

ARBITRAGE CAPITAL, SICAV, S.A.

Nº Registro CNMV: 2710

Informe Trimestral del Primer Trimestre 2013

Gestora: 1) RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A. **Depositario:** BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, SUCURSAL EN ESPAÑA **Auditor:** Ernst & Young S.L.

Grupo Gestora: RENTA 4 BANCO **Grupo Depositario:** BNP PARIBAS **Rating Depositario:** AA-

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en www.renta4.es.

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

Dirección

Pº de la Habana, 74 2º Dcha

Correo Electrónico

gestora@renta4.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).

INFORMACIÓN SICAV

Fecha de registro: 28/02/2003

1. Política de inversión y divisa de denominación

Categoría

Tipo de sociedad: sociedad que invierte más del 10% en otros fondos y/o sociedades Vocación inversora: Global

Perfil de Riesgo: 4, de una escala del 1 al 7

La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil.

Descripción general

Política de inversión: La política es global. El activo estará invertido en activos de renta fija y variable, IICs, depósitos, instrumentos del

mercado monetario y derivados financieros oscilando los porcentajes destinados a cada partida según la coyuntura de los mercados.

Los activos podrán estar denominados en monedas distintas del euro.

Su objetivo será conseguir la mejor rentabilidad-riesgo en beneficio de los accionistas.

Esta sociedad no tiene ningún índice de referencia.

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	2013	2012
Índice de rotación de la cartera	0,66	0,50	0,66	2,75
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	0,02	0,04	0,02	0,13

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	3.714.347,00	3.585.714,00
Nº de accionistas	184,00	180,00
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	35.972	9,6846	9,4571	9,8387
2012	33.909	9,4566	8,4002	9,4966
2011	28.830	8,5916	8,2041	9,3443
2010	26.238	8,9325	8,1545	8,9618

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			
9,46	9,84	9,68	96	25,00	MAB

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	0,05	0,17	0,22	0,05	0,17	0,22	mixta	al fondo
Comisión de depositario			0,02			0,02	patrimonio	

2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

Rentabilidad (% sin anualizar)

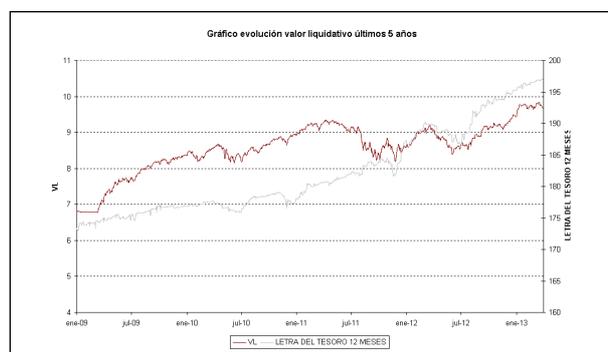
Acumulado 2013	Trimestral				Anual			
	Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2012	2011	2010	2008
2,41	2,41	4,16	5,02	-4,51	10,07	-3,82	6,75	-1,90

Gastos (% s/ patrimonio medio)	Acumulado 2013	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2012	2011	Año t-3	Año t-5
Ratio total de gastos (iv)	0,08	0,08	0,09	0,09	0,08	0,35	0,32		

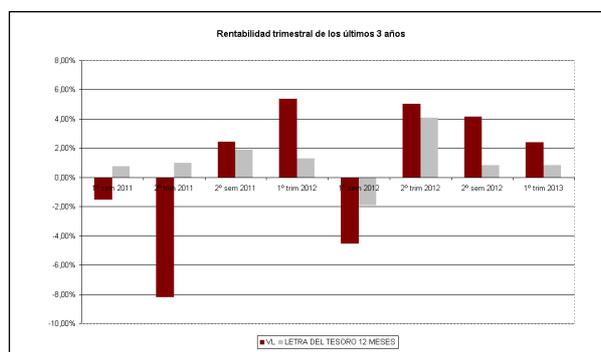
(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. 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	35.505	98,70	33.377	98,43
* Cartera interior	17.841	49,60	14.147	41,72
* Cartera exterior	17.175	47,75	18.872	55,65
* Intereses de la cartera de inversión	489	1,36	357	1,05
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	81	0,23	151	0,45
(+/-) RESTO	386	1,07	381	1,12
TOTAL PATRIMONIO	35.972	100,00 %	33.909	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)	33.909	34.314	33.909	
± Compra/ venta de acciones (neto)	3,52	-5,29	3,52	-166,54
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	
± Rendimientos netos	2,28	4,13	2,28	-44,79
(+) Rendimientos de gestión	2,59	4,60	2,59	-43,70
+ Intereses	0,58	0,53	0,58	9,43
+ Dividendos	0,17	0,21	0,17	-19,05
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,50	1,80	0,50	-72,22
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	1,01	1,75	1,01	-42,29
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	
± Resultado en derivados (realizadas o no)	-0,62	0,31	-0,62	-300,00
± Resultado en IIC (realizados o no)	0,88	0,00	0,88	
± Otros resultados	0,00	0,00	0,00	
± Otros rendimientos	0,07	-0,01	0,07	-800,00
(-) Gastos repercutidos	-0,31	-0,47	-0,31	-34,04
- Comisión de sociedad gestora	-0,22	-0,36	-0,22	-38,89
- Comisión de depositario	-0,02	-0,03	-0,02	-33,33
- Gastos por servicios exteriores	-0,01	-0,02	-0,01	-50,00
- Otros gastos de gestión corriente	-0,04	-0,06	-0,04	-33,33
- Otros gastos repercutidos	-0,02	0,00	-0,02	
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00	0,00	0,00	
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,00	0,00	
+ Otros ingresos	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)	35.972	33.909	35.972	

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

3. Inversiones financieras

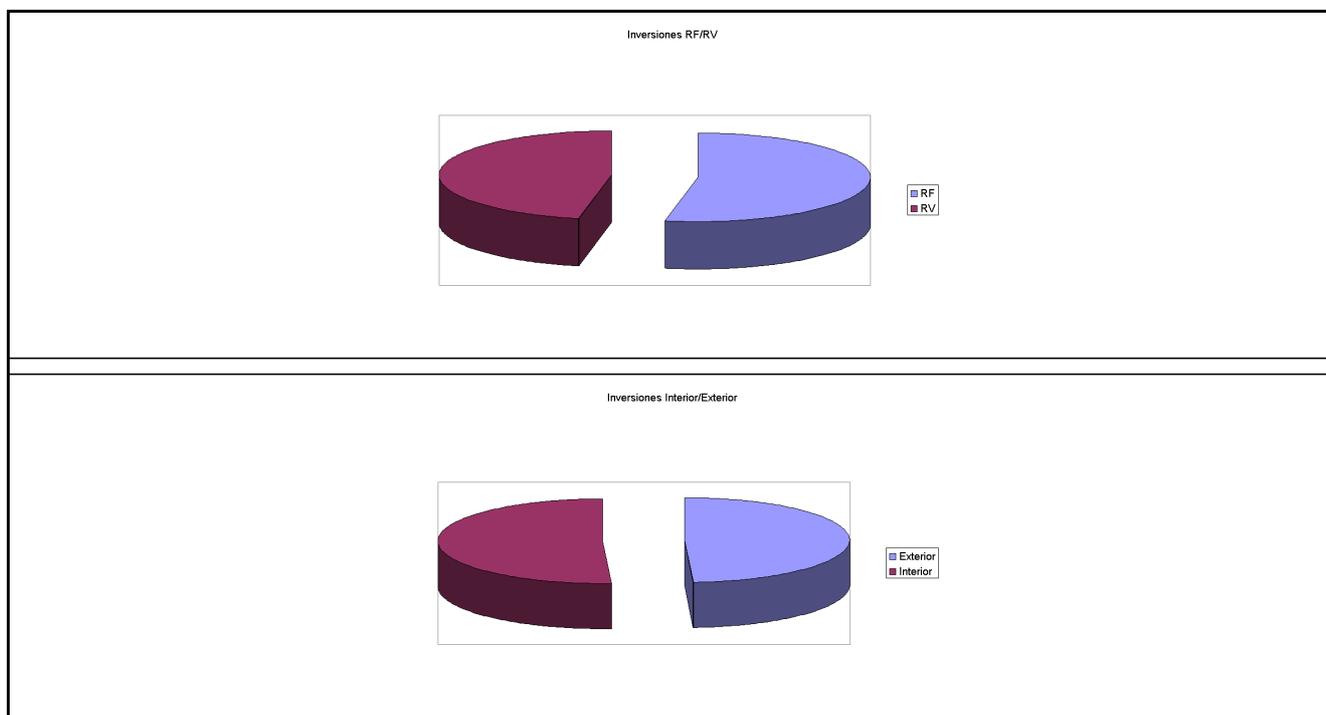
3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

Descripción de la inversión y emisor	Periodo actual		Periodo anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	4.995	13,89	6.360	18,76
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS	5.883	16,35	1.040	3,07
TOTAL RENTA FIJA	10.878	30,24	7.400	21,83
TOTAL RV COTIZADA	3.424	9,52	3.826	11,26
TOTAL RENTA VARIABLE	3.424	9,52	3.826	11,26
TOTAL IIC	1.758	4,88	1.684	4,97
TOTAL DEPÓSITOS	1.799	5,00	1.300	3,82
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR	17.860	49,64	14.210	41,88
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	5.640	15,71	5.335	15,75
TOTAL RENTA FIJA	5.640	15,71	5.335	15,75
TOTAL RV COTIZADA	6.874	19,12	6.772	20,00
TOTAL RENTA VARIABLE	6.874	19,12	6.772	20,00
TOTAL IIC	4.605	12,80	6.744	19,91
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	17.119	47,63	18.852	55,66
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	34.979	97,27	33.061	97,54

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

Los productos estructurados suponen un 30,00% 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
Total subyacente renta fija		0	
PRISA	WARRANT CALL PRISA 2,00 V.5/6/14	110	Inversión

Subyacente	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
FUT.MINI S&P 500 JUNIO-2013	PUT MINI S&P 1500 JUNIO-2013	1.170	Inversión
INDICE DAX	PUT DAX 7600 JUNIO 2013	456	Inversión
INDICE DAX	PUT DAX 8000 VTO.JUNIO-2013	800	Inversión
Total subyacente renta variable		2536	
Total subyacente tipo de cambio		0	
Total otros subyacentes		0	
TOTAL DERECHOS		2536	
FRANCE O.A.T. 3.75% 25/04/2021	FUTURO OAT 10Y JUNIO-2013	1.000	Inversión
EUR	BONOS DEL ESTADO 4,7 VTO.30/07/2041	1.000	Inversión
Total subyacente renta fija		2000	
INDICE S&P 500	FUT.MINI S&P 500 JN-2013	182	Inversión
INDICE DAX	FUTURO DAX JUNIO-2013	596	Inversión
INDICE EUROSTOXX	FUTURO EURO STOXX JUNIO 2013	209	Inversión
BBVA	PUT AMERICANA BBVA 6.48 DICIEMBRE 2013	202	Inversión
TELEFONICA	PUT TELEFONICA AM. 10 DICIEMBRE 2013	200	Inversión
Total subyacente renta variable		1389	
USD	FUTURO EURO/DOLAR JUNIO-2013	7.298	Inversión
USD	FUTURO PESO MEXICANO JUN13	625	Inversión
MXN	FUTURO PESO MEXICANO JUN13	627	Inversión
Total subyacente tipo de cambio		8550	
Total otros subyacentes		0	
TOTAL OBLIGACIONES		11939	

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 ha habido.

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

Un accionista posee una participación significativa directa del 23,87% del patrimonio de la sociedad. Existen operaciones vinculadas repetitivas y sometidas a un procedimiento de autorización simplificado, relativas a compraventa de Divisas y Repos de Deuda Pública, que realiza la Gestora con el Depositario.

8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

Sin advertencias.

9. Anexo explicativo del informe periódico

VISIÓN DE LA GESTORA Y ESCENARIO BURSÁTIL

El ejercicio 2013 comenzó con mucha fuerza en las bolsas, dando continuidad al movimiento alcista en los mercados desarrollado durante la segunda mitad del año pasado. La influencia ejercida en los mercados mayoristas de financiación tanto por las palabras del Gobernador del BCE, Mario Draghi, avalando la supervivencia del Euro, como por el diseño de nuevas herramientas de actuación para dar soporte a la deuda soberana de los países con problemas en sus vencimientos más cortos, han supuesto un bálsamo para las primas de riesgo en la zona euro. Esta relajación de los diferenciales, ha estabilizado de forma muy notable los mercados de financiación y ha impulsado al alza, en términos generales aunque en algunos casos de manera selectiva, los precios de los activos de mayor riesgo, al beneficiarse del apetito de los inversores en la búsqueda de mayores rentabilidades.

Sin embargo, la evidencia de un problema estructural de crecimiento como resultado de las políticas de ajuste fiscal impulsadas por la troika, ha terminado por pasar factura a algunas bolsas como la española, así como al amplio índice europeo Eurostoxx 50. Así, el Ibex 35 finalizó el trimestre con una rentabilidad negativa del 3,03%, mientras el Eurostoxx acabó con un -0,45%. Otras bolsas, cuyas compañías han podido disfrutar de mejores condiciones de financiación han mostrado una evolución algo más positiva. El índice alemán Dax ha terminado el trimestre anotándose un +2,4%, y el CAC

40 un +2,48%.

Fuera de la zona euro, ha impresionado el resultado del Nikkei japonés, al revalorizarse más de un 19,27% en el trimestre (un 12,39% medido en euros), tras beneficiarse de la depreciación del Yen frente a las divisas principales como el dólar o el euro. Pero también otras zonas han mostrado ganancias al beneficiarse de una evolución económica no tan negativa como la europea. El SP500, que aglutina las 500 mayores compañías norteamericanas se ha revalorizado un 10.03% (algo más de un 13% medido en euros) gracias al efecto causado por el potente programa de política monetaria cuantitativa mantenido por la FED, que supone una inyección de 85.000 millones de dólares mensuales a la economía americana. Mientras, los tipos de referencia en Estados Unidos se mantienen en niveles cercanos al 0% y se ha anunciado que permanecerán así hasta que se observen señales de fortaleza en el mercado de trabajo, que ya sitúa la tasa de desempleo por debajo del 7,7%. El otro gran mercado que está intentando impulsar su economía mediante programas de compra de activos, el de Reino Unido, se ha anotado cerca de un 8,21% a través de su índice más representativo, el FTSE 100, gracias a la depreciación de la libra.

Entre tanto, el debate se aviva dentro de la Unión Europea, alrededor de la validez de las medidas de ajuste, que se están mostrando poco eficientes a la hora de trasladar las mejoras observadas en la economía financiera hasta la economía real. La incapacidad para dotar de un mayor acceso al crédito (y en mejores condiciones) a las economías más dañadas, está suponiendo que cada vez aparezcan un mayor número de voces críticas con la forma en que se están llevando a cabo los ajustes que podrían estar estrangulando las escasas posibilidades de crecimiento en la eurozona. Es posible, que dicho proceso se vaya suavizando en próximos trimestres a la espera de las elecciones alemanas, que pasarán un test crucial sobre la forma en que la Canciller Ángela Merkel está gestionando la crisis de cara a sus ciudadanos como mayores contribuyentes netos al presupuesto de la Unión.

El otro gran foco de atención en el trimestre, y el que mayor inestabilidad ha ocasionado en los mercados, ha sido la negociación sobre el rescate de Chipre. Las bolsas convulsionaron durante un fin de semana en el que Chipre sufrió el primer gran corralito bancario de la UE en su historia. Las necesidades del país, que rondan los 15.000 millones de euros, han supuesto un importante quebradero de cabeza para la UE, al pretender aplicar un novedoso sistema de "burden-sharing" donde los depositantes chipriotas soportarían un tercio de la factura del rescate. La controversia desatada por la necesidad de asignar pérdidas a los depósitos teóricamente garantizados (aquellos por debajo de 100.000 euros), hizo saltar las dudas sobre un posible efecto contagio hacia aquellos países con problemas y con sistemas financieros más debilitados. Unas desafortunadas declaraciones del nuevo portavoz del Eurogrupo, el Sr. Dijsselbloem en las que apuntaba como nuevo modelo para futuros rescates el que se acababa de proponer para Chipre, pusieron en alerta a los mercados y a las agencias de rating. Finalmente, se produjo una revisión de las condiciones del rescate, donde únicamente los depositantes de mayor nivel, por encima de los 100.000 euros, afrontarían pérdidas, que serían entonces más abultadas. El resto, unos 10.000 millones de euros, serán aportados mediante préstamos blandos tanto por la Unión Europea como por el FMI, a plazos de al menos 20 años. Si bien las características peculiares de la economía chipriota, que son las de un paraíso fiscal con un desproporcionado volumen de depósitos en comparación con su PIB, sugerían la necesidad de testar un "bail in" antes de solicitar un préstamo externo, también es cierto que la gestión de la crisis chipriota se ha gestionado y escenificado de la peor manera posible, poniendo de manifiesto el elevado nivel de incertidumbre que sobrevuela cualquier toma de decisiones dentro del seno de la UE.

Afortunadamente, el tamaño del agujero chipriota es insignificante en relación al tamaño del PIB europeo, lo que ha permitido que el problema haya pasado a un segundo plano sin mayores consecuencias en cuanto ha quedado claro que el modelo de Chipre no será trasladable a ningún otro país que pudiera necesitar ayuda, a pesar del precedente que éste supone.

En la Gestora, creemos que el escenario apenas ha cambiado para el resto del año. Si bien las bolsas con mayor potencial son las europeas, también es cierto que la elevada prima de riesgo que se aplica a las inversiones en la zona, compromete su evolución a corto plazo. Es de esperar que toda la amplia batería de medidas que a nivel global se están llevando a cabo para revertir la desaceleración económica que se está observando con epicentro en Europa, sea capaz de

remontar en el segundo semestre del año dando paso a una mejoría paulatina en el ciclo global. Esta mejoría se dejará notar aún más, dada la elevada necesidad de búsqueda de rentabilidad propiciada tanto por el marco que establecen las políticas monetarias de tipos cercanos a cero, de carácter excepcional, como por la fuerte represión financiera a la que se ven sometidos los inversores.

Por último, los mercados de renta fija, como hemos comentado han mantenido una tendencia saludable con tipos de interés a la baja en niveles históricamente reducidos. El Bund alemán terminó el trimestre con una rentabilidad del 1,289%, mientras el T Bond lo hacía en 1,848%. El bono español a 10 años terminó en el 5,06%. Las letras españolas a 12 meses han terminado el trimestre en 1,42%.

POLÍTICA DE INVERSIÓN

Arbitrage Sicav ha acabado el primer trimestre del año con una rentabilidad de +2,41% que nos sitúa +46 pb por encima de nuestra referencia (benchmark). Nos consuela que, aunque marzo ha sido flojo, considerar que en estos tiempos de tipos de interés entre 0 y 1%, no debemos olvidar que es muy improbable que vivamos muchos trimestres con un +2,4% trimestral, que equivale a un +10% anualizado.

Hay que destacar que el patrimonio de la sicav es cercano a los 35.972.000€. La rentabilidad de 2,41% sitúa a la IIC por encima de la rentabilidad media obtenida por la letra del tesoro a 12 meses, que es de un 0,70% y también por encima de la rentabilidad media de las sicav de la gestora (1,40%). El número de accionistas ha aumentado de 180 a 184 a lo largo del periodo.

Los gastos soportados por la sicav han sido un 0,08% del patrimonio, tal como se desarrolla a lo largo del informe.

El pasado 11 de marzo se cumplieron 4 años de gestión de Arbitrage, en los que se ha acumulado una plusvalía del +44,4%, lo que supone una rentabilidad del +9,6% anualizada (TAE).

Estamos en un año con una gran variabilidad entre mercados. En este primer trimestre, el ETF sobre el MSCI ACWI (All Country World Index) se ha revalorizado un +5,5% swapeado a euros, pero hay que tener en cuenta que:

- La subida del índice se ha conseguido sobre la base del comportamiento positivo de los tres mercados que tienen mayor ponderación, siendo ésta superior a su peso actual en la economía mundial: Estados Unidos (46,8%), Reino Unido (7,9%) y Japón (7,6%). Sus rentabilidades respectivas han sido del +10,0% (S&P500), +8,7% (FTSE100) y +15,5% (Nikkei).

- Frente a estos índices tenemos el Eurostoxx en negativo (-0,5%), con fuertes caídas en los países del sur (Italia, -5,7%; España, -3,0%), al igual que muchos de los principales mercados emergentes (por ejemplo los cuatro BRIC).

Esta gran divergencia se ha producido principalmente en marzo.

En este contexto complejo, nuestra cartera de renta variable se ha revalorizado un +3,6% en el trimestre, como suma de un +3,2% en la cartera de selección de acciones y del +6,2% en la cartera de fondos y derivados. El desempeño era mucho mejor hasta marzo, mes en el que han sufrido nuestras inversiones en renta variable más que las referencias: -1,9% en total (-2,3%, acciones; +3,1%, fondos y derivados).

Si realizamos el análisis en base a las estrategias planteadas, vemos que en el trimestre:

Las posiciones que mejor han funcionado son las de farma (+14,2%) y de empresas medianas europeas (+15,2%), seguidas por cuasibonos, situaciones especiales y grandes empresas europeas globales (+5/7%).

En negativo, han estado las inversiones en sectores como aseguradoras, petroleras, telecoms y bancos.

La renta fija ha seguido siendo la estrella de la cartera, tanto en el trimestre (+3,2%) como en el mes (+0,4%); siendo el principal contribuidor a nuestro outperformance relativo.

Todas las estrategias han cosechado resultados positivos, destacando en el trimestre la posición larga en cédulas

hipotecarias españolas de largo plazo (+7,0%), y las inversiones en bonos bancarios subordinados y en periféricos (especialmente, bonos de la Comunidad de Madrid) con rentabilidades alrededor del 4%.

En el trimestre destaca la aportación de las posiciones en fondos de gestión alternativa, gestionados por Omega Capital, con un +3,3% desde el inicio del año; que, por el retraso en sus valoraciones definitivas, recoge en parte resultados del positivo final del año 2012. En divisas hemos tenido resultados muy positivos en el peso mexicano, que superan el coste incurrido por la apreciación del dólar frente al euro. En materias primas, la única posición que mantenemos (crudo WTI) ha tenido ligeros beneficios en el trimestre.

En el mes de marzo el acontecimiento singular que más ha marcado a los mercados, particularmente a los europeos, ha sido las negociaciones y los términos del rescate de Chipre. Hay varias lecciones a sacar de esa crisis:

En primer lugar, las menores expectativas de solidaridad y ayuda entre países en el entorno de crisis actual: se otorgarán préstamos pero a países, en cuantía y con condiciones de austeridad interna que impliquen alta probabilidad de repago. Pero aún más importante han sido: por un lado, la aplicación del principio de garantizar la solvencia soberana de largo plazo en casos de insolvencia del sistema bancario. En esa situación, la experiencia de Chipre ha sido la reestructuración inmediata de los bancos, "manu militari", apoyada en el "bail in" de todos los acreedores bancarios: bonos subordinados, senior e incluso depósitos bancarios mayores de 100.000 euros que pierden el status privilegiado que habían tenido en las crisis de otros países.

Y, por otro lado, la aceptación por primera vez dentro del área euro de restricciones al libre movimiento de capitales (el llamado "corralito", siguiendo las denominaciones acuñadas por los experimentados argentinos).

La única buena noticia de la crisis de Chipre es, en nuestra opinión, que las cosas han salido bastante bien para los riesgos que se han tomado, en particular de "corridas bancarias" (de nuevo, otro término argentino) en los países periféricos.

Ese es un acontecimiento singular que creemos puede ser pasajero. Más preocupante es el aumento de los signos de debilidad en la economía mundial, a pesar de las políticas excepcionales de estímulo.

En particular, son preocupantes los indicadores adelantados europeos que muestran una agudización de la recesión en la que se entró a finales del pasado año; recesión que dificulta aún más el ajuste de las débiles economías periféricas y de sus sistemas financieros.

¿Qué cambios implica esta nueva información para nuestra política de inversión?

La crisis de Chipre creemos que es una mala noticia para los pasivos bancarios y una buena noticia para los pasivos soberanos, así como una señal de mayor riesgo y volatilidad potencial del área. La reacción natural será reducir la inversión en bonos de bancos potencialmente peligrosos (pasivos de entidades no sistémicas/ subordinados / sin garantías específicas), junto a un aumento en las posiciones en bonos soberanos y en las coberturas frente a eventuales episodios de inestabilidad.

El menor dinamismo de la economía europea y mundial implicará que sigamos rebajando ligeramente el riesgo de nuestra cartera, con la toma de mayores coberturas y rotación hacia países, sectores y empresas con cash flows más protegidos frente a la recesión.

10 Detalle de inversiones financieras

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ES00000123U9 - BONO DEL ESTADO 5.4% VTO.31-1-23	EUR	513	1,43	0	0,00
ES00000121S7 - BONOS DEL ESTADO 4,7 VTO.30/07/2041	EUR	87	0,24	2.483	7,32
CH0102499461 - COMUNIDAD DE MADRID 3% VTO.29/07/2014	CHF	319	0,89	315	0,93
ES0000101263 - COMUNIDAD DE MADRID 4.3% VTO.15/09/2026	EUR	628	1,75	357	1,05
ES0000101545 - COMUNIDAD DE MADRID 5.75% VTO.01/02/2018	EUR	519	1,44	0	0,00
Total Deuda Publica Cotizada mas de 1 año		2.066	5,75	3.155	9,30
XS0498817542 - ABENGOA 8.5 VTO. 03/16	EUR	206	0,57	206	0,61
ES0211845237 - ABERTIS INFRAESTRUCTURAS 14/10/2016	EUR	55	0,15	54	0,16
ES0312298120 - AYT CEDULAS CAJA GLOBAL 25/05/27	EUR	164	0,46	158	0,47
ES0312342019 - AYT CEDULAS CAJAS X 30/6/2025	EUR	233	0,65	219	0,65
ES0413440308 - BANCO ESPAÑOL DE CREDITO 4.75% VTO. 21/01/2017	EUR	215	0,60	217	0,64
ES0213790001 - BANCO POPULAR VTO.22/12/2019	EUR	173	0,48	159	0,47
ES0214977144 - BANKIA FRN 4.375% VTO.14/02/17	EUR	550	1,53	553	1,63
ES0213679196 - BANKINTER SA 6.375% VTO.11/09/2019	EUR	293	0,81	274	0,81
XS0457228137 - BBVA INTL PREF UNIPERSON 21/10/2014	EUR	200	0,56	193	0,57
XS0842214818 - BONOSTELEFONICA EMISIONES 20/02/2020	EUR	107	0,30	102	0,30
ES0371622020 - CEDULAS TDA A-6 10/04/2031	EUR	227	0,63	211	0,62
ES0230960009 - ENAGAS 4.375 VTO 06/07/2015	EUR	108	0,30	107	0,32
ES0224244063 - MAPFRE SA VCTO.24/07/2037(CALL 24/07/2017)	EUR	358	0,99	336	0,99
ES0373358003 - RENTA 4 CONV. 5% VTO.05/04/2014	EUR	41	0,11	41	0,12
XS0440403797 - SANTANDER ISSUANCES 7,30% 27/07/19 (CON CALL)	GBP	0	0,00	374	1,10
Total Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		2.929	8,14	3.205	9,46
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA		4.995	13,89	6.360	18,76
ES0L01308235 - REPO LETRA DEL TESORO VTO.23/08/2013	EUR	0	0,00	1.040	3,07
ES0000011868 - REPO OBLIGACIONES DEL ESTADO 6.00	EUR	5.883	16,35	0	0,00
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS		5.883	16,35	1.040	3,07
TOTAL RENTA FIJA		10.878	30,24	7.400	21,83
ES0113790531 - BANCO POPULAR	EUR	243	0,67	146	0,43
ES0113211835 - BBVA	EUR	203	0,56	244	0,72
ES0119256115 - CODERE SM	EUR	76	0,21	93	0,27
ES0124244E34 - CORP. MAPFRE	EUR	229	0,64	301	0,89
ES0127797019 - EDP RENOVAVEIS SA	EUR	113	0,31	159	0,47
ES0130625512 - ENCE	EUR	110	0,31	106	0,31
ES0130670112 - ENDESA	EUR	148	0,41	0	0,00
ES0134950F36 - FAES	EUR	150	0,42	202	0,59
ES06349509F7 - FAES DERECHOS DICIEMBRE 2012	EUR	0	0,00	4	0,01
ES0118900010 - FERROVIAL, S.A.	EUR	124	0,34	112	0,33
ES0137650018 - FLUIDRA SA	EUR	125	0,35	163	0,48
ES0118594417 - INDRA SISTEMAS	EUR	140	0,39	301	0,89
ES0154220414 - INM.METROVACESA	EUR	0	0,00	133	0,39
GB00BSTMSP21 - JAZZTEL	EUR	148	0,41	210	0,62
ES0157097017 - LABORATORIOS ALMIRALL	EUR	146	0,41	0	0,00
ES0152503035 - MEDIASET ESPAÑA	EUR	0	0,00	102	0,30
ES0142090317 - OHL	EUR	205	0,57	176	0,52
ES0169350016 - PESCANOVA	EUR	0	0,00	84	0,25
ES0171743117 - PRISA	EUR	79	0,22	12	0,03
ES0175438003 - PROSEGUR	EUR	129	0,36	133	0,39
ES0173358039 - RENTA 4	EUR	45	0,13	45	0,13
ES0176252718 - SOL MELIA	EUR	132	0,37	144	0,43
ES0178165017 - TECNICAS REUNIDAS SA	EUR	366	1,02	351	1,03
ES0178430E18 - TELEFONICA	EUR	262	0,73	204	0,60
ES0132945017 - TUBACEX	EUR	0	0,00	139	0,41
ES0180850416 - TUBOS REUNIDOS	EUR	250	0,69	262	0,77
TOTAL RV COTIZADA		3.424	9,52	3.826	11,26
TOTAL RENTA VARIABLE		3.424	9,52	3.826	11,26
ES0108837032 - ALPES 2000	EUR	169	0,47	166	0,49
ES0108703002 - ALPHAVILLE FIL	EUR	290	0,81	278	0,82
ES0114638036 - BESTINVER INTERNATIONAL F.I.	EUR	261	0,72	238	0,70
ES0182527038 - CARTESIO-Y FI	EUR	306	0,85	293	0,86
ES0126908039 - DIVERSITY INVERSIONES SIL	EUR	114	0,32	109	0,32
ES0138876034 - FONGRUM FI	EUR	185	0,51	178	0,53
ES0158644007 - LAREDO INVERSIÓN LIBRE FIL	EUR	433	1,20	422	1,25
TOTAL IIC		1.758	4,88	1.684	4,97
- DEP.BANKIA 4,75% VTO.13/12/2013	EUR	500	1,39	0	0,00
- DEP.BANKIA 4,75% VTO.13/12/2013	EUR	0	0,00	500	1,47
- DEP.BCO.SABADELL 3,50% VTO.11/01/2014	EUR	500	1,39	0	0,00
- DEP.BCO.SANTANDER 3,90% VTO.28/11/2013	EUR	0	0,00	500	1,47
- DEP.BCO.SANTANDER 3,90% VTO.28/11/2013	EUR	500	1,39	0	0,00
- DEP.POPULAR 4,25% VTO.31/12/2013	EUR	299	0,83	0	0,00
- DEP.POPULAR 4,25% VTO.31/12/2013	EUR	0	0,00	300	0,88
TOTAL DEPÓSITOS		1.799	5,00	1.300	3,82

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		17.860	49,64	14.210	41,88
PTOTECOEO029 - OBLIGACIONES TESORO PORTUGAL 15/06/2020	EUR	361	1,00	348	1,03
Total Deuda Pública Cotizada mas de 1 año		361	1,00	348	1,03
N00010144843 - GOBIERNO NORUEGO 6,50 VTO.15/5/2013	NOK	1.344	3,74	1.031	3,04
Total Deuda Pública Cotizada menos de 1 año		1.344	3,74	1.031	3,04
XS0469316458 - ABENGOA 9,625 VTO. 25/02/2015	EUR	218	0,60	218	0,64
FR0010638338 - BNP PARIBAS 02/07/2018	EUR	222	0,62	225	0,66
XS0433216339 - BRITISH TELECOM PLC VCTO.11/07/2014	EUR	108	0,30	109	0,32
XS0222158767 - CODERE FIN LUX 8,25% 15/06/15	EUR	110	0,31	124	0,37
USL1861KAG33 - CODERE FIN LUX 9,25% 15/02/19	USD	115	0,32	114	0,34
FR0010533554 - CREDIT AGRICOLE 7,375% PERPETUA	USD	154	0,43	149	0,44
DE000A0TU305 - DEUTSCHE BANK CAP.TRST.IV (CALL PERPETUA)	EUR	225	0,63	217	0,64
XS0411044653 - ENI SPA VCTO.28/01/2016	EUR	113	0,31	114	0,33
XS0647264398 - FIAT FIN & TRADE 7,375% VTO.09/07/2018	EUR	210	0,58	209	0,62
XS0413493957 - IMPERIAL TOBACCO FINANCE VCTO.17/02/2022	GBP	172	0,48	178	0,52
XS0356687219 - ING GROEP NV 18/04/2013 (CON CALL)	EUR	192	0,53	196	0,58
XS0411850075 - KPN FLOAT 04/02/2019	EUR	132	0,37	131	0,39
XS0430328525 - LAFARGE SA VCTO.27/05/2014	EUR	110	0,31	111	0,33
DE000A0XFT5 - METRO AG 7,625% VTO.5/3/2015	EUR	115	0,32	116	0,34
XS0460546525 - PETROL.VENEZUELA 5% V.28/10/2015	USD	187	0,52	177	0,52
XS0843939918 - PORT.TELECOM 5,875% VTO.17/4/18	EUR	211	0,59	208	0,61
XS0149161217 - RBS CAPITAL TRUST A-6,467% PERP	EUR	100	0,28	114	0,34
FR0010809236 - RENAULT 13/10/2014	EUR	107	0,30	107	0,32
FR0010916734 - RENAULT 30/06/15	EUR	321	0,89	322	0,95
XS0415624716 - ROCHE HLDGS INC 6,50 VTO.4/3/2021	EUR	139	0,39	140	0,41
XS0294547285 - SAINT-GOBAIN 11/04/2017	EUR	107	0,30	107	0,32
XS0454569863 - SOCIETE GENERALE 8,75% PERPETUA	USD	164	0,46	159	0,47
DE000A0Z12Y2 - THYSSENKRUPP FIN NEDER VCTO.18/06/2014	EUR	108	0,30	109	0,32
XS0527624059 - UNICREDIT SPA PERPETUAL 21/07/2020	EUR	297	0,83	304	0,90
Total Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		3.935	10,97	3.956	11,68
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA		5.640	15,71	5.335	15,75
TOTAL RENTA FIJA		5.640	15,71	5.335	15,75
US0378331005 - APPLE COMPUTER INC.	USD	173	0,48	0	0,00
GB0002162385 - AVIVA PLC	GBP	281	0,78	230	0,68
PTBES0AM0007 - BANCO ESPIRITO SANTO	EUR	96	0,27	179	0,53
US0605051046 - BANK OF AMERICA CORP.	USD	238	0,66	264	0,78
GB0031348658 - BARCLAYS PLC	GBP	173	0,48	162	0,48
DE0005190037 - BMW PREFERENTES	EUR	199	0,55	293	0,86
BMG169621056 - BUNGE LTD	USD	144	0,40	138	0,41
US17275R1023 - CISCO	USD	163	0,45	149	0,44
US1729674242 - CITIGROUP INC.	USD	207	0,58	240	0,71
US1920051067 - CODEXIS	USD	65	0,18	59	0,17
DE0007100000 - DAIMLER AG	EUR	0	0,00	207	0,61
IT0004772502 - DELCLIMA	EUR	128	0,36	101	0,30
DE0005140008 - DEUTSCHE BANK AG	EUR	152	0,42	165	0,49
BE0974259880 - DIETEREN SA/NV	EUR	143	0,40	122	0,36
IT0003132476 - ENI	EUR	263	0,73	183	0,54
IT0001353140 - EXOR SPA	EUR	109	0,30	95	0,28
US3696041033 - GENERAL ELECTRIC CO.	USD	180	0,50	159	0,47
IT000062072 - GENERALLI	EUR	182	0,51	137	0,41
US4062161017 - HALLIBURTON CO	USD	158	0,44	210	0,62
US4592001014 - IBM	USD	250	0,69	218	0,64
NL0000303600 - ING GROEP NV CVA	EUR	172	0,48	148	0,44
US4581401001 - INTEL CORP	USD	136	0,38	125	0,37
NL000009082 - KPN NV	EUR	80	0,22	113	0,33
GB0008706128 - LLOYDS BANK	GBP	133	0,37	136	0,40
IT0004251689 - MAIRE TECNIMONT	EUR	74	0,21	53	0,16
US5850551061 - MEDTRONIC	USD	183	0,51	155	0,46
US5949181045 - MICROSOFT CORP	USD	145	0,40	132	0,39
AT0000743059 - OMV AG	EUR	100	0,28	82	0,24
US7170811035 - PFIZER INC.	USD	225	0,63	190	0,56
IT0004623051 - PIRELLI & C.	EUR	123	0,34	130	0,38
PTPTCOAM0009 - PORTUGAL TELECOM	EUR	155	0,43	187	0,55
IT0004176001 - PRYSMIAN SPA	EUR	160	0,45	180	0,53
US7475251036 - QUALCOMM INC.	USD	131	0,36	117	0,35
FR0010451203 - REXEL SA	EUR	104	0,29	94	0,28
GB00B03MLX29 - ROYAL DUTCH SHELL-AM	EUR	176	0,49	182	0,54
DE0007164600 - SAP AG	EUR	188	0,52	182	0,54
NL0000360618 - SBM OFFSHORE NV	EUR	79	0,22	64	0,19
CH0024638196 - SCHINDLER HOLDING	CHF	160	0,44	153	0,45
DE0007236101 - SIEMENS AG	EUR	168	0,47	164	0,48
FR0000130809 - SOCIETE GENERALE	EUR	128	0,36	170	0,50
IT0003497168 - TELECOM ITALIA SPA	EUR	72	0,20	89	0,26
GB0008847096 - TESCO PLC	GBP	136	0,38	124	0,37

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
FR0000120271 - TOTAL FINA SA	EUR	299	0,83	312	0,92
FR0000125486 - VINCI SA	EUR	246	0,68	180	0,53
TOTAL RV COTIZADA		6.874	19,12	6.772	20,00
TOTAL RENTA VARIABLE		6.874	19,12	6.772	20,00
US0HF0006522 - CERRADO FUND	EUR	301	0,84	291	0,86
FR0007068093 - EASY ETF STOXX EUROPE600 HEALTH	EUR	443	1,23	390	1,15
LU0290357259 - IBOXX E SOVEREIGNS EUROZONE 7	EUR	204	0,57	202	0,60
US4642874576 - ISHARES BARCLAYS 1-3 YEAR TR	USD	0	0,00	2.368	6,98
US4642885135 - ISHARES IBOXX HIGH YIELD CORP BOND	USD	552	1,53	531	1,57
US4642882579 - ISHARES MSCI ACWI INDEX FUND ETF	USD	1.544	4,29	1.421	4,19
US4642881829 - ISHARES MSCI EX-JAPAN INDEX FD	USD	498	1,38	495	1,46
LU0290359032 - ITRAXX CROSSOVER 5 YEAR TR IND	EUR	225	0,63	219	0,65
LU0290358653 - ITRAXX EUROPE 5 YEAR TR IND	EUR	110	0,31	110	0,33
FR0010737544 - LYXOR ETF EURO CORP BOND	EUR	565	1,57	565	1,67
US91232N1081 - UNITED STATES OIL FUND LP	USD	163	0,45	152	0,45
TOTAL IIC		4.605	12,80	6.744	19,91
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		17.119	47,63	18.852	55,66
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS		34.979	97,27	33.061	97,54

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

Los productos estructurados suponen un 30,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.