

**VALORES BILBAINOS, SICAV, S.A.**

Nº Registro CNMV: 3123

Informe: Semestral del Primer semestre 2022

**Gestora:** MARCH ASSET MANAGEMENT S.G.I.I.C., S.A.

**Grupo Gestora:** BANCA MARCH, S.A.

**Auditor:** DELOITTE, S.L.

**Depositario:** BANCA MARCH, S.A.

**Grupo Depositario:** BANCA MARCH, S.A.

**Sociedad por compartimentos:**

**Rating Depositario:** A3 (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 Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas 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:** 29-07-2005

**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, en una escala del 1 al 7..

La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil: Sí.

La sociedad cotiza en Bolsa de Valores: No

**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 y renta fija sin que exista predeterminación en cuanto a los porcentajes de inversión en cada clase de activo pudiendo estar la totalidad de su patrimonio invertido en renta fija o renta variable. 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 que cumplan la normativa específica de solvencia 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. La exposición al riesgo de divisa puede alcanzar el 100% del patrimonio. La Sociedad no tiene ningún índice de referencia en su gestión. El grado máximo de exposición al riesgo de mercado a través de instrumentos financieros derivados es el importe del patrimonio neto. Se podrá invertir más del 35% en valores de un Estado de la UE, una Comunidad Autónoma, una Entidad Local, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con solvencia no inferior a la de España. Se podrá operar con derivados negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión y no negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión. Se podrá invertir hasta un máximo conjunto del 10% en activos que podrían introducir un mayor riesgo que el resto de las inversiones, entre otros, por su liquidez, tipo de emisor o grado de protección al inversor.

**Operativa en instrumentos derivados**

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

Esta Sociedad puede operar con instrumentos financieros derivados negociados en mercados organizados con la finalidad de cobertura y como inversión.

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

**Divisa de denominación**

EUR

## 2. Datos económicos

### 2.1. Datos generales

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

		Periodo Actual	Periodo Anterior
Nº de acciones en circulación		3.806.456,00	3.806.460,00
Nº de accionistas		100	104
Beneficios brutos distribuidos por acción (EUR)			

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo		
		Fin del periodo	Mínimo	Máximo
Periodo del informe	51.480	13,5244	13,3928	14,7798
2021	55.515	14,5844	13,7601	14,7988
2020	52.379	13,7605	11,3401	15,5852
2019	58.858	15,3141	13,0161	15,3929

**Comisiones aplicadas en el periodo, sobre patrimonio medio**

Comisión de gestión							
% efectivamente cobrado						Base de cálculo	Sistema de imputación
Periodo			Acumulada				
s/ patrimonio	s/ resultados	Total	s/ patrimonio	s/ resultados	Total		
0,17		0,17	0,17		0,17	patrimonio	

Comisión de depositario		
% efectivamente cobrado		Base de cálculo
Periodo	Acumulada	
0,05	0,05	patrimonio

	Periodo actual	Periodo anterior	Año actual	Año 2021
Índice de rotación de la cartera	0,32	1,25	0,32	1,95
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	-0,45	-0,46	-0,45	-0,47

NOTA: El periodo se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso. En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, los datos se refieren al último disponible.

## 2.2. Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

### Rentabilidad (% sin anualizar)

Acumulado	Trimestral				Anual			
año actual	Último trim (0)	Trim - 1	Trim - 2	Trim - 3	2021	2020	2019	2017
-7,27	-6,36	-0,97	1,89	-1,46	5,99	-10,15	16,92	7,74

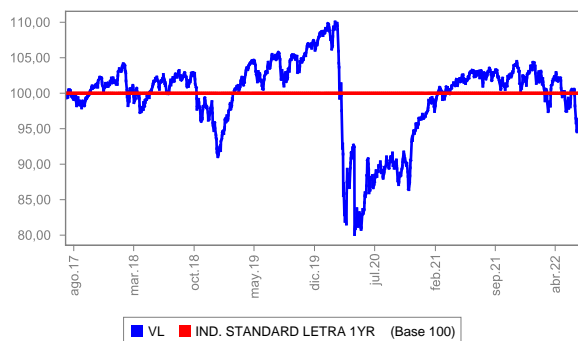
El valor liquidativo y, por tanto, su rentabilidad no recogen el efecto derivado del cargo individual al partícipe de la comisión de gestión sobre resultados.

### Gastos (% s/ patrimonio medio)

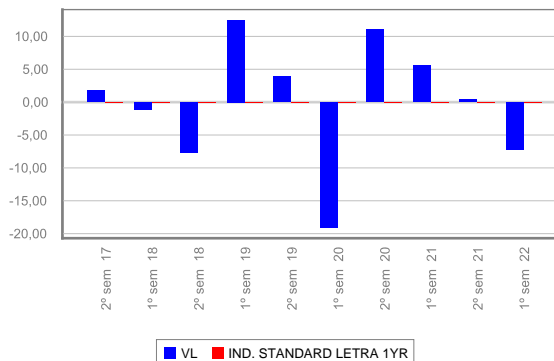
Acumulado	Trimestral				Anual			
año actual	Último trim (0)	Trim - 1	Trim - 2	Trim - 3	2021	2020	2019	2017
0,28	0,14	0,14	0,18	0,20	0,76	0,78	0,85	1,00

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 se incluyen también los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones, que incluyen las comisiones de suscripción y de reembolso. Este ratio no incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

**Evolución del valor liquidativo últimos 5 años**



**% Rentabilidad semestral de los últimos 5 años**



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

Distribución del patrimonio	Fin periodo actual		Fin periodo anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	40.908	79,46	44.083	79,41
Cartera Interior	3.759	7,30	2.439	4,39
Cartera Exterior	37.158	72,18	41.645	75,02
Intereses de la Cartera de Inversión	-9	-0,02	-1	
Inversiones dudosas, morosas o en litigio				
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	9.029	17,54	9.606	17,30
(+/-) RESTO	1.543	3,00	1.825	3,29
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>51.480</b>	<b>100,00%</b>	<b>55.514</b>	<b>100,00%</b>

Notas:  
El periodo se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.  
Las inversiones financieras se informan a valor estimado de realización.

### 2.4. Estado de variación patrimonial

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin periodo anterior
	Variación del periodo actual	Variación del periodo anterior	Variación acumulada anual	
<b>PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)</b>	<b>55.515</b>	<b>55.296</b>	<b>55.515</b>	
(+/-) Compra/ venta de acciones (neto)				-29,88
(-) Dividendos a cuenta brutos distribuidos				
(+/-) Rendimientos Netos	-7,45	0,40	-7,45	-1.944,67
(+) Rendimientos de Gestión	-7,15	0,68	-7,15	-1.124,54
(+) Intereses	-0,01	0,03	-0,01	-135,51
(+) Dividendos	0,84	0,36	0,84	126,84
(+/-) Resultados en renta fija (realizadas o no)	-0,09	-0,04	-0,09	128,27
(+/-) Resultados en renta variable (realizadas o no)	-5,14	0,41	-5,14	-1.330,78
(+/-) Resultados en depósitos (realizadas o no)				
(+/-) Resultados en derivados (realizadas o no)	-0,18	-1,50	-0,18	-88,33
(+/-) Resultados en IIC (realizadas o no)	-2,59	1,45	-2,59	-275,22
(+/-) Otros Resultados	0,02	-0,02	0,02	-193,49
(+/-) Otros Rendimientos				
(-) Gastos Repercutidos	-0,31	-0,29	-0,31	4,30
(-) Comisión de gestión	-0,17	-0,18	-0,17	-3,56
(-) Comisión de depositario	-0,05	-0,05	-0,05	-3,56
(-) Gastos por servicios exteriores	-0,02	-0,02	-0,02	-12,00
(-) Otros gastos de gestión corriente				-19,26
(-) Otros gastos repercutidos	-0,06	-0,03	-0,06	71,37
(+) Ingresos				-48,52
(+) Comisiones de descuento a favor de la IIC				
(+) Comisiones retrocedidas				
(+) Otros Ingresos				-48,52
(+/-) Revalorización inmuebles uso propio y resultados por enajenación inmovilizado				
<b>PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)</b>	<b>51.480</b>	<b>55.515</b>	<b>51.480</b>	

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

### 3. Inversiones financieras

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

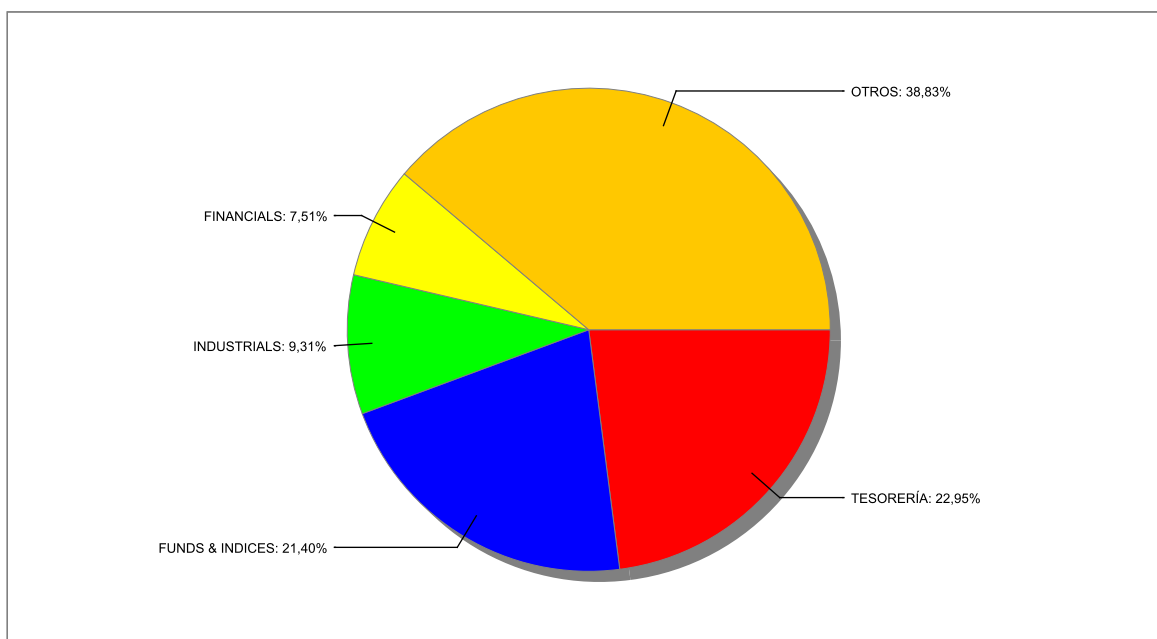
Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
REPO B. MARCH 0,46 2022-01-03	EUR			117	0,21
REPO B. MARCH 0,46 2022-07-01	EUR	1.704	3,31		
<b>TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>		<b>1.704</b>	<b>3,31</b>	<b>117</b>	<b>0,21</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		<b>1.704</b>	<b>3,31</b>	<b>117</b>	<b>0,21</b>
ACCIONES VIDRALA SA	EUR	449	0,87	857	1,54
ACCIONES VOCENTO	EUR	38	0,07	52	0,09
ACCIONES IBERDROLA	EUR	577	1,12	597	1,08
ACCIONES TUBOS REUNIDOS S.A.	EUR	462	0,90	342	0,62
ACCIONES GRIFOLS SA	EUR	530	1,03	475	0,86
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>2.056</b>	<b>3,99</b>	<b>2.323</b>	<b>4,19</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>2.056</b>	<b>3,99</b>	<b>2.323</b>	<b>4,19</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		<b>3.760</b>	<b>7,30</b>	<b>2.440</b>	<b>4,40</b>
BONO ESTADO NORUEGO 0,75 2022-09-21	NOK	577	1,12	595	1,07
<b>Total Deuda Pública Cotizada menos de 1 año</b>		<b>577</b>	<b>1,12</b>	<b>595</b>	<b>1,07</b>
BONO SOFTBANK GROUP CORP 4,00 2023-04-20	EUR			313	0,56
BONO CROWN EURO HOLDING 2,25 2023-02-01	EUR			309	0,56
BONO TELECOM ITALIA SPA 2,75 2025-04-15	EUR	190	0,37	207	0,37
<b>Total Renta Fija Privada Cotizada más de 1 año</b>		<b>190</b>	<b>0,37</b>	<b>829</b>	<b>1,49</b>
BONO SACYR SA 2022-06-10	EUR			597	1,08
BONO SOFTBANK GROUP CORP 4,00 2023-04-20	EUR	301	0,58		
BONO CROWN EURO HOLDING 2,25 2023-02-01	EUR	303	0,59		
<b>Total Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año</b>		<b>604</b>	<b>1,17</b>	<b>597</b>	<b>1,08</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		<b>1.371</b>	<b>2,66</b>	<b>2.021</b>	<b>3,64</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		<b>1.371</b>	<b>2,66</b>	<b>2.021</b>	<b>3,64</b>
ACCIONES CARREFOUR	EUR			508	0,92
ACCIONES TOTAL	EUR	878	1,71	778	1,40
ACCIONES BAYER AG	EUR	950	1,85	787	1,42
ACCIONES ERICSSON	SEK			557	1,00
ACCIONES MICROSOFT	USD	327	0,63	394	0,71
ACCIONES WALL- MART STORES	USD	1.133	2,20	277	0,50
ACCIONES ORACLE	USD	589	1,14	678	1,22
ACCIONES B.P. AMOCO	GBP	779	1,51	679	1,22
ACCIONES AXA SA	EUR	610	1,18	737	1,33
ACCIONES JOHNSON	USD	614	1,19	545	0,98
ACCIONES VINCI S.A.	EUR	552	1,07	604	1,09
ACCIONES WALT DISNEY	USD	178	0,35		
ACCIONES SLB	USD	480	0,93	628	1,13
ACCIONES CAMECO CORPORATION	USD	290	0,56		
ACCIONES ABB LTD	CHF	624	1,21	825	1,49
ACCIONES ARCELOR MITTAL	EUR	533	1,04	445	0,80
ACCIONES AIR LIQUIDE	EUR	571	1,11	684	1,23
ACCIONES QUANTA SERVICES, INC	USD	932	1,81		
ACCIONES SCHINDLER HOLDING AG	CHF	324	0,63	441	0,79
ACCIONES FANUC LTD	JPY	627	1,22		
ACCIONES CORTICEIRA AMORIM SA	EUR	350	0,68	692	1,25
ACCIONES KUBOTA CORP	JPY	385	0,75	527	0,95
ACCIONES BERKSHIRE HATHAWAY	USD	895	1,74	903	1,63
ACCIONES ALSTOM	EUR			570	1,03
ACCIONES TREASURY WINE ESTATE	AUD	520	1,01	550	0,99
ACCIONES CARNIVAL CORP	USD	292	0,57	626	1,13
ACCIONES SAMSUNG ELECTRON	USD	572	1,11	796	1,43
ACCIONES COCA-COLA	USD	833	1,62	722	1,30
ACCIONES AMAZON COMPANY	USD			543	0,98
ACCIONES SONY	JPY	405	0,79	575	1,04
ACCIONES THALES SA	EUR	901	1,75	576	1,04
ACCIONES ALPHABET INC	USD	458	0,89	275	0,50
ACCIONES WEYERHAEUSER CO	USD	619	1,20	709	1,28

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ACCIONES ING GROEP	EUR	105	0,20	305	0,55
ACCIONES CHR HANSEN HOLDING	DKK			284	0,51
ACCIONES INBEV NV BREWS	EUR	397	0,77	854	1,54
ACCIONES INTL FLAVORS & FRAGA	USD	643	1,25	509	0,92
ACCIONES PANASONIC CORP	JPY	241	0,47	302	0,54
ACCIONES KKR & CO	USD	383	0,74	568	1,02
ACCIONES SOFTBANK GROUP CORP	JPY	622	1,21	544	0,98
ACCIONES PROSUS NV	EUR	704	1,37	829	1,49
ACCIONES VEEVA	USD	147	0,29		
ACCIONES LUNDIN MINING	CAD	204	0,40	437	0,79
ACCIONES AROUNDTOWN SA	EUR	220	0,43	610	1,10
ACCIONES AMUNDI	EUR	403	0,78	560	1,01
ACCIONES SMITH NEPHEW	GBP	931	1,81	595	1,07
ACCIONES BROADCOM	USD	623	1,21	786	1,42
ACCIONES TOYOTA MOTOR	JPY	277	0,54	302	0,54
ACCIONES ALIBABA GROUP	HKD	479	0,93	300	0,54
PARTICIPACIONES WISDOM TREE	USD	1.987	3,86		
ACCIONES AMAZON COMPANY	USD	541	1,05		
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>26.128</b>	<b>50,76</b>	<b>25.416</b>	<b>45,80</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>26.128</b>	<b>50,76</b>	<b>25.416</b>	<b>45,80</b>
PARTICIPACIONES PIMCO GLOBAL ADVISOR	EUR	260	0,51		
PARTICIPACIONES LYXOR INT ASSET MAN	EUR	507	0,98	1.121	2,02
PARTICIPACIONES BLACKROCK DEUTSCHLAN	EUR	858	1,67	1.025	1,85
PARTICIPACIONES AMUNDI	USD	633	1,23	1.002	1,80
PARTICIPACIONES FIRST TRUST CLOUD	USD			1.018	1,83
PARTICIPACIONES WISDOM TREE	USD			539	0,97
PARTICIPACIONES BLACKROCK IRELAN	USD	855	1,66	830	1,49
PARTICIPACIONES BLACKROCK IRELAN	EUR	423	0,82		
PARTICIPACIONES NORDEA FUNDS	DKK	846	1,64	925	1,67
PARTICIPACIONES BLACKROCK IRELAN	USD	520	1,01	870	1,57
PARTICIPACIONES ISHARES	USD	1.374	2,67	566	1,02
PARTICIPACIONES ALGEBRIS FINAN	EUR			1.246	2,25
PARTICIPACIONES ALLIANZ GLOBAL INVES	EUR	962	1,87	944	1,70
PARTICIPACIONES BLACKROCK INC	SEK	386	0,75	550	0,99
PARTICIPACIONES PIMCO GLOBAL ADVISOR	USD	773	1,50	799	1,44
PARTICIPACIONES CANDRIAM LUXEMBOURG	EUR	408	0,79	412	0,74
PARTICIPACIONES WISDOM TREE	USD			1.437	2,59
PARTICIPACIONES ISHARES	USD	855	1,66	597	1,07
<b>TOTAL IIC</b>		<b>9.660</b>	<b>18,76</b>	<b>13.881</b>	<b>25,00</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		<b>37.159</b>	<b>72,18</b>	<b>41.318</b>	<b>74,44</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS</b>		<b>40.919</b>	<b>79,48</b>	<b>43.758</b>	<b>78,84</b>

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

### 3.2. Distribución de las inversiones financieras, al cierre del periodo: Porcentaje respecto al patrimonio total

### Distribución Sectores



### 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	C/ Opc. CALL OPC. LEHMAN BROS SX5E 12/07/2	630	inversión
<b>Total subyacente renta variable</b>		<b>630</b>	
<b>TOTAL DERECHOS</b>		<b>630</b>	
IND. S&P 500 USD	V/ FUTURO S&P 500 MINI SEP22	1.627	cobertura
IND. EUROSTOXX 50	V/ FUTURO EUROSTOXX 50 SEPT22	1.548	inversión
<b>Total subyacente renta variable</b>		<b>3.175</b>	
DOLAR USA	V/ Compromiso	4	inversión
EURO	C/ FUTURO EURO E-MINI FUT SEPT 22	11.188	inversión
<b>Total subyacente tipo de cambio</b>		<b>11.192</b>	
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>		<b>14.367</b>	

### 4. Hechos relevantes

	Sí	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

El día 7 de febrero de 2022, MARCH ASSET MANAGEMENT, S.G.I.I.C., S.A.U., entidad gestora de VALORES BILBAINOS SICAV, S.A., en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 30 del Real Decreto 1082/2012, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva y en la Circular 5/2007, de 27 de diciembre de la CNMV, comunica como Hecho Relevante, que el Consejo de Administración de la SICAV ha decidido proponer a la Junta de Accionistas la disolución y liquidación de la Sociedad, para lo cual procederá a convocarla dentro del año 2022.

### 6. Operaciones vinculadas y otras informaciones



	Sí	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. Adquiridos valores/ins. financieros emitidos/avalados por alguna entidad del grupo gestora/sociedad inversión/ depositario, o alguno de éstos ha sido colocador/asegurador/director/asesor, o prestados valores a entidades vinculadas		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido una entidad del grupo de la gestora/sociedad de inversión/depositaria, u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo	X	
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC	X	
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas		X

## 7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

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

Divisa: 2.366.780,77 euros

Repo: 22.129.804,75 euros

Adicionalmente se han realizado las siguientes operaciones vinculadas de compra o venta:

Renta Variable Nacional: 6,83 euros que supone un 0 % del patrimonio medio

Existen los siguientes accionistas con participaciones significativas:

1: 1.150.337,00 participaciones que supone 30,22 % del patrimonio

2: 990.532,00 participaciones que supone 26,02 % del patrimonio

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

No aplicable.

## 9. Anexo explicativo del informe periódico

### 1. SITUACIÓN DE LOS MERCADOS Y EVOLUCIÓN DEL FONDO.

#### a) Visión de la gestora/sociedad sobre la situación de los mercados.

##### PERSPECTIVAS GLOBALES

El foco de preocupación de los inversores se mueve del exceso de inflación a la escasez de crecimiento. Por eso la atención se centrará los próximos meses en saber si la Fed es capaz doblegar la inflación sin deprimir el crecimiento económico. No es tarea imposible, pero el riesgo de que un fuerte endurecimiento de la política monetaria desencadene una recesión, es elevado; de los 11 ciclos de subidas protagonizados por la Fed desde 1965, 8 resultaron en lecturas de PIB negativas. En este contexto ponemos énfasis en la calidad a la hora de seleccionar activos, mantenemos un buen colchón de liquidez y actuamos con agilidad para aprovechar oportunidades de carácter táctico.

Un 89% de los bancos centrales en emergentes y un 73% de los desarrollados están incrementando el coste del dinero. El dólar se fortalece, al descontarse tipos cerca del 3% en EE. UU a final de año y los diferenciales de crédito continúan ampliando.

Este tensionamiento en condiciones financieras, y la caída en ingresos reales -al crecer los salarios por debajo de la inflación- afecta negativamente al consumo, y aunque las probabilidades de sufrir una contracción han aumentado, no pensamos que vaya a producirse una en el corto plazo y de ser así, será menos severa que las de 2000, 2008 y 2020

Centrándonos en EE. UU.

La publicación del PIB para el 1º trimestre, con un -1,5%, sorprendió negativamente, pero el dato continúa mostrando la imagen de un consumidor resiliente, a pesar de la pérdida de poder adquisitivo.

Este 2º trimestre se saldará con otro -1,5% de acuerdo a los cálculos de la Fed de Atlanta, y el riesgo es a la baja cosa que certificaría que esta economía ha entrado en "recesión técnica"

Proyectamos una paulatina disminución en actividad industrial que llevaría al índice de manufacturas a situarse en diciembre muy cerca de 50, nivel este que separa la zona de expansión de la de contracción. Este movimiento arrastrara a la baja el crecimiento en beneficios por acción, algo que no está adecuadamente recogido en las estimaciones de los analistas.

La buena noticia es que, a pesar del dato de IPC de junio (+9.1%), es probable que hayamos tocado un pico en la serie de inflación como muestra el índice de sorpresas de Citigroup. Un efecto base favorable, o los descuentos que pondrán en práctica las grandes cadenas de distribución minorista para recortar el exceso de inventarios nos hacen ser optimistas en este sentido.

Y aunque el mercado laboral continua caliente, con 1,8 puestos vacantes por cada desempleado, los recortes en planes de contratación anunciados por Facebook, Amazon, Walmart, Tesla o Uber o un probable repunte en la tasa de participación (hasta 63%) son indicios que sugieren una moderación en salarios.

Si, efectivamente, la inflación comienza a normalizarse la Reserva Federal subirá entre 0,25% -0,5% menos de lo que descuenta el mercado, que, desde la publicación de la inflación y los comentarios de Lagarde, ha pasado de 2,8% a 3,6% a final de año. La pendiente de la curva será más pronunciada, el dólar dejara de subir y los índices de condiciones financieras se relajarán extendiendo algo más la longevidad de este ciclo.

La cercanía de las elecciones de noviembre acerca posturas entre republicanos y demócratas y en las próximas semanas podría anunciarse un estímulo fiscal de más de 500K millones.

La situación en Europa es más complicada

Los sueldos han crecido la mitad que en EE. UU y por lo tanto el poder adquisitivo del consumidor se ha visto más afectado. Indicadores adelantados de confianza y sentimiento empresarial como el ZEW o el Ifo alemán están en niveles de marzo 2020 y apuntan a un frenazo muy brusco en actividad económica.

La persistencia de niveles de inflación elevados ha obligado a los miembros del BCE a cambiar el discurso, comenzando a defender tasas de depósito positivas a final de año

Sin embargo, a diferencia de lo que sucede al otro lado del Atlántico, en Europa el 80% del aumento en IPC se debe a factores transitorios derivados de la crisis en Ucrania que afecta al gas, la electricidad, el transporte y los alimentos.

Al ser la oferta y no tanto la demanda la causa del problema, es improbable que Lagarde suba los tipos hasta el 1,2% a mediados de 2023. Menos aún ante el creciente riesgo de una suspensión de las exportaciones de gas ruso, que representan un 40% del total de lo que consumimos en Europa.

En China

El número semanal de nuevos infectados ha caído un 85% respecto a donde se encontraba en abril, y las autoridades levantan las restricciones que afectaban a Shanghái y a Pekín.

Esto es relevante porque herramientas de política monetaria como los recortes en niveles de reservas bancarias o en la tasa preferencial de préstamos no son tan efectivas cuando la movilidad se limita y se mantienen los confinamientos por eso se hace necesario un apoyo más directo a las familias para compensar la caída de 7% en las ventas minoristas y el repunte en paro desde el 5% al 6,7%.

En este sentido el politburó, consciente de la dificultad de conciliar su política de "tolerancia cero" ante el covid con sus objetivos de crecimiento, ha lanzado hasta 33 iniciativas encaminadas a estimular el consumo.

Una política fiscal y monetaria más expansivas desde China ponen presión sobre la cotización del yuan.

Y en cuanto al dolar

La ampliación en diferenciales de tipos reales y la volatilidad en el mercado de renta fija, pero sobre todo la búsqueda de refugio de los inversores, preocupados por la situación sanitaria en China y la crisis en Ucrania son los motivos principales del buen comportamiento del dólar.

En la medida en que esos riesgos geopolíticos vayan disipándose, y teniendo en cuenta la sobrevaloración de la divisa estadounidense, de 20% contra el euro por cálculo de paridad de poder adquisitivo, y el exceso de

optimismo de los operadores que mantienen las posiciones especulativas mas abultadas de los últimos 10 años, el dólar podría empezar a debilitarse los próximos meses impulsando el atractivo relativo de la inversión en emergentes en general y latinoamericanos -muy ligados a la producción de materias primas-en particular.

En renta variable, el foco en controlar la inflación aleja el precio de ejercicio de la "put de la Fed" en un contexto donde las valoraciones ya incorporan mucho de las malas noticias asociadas con el drenaje de liquidez y los riesgos geopolíticos.

Una moderación en inflación disminuiría la presión en tipos de interés dando soporte a las cotizaciones, aunque habrá que seguir con atención las revisiones a la baja en crecimiento de beneficios por acción, que pueden continuar los próximos meses.

El brusco aumento en la rentabilidad a vencimiento de los bonos tesoro parece excesivo a corto plazo, como dejan de manifiesto las comparativas con índices como el de sorpresas macroeconómicas de Citigroup, el relativo oro/cobre (que en una buena herramienta para medir el optimismo/pesimismo respecto a actividad económica) o la ratio de acciones cíclicas sobre defensivas.

En crédito, los diferenciales de HY han ampliado hasta situarse por encima de los 500pbs. Esta valoración es bastante más razonable que los 283 pbs con los que cerrábamos 2021, pero aún está lejos del dígito doble asociado a recesiones e, incluso, de los >800 alcanzados en 2015. El aumento en probabilidades de recesión anticipa un deterioro en las condiciones de crédito para empresas grandes y medianas (gráfica facilidad de acceso al crédito SLO C&I y modelo de probabilidades de recesión) que impulsará al alza las tasas de impago

#### **b) Decisiones generales de inversión adoptadas.**

En renta fija mantenemos la infra ponderacion en duraciones aunque comenzamos a ver valor, sobre todo en el tramo corto de la curva. El deterioro del cuadro macroeconomico y la rapidez y contundencia de los mercados para descontar las proximas subidas de la Fed y del BCE nos hacen pensar que de aqui a diciembre las rentabilidades a vencimiento, en un entorno de alta volatilidad, no tendran demasiado recorrido adicional al alza. La salud de las empresas, a pesar de la desaceleracion, sigue siendo razonablemente buena y los diferenciales de credito han ampliado a niveles mas razonables. No obstante el riesgo de un paron en actividad mas severo nos hace ser conservadores .

Respecto a los mercados de acciones, conservamos una posicion neutral respecto a la inversion en renta variable a la espera de un ajuste en estimaciones de beneficios por accion que refleje de forma mas realista la ralentizacion a nivel macro que tomara inercia de cara al final de ejercicio. Hay que tener en cuenta que las caidas en precio sufridas desde enero se explican exclusivamente por la compresion en multiplos; las valoraciones comienza a normalizarse pero las expectativas de crecimiento en beneficios se mantienen en zona de optimismo.

#### **c) Índice de referencia.**

N/A.

#### **d) Evolución del Patrimonio, participes, rentabilidad y gastos de la IIC.**

Durante el período, el patrimonio de la IIC ha disminuido en -4.034.911 euros, el número de accionistas ha disminuido en 4 y la rentabilidad neta de la IIC ha sido de un -7,27 %

El impacto total de gastos soportados por la IIC en el período sobre la rentabilidad obtenida ha sido de un 0,28 %, de los cuales un 0,26 % corresponde a gastos directos y un 0,02 % corresponde a gastos indirectos por inversión en otras IICs.

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

- \* ACC. BAYER AG (rendimiento 0,28 %)
- \* ACC. QUANTA SERVICES, INC. (rendimiento 0,47 %)
- \* ACC. THALES SA (rendimiento 0,59 %)
- \* FUTURO S&P 500 EMINI JUN 22 (rendimiento 0,6 %)
- \* OPCION EUROSTOXX50 (C) P3700 17/06/2022 (rendimiento 0,43 %)

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

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

- \* ETF. WT CORE PHYS GOLD (3,86 % sobre patrimonio)

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:

- \* BLACKROCK IRELAN (3,49 % sobre patrimonio)
- \* ISHARES (4,33 % sobre patrimonio)
- \* WISDOM TREE (3,86 % sobre patrimonio)

#### **e) Rendimiento del fondo en comparación con el resto de fondos de la gestora.**

N/A.

## **2. INFORMACIÓN SOBRE LAS INVERSIONES.**

### **a) Inversiones concretas realizadas durante el periodo.**

La rentabilidad neta acumulada de la sociedad para el periodo objeto de análisis ha sido del -7,27 %.

Por tipología de activos, al inicio del periodo la sociedad se encontraba invertida en un 11,23 % en renta fija, 64,80 % renta variable, 2,59 % en fondos de retorno absoluto y el 17,85 % restante encontrándose invertido en activos monetarios y liquidez.

En cuanto a la exposición por divisas de la cartera, el 49,18 % estaría concentrado en activos denominados en euros mientras que la exposición a dólar supone un peso en cartera del 34,81 %.

A lo largo del periodo se han implementado diversos cambios en cartera, que junto con la evolución de mercado de los activos mantenidos, ha llevado a una composición por tipología de activos al final del periodo de: 8,75 % en renta fija, 63,55 % renta variable, 3,86 % retorno absoluto y 21,73 % activos monetarios.

Destacamos los siguientes cambios implementados en cartera:

Hemos procedido a incorporar los siguientes instrumentos en cartera: 5 entradas de instrumentos de mayor peso

- \* QUANTA SERVICES, INC. Peso: 1,81 %
- \* FANUC LTD Peso: 1,22 %
- \* AMAZON Peso: 1,05 %
- \* ETF. ISHARES JAPAN CORE MSCI EUR Peso: 0,82 %
- \* CAMECO CORP USD Peso: 0,56 %

Por el lado de las ventas, hemos hecho liquidez deshaciendo las siguientes posiciones: 5 salidas de instrumentos que más pesaban en cartera.

- \* ALGEBRIS FINAN CR I EUR Peso: 2,25 %
- \* ETF. FIRST TRUST CLOUD COMPUTING USD Peso: 1,83 %
- \* SACYR FLOAT 10/06/2022 Peso: 1,08 %
- \* ALSTOM Peso: 1,03 %
- \* ERICSSON L.M. Peso: 1 %

### **b) Operativa de préstamo de valores.**

N/A.

### **c) Operativa en derivados y adquisición temporal de activos.**

La IIC ha efectuado operaciones de:

\* Futuros con finalidad de inversión.

\* Opciones con finalidad de inversión.

Con apalancamiento medio de la IIC de referencia del 26,68 %

Además en este periodo se han contratado adquisiciones temporales de activos por importe de 22.129.805 euros

#### **d) Otra información sobre inversiones.**

A fecha del informe, la IIC tenía inversiones en litigio de dudosa recuperación:

\* OPC. LEHMAN BROS SX5E 12/07/2009: Hasta la fecha, se ha recuperado un 0 % del nominal invertido.

Se trata de activos afectados por la quiebra del banco americano Lehman Brothers en el año 2008. El Banco está en liquidación, y se estima que se irán recuperando determinadas cantidades a medida que se vaya haciendo repartos.

### **3. EVOLUCIÓN DEL OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD.**

N/A.

### **4. RIESGO ASUMIDO POR EL FONDO.**

N/A.

### **5. EJERCICIO DERECHOS POLITICOS.**

N/A.

### **6. INFORMACIÓN Y ADVERTENCIAS CNMV.**

N/A.

### **7. ENTIDADES BENEFICIARIAS DEL FONDO SOLIDARIO E IMPORTE CEDIDO A LAS MISMAS.**

N/A.

### **8. COSTES DERIVADOS DEL SERVICIO DE ANALISIS.**

N/A.

### **9. COMPARTIMENTOS DE PROPOSITO ESPECIAL (SIDE POCKETS).**

N/A.

### **10. PERSPECTIVAS DE MERCADO Y ACTUACIÓN PREVESIBLE DEL FONDO.**

En renta variable, el foco en controlar la inflación aleja el precio de ejercicio de la "put de la Fed" en un contexto donde las valoraciones ya incorporan mucho de las malas noticias asociadas con el drenaje de liquidez y los riesgos geopolíticos.

Una moderación en inflación disminuiría la presión en tipos de interés dando soporte a las cotizaciones, aunque habrá que seguir con atención las revisiones a la baja en crecimiento de beneficios por acción, que pueden continuar los próximos meses.

El brusco aumento en la rentabilidad a vencimiento de los bonos tesoro parece excesivo a corto plazo, como dejan de manifiesto las comparativas con índices como el de sorpresas macroeconómicas de Citigroup, el relativo oro/cobre (que en una buena herramienta para medir el optimismo/pesimismo respecto a actividad económica) o la ratio de acciones cíclicas sobre defensivas.

En crédito, los diferenciales de HY han ampliado hasta situarse por encima de los 500pbs. Esta valoración es bastante más razonable que los 283 pbs con los que cerrábamos 2021, pero aún está lejos del dígito doble

asociado a recesiones e, incluso, de los >800 alcanzados en 2015. El aumento en probabilidades de recesión anticipa un deterioro en las condiciones de crédito para empresas grandes y medianas (gráfica facilidad de acceso al crédito SLO C&I y modelo de probabilidades de recesión) que impulsará al alza las tasas de impago

La sociedad está invertida de una manera diversificada, principalmente, en liquidez, renta fija y renta variable, mediante el uso de activos en directo (bonos y acciones), así como fondos de inversión. Esperamos una evolución acorde al desempeño de estos activos en cartera, con la estrategia de conseguir una evolución positiva del valor liquidativo de la cartera en el largo plazo.

#### **10. Información sobre la política de remuneración**

.

#### **11. Información sobre las operaciones de financiación de valores, reutilización de las garantías y swaps de rendimiento total (Reglamento UE 2015/2365)**

Durante el período se han realizado operaciones de simultáneas sobre deuda pública para la gestión de la liquidez del fondo por un importe efectivo total de 22.129.804,75 euros y un rendimiento total de -371,84 euros.

Durante el período se han realizado operaciones de simultáneas con un vencimiento a un día, sobre deuda pública, con la contraparte BANCA MARCH, S.A. para la gestión de la liquidez de la IIC por un importe efectivo total de 20.426.209,13 euros y un rendimiento total de -350,37 euros.

A cierre del período se han realizado operaciones de simultáneas con un vencimiento entre un día y una semana, sobre deuda pública, con la contraparte BANCA MARCH, S.A. para la gestión de la liquidez de la IIC por un importe efectivo total de 1.703.595,62 euros y un rendimiento total de -21,47 euros.