

EDR GLOBAL ADAGIO, FI

Nº Registro CNMV: 3867

Informe Trimestral del Primer Trimestre 2019

Gestora: 1) RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A. **Depositario:** SANTANDER SECURITIES SERVICES, S.A.

Auditor: DELOITTE S.L.

Grupo Gestora: **Grupo Depositario:** SANTANDER **Rating Depositario:** Baa1

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en controlbmga@bancomadrid.com.

La Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en:

Dirección

PASEO DE LA HABANA, 74 28036 - MADRID (MADRID)

Correo Electrónico

CONTROLBMGA@bancomadrid.com

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

INFORMACIÓN FONDO

Fecha de registro: 20/07/2007

1. Política de inversión y divisa de denominación

Categoría

Tipo de fondo:

Fondo que invierte mayoritariamente en otros fondos y/o sociedades

Vocación inversora: Global

Perfil de Riesgo: 3 en una escala del 1 al 7

Descripción general

Política de inversión: FI, GLOBAL

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 Fondo se puede encontrar en su folleto informativo.

Divisa de denominación **EUR**

2. Datos económicos

	Periodo actual	Periodo anterior	2019	2018
Índice de rotación de la cartera	0,00	0,00	0,00	0,00
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	0,00	0,00	0,00	0,00

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

2.1.b) Datos generales.

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

	Periodo actual	Periodo anterior
Nº de Participaciones	259.627,63	250.055,16
Nº de Partícipes	179	135
Beneficios brutos distribuidos por participación (EUR)	0,00	0,00
Inversión mínima (EUR)	1 participación	

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo fin del período (EUR)
Periodo del informe	31.792	122,4510
2018	29.459	117,8101
2017	16.755	124,1067
2016	19.307	120,5348

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	0,31		0,31	0,31		0,31	patrimonio	
Comisión de depositario			0,02			0,02	patrimonio	

2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

A) Individual. Divisa EUR

Rentabilidad (% sin anualizar)	Acumulado 2019	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2018	2017	Año t-3	Año t-5
Rentabilidad IIC	3,94	3,94	-4,25	0,42	-0,16	-5,07	2,96		

Rentabilidades extremas (i)	Trimestre actual		Último año		Últimos 3 años	
	%	Fecha	%	Fecha	%	Fecha
Rentabilidad mínima (%)	-0,22	28-01-2019	-0,22	28-01-2019		
Rentabilidad máxima (%)	0,39	04-01-2019	0,39	04-01-2019		

(i) Sólo se informa para las clases con una antigüedad mínima del periodo solicitado y siempre que no se haya modificado su vocación inversora

Se refiere a las rentabilidades máximas y mínimas entre dos valores liquidativos consecutivos.

La periodicidad de cálculo del valor liquidativo es *diaria*

Recuerde que rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Sólo se informa si se ha mantenido una política de inversión homogénea en el período.

Medidas de riesgo (%)	Acumulado 2019	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2018	2017	Año t-3	Año t-5
Volatilidad(ii) de:									
Valor liquidativo	2,53	2,53	3,96	1,87	2,56	3,04	2,36		
Ibex-35	12,24	12,24	15,73	10,53	13,35	13,54	12,77		
Letra Tesoro 1 año	0,19	0,19	0,39	0,23	1,24	0,70	0,59		
INDICE SEGUN FOLLETO	2,32	2,32	3,67			3,07	2,53		
VaR histórico del valor liquidativo(iii)	2,23	2,23	2,26	1,04	1,05	2,26	3,46		

(ii) Volatilidad histórica: Indica el riesgo de un valor en un periodo, a mayor volatilidad mayor riesgo. A modo comparativo se ofrece la volatilidad de distintas referencias. Sólo se informa de la volatilidad para los períodos con política de inversión homogénea.

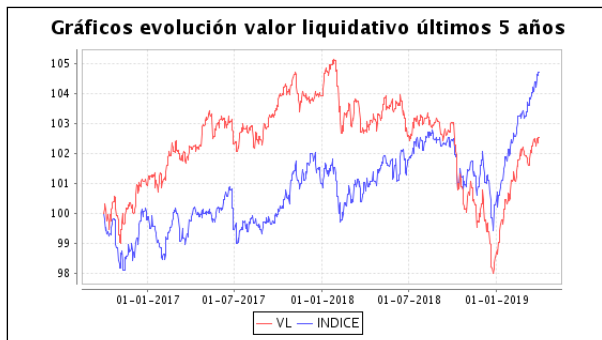
(iii) VaR histórico del valor liquidativo: Indica lo máximo que se puede perder, con un nivel de confianza del 99%, en el plazo de 1 mes, si se repitiese el comportamiento de la IIC de los últimos 5 años. El dato es a finales del periodo de referencia.

Gastos (% s/ patrimonio medio)	Acumulado 2019	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2018	2017	2016	2014
Ratio total de gastos (iv)	0,45	0,45	0,36	0,49	0,50	1,75	1,96	1,89	1,92

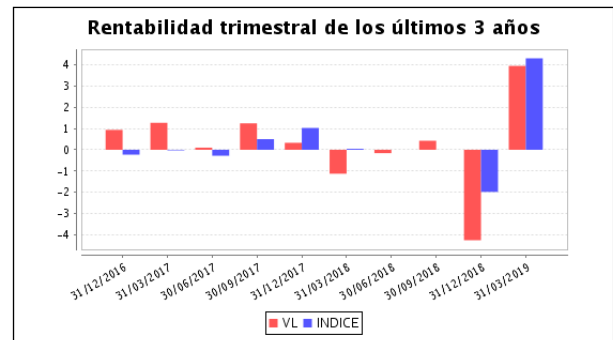
(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo.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



Rentabilidad trimestral de los últimos 3 años



B) Comparativa

Durante el periodo de referencia, la rentabilidad media en el periodo de referencia de los fondos gestionados por la Sociedad Gestora se presenta en el cuadro adjunto. Los fondos se agrupan según su vocación inversora.

Vocación inversora	Patrimonio gestionado* (miles de euros)	Nº de partícipes*	Rentabilidad Trimestral media**
Monetario Corto Plazo			
Monetario	295	7.205	0,01
Renta Fija Euro	1.535	89.322	0,89
Renta Fija Internacional	0	0	0,00
Renta Fija Mixta Euro	12	1.090	3,93
Renta Fija Mixta Internacional	20	590	2,62
Renta Variable Mixta Euro	13	149	3,65
Renta Variable Mixta Internacional	40	1.720	6,67
Renta Variable Euro	173	13.706	11,51
Renta Variable Internacional	206	15.281	8,61
IIC de Gestión Pasiva(1)	4	599	-0,11
Garantizado de Rendimiento Fijo	0	0	0,00
Garantizado de Rendimiento Variable	0	0	0,00
De Garantía Parcial	0	0	0,00
Retorno Absoluto	747	25.693	3,21
Global	481	20.750	4,02
Total fondos	3.524	176.105	2,80

*Medias.

(1): incluye IIC que replican o reproducen un índice, fondos cotizados (ETF) e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

**Rentabilidad media ponderada por patrimonio medio de cada FI en el periodo

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	25.191	79,24	24.903	84,53
* Cartera interior	0	0,00	0	0,00
* Cartera exterior	25.188	79,23	24.890	84,49
* Intereses de la cartera de inversión	4	0,01	13	0,04

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	6.527	20,53	4.403	14,95
(+/-) RESTO	73	0,23	153	0,52
TOTAL PATRIMONIO	31.792	100,00 %	29.459	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)	29.459	19.732	29.459	
± Suscripciones/ reembolsos (neto)	3,89	46,68	3,89	-88,99
- Beneficios brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Rendimientos netos	3,81	-4,25	3,81	-218,56
(+) Rendimientos de gestión	4,20	-3,96	4,20	-240,18
+ Intereses	0,01	0,01	0,01	68,87
+ Dividendos	0,03	0,10	0,03	-57,52
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,33	0,10	0,33	326,03
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultado en derivados (realizadas o no)	-0,97	-0,53	-0,97	143,03
± Resultado en IIC (realizados o no)	4,75	-3,73	4,75	-268,56
± Otros resultados	0,04	0,08	0,04	-42,08
± Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-0,39	-0,37	-0,39	39,45
- Comisión de gestión	-0,31	-0,28	-0,31	45,05
- Comisión de depositario	-0,02	-0,03	-0,02	30,29
- Gastos por servicios exteriores	0,00	0,00	0,00	-5,93
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	0,00	0,00	201,16
- Otros gastos repercutidos	-0,05	-0,06	-0,05	16,29
(+) Ingresos	0,00	0,08	0,00	-100,00
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,08	0,00	-100,00
+ Otros ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)	31.792	29.459	31.792	

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

3. Inversiones financieras

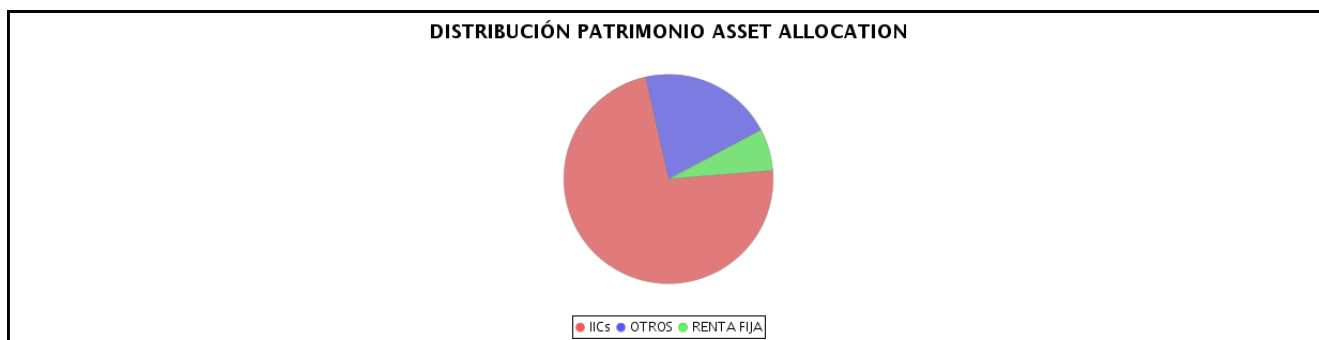
3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

Descripción de la inversión y emisor	Periodo actual		Periodo anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	2.053	6,46	1.271	4,32
TOTAL RENTA FIJA	2.053	6,46	1.271	4,32
TOTAL IIC	23.146	72,80	23.612	80,18
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	25.199	79,26	24.884	84,50
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	25.199	79,26	24.884	84,50

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
SUBYACENTE EUR/USD	Futuros comprados	10.781	Cobertura
Total subyacente tipo de cambio		10781	
TOTAL OBLIGACIONES		10781	

4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal de suscripciones/reembolsos		X
b. Reanudación de suscripciones/reembolsos		X
c. Reembolso de patrimonio significativo		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Sustitución de la sociedad gestora		X
f. Sustitución de la entidad depositaria		X
g. Cambio de control de la sociedad gestora		X
h. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
i. Autorización del proceso de fusión		X
j. Otros hechos relevantes		X

5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No ha tenido ningún tipo de hechos relevantes

6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Partícipes significativos en el patrimonio del fondo (porcentaje superior al 20%)		X
b. Modificaciones de escasa relevancia en el Reglamento		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 una entidad del grupo de la gestora o 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

No aplicable

8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

Sin advertencias

9. Anexo explicativo del informe periódico

El primer trimestre de 2019 ha mostrado un comportamiento muy positivo en los activos de riesgo, en contraste con lo visto en la última parte de 2018. Los índices de renta variable han recuperado prácticamente lo perdido en el 4T18 (MSCI World +11,9% en el 1T19 vs. -13,7% en 4T18), recuperación materializada principalmente en enero y febrero. En Europa, el Eurostoxx 50 ha subido un 11,7% y el Stoxx 600 un 12,3%, destacando el mejor comportamiento del MIB 30 (+15%) frente a mercados como el FTSE 100 británico o el Ibex 35 (+8,2% ambos). En Estados Unidos, el +13,1% del S&P 500 en el 1T19 supone el mejor primer trimestre desde 1998 y la mayor subida trimestral desde 2009, con un mejor comportamiento del sector tecnológico (Nasdaq +16,5%). Respecto a otras bolsas internacionales, destaca positivamente la bolsa china, con el índice Shanghai Shenzen CSI 300 subiendo más de un +28% en el 1T19, mientras el Nikkei japonés ha tenido un comportamiento más modesto (+6,0%).

Respecto a la renta fija, durante el 1T19 continuó el descenso de las rentabilidades de los bonos gubernamentales, tanto en Europa como en EEUU, ante las dudas sobre el crecimiento económico, que se acabaron traduciendo en un giro tanto de la Reserva Federal estadounidense como del Banco Central Europeo hacia una política monetaria más expansiva. Destacar, la caída de la rentabilidad del Bund a tipos negativos, mientras la rentabilidad del Treasury 10y ha caído al nivel más bajo desde diciembre 2017. Por su parte, en renta fija privada hemos asistido a un estrechamiento de los diferenciales de crédito, tanto en dólares como en euros, corrigiendo la sobre-reacción de los mercados al cierre del pasado ejercicio, hasta situarse en niveles que consideramos ya exigentes.

Además de asistir a una normalización del excesivo pesimismo que se vio al cierre del año pasado, buena parte del impulso a los mercados ha venido de la mano del cambio de tono de la Fed y de la mayoría de los bancos centrales. En el cuarto trimestre del año pasado se juntaba una desaceleración global de la economía con una posición rígida de la Fed a la hora de mantener su plan de normalización monetaria (subiendo tipos y reduciendo balance). La política del piloto

automático (Powell, rueda de prensa 19/12/18) no gustó a los inversores, que temían una Fed insensible al desplome del mercado. La realidad demostró unos días después, a principios de enero, que la Fed sí era sensible a lo que pasase en los mercados de renta variable, y el nuevo escenario de 2019 es que tal vez continúe la desaceleración, pero la Fed en ese caso ayudará a las Bolsas. Es decir, de un escenario de desaceleración/recesión con una Fed indiferente y subiendo los tipos se ha pasado a un escenario de desaceleración sí, recesión no y con la Fed y los Bancos Centrales apoyando a los mercados. Los tipos de interés de largo plazo han respondido bajando fuertemente y, a fecha de hoy vuelve a haber en el mundo bonos soberanos con tipo nominal negativo por más de diez millones de millones de dólares (trillones americanos), hecho que eleva el atractivo de la renta variable en términos relativos.

En su reunión de marzo, el BCE rebajó previsiones del PIB 2019-20 para la zona euro, con un balance de riesgos orientado a la baja (riesgos externos, Italia, deterioro del sector autos). Rebajó asimismo sus previsiones de inflación, al +1,2% en 2019 (vs. 1,6% anterior), y un 1,5% en 2020, aunque sigue confiando en que la inflación subyacente se acerque de forma progresiva a su objetivo del 2%, apoyada por los estímulos monetarios, el crecimiento económico y los salarios. No se normaliza la política monetaria, mantiene tipos sin cambios (0% repo, -0,4% depósito), y cambia el forward guidance, retrasando la primera subida de tipos de después del verano a finales de 2019, si bien el mercado ya había retrasado las expectativas hasta mediados de 2020.

La Fed por su parte, en su última reunión optó por mantener los tipos de interés sin cambios en 2,25% 2,5% y suavizó su discurso. Será paciente a la hora de decidir sobre futuros movimientos de tipos de interés, que serán totalmente data-dependientes, teniendo en cuenta los riesgos existentes sobre el crecimiento económico global y a pesar de que considera que la expansión en EEUU sigue siendo sostenida, con un sólido mercado laboral y una inflación cercana al 2% objetivo. Aun con todo, rebaja de sus estimaciones de PIB de EEUU para 2019 en dos décimas hasta +2,1% y una décima en 2020 hasta +1,9%, manteniendo sin cambios +1,8% en 2021. Aumenta ligeramente las previsiones de paro en un par de décimas hasta 3,7% y 3,8% para 2019 y 2020 y una décima hasta 3,9% en 2021. En cuanto a la inflación general, rebaja ligeramente, una décima, las previsiones para los años 2019-21: +1,8%, +2% y +2%. En este contexto de menor crecimiento y riesgos a nivel global, revisa a la baja su dot plot y pasa de barajar 2 subidas en 2019 y 1 en 2020 a no contemplar ninguna subida en 2019 y solo una subida en 2020. El mercado no descuenta subida alguna en ninguno de los dos años, y de hecho ha comenzado a descontar una bajada 56% de probabilidad de bajada en enero 2020. En cuanto a la evolución prevista del balance, la Fed anuncia el final de su reducción para septiembre de 2019, momento en el que el balance tendrá un tamaño adecuado para favorecer unas condiciones financieras laxas.

A nivel macro, en el trimestre se ha observado una tendencia generalizada de revisión a la baja de estimaciones de crecimiento económico, tanto en la OCDE como en China. Si bien la longevidad del ciclo pesa en la economía, pensamos que parte de esta ralentización está provocada por el reajuste de las relaciones comerciales entre Estados Unidos y el resto del mundo. La inflación subyacente sigue estabilizada en el 2% en Estados Unidos, y alrededor del 1% en la UEM. La general ha bajado notablemente desde el 2,9% en verano de 2018 en Estados Unidos, al 1,6%. Y en Europa, del 2,1% en septiembre al 1,5% actual. Estos datos quitan presión a los bancos centrales para la normalización. Mientras, China se desacelera suavemente, si bien está apoyada en estímulos monetarios y fiscales. La reunión del Partido Comunista de China anunció un objetivo de crecimiento para 2019 en el rango 6-6,5% frente al consenso de 6,2%. La política monetaria será prudente, con posibles recortes adicionales en coeficiente de caja para bancos pequeños. La política fiscal será proactiva y más fuerte y efectiva, con un estímulo a empresas industriales chinas, una inversión en infraestructuras significativa y mayor gasto en defensa. Algunos indicadores adelantados sugieren una mejora en la actividad de China en próximos meses, con mejora en indicadores de nuevos órdenes y mejor demanda de infraestructura derivada de un mayor estímulo.

Dentro de las materias primas, el precio del crudo cierra el trimestre en máximos del año Brent en 68 USD/b, tras subir más de un 25%. La OPEP optó por cancelar la cumbre de abril 17-18 y será en junio 2526 cuando decida si extiende sus recortes de producción 1,2 mln b/d en 1S19), una vez que el mercado haya valorado el impacto de las sanciones de EEUU a Irán y la crisis en Venezuela. Otras materias primas como el hierro +20%, níquel +22% o cobre +8% han tenido un buen comportamiento. Por lo que respecta al mercado de divisas, el dólar ha caído ligeramente contra el euro a lo largo del

primer trimestre, situando su cambio en 1,125 a final del trimestre vs. 1,145 a comienzos de año. En materia geopolítica, además de las relaciones Estados Unidos China, la atención en estos meses sigue enfocada en el Brexit. El escenario más probable es una prórroga de la UE en la cual el Reino Unido lleve a cabo unas nuevas elecciones generales o un referéndum. Vemos baja probabilidad a un hard Brexit.

COMPORTAMIENTO DE LA CARTERA Y POLÍTICA DE INVERSIÓN

Durante el periodo, la volatilidad del fondo es de 2,53% frente al 3,96 % del periodo anterior.

Su patrimonio se sitúa en 31.792 miles de euros frente a 29.459 miles de euros del periodo anterior.

La rentabilidad de 3,94% obtenida por el fondo a lo largo del periodo frente al -4,25 % del periodo anterior, le sitúa por debajo de la rentabilidad media obtenida por los fondos de la misma vocación inversora global pertenecientes a la gestora, que es de 4,02%.

El número de partícipes ha aumentado a lo largo del periodo, pasando de 135 a 179

Los gastos soportados por el fondo han sido 0,45 % del patrimonio durante el periodo frente al 0,36% del periodo anterior.

El valor liquidativo del fondo se sitúa en 122,4510 a lo largo del periodo frente a 117,8101 del periodo anterior.

En cuanto a los derechos políticos inherentes a los valores integrados en la IIC gestionada por Renta 4 Gestora S.A., S.G.I.I.C, ejerce los derechos políticos asistencia, delegación o voto inherentes a los valores, cuando su IIC bajo gestión tiene una participación que represente un porcentaje igual o superior al 1% del capital social o cuando la gestora, de conformidad con la política de ejercicio de derechos de voto, lo considere relevante o cuando existan derechos económicos a favor de accionistas, tales como prima de asistencia a juntas que se ejercerá siempre.

En caso de ejercicio, el sentido del voto será, en general, a favor de las propuestas del Consejo de Administración, salvo que los acuerdos a debate impliquen una modificación en la gestión de la sociedad emisora, contraria a la decisión que motivó la inversión en la Compañía.

En cuanto a la Política Remunerativa de la Gestora, quedará reflejada junto con el Informe Anual.

La remuneración de la cuenta corriente en el depositario es de MIBOR día -1%.

Mayores decisiones tomadas:

El fondo ha cerrado el primer trimestre del presente año 2019 con una rentabilidad positiva acumulada del 3,95%

A pesar que las amenazas sobre el crecimiento de las más importantes economías mundiales subsisten las Bolsas han continuado su progresión el pasado mes de Marzo para registrar una de las mayores subidas acumuladas desde comienzo del año desde 1998 caso del índice S&P500. La actitud más acomodaticia de los Bancos Centrales y las bajadas de tipos de interés asociada han hecho que los tipos de interés estadounidenses a 10 años bajen 31 pb hasta 2,4% mientras que el tipo alemán también a 20 años retorne a cifras negativas del -0,07%.

En términos macro económicos una desaceleración del crecimiento mundial parece derivarse a la vista de las últimas cifras recientemente publicadas. Esto se acentúa especialmente en Europa donde los índices de compras PMIs están ya indicando una contracción de la actividad. Los indicadores económicos que proceden de China son observados de cerca aunque baten los consensos de mercado y muestran una imagen más certera.

En Estados Unidos la FED ha dado un mensaje claramente acomodaticio confirmado una pausa en su programa de alzas

de tipos de interés y atención a los datos de mercado. En Europa el BCE ha anunciado un nuevo TLTRO con el objetivo de ayudar a los bancos de la zona euro reduciendo los miedos de su refinanciación. El consenso de mercado de dos subidas de tipos para 2019 se ha visto sustituido por un estatus quo. Esta vista diametralmente opuesta ha afectado las expectativas de binomio rentabilidad/riesgo invirtiendo la curva de tipos, lo que históricamente ha sido indicios de una recesión económica.

El plazo del Brexit ha pasado y volverá a pasar el nuevo plazo dado de nuevo a Reino Unido del 12 de Abril. La Primera Ministra no ha sido capaz en varias tentativas de obtener la mayoría parlamentaria necesaria para aprobar el plan previamente acordado con la UE. El mensaje enviado a otros países que hipotéticamente pudieran estar interesados en una salida de la UE es que un divorcio parece menos simple de lo que a priori pueda parecer.

La exposición final a renta variable prácticamente no ha variado durante este primer trimestre pasando del 21,08% al 22,33% así como la parte de la cartera con gestión alternativa que se mantiene en niveles similares a los del anterior trimestre en un 4,28% sobre el total de la cartera. La exposición a posiciones de liquidez o monetarios también ha crecido 5 puntos en el periodo desde un 15,06% hasta el 20,73% del total de la cartera actual. La exposición a renta variable USA se incremento levemente en algo más de 1 punto manteniéndose en parecidos niveles al del cierre del ejercicio 2018 en renta variable europea, Japón y emergente.

La inversión en divisas distintas del euro se ha incrementado en este primer trimestre. La exposición neta a divisa dólar USD ha pasado de un 7,51% a un 9,55% de exposición a final del mes de Marzo sobre el total de la cartera habiéndose aumentado la exposición a yenes JPY un punto hasta un 1,56% de la cartera.

No se incluyen en la cartera del fondo activos en litigio ni ningún tipo de estructurados de renta variable.

Ningún fondo de la cartera supone actualmente un porcentaje superior al 10.00% sobre el total de la cartera del fondo, optamos por posiciones diversificadas dentro de cada categoría de activo. Las principales gestoras externas utilizadas con el peso mayor del 5.00% al cierre de septiembre son Amundi, BlackRock, JP Morgan y Ishares en el caso de ETFs de renta fija.

PERSPECTIVAS 2T19

A pesar de los mensajes de cautela sobre la situación macro actual, particularmente en Europa, las estimaciones de crecimiento global apuntan a una re-aceleración en la segunda mitad de 2019. Indicadores industriales adelantados, indicadores de sentimiento, y algunos indicadores de comercio, han podido tocar suelo. El crecimiento de crédito, un catalizador del crecimiento en sectores de la economía China con relevancia global, ya no está desacelerando, y permiten pensar en la posibilidad de que lleve a un impulso al comercio global en la última parte del año. Europa se beneficiaría de esta tendencia, así como de unas condiciones financieras favorables. El crecimiento en Estados Unidos es más sólido del que se pueda percibir, teniendo en cuenta la fortaleza de su mercado laboral, la elevada tasa de ahorro de las familias, los fundamentales sólidos de su mercado inmobiliario, y los incentivos de las empresas para seguir invirtiendo capital en iniciativas que mejoren su productividad. Teniendo en cuenta la ausencia de presiones inflacionistas y la posición de la Fed, creemos que la expansión económica en Estados Unidos todavía tiene unos trimestres por delante.

Respecto a resultados empresariales, las estimaciones de BPA se han revisado ligeramente a la baja en lo que llevamos de año -2%/-3% a nivel global, tras la revisión de cifras de crecimiento y un 4T18 con sesgo mixto y algo de cautela en las guías 2019. De esta forma, se estima un crecimiento de BPA en 2019 basado en un fuerte repunte del crecimiento en segundo semestre 2019, que debería más que compensar las caídas del 1T19 y 2T19. En el Stoxx 600 por ejemplo, y según estimaciones de Bloomberg, se espera un +5% en BPA 2019, pero con caída en el BPA del -2% en 1S19 base de comparación 1s18 algo más exigente y crecimientos del 8% en 2S19, consistentes con la aceleración del crecimiento en el segundo semestre mencionada.

Tras subir más de un 10% en lo que llevamos de año y con ligeras revisiones a la baja de beneficios empresariales, la

renta variable ha recuperado valoraciones de hace unos meses. Dichas valoraciones, asumiendo beneficios de consenso, siguen siendo atractivas en relación a la media histórica, con PER 2019e del Eurostoxx en 12,5-13x, de 12x en el DAX alemán o de 11,5x del Ibex 35. Incluso asumiendo que los beneficios no crecen, las valoraciones en Europa todavía tienen recorrido aplicando múltiplos medios de largo plazo (15x en Europa, 13x en España). No obstante dichas valoraciones quizá sean insuficientes para subidas adicionales sustanciales, a la espera de ver el suelo en la desaceleración macro. Creemos que las Bolsas a partir de ahora van a ser mucho más dependientes de los datos, tanto de los datos macroeconómicos como de los resultados empresariales. Los volúmenes siguen relativamente bajos, la geopolítica sigue sin conceder mucha visibilidad, y los cambios de mensaje de la Reserva Federal generan la duda de qué va a venir a continuación. La política europea, donde además del Brexit tenemos elecciones en Europa y España, tampoco creemos que ayude en próximos meses.

En cualquier caso, a pesar de este buen comportamiento en los primeros meses y de las incertidumbres mencionadas, el escenario actual arroja oportunidades potenciales para la gestión activa y la selección de valores. Por un lado, vemos como el contexto actual de bajos tipos de interés aumenta el atractivo de compañías con elevada rentabilidad por dividendo, bien cubiertos por la generación de flujo de caja libre. La rentabilidad por dividendo del Stoxx 600 es superior al 4%, con el diferencial de la rentabilidad por dividendo frente al yield de los bonos gubernamentales en máximos históricos en Europa. Comprar compañías con elevada rentabilidad por dividendo no implica necesariamente seguir una estrategia defensiva. En este grupo es inmediato pensar en sectores tradicionalmente defensivos utilities y telecoms, pero también encontramos oportunidades interesantes en sectores cíclicos y con beta más elevada energía, químicas, materias primas, autos, con valoración en niveles atractivos. Por otro lado, compañías con visibilidad de su crecimiento secular por encima del PIB global, solidez de balance, elevada rentabilidad sobre el capital empleado y generación de caja, junto con valoraciones razonables, deberían seguir teniendo un buen comportamiento en el actual contexto de bajo crecimiento. Encontramos estas compañías en sectores como tecnología, salud, infraestructuras o nichos industriales.

Seguimos pensando por tanto que hay razones para ser constructivos en renta variable: 1. valoraciones atractivas tanto absoluta PER 19e 13x en Europa, con RPD >4%, descuento frente a historia, como relativa frente a deuda pública y crédito ,yield spread en máximos en Europa; 2. buena evolución macroeconómica, desaceleración si, recesión no; 3. crecimiento en resultados empresariales c.5-7%; 4. normalización gradual de políticas monetarias, que debería apoyar flujos de renta fija a renta variable; 5. movimientos corporativos ,bajos tipos, necesidad de crecer inorgánicamente, ganar escala; 6. recompras de acciones; 7. gradual resolución de riesgos políticos. No obstante hay riesgos, que elevarán la volatilidad y prima de riesgo en momentos determinados, y que hacen imprescindible tanto la elección del timing de entrada/salida, como la selección adecuada de sectores y compañías. Los más importantes, se pueden agrupar en: 1. desaceleración del ciclo económico global, con posibles focos en guerra comercial Estados Unidos - China, Brexit, negociaciones e impacto o China; 2. desincronización de política monetaria frente a ciclo económico; 3. riesgos geopolíticos Italia, Brexit, aumento de populismos.

En lo que respecta a la renta fija, es preciso distinguir entre deuda pública y crédito. En deuda pública la senda de subidas de tipos de interés en EEUU, actualmente en pausa y en Europa, que no se iniciará antes del 1T2020, hacen que los rendimientos esperados sean negativos. Además, en Europa la retirada del BCE, que era uno de los principales compradores de Deuda, hará que los tipos de la deuda de aquellos países con peores fundamentales se vea incrementando de manera destacada. Por otro lado, el BCE está estudiando posibles medidas para reducir el lastre que el tipo de depósito negativo implica para la rentabilidad de los bancos. Las posibles medidas a adoptar todavía están en estudio, pero se especula la posibilidad de que se produzca un escalonado en el tipo de depósito. De ser así, la medida beneficiaría directamente a los bancos, por un lado, a la vez que le permitiría dar al BCE un paso hacia la normalización de los tipos de interés en la Zona Euro.

En crédito la renta fija privada grado de inversión ofrece retornos esperados muy bajos por lo que creemos que tiene sentido invertir en deuda a corto plazo con carry, incluido High Yield, aunque siendo muy selectivos, especialmente en lo que se refiere a los sectores cíclicos. En la parte de financieros, esperamos volatilidad en los AT1 con la posibilidad de

que no se ejecuten algunas call, por lo que nos enfocáramos a emisores de máxima calidad y con cupones altos. Por su lado, consideramos que el LT2 está muy castigado y consideramos que en la actualidad hay oportunidades; también vigilaríamos las call a corto plazo.

En renta fija Emergente sobreponderamos inversiones en Renta Fija Corto Plazo en Hard Currency, que no están tan expuestas a las oscilaciones del corto plazo y ofrecen un atractivo carry. La volatilidad de algunas divisas el pasado verano nos hace ser más prudentes.

10 Detalle de inversiones financieras

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
US9128283W81 - RFIJA UNITED STATES TR 2.75 2028-02-15	USD	229	0,72	1.271	4,32
Total Deuda Publica Cotizada mas de 1 año		229	0,72	1.271	4,32
US912828Y388 - RFIJA TESORO DE ESTADO 0.75 2028-07-15	USD	1.824	5,74		
Total Deuda Publica Cotizada menos de 1 año		1.824	5,74		
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA		2.053	6,46	1.271	4,32
TOTAL RENTA FIJA		2.053	6,46	1.271	4,32
US4642874576 - PARTICIPACIONES ISHARES 1-3 YEAR TREASUR	USD	928	2,92	902	3,06
LU0862795688 - PARTICIPACIONES FAST ASIA - Y USD ACC	USD	774	2,43	671	2,28
IE00B52MJD48 - PARTICIPACIONES ISHARES NIKKEI 225 ETF	JPY	334	1,05	308	1,05
LU0502882342 - PARTICIPACIONES CONVENTUM-LYRICAL FUND-B	USD	500	1,57	432	1,47
IE00B4K48X80 - PARTICIPACIONES ISHARES MSCI EUROPE	EUR	722	2,27	642	2,18
LU0073232471 - PARTICIPACIONES MSS GROWTH "A" ACC	USD	767	2,41	633	2,15
LU1681041031 - PARTICIPACIONES AMUNDI ETF FLOAT RATE US	EUR	1.198	3,77	2.322	7,88
LU0228524426 - PARTICIPACIONES ING (L) FLEX SENIOR BANK	EUR	1.072	3,37	1.045	3,55
LU0210245469 - PARTICIPACIONES ROBECO EURO GOVERNMENT B	EUR	829	2,61	810	2,75
LU1646359965 - PARTICIPACIONES LYXOR UCITS ETF NIKKEI 4	EUR	152	0,48	140	0,48
US4642874402 - PARTICIPACIONES ISHARES BARCLAYS 7-10 YE	USD	1.724	5,42	1.648	5,59
JE00B1VS3770 - PARTICIPACIONES ETF PHYSICAL GOLD ETF	USD	1.518	4,77	1.472	5,00
IE00BH7Y7L38 - PARTICIPACIONES ACADIAN EM EQ UCIT II-B	EUR	531	1,67	478	1,62
LU0418791066 - PARTICIPACIONES BLACKROCK STR-EUROPEAN O	EUR	903	2,84	786	2,67
LU0333227048 - PARTICIPACIONES MARSHALL WACE TOPS UCITS	USD	1.361	4,28	1.293	4,39
LU0231474593 - PARTICIPACIONES ABERDEEN GL-JAPANESE EQT	JPY	158	0,50	145	0,49
LU0162302276 - PARTICIPACIONES PIONEER-STRAT-INC-A ND U	USD	1.211	3,81	1.147	3,89
LU0289473059 - PARTICIPACIONES JPMIF INCOME OPPORT	EUR	1.376	4,33	1.358	4,61
FR0007032990 - PARTICIPACIONES AMUNDI 6 M-I EUR	EUR	899	2,83	898	3,05
LU0594539982 - PARTICIPACIONES CANDR BONDS-EMER-MKTS-IH	EUR	1.126	3,54	1.058	3,59
LU0226954369 - PARTICIPACIONES ROBECO CAPITAL GROWTH	USD	515	1,62	447	1,52
US78462F1030 - PARTICIPACIONES SPDR TRUST	USD	1.010	3,18	874	2,97
LU0891777665 - PARTICIPACIONES IWELL US RES EQ FD N USD	USD	735	2,31	627	2,13
LU0853555380 - PARTICIPACIONES JUPITER JGF DY B FD-LEUR	EUR	632	1,99	611	2,07
LU0562247691 - PARTICIPACIONES JP MORGAN-JPM SH/DUR BD-	EUR			765	2,60
IE00B4TJVF73 - PARTICIPACIONES PIMCO - DIVERSIFIED INCO	EUR	1.031	3,24	995	3,38
LU0288029514 - PARTICIPACIONES INVESCO US SENIOR LOAN F	EUR	1.142	3,59	1.107	3,76
TOTAL IIC		23.146	72,80	23.612	80,18
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		25.199	79,26	24.884	84,50
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS		25.199	79,26	24.884	84,50

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.