastos (% s/ patrimonio medio)

|                               | Acumulado<br>2010 | Trimestral         |        |        |        | Anual |      |      |         |
|-------------------------------|-------------------|--------------------|--------|--------|--------|-------|------|------|---------|
|                               |                   | Último<br>trim (0) | Trim-1 | Trim-2 | Trim-3 | 2009  | 2008 | 2007 | Año t-5 |
| Ratio total de gastos<br>(iv) | 1,62              | 0,41               | 0,45   | 0,46   | 0,41   | 1,70  | 3,42 | 2,70 |         |

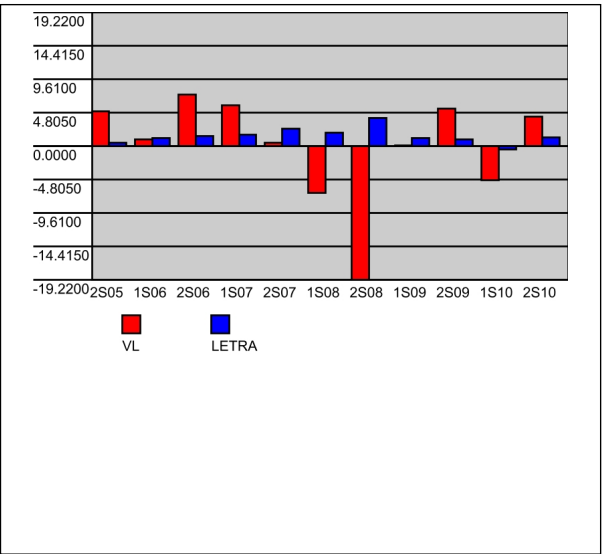
(iv) Incluye todos los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios, y resto de gastos de gestión corriente , en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo.

(v) 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.

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



### Rentabilidad semestral de los últimos 5 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                 | 3.606              | 98,26              | 3.547                | 98,25              |
| * Cartera interior                          | 2.464              | 67,14              | 2.276                | 63,05              |
| * Cartera exterior                          | 1.115              | 30,38              | 1.260                | 34,90              |
| * Intereses de la cartera de inversión      | 27                 | 0,74               | 11                   | 0,30               |
| * Inversiones dudosas, morosas o en litigio | 0                  | 0,00               | 0                    | 0,00               |
| (+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)                    | 56                 | 1,53               | 57                   | 1,58               |
| (+/-) RESTO                                 | 7                  | 0,19               | 6                    | 0,17               |
| TOTAL PATRIMONIO                            | 3.670              | 100,00 %           | 3.610                | 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 período anterior |
|---------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|--------------------------------|---------------------------|-------------------------------------------|
|                                                                                 | Variación del período actual | Variación del período anterior | Variación acumulada anual |                                           |
| PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)                                  | 3.610                        | 2.655                          | 2.655                     |                                           |
| ± Compra/ venta de acciones (neto)                                              | -2,44                        | 0,00                           | 31,52                     | 0,00                                      |
| - Dividendos a cuenta brutos distribuidos                                       | 0,00                         | 0,00                           | 0,00                      | 0,00                                      |
| ± Rendimientos netos                                                            | 4,04                         | -5,83                          | -0,59                     | -188,40                                   |
| (+) Rendimientos de gestión                                                     | 4,76                         | -4,86                          | 1,07                      | -224,85                                   |
| + Intereses                                                                     | 0,74                         | 0,57                           | 1,34                      | 65,28                                     |
| + Dividendos                                                                    | 0,48                         | 0,69                           | 1,14                      | -10,89                                    |
| ± Resultados en renta fija (realizadas o no)                                    | -0,42                        | -0,01                          | -0,48                     | 3.782,16                                  |
| ± Resultados en renta variable (realizadas o no)                                | 3,82                         | -5,73                          | -0,76                     | -184,93                                   |
| ± Resultados en depósitos (realizadas o no)                                     | -0,01                        | 0,00                           | -0,01                     | 1.097,51                                  |
| ± Resultado en derivados (realizadas o no)                                      | 0,02                         | -0,05                          | -0,02                     | -145,81                                   |
| ± Resultado en IIC (realizados o no)                                            | 0,26                         | -0,33                          | 0,00                      | -199,13                                   |
| ± Otros resultados                                                              | -0,13                        | 0,00                           | -0,14                     | 3.862,14                                  |
| ± Otros rendimientos                                                            | 0,00                         | 0,00                           | 0,00                      | 0,00                                      |
| (-) Gastos repercutidos                                                         | -0,72                        | -0,97                          | -1,67                     | -3,63                                     |
| - Comisión de sociedad gestora                                                  | -0,58                        | -0,69                          | -1,25                     | 7,36                                      |
| - Comisión de depositario                                                       | -0,06                        | -0,06                          | -0,12                     | 30,14                                     |
| - Gastos por servicios exteriores                                               | -0,10                        | -0,12                          | -0,22                     | 12,96                                     |
| - Otros gastos de gestión corriente                                             | -0,01                        | -0,01                          | -0,03                     | 27,19                                     |
| - Otros gastos repercutidos                                                     | 0,03                         | -0,09                          | -0,05                     | -140,59                                   |
| (+) Ingresos                                                                    | 0,00                         | 0,00                           | 0,01                      | 6.020,65                                  |
| + Comisiones de descuento a favor de la IIC                                     | 0,00                         | 0,00                           | 0,00                      | 0,00                                      |
| + Comisiones retrocedidas                                                       | 0,00                         | 0,00                           | 0,00                      | 0,00                                      |
| + Otros ingresos                                                                | 0,00                         | 0,00                           | 0,01                      | 6.020,65                                  |
| ± Revalorización inmuebles uso propio y resultados por enajenación inmovilizado | 0,00                         | 0,00                           | 0,00                      | 0,00                                      |
| PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)                                    | 3.670                        | 3.610                          | 3.670                     |                                           |

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

### 3. Inversiones financieras

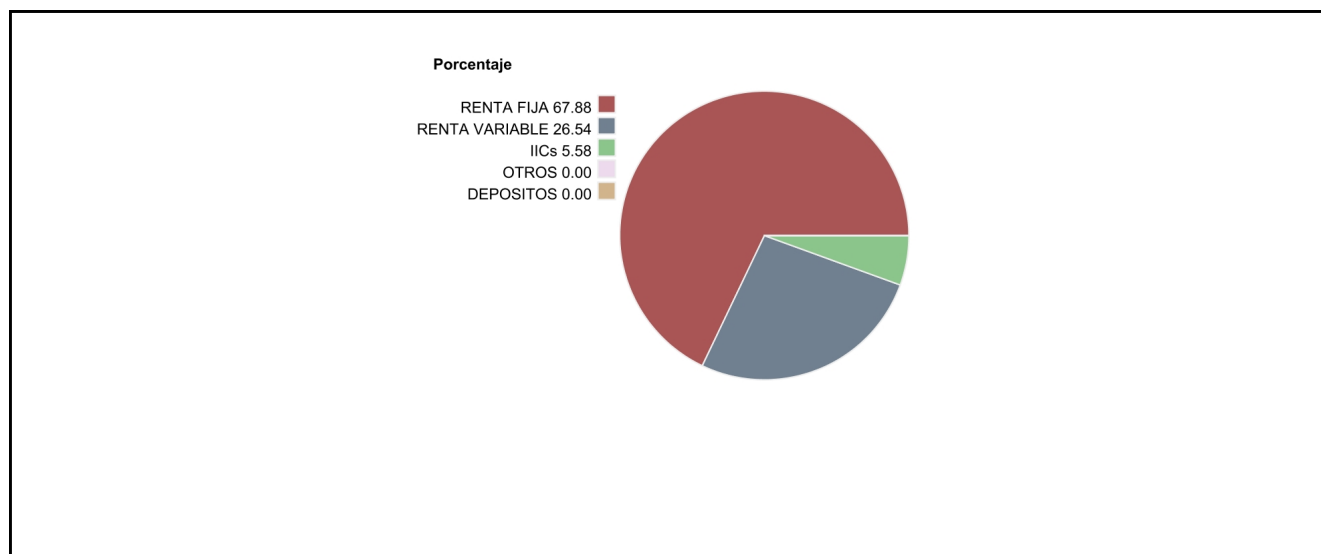
#### 3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

| Descripción de la inversión y emisor                                                         | Divisa | Periodo actual   |       | Periodo anterior |       |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------------------|-------|------------------|-------|
|                                                                                              |        | Valor de mercado | %     | Valor de mercado | %     |
| ES0211845237 - OBLIGACIONES ABERTIS INFRAESTRUCTURAS VTO 14/10/2016 AL 4,625%                | EUR    | 92               | 2,51  | 0                | 0,00  |
| ES0413790108 - CEDULAS HIPOTECARIAS BANCO POPULAR ESPAÑOL, VTO. 13/09/2013 AL 3,5%           | EUR    | 97               | 2,65  | 0                | 0,00  |
| Total Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año                                               |        | 189              | 5,16  | 0                | 0,00  |
| ES0312298047 - BONOS AYT CEDULAS CAJAS GLOBAL VTO.14/03/2011 AL 3,50                         | EUR    | 98               | 2,68  | 98               | 2,72  |
| Total Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año                                             |        | 98               | 2,68  | 98               | 2,72  |
| <b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>                                                             |        | 288              | 7,84  | 98               | 2,72  |
| ES00000122X5 - BONOS/OBLIGACIONES DEL ESTADO EM. 09/11/10 VCTO. 30/04/2016 VARIABLE (SGABLE) | EUR    | 1.745            | 47,55 | 0                | 0,00  |
| ES0000012866 - BONOS/OBLIGACIONES DEL ESTADO EM. 15-04-03 VTO. 30-07-13 AL 4,20% (SGABLE)    | EUR    | 0                | 0,00  | 1.535            | 42,52 |
| <b>TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>                                                 |        | 1.745            | 47,55 | 1.535            | 42,52 |
| <b>TOTAL RENTA FIJA</b>                                                                      |        | 2.033            | 55,39 | 1.634            | 45,24 |
| ES0109067019 - ACCIONES AMADEUS IT HOLDING, S.A. SERIE A                                     | EUR    | 74               | 2,00  | 0                | 0,00  |
| ES0111845014 - ACCIONES ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.                                       | EUR    | 73               | 1,99  | 0                | 0,00  |
| ES0178430E18 - ACCIONES TELEFONICA, S.A.                                                     | EUR    | 134              | 3,64  | 120              | 3,33  |
| ES0142090317 - ACCIONES OBRASCON HUARTE LAIN, S.A.                                           | EUR    | 74               | 2,01  | 0                | 0,00  |
| ES0121975017 - ACCIONES CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR DE FERROCARRILES, S.A.                     | EUR    | 0                | 0,00  | 45               | 1,25  |
| ES0173516115 - ACCIONES REPSOL-YPF, S.A.                                                     | EUR    | 0                | 0,00  | 71               | 1,96  |
| ES0118900010 - ACCIONES FERROVIAL, S.A.                                                      | EUR    | 0                | 0,00  | 69               | 1,90  |
| ES0161560018 - ACCIONES NH HOTELES, S.A.                                                     | EUR    | 0                | 0,00  | 63               | 1,76  |
| <b>TOTAL RV COTIZADA</b>                                                                     |        | 354              | 9,64  | 368              | 10,20 |
| <b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>                                                                  |        | 354              | 9,64  | 368              | 10,20 |
| ES0117627036 - ACCIONES B.S. INVERSIONES 97, SICAV, S.A.                                     | EUR    | 78               | 2,12  | 74               | 2,06  |
| <b>TOTAL IIC</b>                                                                             |        | 78               | 2,12  | 74               | 2,06  |
| 0 - DEPOSITO CAJA MADRID Y MONTE 2,970% 2010-09-22                                           | EUR    | 0                | 0,00  | 200              | 5,55  |
| <b>TOTAL DEPÓSITOS</b>                                                                       |        | 0                | 0,00  | 200              | 5,55  |
| <b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>                                                |        | 2.464            | 67,16 | 2.276            | 63,05 |
| XS0457172913 - BONOS FCC VTO 30/10/2014                                                      | EUR    | 89               | 2,41  | 0                | 0,00  |
| XS0210991807 - OBLIGACIONES IRISH LIFE & PERMANENT PLC VTO. 15/02/2035 VARIABLE              | EUR    | 103              | 2,81  | 114              | 3,15  |
| XS0299486745 - BONOS OBRASCON HUARTE LAIN, S.A. VTO. 18/05/2012 AL 5%                        | EUR    | 101              | 2,75  | 0                | 0,00  |
| XS0415108892 - BONOS IBERDROLA FINANZAS SAU VTO 04/03/2014                                   | EUR    | 104              | 2,84  | 106              | 2,94  |
| FR0010750497 - BONOS VEOLIA ENVIRONNEMENT VTO 24/04/2014                                     | EUR    | 0                | 0,00  | 111              | 3,06  |
| XS0415624393 - BONOS ROCHE HLDGS INC VTO 04/03/2013                                          | EUR    | 0                | 0,00  | 108              | 2,99  |
| XS0411044653 - OBLIGACIONES ENI SPA VTO 28/01/2016                                           | EUR    | 0                | 0,00  | 111              | 3,06  |
| Total Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año                                               |        | 397              | 10,81 | 549              | 15,20 |
| XS021945236 - OBLIGACIONES TELEFONICA EMISIONES SAU VTO.02/02/11 AL 3,75%                    | EUR    | 0                | 0,00  | 102              | 2,83  |
| Total Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año                                             |        | 0                | 0,00  | 102              | 2,83  |
| <b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>                                                             |        | 397              | 10,81 | 651              | 18,03 |
| <b>TOTAL RENTA FIJA</b>                                                                      |        | 397              | 10,81 | 651              | 18,03 |
| US1667641005 - ACCIONES CHEVRON CORP                                                         | USD    | 40               | 1,09  | 32               | 0,90  |
| DE0008404005 - ACCIONES ALLIANZ AG                                                           | EUR    | 103              | 2,80  | 95               | 2,62  |
| DE0007164600 - ACCIONES SAP AG                                                               | EUR    | 76               | 2,07  | 0                | 0,00  |
| NL0000009165 - ACCIONES HEINEKEN NV                                                          | EUR    | 73               | 1,98  | 0                | 0,00  |
| FR0000120321 - ACCIONES L OREAL                                                              | EUR    | 74               | 2,02  | 0                | 0,00  |
| NL0000009355 - ACCIONES UNILEVER NV-CVA                                                      | EUR    | 80               | 2,18  | 0                | 0,00  |
| US9311421039 - ACCIONES WAL-MART STORES INC                                                  | USD    | 33               | 0,90  | 32               | 0,89  |
| US73935A1043 - ACCIONES POWERSHARES QQQ NASDAQ 100                                           | USD    | 85               | 2,32  | 73               | 2,02  |
| US4581401001 - ACCIONES INTEL CORP                                                           | USD    | 33               | 0,89  | 33               | 0,91  |
| CH0038863350 - ACCIONES NESTLE SA-REGISTERED                                                 | CHF    | 0                | 0,00  | 112              | 3,10  |
| FR0000125486 - ACCIONES VINCI                                                                | EUR    | 0                | 0,00  | 84               | 2,33  |
| US5949181045 - ACCIONES MICROSOFT CORP                                                       | USD    | 0                | 0,00  | 29               | 0,80  |
| DE0007236101 - ACCIONES SIEMENS                                                              | EUR    | 0                | 0,00  | 107              | 2,95  |
| <b>TOTAL RV COTIZADA</b>                                                                     |        | 596              | 16,25 | 596              | 16,52 |
| <b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>                                                                  |        | 596              | 16,25 | 596              | 16,52 |
| ZZ8889189305 - PARTICIPACIONES SIGMA FUND SFAD R AT INCEPTION                                | EUR    | 9                | 0,26  | 13               | 0,36  |
| LU0201575346 - PARTICIPACIONES AMUNDI FUNDS LATIN AMERICA EQUITIES- AU (C)                   | USD    | 113              | 3,07  | 0                | 0,00  |
| <b>TOTAL IIC</b>                                                                             |        | 122              | 3,33  | 13               | 0,36  |
| <b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>                                                |        | 1.115            | 30,39 | 1.260            | 34,91 |
| <b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS</b>                                                         |        | 3.579            | 97,54 | 3.536            | 97,96 |

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)

No existen posiciones abiertas en instrumentos financieros derivados al cierre del periodo.

### 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

Con fecha 13/12/2010 se ha modificado el artículo 3 de los Estatutos fijándose el domicilio social en Barcelona, Plaza Francesc Macià, nº7, 2ºB.

En la cartera de VILLCAD INVERSIONES hay participaciones de un fondo "hedge", SIGMA FUND VALENCIA, cerrado a suscripciones y reembolsos y en fase de liquidación ordenada.

Esta posición tiene un peso del 0,26% del patrimonio a fin de trimestre y no presenta problemas de valoración, puesto que la gestora del fondo suministra regularmente el valor liquidativo del fondo. En sucesivos informes se ofrecerá información sobre la evolución de esta inversión, así como de su ponderación en el patrimonio de la sicav.

### 6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

|  | SI | NO |
|--|----|----|
|  |    |    |

|                                                                                                                                                                                                                                                                    | 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

A fecha 31/12/2010, la SICAV tiene las siguientes participaciones significativas: 28,03%.  
La Sicav realiza con el Depositario todas las operaciones de Repo sobre Deuda Pública.

El Órgano de Control de Operaciones Vinculadas podrá admitir y autorizar genéricamente a propuesta del Consejo de Administración de Mirabaud Gestión aquellas operaciones vinculadas que reúnan ciertas condiciones, es decir, que sean operaciones de escasa relevancia o de carácter repetitivo y habituales en los servicios de inversión que presta Mirabaud Finanzas a Mirabaud Gestión.

Importe efectivo del volumen intermediado en Repo: 158.324.382,03

Importe efectivo del volumen intermediado en operaciones de Renta Variable: 2.524.588,00

Importe efectivo del volumen intermediado en operaciones de Renta Fija: 625.945,00

Comisiones de corretaje por operaciones de Renta Variable cedidas al grupo: 4.870,00

Comisiones de gestión cedidas al grupo: 23.178,49

## 8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

No Aplicable

## 9. Anexo explicativo del informe periódico

COYUNTURA Y MERCADOS. INFORME ANUAL 2010

Desde la reflación hacia una expansión más autónoma. En 2010 la economía mundial ha experimentado un crecimiento robusto, comparado con los dos años anteriores. Sin embargo, durante el año ha sido el primer trimestre el más expansivo mientras que posteriormente la actividad se ha ralentizado ligeramente debido a que los países emergentes, principal motor de la economía mundial, han moderado ligeramente sus tasas de crecimiento, y a que los países desarrollados han limitado sus políticas fiscales. Para 2011 esperamos una aceleración del ciclo coyuntural gracias a una demanda privada más fuerte, favorecida por una caída del desempleo, el desapalancamiento financiero y la recuperación de la inversión en bienes de equipo. En Europa se mantiene un crecimiento sostenido en Alemania y países nórdicos, mientras que el crecimiento será muy débil en España, Grecia, Portugal y Gran Bretaña. En los países emergentes, la subida de tipos de

interés, consecuencia de las presiones inflacionistas, puede contribuir a una cierta ralentización.

Dos incógnitas que contribuirán a la evolución de los mercados en 2011: por un lado los tipos de intervención en los países desarrollados pueden mantenerse en sus niveles actuales, históricamente bajos, durante algunos meses, a pesar de los mejores datos económicos. Sin embargo, esta política monetaria podría interrumpirse si los datos apuntan a un incremento de los precios. Un cambio de dirección de los tipos sería una prueba para los mercados. En segundo lugar, en Europa existen dos velocidades: Alemania y algunos países nórdicos crecen a ritmo fuerte y son solventes, mientras que los países mediterráneos e Irlanda se estancan y tienen problemas de solvencia o al menos de liquidez. Esta divergencia puede romper la divisa europea si no se instrumentan mecanismos de apoyo solidario entre países, con la consecuente crisis de confianza que ello comportaría.

Las consecuencias en cuanto a estrategia de inversión son las siguientes:

1. Caída de los precios de los bonos de Gobiernos. Las posibles tensiones inflacionistas provocadas por un mayor crecimiento y unos tipos de intervención excesivamente bajos conducirán los tipos de interés de la deuda pública a niveles superiores. Por tanto, es conveniente mantener plazos de vencimiento cortos o medios. Los bonos corporativos soportarán mejor este entorno por la reducción de diferenciales de tipos de interés. Los bonos de los países periféricos más solventes de Europa (Italia, España) iniciarán una convergencia con los de los países más solventes.
2. Subida de los mercados de acciones. El crecimiento económico producirá un clima favorable a las acciones, a través del crecimiento de los beneficios por mejora de márgenes y del incremento de las ventas por mejora de la demanda. Aunque las bolsas no están especialmente baratas, se producirá una expansión de múltiplos. Favorecemos las Bolsas desarrolladas, en especial Estados Unidos, Japón y en tercer lugar, Europa. En cuanto sectores, preferimos la tecnología, energía, telecomunicaciones, industria y sector financiero.
3. Subida del Dólar. Caída del Yen.
4. Caída del Oro: la reducción del riesgo sistémico le hará perder su atractivo como refugio.