

**Valor XXI SICAV SA**

**Nº Registro CNMV: 138**

**Informe: Semestral del Segundo semestre 2018**

**Gestora:** RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A.

**Grupo Gestora:** RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A.

**Auditor:** ERNST & YOUNG, SL

**Depositario:** Renta 4 Banco SA

**Grupo Depositario:** Renta 4 Banco SA

**Sociedad por compartimentos:**

**Rating Depositario:** ND

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en [www.renta4.es](http://www.renta4.es).

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

**Dirección**

DE LA HABANA, 74, 2º, DCH  
28036 - Madrid  
913848500

**Correo electrónico**

[gestora@renta4.es](mailto:gestora@renta4.es)

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

**INFORMACIÓN SICAV**

**Fecha de registro:** 12-12-1997

**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: 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 u otros activos permitidos por la normativa vigente, 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 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.

**Operativa en instrumentos derivados**

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

Se podrá operar con instrumentos financieros 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. Esta operativa comporta riesgos por la posibilidad de que la cobertura no sea perfecta, por el apalancamiento que conllevan y por la inexistencia de una cámara de

compensación.

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		1.116.122,00	1.128.149,00
Nº de accionistas		116	119
Beneficios brutos distribuidos por acción (EUR)			

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo		
		Fin del periodo	Mínimo	Máximo
Periodo del informe	13.144	11,7767	11,7187	12,4149
2017	14.164	12,3686	12,0157	12,3973
2016	14.120	12,0157	10,9217	12,0163
2015	14.383	11,6710	10,9506	11,8737

**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		
0,39		0,39	0,75		0,75	mixta	al fondo

Comisión de depositario		
% efectivamente cobrado		Base de cálculo
Periodo	Acumulada	
0,05	0,10	patrimonio

	Periodo actual	Periodo anterior	Año actual	Año 2017
Índice de rotación de la cartera	0,37	0	0,36	0,79
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	-0,33	0	-0,17	0,25

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	2017	2016	2015	2013
-4,79	-4,57	0,35	0,43	-1,01	2,94	2,95	5,07	4,33

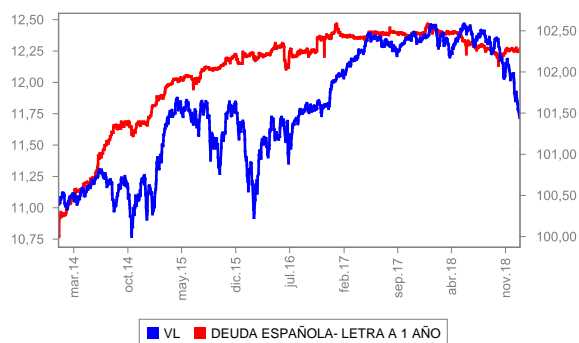
El valor liquidativo y, por tanto, su rentabilidad no recogen el efecto derivado del cargo individual al partícipe de la comisión de gestión sobre resultados.

### Gastos (% s/ patrimonio medio)

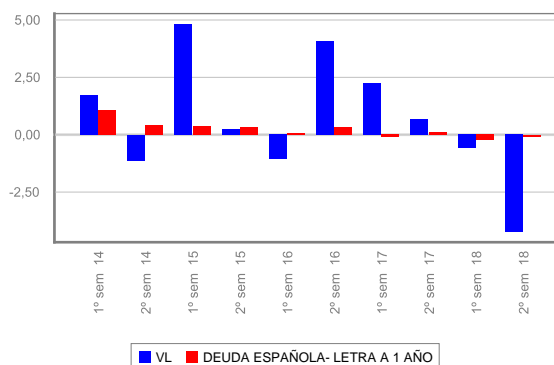
Acumulado	Trimestral				Anual			
año actual	Último trim (0)	Trim - 1	Trim - 2	Trim - 3	2017	2016	2015	2013
1,04	0,31	0,24	0,23	0,22	0,91	0,91	0,93	0,98

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	9.616	73,15	10.919	55,67
Cartera Interior	5.077	38,62	6.321	32,23
Cartera Exterior	4.558	34,67	4.591	23,41
Intereses de la Cartera de Inversión	-19	-0,14	7	0,04
Inversiones dudosas, morosas o en litigio				
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	4.102	31,21	2.689	13,71
(+/-) RESTO	-573	-4,36	6.005	30,62
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>13.145</b>	<b>100,00%</b>	<b>19.613</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>13.873</b>	<b>14.164</b>	<b>14.164</b>	
(+/-) Compra/ venta de acciones (neto)	-1,07	-1,49	-2,56	-30,40
(-) Dividendos a cuenta brutos distribuidos				
(+/-) Rendimientos Netos	-4,26	-0,57	-4,78	626,72
(+) Rendimientos de Gestión	-3,80	-0,17	-3,92	2.073,53
(+) Intereses	0,31	0,38	0,69	-20,11
(+) Dividendos	0,15	0,29	0,45	-48,91
(+/-) Resultados en renta fija (realizadas o no)	-0,16	-0,32	-0,48	-52,30
(+/-) Resultados en renta variable (realizadas o no)	-1,84	-0,33	-2,15	451,04
(+/-) Resultados en depósitos (realizadas o no)	-0,01		-0,01	
(+/-) Resultados en derivados (realizadas o no)	-0,15	-0,43	-0,59	-66,05
(+/-) Resultados en IIC (realizadas o no)	-2,09	0,25	-1,81	-906,15
(+/-) Otros Resultados				
(+/-) Otros Rendimientos	-0,01	-0,01	-0,02	66,76
(-) Gastos Repercutidos	-0,50	-0,52	-1,01	-6,50
(-) Comisión de gestión	-0,38	-0,37	-0,75	-1,13
(-) Comisión de depositario	-0,05	-0,05	-0,10	-1,14
(-) Gastos por servicios exteriores	-0,03	-0,03	-0,05	5,72
(-) Otros gastos de gestión corriente	-0,03	-0,01	-0,04	285,65
(-) Otros gastos repercutidos	-0,01	-0,06	-0,07	-89,56
(+) Ingresos	0,04	0,12	0,15	-67,59
(+) Comisiones de descuento a favor de la IIC				
(+) Comisiones retrocedidas	0,03	0,08	0,10	-68,15
(+) Otros Ingresos	0,01	0,04	0,05	-62,83
(+/-) Revalorización inmuebles uso propio y resultados por enajenación inmovilizado				
<b>PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)</b>	<b>13.144</b>	<b>13.873</b>	<b>13.144</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.

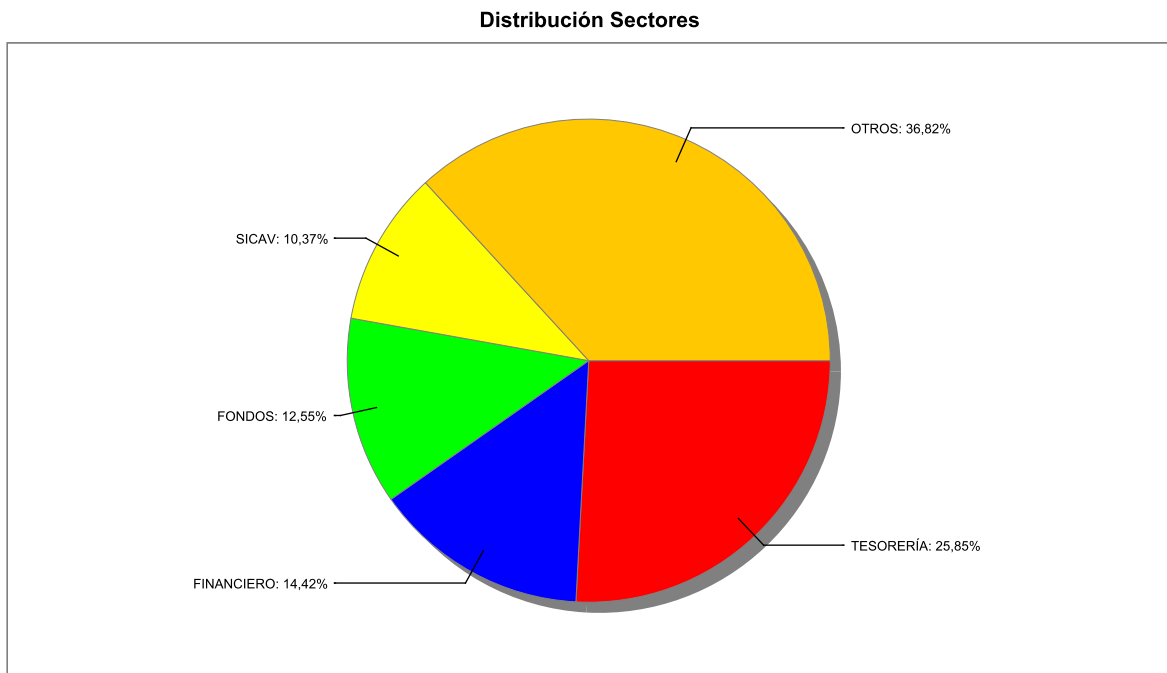
Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
PAGARES TUBACEX SA 0.7% 10092018	EUR			298	2,15
LETRA 0851764D SM -0,53 2019-01-18	EUR	700	5,33		
PAGARE AEDAS 3M VTO 210918	EUR			200	1,44
<b>Total Deuda Pública Cotizada menos de 1 año</b>		<b>700</b>	<b>5,33</b>	<b>498</b>	<b>3,59</b>
BANCO MARE NOSTRUM 9 VTO 11/16/2026	EUR			503	3,62
BANCO SANTANDER SA 21/11/2024	EUR			196	1,41
<b>Total Renta Fija Privada Cotizada más de 1 año</b>				<b>699</b>	<b>5,03</b>
BONO BKIA SM 9,00 2021-11-16	EUR	493	3,75		
ACERINOX Float 1.75 VTO 12/23/18	EUR			307	2,21
pagare audax 1.5% 26/11/2018	EUR			198	1,42
pagare audax 0.88% 02/07/2018	EUR			299	2,15
PAGARE ECP SACYR 17/10/2018 1.4%	EUR			297	2,14
PAGARE CORTE INGLES 0.65 vto. 14/05/2019	EUR			199	1,43
PAGARE 1082Z SM 0,65 2019-05-14	EUR	199	1,51		
PAGARE ECP SACYR 1,317% 21/12/2018	EUR			198	1,43
PAGARE SCYR SM 2019-03-19	EUR	299	2,28		
PAGARE AEDAS SM 0,75 2019-03-22	EUR	199	1,52		
<b>Total Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año</b>		<b>1.190</b>	<b>9,06</b>	<b>1.498</b>	<b>10,78</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		<b>1.890</b>	<b>14,39</b>	<b>2.695</b>	<b>19,40</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		<b>1.890</b>	<b>14,39</b>	<b>2.695</b>	<b>19,40</b>
BBVA	EUR			24	0,18
ACCIONES BBVA SM	EUR	71	0,54		
ACCIONES SAN SM	EUR	118	0,90		
VISCOFAN	EUR			29	0,21
ACCIONES VIS SM	EUR	24	0,18		
GESTAMP AUTOMOCION	EUR			128	0,93
PESCANOVA	EUR			1	0,01
ACCIONES PVA SM	EUR	1			
RENTA 4	EUR			204	1,47
ACCIONES R4 SM	EUR	214	1,63		
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>428</b>	<b>3,25</b>	<b>386</b>	<b>2,80</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>428</b>	<b>3,25</b>	<b>386</b>	<b>2,80</b>
RENTA 4 JAPON F.I.M.	EUR			148	1,07
PARTICIPACIONES RENTA 4 JAPON FI	EUR	124	0,94		
CAT PATRIMONIS SICAV, S.A.	EUR			746	5,38
PARTICIPACIONES CATP SM	EUR	691	5,26		
ANNUAL CYCLES STRATEGIES FI	EUR			218	1,57
PARTICIPACIONES ANNSTRA SM	EUR	197	1,50		
PANDA AGRICULTURE & WATER FUND, FI	EUR			123	0,89
PARTICIPACIONES PANDWFF SM	EUR	105	0,80		
GESIURIS VALENTUM FI	EUR			443	3,20
PARTICIPACIONES VALNTUM SM	EUR	369	2,81		
BBVA MEJORES IDEAS CUBIER	EUR			403	2,91
PARTICIPACIONES BBVAINP SM	EUR	354	2,69		
RENTA 4 PEGASUS CLASE P	EUR			967	6,97
PARTICIPACIONES RENTA 4 PEGASUS, FI	EUR	918	6,98		
<b>TOTAL IIC</b>		<b>2.758</b>	<b>20,98</b>	<b>3.048</b>	<b>21,99</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		<b>5.076</b>	<b>38,62</b>	<b>6.129</b>	<b>44,19</b>
REPSOL INTL FIN 3,6250% 07/10/2021	EUR			237	1,71
BONO 3404Z US 3,63 2021-10-07	EUR	236	1,79		
TURKIYE GARANTI BANKASI AS	EUR			203	1,46
ACS ACTIVIDADES 2.875 01/04/2020	EUR			106	0,76
BONO ACS SM 2,88 2020-04-01	EUR	104	0,79		
ARCELORMITTAL 3% VTO.09/04/2021	EUR			107	0,77
BONO MT NA 3,00 2021-04-09	EUR	105	0,80		
LEASEPLAN CORPORATION NV VTO.18/01/2021	EUR			202	1,45
GRIFOLS SA 3.2 05/01/25	EUR			395	2,85

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
BONO GRF SM 3,20 2020-05-01	EUR	397	3,02		
BNFP FLOAT 01/14/20	EUR			201	1,45
TELEFONICA EUROPE 6.5% perpetua	EUR			534	3,85
<b>Total Renta Fija Privada Cotizada más de 1 año</b>		<b>842</b>	<b>6,40</b>	<b>1.985</b>	<b>14,30</b>
BONO GARAN TI 3,38 2019-07-08	EUR	347	2,64		
BONO 1170Z NA 0,53 2021-01-18	EUR	198	1,50		
BONO BN FP 0,01 2020-01-14	EUR	201	1,53		
PAGARES MOTA ENGIL 13/12/2018	EUR			192	1,39
BONO SAN SM 0,43 2024-11-21	EUR	190	1,44		
ECP ACCIONA FILIALES 26/04/2019	EUR			397	2,86
PAGARE ACS SM 0,80 2019-04-26	EUR	397	3,02		
PAGARE EEIG US 0,18 2019-01-25	EUR	200	1,52		
ACTIVOS EKT SM 0,50 2019-12-09	EUR	100	0,76		
<b>Total Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año</b>		<b>1.633</b>	<b>12,41</b>	<b>589</b>	<b>4,25</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		<b>2.475</b>	<b>18,81</b>	<b>2.574</b>	<b>18,55</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		<b>2.475</b>	<b>18,81</b>	<b>2.574</b>	<b>18,55</b>
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA/NV	EUR			29	0,21
ROCHE HOLDG	CHF			19	0,14
NESTLE	CHF			71	0,52
BASF AG	EUR			98	0,71
DAIMLER AG	EUR			44	0,32
SANOFI	EUR			40	0,29
AXA UAP	EUR			38	0,27
ISHARES PHYSICAL GOLD ETC	USD			137	0,99
ACCIONES ABI BB	EUR	19	0,15		
ACCIONES ROG SW	CHF	22	0,16		
ACCIONES INESN SW	CHF	76	0,58		
ACCIONES BAS GR	EUR	72	0,55		
ACCIONES DAI GR	EUR	37	0,28		
SIEMENS AG	EUR			57	0,41
ACCIONES SIE GR	EUR	49	0,37		
CARREFOUR	EUR			26	0,18
ACCIONES CA FP	EUR	28	0,21		
ACCIONES CS FP	EUR	34	0,26		
DANONE	EUR			64	0,46
ACCIONES BN FP	EUR	63	0,48		
LVMH	EUR			57	0,41
ACCIONES MC FP	EUR	52	0,39		
MICHELIN (CGDE) - B	EUR			40	0,29
ACCIONES ML FP	EUR	33	0,25		
AHOLD DELHAIZE NV	EUR			36	0,26
ACCIONES AD NA	EUR	39	0,29		
IBM	USD			48	0,34
ACCIONES IBM US	USD	40	0,30		
MAC DONALD S	USD			67	0,48
ACCIONES MCD US	USD	77	0,59		
BEIERSDORF AG	EUR			49	0,35
ACCIONES BEI GR	EUR	46	0,35		
CONTINENTAL	EUR			188	1,35
ACCIONES CON GR	EUR	116	0,88		
ACCIONES DPW GR	EUR	24	0,18		
HENKEL	EUR			52	0,37
ACCIONES HEN3 GR	EUR	45	0,34		
COVESTRO AG	EUR			31	0,22
ACCIONES 1COV GR	EUR	17	0,13		
KONE OYJ-B	EUR			31	0,22
ACCIONES KNEBV FH	EUR	29	0,22		
ACCIONES ATO FP	EUR	21	0,16		
SPORTS DIRECT INTERNATIONAL	GBP			45	0,33
ACCIONES SPD LN	GBP	26	0,20		
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	SEK			38	0,28
ACCIONES HMB SS	SEK	37	0,28		

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ALPHABET INC- CL A	USD			208	1,50
ACCIONES GOOGL US	USD	196	1,49		
COGNIZANT TECH SOLUTIONS-A	USD			68	0,49
ACCIONES CTSH US	USD	55	0,42		
ACCIONES FB US	USD	29	0,22		
SYMANTEC CORP	USD			27	0,19
ACCIONES SYMC US	USD	25	0,19		
PARTICIPACIONES IGLN LN	USD	143	1,09		
ACCIONES URW NA	EUR	31	0,24		
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>1.481</b>	<b>11,25</b>	<b>1.608</b>	<b>11,58</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>1.481</b>	<b>11,25</b>	<b>1.608</b>	<b>11,58</b>
ISHARES EUR CORP BOND BBB-BB	EUR			207	1,49
ISHARES EURO HIGH YIELD CORPOR	EUR			155	1,12
PARTICIPACIONES IHYG LN	EUR	150	1,14		
PARTICIPACIONES IEBB LN	EUR	203	1,55		
MUZINICH SHORT DURATION HY "R" USD	USD			248	1,79
PARTICIPACIONES MUZSDEA ID	USD	252	1,92		
<b>TOTAL IIC</b>		<b>605</b>	<b>4,61</b>	<b>610</b>	<b>4,40</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		<b>4.561</b>	<b>34,67</b>	<b>4.792</b>	<b>34,53</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS</b>		<b>9.637</b>	<b>73,29</b>	<b>10.921</b>	<b>78,72</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



### 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
NOCIONAL BONO ESPAÑOL 10YR	V/ Fut. TLF FKOAH9 1000 070319	2.150	inversión
<b>Total subyacente renta fija</b>		<b>2.150</b>	
INDICE DAX	C/ Fut. FU. DAX 25 150319	528	inversión
INDICE DAX	C/ Fut. TLF FDFWH9 5 150319	106	inversión
<b>Total subyacente renta variable</b>		<b>634</b>	
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>		<b>2.784</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

No Aplica.

#### 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

Un accionista posee una participación significativa directa del 49,22% del patrimonio de la sociedad. Gestora y depositario pertenecen al mismo grupo económico. Pueden existir operaciones vinculadas repetitivas y sometidas a un procedimiento de autorización simplificado, relativas a compraventa de Divisas y/o Repos de Deuda Pública, que realiza la Gestora con el Depositario. Durante el periodo se ha operado con acciones de Labor.Farmacéuticos Rovi, teniendo la consideración de operación vinculada. Durante el periodo, la entidad ha realizado operaciones vinculadas de intermediación en la compra/venta de valores con el grupo Renta 4 por importe de 2,1 millones de euros, de los cuales el 0% corresponde a las operaciones de repo día. Las comisiones de liquidación e intermediación en derivados percibidas por el grupo de la gestora han sido de 0,82 miles de euros, que representa el 0,0060% sobre el patrimonio medio. Las comisiones de liquidación e intermediación por ventas de valores percibidas por el grupo de la gestora han sido de 0,47 miles de euros, que representa el 0,0034% sobre el patrimonio medio. Las comisiones de liquidación e intermediación por compras de valores percibidas por el grupo de la gestora han sido de 0,74 miles de euros, que representa el 0,0054% sobre el patrimonio medio.

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

Sin advertencias.

#### 9. Anexo explicativo del informe periódico

## "VISIÓN DE LA GESTORA Y ESCENARIO BURSÁTIL

El 2018 ha sido un año negativo para el ahorro. Pocos activos se han revalorizado, y los beneficios históricos de la diversificación no han funcionado. En un escenario actual marcado por la incertidumbre, uno de los aspectos más claros es que 2018 será recordado como el año en el que la volatilidad ha vuelto a los mercados financieros, junto a un mayor protagonismo de la geopolítica. El contexto macro ha pasado de crecimiento global sincronizado y normalización gradual en políticas monetarias, a miedos sobre contracción económica, guerras comerciales y posibles errores por parte de bancos centrales.

En renta variable, el MSCI mundial ha caído un 9,7% en dólares en 2018, con peor comportamiento de Europa (Eurostoxx 50 -14,3%, Stoxx 600 -13,6%) frente a Estados Unidos (S&P 500 -6,2% en dólares). Dentro de Europa, el peor comportamiento se ha observado en el DAX (-18,3%), el MIB italiano (-16,2%) y el Ibex 35 (-15,4%). Todos los sectores en Europa han caído, con el mejor comportamiento en utilities (-2%), salud (-3%) y media (-4%), y el peor en bancos (-28%), autos (-28%) y construcción (-19%). En Estados Unidos, tras marcar máximos históricos en septiembre, el S&P 500 cayó un 14% en el último trimestre, con un *¿selloff¿* en diciembre del 9,2%, siendo la mayor caída mensual desde febrero 2009 (crisis financiera global) y peor diciembre desde 1931 (Gran Depresión). De esta forma, las bolsas estadounidenses cierran 2018 con su peor comportamiento desde 2008. Otras bolsas importantes como Japón (-12%) y China (-25%) también acumulan caídas de doble dígito. Se encuentran no obstante excepciones en regiones emergentes como Brasil, con el Bovespa +15% (en un año con incertidumbre política), o India, con el Sensex +6%.

Son varios los factores que explican la negativa evolución de los mercados de renta variable en 2018. Entre ellas, el endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos (en un momento de elevado endeudamiento empresarial), dudas sobre la evolución del ciclo económico, con revisiones a la baja de las expectativas (principalmente en el segundo semestre del año) derivadas fundamentalmente de las tensiones comerciales desatadas entre Estados Unidos y China y la desaceleración del crecimiento en China. En la Eurozona, la incertidumbre ha venido de la mano de Italia y sus presupuestos para 2019, así como del auge de los populismos en distintos países. El proceso del Brexit tampoco ha contribuido, sin una solución definitiva en las conversaciones con Europa. Las tensiones geopolíticas a nivel mundial y la celebración de elecciones que han llevado a cambios de Gobierno en países como Brasil o México también han imprimido volatilidad e incertidumbre a los mercados.

En un contexto de normalización de política monetaria, de nada han servido para compensar estos factores negativos unos resultados empresariales que en el año han crecido a un dígito alto en ventas y BPA en el caso de Europa (y de doble dígito alto en BPA en Estados Unidos), unos datos macroeconómicos que siguen mostrando que la economía continúa siendo relativamente sólida así como los procesos de M&A que se han dado en mercado. A todo esto se añade la mayor complejidad en formación de precios, en muchos casos explicado por algoritmos y trading en ETFs, con cada vez mayor peso. El resultado de todos estos factores es una contracción de múltiplos generalizada en los distintos índices bursátiles, que recoge la mayor incertidumbre descrita y el aumento de prima de riesgo.

La fase de aceleración del crecimiento sincronizada de 2017 y 1S18 ha dado paso a una desaceleración global de la economía. El FMI estima que el crecimiento del PIB en los países desarrollados en 2019 se sitúe en el 2,1%, frente al 2,4% esperado para 2018, niveles que muestran una desaceleración suave. Pese a recientes datos negativos (sobre todo en Eurozona y emergentes), los indicadores adelantados de ciclo siguen siendo compatibles con un crecimiento económico global sólido. Una normalización monetaria muy gradual propicia que las condiciones financieras sigan siendo favorables para el crecimiento en términos históricos. El elevado endeudamiento, no obstante, sigue constituyendo el principal lastre para un mayor crecimiento económico a nivel global. Los 10 años de *¿experimento¿* de programas de estímulo monetario (QE o *¿quantitative easing¿*), unidos al boom en China alimentado en cierta medida por endeudamiento, ha dejado al mundo con una elevada factura que repagar. Teniendo en cuenta los elevados niveles de deuda en la economía mundial, una vuelta completa a la situación del anterior ciclo (tipos alrededor del 4,5%), sería difícil de digerir. Si bien los tipos de interés globales a nivel agregado se han incrementado del 1,2% al 2,2% en los últimos 2 años, ir más allá podría desencadenar una nueva crisis financiera, algo que los principales bancos centrales no desean.

Respecto a la renta fija en 2018 hemos asistido a una elevada volatilidad, destacando, además, la divergente evolución entre la renta fija europea, en la que el bund actuó como activo refugio, con lo que su rentabilidad terminó el año cerca del 0,20%, niveles no vistos en 18 meses, y la renta fija estadounidense, cuya rentabilidad mantuvo en los primeros tres trimestres una constante evolución al alza.

Así, en Europa, las cifras de crecimiento económico registradas a lo largo del ejercicio, los riesgos presentados por el desafío del Gobierno italiano a las normas de estabilidad presupuestaria de la UE y la incertidumbre sobre cómo se va a producir el Brexit, provocaron que los inversores buscaran refugio en el bund alemán, que pasó de rentabilidades superiores al 0,7% en febrero, cuando la economía europea todavía presentaba perspectivas optimistas, a cerrar el año ya próximo al 0,20%, como hemos señalado. Mención especial merece Italia, donde el desafío del Gobierno populista formado por La Lega y el Movimiento 5 Estrellas a la Unión Europea se tradujo en un incremento de la prima de riesgo italiana, con la rentabilidad del bono a 10 años tocando niveles alrededor del 3,6% en octubre, para retroceder y cerrar el ejercicio alrededor del 2,7%, gracias a la revisión de los objetivos de

déficit presupuestario hasta niveles que han sido aceptados por la Comisión Europea. Destacar, asimismo, que en esta ocasión la situación italiana no se ha contagiado a la deuda de otros países ¿periféricos¿.

Por el contrario, en EEUU, el dinamismo mostrado por la economía estadounidense y el fuerte crecimiento de los resultados empresariales, impulsados por la reforma fiscal llevada a cabo por la Administración Trump, sostuvo un incremento de la rentabilidad del bono 10 años estadounidense, desde niveles ligeramente por debajo del 2,5% hasta niveles por encima del 3,2% en octubre, al tiempo que la Reserva Federal estadounidense mantenía una senda estable de subidas de tipos de 0,25 puntos básicos trimestrales a lo largo de todo el ejercicio. No obstante, desde los máximos de octubre, el miedo a una ralentización económica, acentuada por la guerra comercial mantenida entre EEUU y China, provocó una revisión a la baja de las expectativas de subidas de tipos por parte de la Reserva Federal y el consiguiente retroceso de la rentabilidad del bono hasta niveles alrededor del 2,7%.

Por su parte, en renta fija privada EUR la búsqueda de refugio por parte de los inversores, el empeoramiento de las perspectivas económicas y la finalización del programa de compra de activos del BCE con el cierre de 2018 se ha traducido en un ensanchamiento de diferenciales de crédito hasta niveles no vistos desde mediados de 2016.

Por lo que respecta al mercado de divisas, el euro se ha depreciado un 4,5% frente al dólar hasta niveles de 1,14 USD/EUR, ante los mencionados riesgos sobre el área euro (principalmente Italia y Brexit). Por lo que respecta a la libra, se ha mantenido relativamente estable en el entorno de 0,85- 0,90 GBP/EUR a pesar del escenario de creciente incertidumbre que rodea al Brexit. En cuanto a las divisas emergentes, hemos asistido a una fuerte depreciación del peso argentino, real brasileño y lira turca en un contexto de desequilibrios estructurales y con las subidas de tipos en EEUU como telón de fondo.

Dentro de las materias primas, destacamos el comportamiento del crudo. Después de marcar máximos anuales en octubre a 85 USD/barril (Brent), ha registrado una caída cercana al 40%, haciendo que en el conjunto del año se anote un retroceso del 20%. La subida de los primeros diez meses del año se sostuvo en unos datos macroeconómicos robustos que apoyaban una demanda sólida, unos niveles de inventarios en niveles mínimos, así como problemas de producción en Arabia Saudí y Venezuela, junto con el temor ante la imposición de sanciones a Irán. Sin embargo, su caída en los últimos meses se ha debido a las crecientes dudas de menor demanda con motivo del riesgo de desaceleración económica, a lo que se añade una oferta que ha sido elevada durante 2S18. Aun con todo, de confirmarse que el ciclo económico no está tan débil como parece adelantar el mercado, y sumarle el recorte de producción decidido por OPEP + no OPEP para 1S19 (-1,2 mln b/día), consideramos que el precio del crudo debería tender a registrar cierta recuperación.

## COMPORTAMIENTO EN LA CARTERA Y POLÍTICA DE INVERSIÓN

Durante el periodo, el patrimonio de la sociedad se sitúa en 13,144 millones de euros frente a 14,164 millones de euros del periodo anterior.

La rentabilidad -4,79% obtenida por la sociedad a lo largo del periodo frente al -4,57% del periodo anterior, sitúa a la IIC por encima de la rentabilidad media obtenida por la letra a 12 meses, que es de -0,07% y por encima de la rentabilidad media obtenida por los fondos de la gestora con su misma vocación inversora (global), siendo ésta última de -0,09%.

El número de accionistas ha disminuido a lo largo del periodo, pasando de 119 a 116.

Los gastos soportados por la sociedad han sido 0,31 del patrimonio a lo largo del periodo frente al 0,24 del periodo anterior.

El valor liquidativo de la sociedad se sitúa en 11,7767 a lo largo del periodo frente a 12,3686 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 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 el caso de las acciones del valor Renta 4 de esta sociedad (en el caso de tenerlas en cartera), el ejercicio de los Derechos de Voto sobre Renta 4 Banco son ejercidos por la persona designada por la Junta General o el Consejo de Administración.

El pasado mes de mayo, en la Junta General de Accionistas de VISCOFAN S.A., la IIC ha delegado el voto en el Consejo de Administración, obteniendo la prima de asistencia.

Para el resto de las Juntas, la IIC no ha asistido a las Juntas Generales de Accionistas, por considerar que su

participación en las mismas no es relevante en la defensa de los derechos de los partícipes.

Durante el periodo se ha operado con acciones de Labor.Farmaceúticos Rovi, teniendo la consideración de operación vinculada.

Renta 4 Gestora SGIIC, S.A. dispone de una política de remuneración de aplicación a todos sus empleados, acorde y compatible con el perfil de riesgo, los estatutos y normas de las IIC gestionadas, y con la estrategia, objetivos y valores de Renta 4 Gestora SGIIC, S.A y de las IIC que gestiona, alineada a su vez con los principios de la política de remuneración del Grupo.

En este sentido cabe destacar entre otros aspectos que las retribuciones se deben adecuar con las condiciones de mercado de Instituciones de Inversión Colectiva equiparables por razón de su tamaño procurando, se ajustan a criterios de moderación y adecuación con los resultados de la Sociedad. En la remuneración total, los componentes fijos y los componentes variables estarán debidamente equilibrados; el componente fijo constituirá una parte suficientemente elevada de la remuneración total, de modo que la política de elementos variables de la remuneración pueda ser plenamente flexible, hasta tal punto que sea posible no pagar ningún componente variable de la remuneración. Dicha remuneración se calculará en base a una evaluación en la que se combinen los resultados de la persona y los de la unidad de negocio o las IIC afectadas y los resultados globales de la SGIIC, y en la evaluación de los resultados individuales se atenderá tanto a criterios financieros como no financieros. La evaluación de los resultados se llevará a cabo en un marco plurianual para garantizar que el proceso de evaluación se base en los resultados a más largo plazo.

Para los miembros del colectivo identificado, cuya actividad puede tener una incidencia significativa sobre el perfil de riesgo de las IIC, prevé adicionalmente una remuneración variable que incluye la entrega de instrumentos de capital de la sociedad matriz del Grupo, y cuyo pago podrá estar parcialmente diferido en un marco plurianual que favorece su alineación con la adecuada gestión del negocio en el tiempo, sin que en ningún caso supere el 100% del componente fijo.

Esta política completa se encuentra en [www.renta4gestora.com](http://www.renta4gestora.com).

La remuneración total que Renta 4 Gestora SGIIC, S.A. ha abonado durante el ejercicio 2018 a su personal ha sido la siguiente: Remuneración fija: 2.487.303,60 euros, remuneración variable 650.583,08 euros y aportaciones a Planes de empleo por importe de 36.445,19 euros, siendo la plantilla a 31 de diciembre de 2018 de 59 empleados.

Adicionalmente, el importe total de la remuneración de los altos cargos de Renta 4 Gestora SGIIC, S.A. durante el 2018 cuya actuación tiene una incidencia material en el perfil de riesgo de las IICs ha sido de 235.856,83 euros.

La remuneración de la cuenta corriente en el depositario es de -0,40%

Valor XXI SA cierra el año con una liquidez en tesorería, ECPs y pagarés del 48%.

La cartera de renta variable supone un 20% del patrimonio, donde las mayores posiciones quedan ocupadas por empresas europeas, y en menor medida americanas y suizas, entre las que se mencionan Renta 4 Banco SA, Alphabet Inc, Banco Santander, Continental AG y McDonalds Corp, por ser las mayor ponderadas. La renta variable se complementa con participaciones en fondos, principalmente en Renta 4 Japón y Gesiuris.

También se invierte en participaciones en fondos y ETF de renta fija, como iShares High Yield Corp o Muzinch Short Duration. En la parte de inversiones en fondos de gestión alternativa, con un 7% del patrimonio del fondo, destaca Renta 4 Pegasus.

Los activos de renta fija representan un 17% compuesto por emisiones corporativas de Bankia, Repsol y Santander, entre otros.

La sociedad invierte en activos valorados en divisa euro, dólar americano, libra esterlina y corona sueca.

## PERSPECTIVAS DE LA GESTORA 2019

De cara a 2019 esperamos un escenario de desaceleración económica, si bien concedemos baja probabilidad a una recesión. El punto alto del ciclo ha quedado atrás, no obstante se mantienen sólidos niveles de actividad, liderados por emergentes y apoyados en unas favorables condiciones financieras. El crecimiento económico se encamina a un nuevo nivel de 3-3,5%, por debajo de las expansiones del 5% de principios de siglo, pero aún en la media histórica. El principal lastre para un mayor crecimiento sigue siendo el elevado endeudamiento a nivel global. En el caso de los países desarrollados, esperamos una desaceleración suave liderada por un menor crecimiento en Estados Unidos (fin del efecto de la reforma fiscal). En la eurozona, podría continuar el crecimiento moderado, con leve desaceleración si se salvan los riesgos de Italia y Brexit, y Alemania retoma ritmos normalizados de crecimiento. Las regiones emergentes siguen incrementando su peso en el PIB mundial, con una desaceleración

ordenada en China, compensada por aceleración en otros países (Brasil, México).

Respecto a la inflación, esperamos una inflación subyacente estable, con buen tono del ciclo económico compensado con presiones deflacionistas derivadas de la globalización y tecnología (¿amazonización¿ de las economías). La inflación general, por su parte, podría moderarse ante la caída del precio del crudo (-30% desde máximos por exceso de oferta de 1-1,5 mln b/d, y temores sobre una menor demanda ante la moderación del ciclo económico global).

En lo que respecta a políticas monetarias, esperamos una normalización gradual. En el caso de la FED, acercándose a nivel neutral de tipos (bajo en términos históricos), y con subidas adicionales que estarán en función de la evolución de datos macro y señales de desaceleración del ciclo. Las subidas de tipos tendrían un posible freno si la desaceleración económica es excesiva, con presión a la baja en inflación por caídas del precio del crudo y apreciación del dólar. El mercado descuenta solo 2 subidas más (hasta 2,50%-2,75%). En el caso del BCE, esperamos una normalización muy gradual ante el escenario de crecimiento moderado, inflación contenida y riesgos políticos. Con el fin del QE en diciembre 2018, el mercado espera la primera subida de tipos en 4T19e (tipo depósito), si bien el BCE mantendrá condiciones acomodaticias para que la inflación siga convergiendo a su objetivo. El principal riesgo en este escenario es la ausencia de margen de actuación en futuras desaceleraciones. En otros bancos centrales, en el caso del Banco de Inglaterra la situación es de ¿esperar y ver¿ los efectos del Brexit sobre crecimiento e inflación. En el caso del Banco de Japón, creemos que mantendrá por el momento una política monetaria ampliamente expansiva. En conclusión, una retirada de estímulos muy gradual, con reducción paulatina de los balances agregados de los bancos centrales y tipos de interés todavía en niveles históricamente bajos.

Respecto a divisas, tras una depreciación del Euro del 5% vs dólar en 2018, de cara a 2019 esperamos que el Euro se mueva en el rango 1,10-1,20 USD/EUR con gradual apreciación a medida que: 1) BCE vaya adentrándose en la normalización de su política monetaria vs FED acercándose a su tipo neutral, 2) se vaya reduciendo el riesgo político en la Eurozona (Italia, Brexit), 3) se vaya recogiendo el superávit por cuenta corriente de la Eurozona y déficits fiscal y por cuenta corriente en Estados Unidos.

En cuanto al crudo, creemos que su precio debería tender a estabilizarse, niveles en torno a 60-70 USD/b (Brent) parecen razonables a medio plazo si como esperamos la demanda no está tan débil (desaceleración moderada del ciclo económico global), lo que se suma a un recorte de producción (OPEP + no OPEP) para frenar la caída de precios.

Los resultados empresariales deberían desacelerarse, en línea con el escenario macro descrito, no obstante el consenso espera crecimientos relativamente sólidos (BPA 2019e +7%/+9%), apoyados en la evolución del ciclo económico global y unas condiciones financieras aún favorables. La subida de tipos, ya muy moderada, cierta inflación de costes de personal pueden reducir los márgenes sobre todo en EEUU, reduciendo el ritmo de subida de beneficios, que se encuentran a niveles máximos y un 35% por encima del nivel tendencial. No obstante, no vemos presiones suficientes en costes para hacer descarrilar el ciclo de beneficios en los próximos trimestres. En Europa, los beneficios aún tienen potencial de recuperación frente a la línea de tendencia, pero factores estructurales como aumento del proteccionismo o divergencias políticas, pueden afectar al crecimiento.

En este escenario hay razones para ser constructivos en renta variable: 1) valoraciones atractivas tanto absoluta (PER 19e 12x 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) mejora esperada en resultados empresariales; 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 (Italia, Brexit).

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 (elevada deuda); 2) desincronización de política monetaria frente a ciclo económico (subidas excesivas de tipos de interés en un contexto de elevada deuda mundial, y su potencial efecto en crecimiento, países emergentes y empresas); 3) riesgos geopolíticos (Italia, Brexit, aumento de populismos).

A pesar de este escenario, una situación en parte avanzada del ciclo todavía es positiva para activos de riesgo, y la elevada volatilidad de mercado puede crear dislocaciones interesantes y ofrecer interesantes oportunidades de compra para añadir valor. En el actual contexto, vemos compañías de calidad a precios razonables, bien posicionados en sectores de crecimiento (salud, tecnología, consumo, infraestructuras), con visibilidad de flujos de caja y buenos equipos directivos. Y al mismo tiempo vemos valor en compañías de sectores algo más cíclicos como materias primas, petroleras, autos o químicas.

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 (ya en su fase final) y en Europa (iniciándose posiblemente a partir del 4T2019) 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, lo que se suma a la propia subida de tipos.

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  $\zeta$ carry $\zeta$ , 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  $\zeta$ Hard Currency $\zeta$ , que no están tan expuestas a las oscilaciones del corto plazo y ofrecen un atractivo  $\zeta$ carry $\zeta$ . La volatilidad de algunas divisas el pasado verano nos hace ser más prudentes

En conclusión, creemos que la volatilidad, que ha vuelto a los mercados en 2018, está aquí para quedarse (y quizá no sea un aspecto negativo en el medio  $\zeta$  largo plazo). La sensación de falsa calma de 2017 era una anomalía, y la volatilidad que vemos hoy está en línea con lo que hemos visto en los mercados históricamente. La incertidumbre lleva a sobre-reacciones ante eventos, que ensombrecen las perspectivas a corto y medio plazo, pero como inversores, es importante tener una perspectiva amplia y un horizonte de inversión de largo plazo. Si estamos preparados para episodios de volatilidad, es menos probable que nos veamos sorprendidos cuando suceden y más probable que actuemos racionalmente. El escenario actual arroja mayores oportunidades potenciales para la gestión activa, y la selección de valores cobra mayor importancia para 2019 y adelante, según avanzamos en la normalización monetaria de bancos centrales.

"