

## SIPADAN INVERSIONES SICAV, S.A.

Nº Registro CNMV: 3651

Informe Semestral del Primer Semestre 2018

**Gestora:** 1) MARCH ASSET MANAGEMENT, S.G.I.I.C., S.A.U. **Depositario:** BANCA MARCH, S.A. **Auditor:** Deloitte, S.L.

**Grupo Gestora:** **Grupo Depositario:** BANCA MARCH **Rating Depositario:** Baa1 (Moody's)

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

## INFORMACIÓN SICAV

Fecha de registro: 18/06/2010

### 1. Política de inversión y divisa de denominación

#### Categoría

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

#### Descripción general

Política de inversión: La Sociedad podrá invertir entre un 0% y 100% 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, ya sea de manera directa o indirecta a través de IIC, en activos de renta variable, renta fija u otros activos permitidos por la normativa vigente sin que exista predeterminación en cuanto a los porcentajes de exposición en cada clase de activo pudiendo estar la totalidad de su exposición en cualquiera de ellos. Dentro de la 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 estados miembros de la OCDE sujetos a supervisión prudencial e instrumentos del mercado monetario no cotizados, que sean líquidos.

No existe objetivo predeterminado ni límites máximos en lo que se refiere a la 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. El riesgo de divisa puede alcanzar el 100% de la exposición total.

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	0,46	0,25	0,46	0,63
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	-0,39	-0,23	-0,39	-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	247.438,00	263.259,00
Nº de accionistas	107,00	111,00
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	2.632	10,6370	10,3545	11,0409
2017	2.870	10,9022	10,7827	11,2637
2016	3.077	11,2187	10,7782	11,2468
2015	3.391	11,0581	10,7833	11,3563

### 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	0,60	0,00	0,60	0,60	0,00	0,60	patrimonio	
Comisión de depositario			0,05			0,05	patrimonio	

## 2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

### Rentabilidad (% sin anualizar)

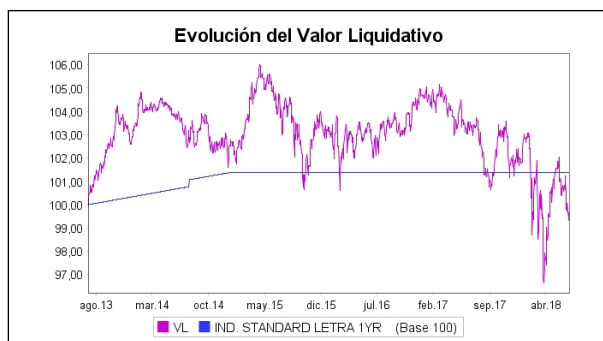
Acumulado 2018	Trimestral				Anual			
	Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2017	2016	2015	2013
-2,43	1,39	-3,77	-0,51	-0,66	-2,82	1,45	0,50	0,00

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)	0,76	0,39	0,38	0,41	0,39	1,56	1,49	1,22	1,62

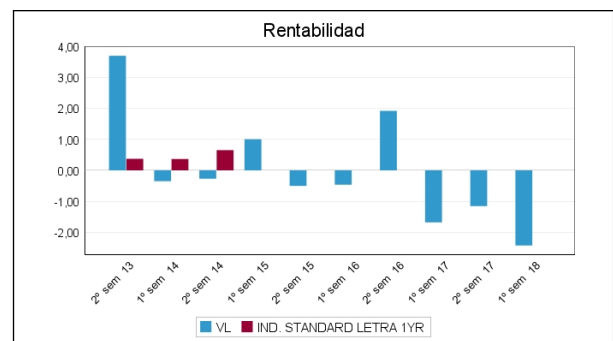
(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. 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 semestral de los últimos 5 años



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

Distribución del patrimonio	Fin periodo actual		Fin periodo anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	2.377	90,31	2.505	87,28
* Cartera interior	428	16,26	500	17,42
* Cartera exterior	1.948	74,01	2.005	69,86
* 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)	187	7,10	334	11,64
(+/-) RESTO	68	2,58	30	1,05
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>2.632</b>	<b>100,00 %</b>	<b>2.870</b>	<b>100,00 %</b>

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)	2.870	2.976	2.870	
± Compra/ venta de acciones (neto)	-6,28	-2,50	-6,28	133,44
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Rendimientos netos	-2,40	-1,08	-2,40	105,25
(+) Rendimientos de gestión	-1,58	-0,25	-1,58	478,70
+ Intereses	0,02	-0,01	0,02	-292,99
+ Dividendos	1,19	0,39	1,19	181,34
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	-0,01	0,00	-0,01	-289,24
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	-2,44	-0,04	-2,44	5.536,60
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	-100,00
± Resultado en derivados (realizadas o no)	0,43	-1,19	0,43	-133,81
± Resultado en IIC (realizados o no)	-0,73	0,15	-0,73	-543,50
± Otros resultados	-0,03	0,44	-0,03	-107,30
± Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-0,82	-0,83	-0,82	-8,69
- Comisión de sociedad gestora	-0,60	-0,61	-0,60	-8,78
- Comisión de depositario	-0,05	-0,05	-0,05	-8,79
- Gastos por servicios exteriores	-0,08	-0,11	-0,08	-30,56
- Otros gastos de gestión corriente	-0,04	-0,04	-0,04	-4,52
- Otros gastos repercutidos	-0,05	-0,03	-0,05	64,91
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
+ 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	0,00	0,00
± Revalorización inmuebles uso propio y resultados por enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)</b>	<b>2.632</b>	<b>2.870</b>	<b>2.632</b>	

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

### 3. Inversiones financieras

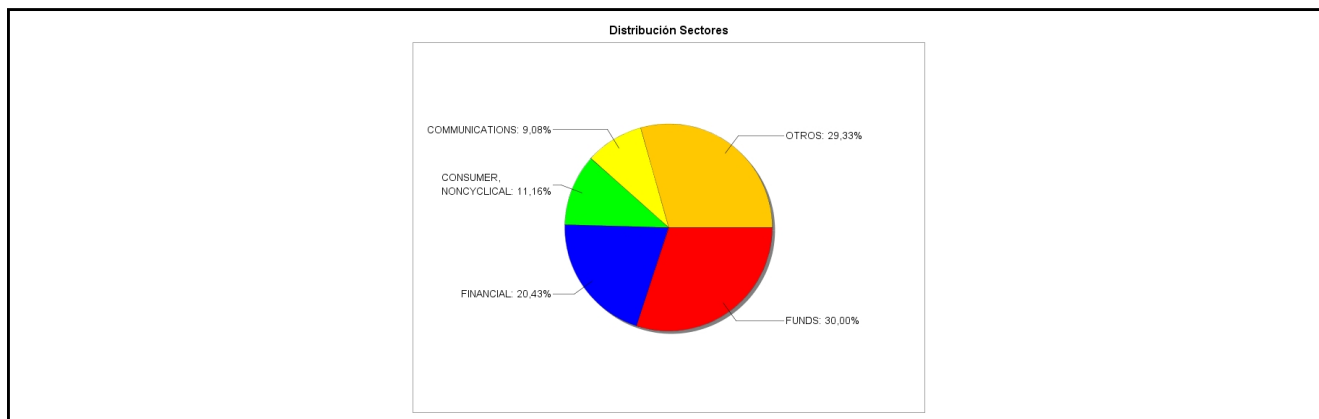
3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

Descripción de la inversión y emisor	Periodo actual		Periodo anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	0	0,00	0	0,00
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	0	0,00	94	3,27
TOTAL RENTA FIJA	0	0,00	94	3,27
TOTAL RV COTIZADA	31	1,18	0	0,00
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	31	1,18	0	0,00
TOTAL IIC	397	15,09	406	14,15
TOTAL DEPÓSITOS	0	0,00	0	0,00
TOTAL ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO + otros	0	0,00	0	0,00
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR	428	16,27	500	17,42
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	0	0,00	0	0,00
TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA	99	3,77	100	3,47
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	99	3,77	100	3,47
TOTAL RV COTIZADA	1.178	44,77	1.260	43,91
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	1.178	44,77	1.260	43,91
TOTAL IIC	671	25,49	640	22,29
TOTAL DEPÓSITOS	0	0,00	0	0,00
TOTAL ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO + otros	0	0,00	0	0,00
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	1.948	74,03	1.999	69,67
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	2.377	90,30	2.499	87,09

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
IND. EUROSTOXX 50	V/ FUTURO EUROSTOXX 50 SEPT 18	68	Inversión
IND. IBEX 35	V/ FUTURO IBEX 35 JULIO 18	96	Inversión

Subyacente	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
Total subyacente renta variable		164	
EURO	C/ FUTURO EURO E-MINI FUT SEPT 18	314	Inversión
Total subyacente tipo de cambio		314	
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>		<b>478</b>	

#### 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

<p>En el periodo se han realizado operaciones de carácter repetitivo o de escasa relevancia según el siguiente detalle:</p> <p>Divisa: 1.188.044,55 euros</p> <p>Repo: 4.747.033,71 euros</p> <p>Adicionalmente se han realizado las siguientes operaciones vinculadas de compra o venta:</p>
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Renta Variable Extranjera: 19,13 euros que supone un 0 % del patrimonio medio

Activos Monetarios Extranjeros: 99.297,20 euros que supone un 3,6 % del patrimonio medio

Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC por importe: 2.944,89 euros

Existen los siguientes accionistas con participaciones significativas:

1: 71.557,50 participaciones que supone 28,92 % del patrimonio

2: 123.875.00 participaciones que supone 50,06 % 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

En los primeros 6 meses del año los mercados de acciones globales medidos en euros han experimentado 20 sesiones con movimientos superiores al 1% en ambas direcciones. Una cifra similar que la que tuvimos en el conjunto de todo el año 2017. A pesar de ello, los retornos se mantienen dentro de un rango de prácticamente un +/- 5% para los principales índices globales. Detrás de este aumento de la volatilidad sin una clara dirección debemos apuntar tres causas que pensamos que se mantendrán durante los próximos meses: Bancos centrales, tipos de interés y las amenazas de una guerra comercial.

A pesar de ello, la renta variable se sitúa como el activo más rentable en el conjunto del año, ya que el aumento experimentado en la rentabilidad exigida a todos los activos de renta fija, especialmente a los bonos de empresas, y los episodios de inestabilidad en la deuda periférica Italiana ha penalizado los mercados de bonos y su efecto se ha hecho sentir en aquellas carteras con un fuerte posicionamiento en este tipo de activos. Una vez más, son los mercados USA quienes se sitúan a la cabeza gracias a su mayor peso en compañías tecnológicas, que es el sector que presenta de nuevo un mejor comportamiento relativo junto con las compañías del sector energético.

El foco en las fricciones comerciales se ha extendido entre EEUU y sus principales socios comerciales, desde China a Canadá, México y la Unión Europea. La amenaza de contra-medidas por parte de los principales países del G7 han reavivado el miedo a una guerra comercial generalizada sin vencedores y en el que todas las partes acaban finalmente perdiendo. Conscientes las partes implicadas de ese escenario, las represalias hasta la fecha se han limitado a intervenciones verbales más fuertes de lo que suele ser habitual dentro del contexto diplomático y a la implantación de aranceles de un 25% sobre una lista de determinados productos provenientes de China y a las importaciones de aluminio y acero desde Canadá, México y la EU.

Creemos que una posible guerra comercial va a generar más titulares que efectos reales y que al final todas las tensiones se resolverán en base a soluciones negociadas. Al argumento de que todos los participantes saben de antemano que una escalada de proteccionismo a nivel mundial tendría consecuencias negativas para ambos bandos, estimamos que el negativo en el crecimiento global del PIB entre 0,5% y 0,70%. Estamos no obstante atentos al efecto combinado de la escalada verbal en este tema y la retirada de liquidez de los bancos centrales que comentábamos en el punto anterior. Un efecto que ha pasado desapercibido para la mayoría de los analistas es el mal comportamiento que han tenido las denominadas SIFIs (Systemically Important Financial Institutions). Tomado en su conjunto, los grandes bancos globales que, por el tamaño de su balance se considera que presentan un riesgo sistémico para el conjunto de la economía mundial han perdido más de un 20% desde finales de Enero 2018.

#### TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS DE RENTA FIJA

El BCE anunció que concluiría su programa de "Quantitative Easing" (QE) a finales de 2018 mientras que los tipos de interés se mantendrían sin cambios "al menos hasta verano de 2019". La consecuencia inmediata de todo ello será que el volumen de compras mensual se reducirá desde los 30,000 millones de €/mes actuales a 15,000 millones €/mes en el 4º trimestre, con la finalización total de las compras en Diciembre 2018. La reserva Federal por su parte incrementó los tipos de interés en otro 0,25%, dejando la banda actual en el 1,75%-2,00% y con dos subidas suplementarias hasta final de año como escenario más probable. El banco de Japón es el único de los grandes bancos centrales que todavía no ha anunciado el final de su programa de recompras.

La renta fija, especialmente en lo referente al segmento de bonos soberanos, presenta un perfil claramente asimétrico. Los tipos de interés no tiene margen para seguir cayendo y el sesgo de la política monetaria es hacia una progresiva y gradual normalización. EEUU se encuentra mucho más avanzado en este proceso, y si bien los tipos a 10 años podrían en algún momento acercarse a la zona del 3,10%-3,20% pensamos que existe valor a ese nivel. Tras el anuncio del fin de recompras de bonos por parte del BCE en Diciembre 2018, deberíamos ver un relativo mal comportamiento de la deuda corporativa europea.

No descartamos algún nuevo episodio de fuerte tensionamiento en la deuda italiana como el que vivimos a finales del mes de mayo. Recordar que el desencadenante fue una nueva crisis de gobierno en Italia, donde el presidente Sergio Mattarella rechazó la designación del euroescéptico Paolo Savona como ministro de Economía. El interés exigido al bono transalpino con esta noticia se elevaba hasta el 2,68% y la prima de riesgo Italia-Alemania escalaba por encima de los 230 pbs.

#### MERCADOS BURSÁTILES

La excelente evolución de los resultados empresariales ha sido el viento de cola que explica el buen comportamiento de la renta variable desde 2009 dentro de un ciclo que dura ya 9 años. Las compañías americanas, que en su conjunto representan aproximadamente la mitad de la capitalización bursátil mundial, se han visto además beneficiadas en los últimos meses por la bajada de impuestos y por un paquete fiscal expansivo. Siendo el activo que consideramos mostrará un mejor comportamiento en los próximos 6 meses, creemos que sobre todo en el mercado americano empiezan a pesar una combinación de factores tales como: valoraciones exigentes (especialmente en el sector tecnológico) un régimen de volatilidad más elevado, tipos de interés subiendo, bancos centrales en una postura menos acomodaticia y falta de catalizadores positivos capaces de sorprender al mercado.

El panorama es más exigente que el visto en los años anteriores. Hoy más que nunca es necesario ser selectivo, apostar por fondos donde la labor del gestor a la hora de seleccionar compañías sea especialmente riguroso y donde veremos una gran dispersión en el comportamiento de no sólo las distintas compañías, sino también de sectores. La subida de tipos de interés propiciará una rotación desde las compañías más cíclicas hacia sectores defensivos y con menor deuda. Pensamos que la renta variable europea se encuentra mejor posicionada en este entorno debido a unas valoraciones más atractivas y donde la subida de tipos será más progresiva. Un tipo de cambio más bajo del € frente al US\$ debería también actuar como soporte del mercado europeo dado el componente netamente exportador del conjunto de su

economía. El mejor comportamiento relativo las acciones americanas frente a las europeas en general y las españolas en particular en los últimos 5 años se explica casi totalmente por el mayor peso del sector tecnológico en la renta variable EEUU frente al peso de los bancos y el sector financiero en los índices europeos. Esta situación debería revertir en el futuro a medida que los tipos negativos y la "represión financiera" toca a su fin.

Las economías emergentes se han visto sometidas a una fuerte presión desde el inicio del año como consecuencia de un dólar a la alza y unos tipos del tesoro americano más altos, factores ambos que tradicionalmente suponen un viento de cara para estos mercados. El JPM Emerging Market Currency Index ha caído cerca de un 10% desde mediados de febrero 2018, con la lira Turca y el peso Argentino marcando nuevos mínimos. Si bien estos factores no van a desaparecer en los dos próximos trimestres, la visión a más largo plazo continúa siendo optimista y esperamos que el crecimiento se mantenga robusto en 2018 y la inflación contenida. Como puede verse en el gráfico de la derecha, no todos los países presentan desequilibrios en su balanza exterior similares, por lo que tampoco todos ellos se verán afectados por igual en un escenario de tipos más altos.

## RECOMENDACIONES Y ESTRATEGIA DE INVERSION

Pensamos que la renta variable continuará siendo el activo que mejores retornos presente en el conjunto del año. A pesar de ello, la madurez del ciclo, las exigentes valoraciones en determinados sectores y el comienzo de un período del año donde la liquidez disminuye y donde estacionalmente no producen los mejores retornos nos lleva a matizar temporalmente nuestro posicionamiento. Encontramos valoraciones atractivas dentro de los países emergentes, pero no es todavía el momento de iniciar una fuerte sobreponderación. Siendo selectivos y evitando aquellos con una peor posición externa, podemos encontrar oportunidades en economías donde tras varios años de contracción en los beneficios empresariales, se espera que vuelvan a crecer a ritmos del 8%-12% en 2018.

En la parte de renta fija vemos conveniente reducir temporalmente la exposición a deuda corporativa, especialmente en el tramo de High Yield. Hoy por hoy no consideramos factible un hipotético abandono de Italia del euro. Si bien es cierto que el país transalpino es especialmente dado a episodios como el vivido recientemente dada la inestabilidad estructural de sus gobiernos, tipos de interés de la deuda soberana Italiana del entorno del 2,00% en el 2 años son una oportunidad de compra y de generación de carry para las carteras. Mantenemos duraciones cortas a la espera de mejores zonas de entrada y consideramos el tramo deuda "core" europea 5-10 años poco atractivo

El lento y progresivo ritmo de normalización financiera no debería hacernos olvidar que nos encontramos en el final de la era de tipos anormalmente bajos. Ni el momento del ciclo ni el crecimiento global sincronizado que experimentamos actualmente justifican unos niveles de tipos "de emergencia". Posicionarse con duraciones bajas, disminuir las posiciones de crédito con mayor sensibilidad, reemplazar y aumentar las posiciones en bonos flotantes es la mejor estrategia para tratar de mitigar los efectos negativos de la progresiva subida de tipos. Incluso si estos se mantuviesen durante algunos meses más en estos niveles, recomendamos tomar beneficios en aquellas emisiones donde la TIR es prácticamente nula y donde los ingresos por cupón no compensan un eventual repunte de tipos.

## COMENTARIO DE GESTIÓN

: Donald Trump continúa implementando nuevas medidas arancelarias sobre importaciones de productos, con el objetivo de favorecer la industria nacional ("Buy American"). El incremento de las medidas proteccionistas está desembocando en una guerra comercial entre los grandes bloques (EE.UU. - China - UE), con especial repercusión sobre China, país con el que el país norteamericano tiene mayor déficit comercial. Todo ello ha afectado negativamente en la evolución de la mayoría de los principales índices bursátiles a lo largo del primer semestre del año.

Dentro de la Unión Europea, Alemania confirmó, tras meses de parálisis, la formación de un nuevo gobierno de coalición entre socialistas y conservadores, con Angela Merkel al frente por cuarta legislatura consecutiva. Por otro lado, en los países periféricos destacamos el repunte de la tensión política en España e Italia, que se tradujo en un aumento de las

rentabilidades exigidas a ambos países, aunque por circunstancias bien distintas. Mientras que en Italia, se ha formado un gobierno de coalición con partidos de corte euroescéptico, entre el movimiento populista 5 Stelle y el partido ultraderechista Lega Nord, con las consecuentes dificultades para el nombramiento del ejecutivo; en España, prosperó la moción de censura presentada por el líder del PSOE Pedro Sánchez, que tendrá limitada capacidad de maniobra hasta que se celebren las próximas elecciones, debido a la composición actual del hemiciclo.

Otro factor de riesgo es el reciente encarecimiento del petróleo y su repercusión sobre la inflación, especialmente en aquellas economías más dependientes de las importaciones energéticas, y sobre las políticas monetarias implementadas por los bancos centrales. Actualmente la OPEP ha decidido incrementar la producción diaria de barriles en 1 millón, aunque también existen desequilibrios importantes en algunos países exportadores como Libia o Venezuela, que pueden llegar a contrarrestar dicho efecto.

Los episodios de repunte de la volatilidad dentro de una tendencia alcista no son inusuales, pero también es importante señalar que suelen registrar una duración cercana a dos trimestres. En este contexto, es previsible que los próximos meses todavía sigan marcados por una volatilidad superior a lo registrado el año pasado.

En EE.UU., la Fed cumplió con el guión y subió el precio oficial del dinero en 25 p.b., hasta 1,50-1,75%. La institución mantiene, además, su previsión de realizar hasta tres incrementos en el año 2018 aunque según Jerome Powell, el nuevo presidente de la institución, la predicción es todavía incierta. El BCE mantuvo, por su parte, sin cambios el tipo de interés en el 0% y el ritmo de compras en 15.000M€/mes, al menos hasta diciembre de 2018 o en fecha posterior si fuera necesario. El BCE sí reduce el sesgo expansivo del programa de compras, eliminando el compromiso de aumentar las compras si la situación económica empeorase, al reforzar su confianza en el ajuste sostenido de la inflación. El BCE revisó además sus estimaciones de PIB al alza, hasta +2,4% en 2018.

En la parte de deuda de países emergentes se ha decidido asumir algo más de riesgo en este comienzo de año, al vender el fondo de Muzinich y comprar el fondo de Blackrock. De esta forma incrementamos algo la duración del activo, y asumimos hasta un máximo de un 50% de riesgo en moneda local, después de un 2017 en el que el euro ha tenido una gran fortaleza contra la mayoría de las divisas.

Mantenemos la cobertura al dólar entorno al 50% de la exposición total de la cartera. El repunte de la tensión comercial de EE.UU., como consecuencia de las medidas arancelarias anunciadas, junto con el mayor déficit fiscal del país norte americano, ha generado un repunte en la volatilidad del cruce euro/dólar. Al otro lado del Atlántico en cambio, la tensión política periférica también ha contribuido a dicho incremento de la volatilidad. Por el contrario, dada la baja exposición de la cartera a instrumentos denominados en libras, que a su vez tienen un bajo peso relativo de exposición al negocio local, nos ha llevado a eliminar la cobertura a la libra. Adicionalmente, Reino Unido podría proponer a la UE la creación de un área de libre comercio para determinados bienes, lo que podría entenderse como un paso hacia un Brexit "blando".

Durante el semestre, hemos tenido un comportamiento bastante diferenciado entre el mes de enero, continuación del buen ejercicio anterior, y los meses restantes, con unas caídas significativas en la mayoría de los índices de renta variable a excepción del índice tecnológico Nasdaq que lleva un +11,37% YTD. La incertidumbre política periférica durante el pasado mes de mayo, la confirmación de la subida de tipos por parte de la FED, y la creciente tensión comercial provocada por las medidas arancelarias aprobadas por el gobierno de EE.UU., son las razones que han llevado a los índices mundiales a sufrir correcciones desde enero. Así, el MSCI Emerging Markets y el Eurostoxx 50 caen respectivamente un 7,7% y 3,1%.

La cartera varía su exposición en renta variable, pasando de un 71,32% a un 45,51% de peso. En consumo no cíclico (farmacia), hemos vendido la posición en Novo Nordisk. Entramos en la compañía a finales de marzo de 2017, y tras conseguir la valoración objetivo que nos habíamos marcado hemos optado por deshacer posiciones en el valor.

En el sector de distribución, hemos añadido posiciones en Inditex (que ha corregido con fuerza desde el verano pasado). La compañía se beneficia de un modelo de negocio cada vez menos intensivo en capital y que genera importantes flujos

de caja, que se pueden trasladar a mayores dividendos, y que cuenta con caja neta. También hemos comprado acciones de Bayer. Es un conglomerado en proceso de transformación hacia un grupo centrado en la salud y, que se encuentra en la parte final de la compra de Monsanto, principal actor a nivel mundial en el mercado de las semillas modificadas genéticamente.

Dentro de la idea de diversificación de la cartera, mantenemos exposición al sector de las materias primas realizando un cambio de compañías. Así, se ha vendido toda la posición en Río Tinto por alcanzar los niveles de valoración objetivo, aunque seguimos manteniendo exposición al sector a través de la compra de Antofagasta que centra su negocio especialmente en el cobre, materia que estará presente en la revolución tecnológica hacia una economía más verde, especialmente en los vehículos eléctricos.

Respecto a la exposición a renta variable emergente hemos tratado de seguir diversificando la cartera a través del reembolso parcial del fondo que ya teníamos contratado, Nordea Emerging Stars, y canalizando dicha liquidez, en la suscripción del Fisher Emerging Markets Small Caps, manteniendo los mismos niveles de exposición a dicha tipología de activo. De este modo, combinamos la implementación de la estrategia del Nordea, que apuesta por un mejor comportamiento de aquellas compañías de mercados emergentes que se ajustan a estándares internacionales de compromiso medioambiental, social y de gobierno corporativo, factores que deberían otorgar un mayor potencial de crecimiento a las compañías; con la estrategia del Fisher, que lleva a cabo un análisis macroeconómico Top-down, implementando una filosofía de gestión más directa, y siempre teniendo presente el factor determinante de la liquidez.

La sociedad Sipadan incumplía el coeficiente mínimo de liquidez a cierre de semestre. No obstante, la situación ya ha sido regularizada a través de la venta de posiciones en cartera. Adicionalmente, se encuentra excedida en concentración a una misma IIC no autorizada (Losiram) como consecuencia de evolución de mercado. El incumplimiento será regularizado en el menor tiempo posible.

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

- \* ACC. TOTAL (rendimiento 0,51 %)
- \* FUTURO S&P 500 MINI MAR18 (rendimiento 0,4 %)
- \* FUTURO DAX MARZO 18 (rendimiento 0,44 %)
- \* FUTURO EUROSTOXX 50 JUN 18 (rendimiento 0,53 %)
- \* FUTURO IBEX 35 JULIO 18 (rendimiento 0,29 %)

Durante el período, el patrimonio de la IIC ha disminuído en -238.099 euros, el número de accionistas ha disminuido en -4 y la rentabilidad neta de la IIC ha sido de un -2,43 %

El impacto total de gastos soportados por la IIC en el período sobre la rentabilidad obtenida ha sido de un 0,77 %, de los cuales un 0,93 % corresponde a gastos directos y un -0,16 % corresponde a gastos indirectos por inversión en otras IICs.

En la tabla 2.4 del presenta 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:

- \* AP. LOSIRAM CUATRO, SICAV S.A. (10,58 % 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 (4,51 % sobre patrimonio)
- \* CANDRIAM FRANCE (4,52 % sobre patrimonio)
- \* EVLI FUND MANAGEMENT (4,52 % sobre patrimonio)

La IIC ha efectuado operaciones de:

- \* Futuros con finalidad de cobertura.

## 10 Detalle de inversiones financieras

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
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
Total Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RF PENDIENTE ADMISION A COTIZACION</b>		0	0,00	0	0,00
ES0000122T3 - REPO B. MARCH -0,40 2018-01-02	EUR	0	0,00	94	3,27
<b>TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>		0	0,00	94	3,27
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		0	0,00	94	3,27
ES0148396007 - ACCIONES INDITEX	EUR	31	1,18	0	0,00
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		31	1,18	0	0,00
<b>TOTAL RV NO COTIZADA</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		31	1,18	0	0,00
ES0158607038 - PARTICIPACIONES LOSIRAM CUATRO, SICA	EUR	279	10,58	286	9,97
ES0161032034 - PARTICIPACIONES M. PREMIER RF CP	EUR	119	4,51	120	4,18
<b>TOTAL IIC</b>		397	15,09	406	14,15
<b>TOTAL DEPÓSITOS</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO + otros</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		428	16,27	500	17,42
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
Total Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		0	0,00	0	0,00
XS1815320251 - PAGARE ACCIONA 0,71 2019-04-26	EUR	99	3,77	0	0,00
XS1605566840 - PAGARE ACCIONA 0,75 2018-04-27	EUR	0	0,00	100	3,47
<b>TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA</b>		99	3,77	100	3,47
<b>TOTAL RF PENDIENTE ADMISION A COTIZACION</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		99	3,77	100	3,47
GB00BWFY5505 - ACCIONES NIELSEN HOLDINGS PLC	USD	36	1,36	41	1,43
US26078J1007 - ACCIONES DOWDUPONT INC	USD	32	1,22	34	1,17
CH0030170408 - ACCIONES GEBERIT AG-REG	CHF	29	1,09	29	1,00
NL0011821202 - ACCIONES ING GROEP	EUR	52	1,96	64	2,24
JP3436100006 - ACCIONES SOFTBANK GROUP CORP	JPY	43	1,64	46	1,61
GB0000456144 - ACCIONES ANTOFAGASTA PLC	GBP	40	1,53	0	0,00
DK0060534915 - ACCIONES NOVO NORDISK A/S	DKK	0	0,00	47	1,65
FR0000133308 - ACCIONES ORANGE	EUR	67	2,54	67	2,35
US7960508882 - ACCIONES SAMSUNG ELECTRON	USD	17	0,65	19	0,66
DE0006047004 - ACCIONES HEIDELBERGCEMENT AG	EUR	38	1,45	48	1,66
FR0000120644 - ACCIONES DANONE	EUR	32	1,23	36	1,26
IL0010824113 - ACCIONES CHECK POINT SOFT	USD	19	0,71	19	0,67
CH0012221716 - ACCIONES ABB LTD	CHF	32	1,21	38	1,32
IT0000072618 - ACCIONES INTESA SANPAOLO SPA	EUR	42	1,59	47	1,62
GB0007188757 - ACCIONES RIO TINTO PLC	GBP	0	0,00	38	1,32
US7427181091 - ACCIONES PROCTER & GAMBLE	USD	39	1,49	45	1,57
GB0002374006 - ACCIONES DIAGEO PLC	GBP	73	2,78	73	2,54
US2546871060 - ACCIONES WALT DISNEY	USD	24	0,90	24	0,82
FR0000120628 - ACCIONES AXA SA	EUR	66	2,51	78	2,71
US9130171096 - ACCIONES U.TECHNOLOGIES	USD	29	1,09	29	1,00
FR0000120578 - ACCIONES SANOFI-AVENTIS	EUR	53	2,02	56	1,94
US9497461015 - ACCIONES WELLS FARGO	USD	65	2,47	69	2,41
DE0005557508 - ACCIONES DEUTSCHE TELEKOM	EUR	66	2,50	73	2,56
US46625H1005 - ACCIONES CHASE MANHATAN	USD	35	1,32	35	1,21
US17275R1023 - ACCIONES CISCO SYSTEMS	USD	40	1,50	34	1,19
FR0000121501 - ACCIONES PEUGEOT SA	EUR	32	1,21	28	0,97
DE000BAY0017 - ACCIONES BAYER AG	EUR	30	1,12	0	0,00
FR0000120271 - ACCIONES TOTAL	EUR	119	4,52	105	3,65
FR0000120172 - ACCIONES CARREFOUR	EUR	30	1,16	40	1,38
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		1.178	44,77	1.260	43,91
<b>TOTAL RV NO COTIZADA</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RV PENDIENTE ADMISIÓN A COTIZACIÓN</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		1.178	44,77	1.260	43,91
LU1534073041 - PARTICIPACIONES DWS INVESTMEN SA (DE	EUR	85	3,22	0	0,00
IE00B23Z8S99 - PARTICIPACIONES LEGG MASON MANAG.	USD	30	1,15	0	0,00
LU1648247721 - PARTICIPACIONES BLACKROCK LUXEMBOURG	EUR	111	4,22	0	0,00
FR0011510056 - PARTICIPACIONES CANDRIAM FRANCE	EUR	119	4,52	120	4,17
IE00BD087B48 - PARTICIPACIONES GRUENER FISHER INVES	USD	50	1,89	0	0,00
FI4000233242 - PARTICIPACIONES EVLV FUND MANAGEMENT	EUR	119	4,52	0	0,00

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
FI0008800511 - PARTICIPACIONES EVLI FUND MANAGEMENT	EUR	0	0,00	120	4,17
IE00BYQDPV67 - PARTICIPACIONES OLD MUTUA GLOBAL	EUR	85	3,22	0	0,00
IE00BFNXVS58 - PARTICIPACIONES MUZINICH & CO LTD	EUR	0	0,00	122	4,26
IE00B0D44176 - PARTICIPACIONES LEGG MASON MANAG.	USD	0	0,00	29	1,00
IE00B65YMK29 - PARTICIPACIONES MUZINICH & CO LTD	EUR	0	0,00	119	4,16
LU0602539354 - PARTICIPACIONES NORDEA FUNDS	USD	72	2,75	130	4,53
<b>TOTAL IIC</b>		671	25,49	640	22,29
<b>TOTAL DEPÓSITOS</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO + otros</b>		0	0,00	0	0,00
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		1.948	74,03	1.999	69,67
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS</b>		2.377	90,30	2.499	87,09

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.