

AVALO CARTERA SICAV SA

Nº Registro CNMV: 1168

Informe Semestral del Primer semestre de 2018

Gestora: VARIANZA GESTION,
SGIIC, S.A.

Grupo Gestora: VARIANZA

Depositario: SANTANDER
SECURITIES SERVICES, S.A.

Grupo Depositario:
SANTANDER

Auditor: DELOITTE, S.L.

Rating Depositario: Baa1

Sociedad por compartimentos: NO

El presente informe junto con los últimos informes periodicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en www.varianza.com.

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

Dirección

CALLE ZURBANO 23, 1º IZQ. 28010 - MADRID (MADRID) (+34 913 190 819)

Correo electrónico

pablo.garciadrake@varianza.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 SOCIEDAD

Fecha de registro: 12-06-2000

1. Política de inversión y divisa de denominación

Categoría

Tipo de sociedad: Otros

Vocación inversora: Global

Perfil de riesgo: 7 en una escala del 1 al 7

La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil.

Descripción general

Política de inversión:
global

Operativa en instrumentos derivados

INVERSIÓN Y COBERTURA PARA GESTIONAR DE UN MODO MÁS EFICAZ LA CARTERA

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

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.

	Período actual	Período anterior	2018	2017
Índice de rotación de la cartera	0,34	0,46	0,34	0,47
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

	Período actual	Período anterior
Nº de acciones en circulación	6.143.940,00	6.143.948,00
Nº de accionistas	113	121
Dividendos brutos distribuidos por acción (EUR)	0,00	0,00

¿Distribuye dividendos? NO

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo fin del período (EUR)		
		Mín	Máx	Fin de periodo
Período del informe	7.381	1,1709	1,2452	1,2014
2017	7.478	1,1522	1,2249	1,2171
2016		1,0023	1,1581	
2015		1,0541	1,2211	

Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio

Comisión de gestión						Base de cálculo	Sistema imputación
% efectivamente cobrado							
Periodo			Acumulada				
s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
0,25		0,25	0,25		0,25	Patrimonio	

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

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

2.2) Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

Rentabilidad (% sin anualizar)

Acumulado 2018	Trimestral				Anual			
	Ultimo Trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2017	2016	2015	2013
-1,29	1,48	-2,73	1,20	0,14	5,63			

Ratio de gastos (% s/ patrimonio medio)

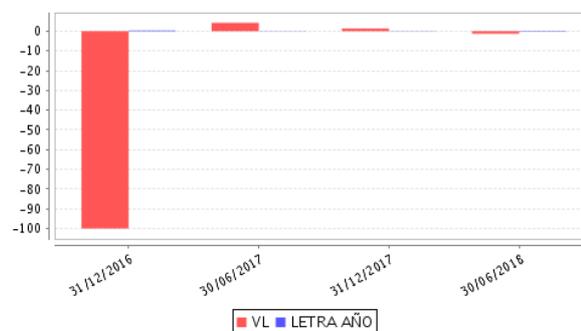
Acumulado 2018	Trimestral				Anual			
	Ultimo trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2017	2016	2015	2013
0,41	0,21	0,20	0,18	0,23	0,78			

(i) 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.

Gráficos evolución valor liquidativo últimos 5 años



Rentabilidad semestral de los últimos 5 años



Descripción general Política de inversión: La Sociedad podrá invertir, ya sea de manera directa o indirecta a través de IICs, en activos de renta variable, renta fija u otros activos permitidos por la normativa vigente, sin que exista predeterminación en cuanto a los porcentajes de exposición en cada clase de activo, pudiendo estar la totalidad de su exposición en cualquiera de ellos. Dentro de la renta fija además de valores se incluyen depósitos a la vista o con vencimiento inferior a un año en entidades de crédito de la UE o de estados miembros de la OCDE sujetos a supervisión prudencial e instrumentos del mercado monetario no cotizados, que sean líquidos. No existe objetivo predeterminado ni límites máximos en lo que se refiere a la distribución de activos por tipo de emisor (público o privado), ni por rating de emisión/emisor, ni duración, ni por capitalización bursátil, ni por divisa, ni por sector económico, ni por países. Se podrá invertir en países emergentes. La exposición al riesgo de divisa puede alcanzar el 100% de la exposición total. 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. La Sociedad cumple con la Directiva 2009/65/EC. 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 de la Sociedad se puede encontrar en su folleto informativo. Divisa de denominación EUR "Se puede encontrar información adicional en el Anexo de este informe"

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

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	7.081	95,93	7.186	96,10
* Cartera interior	1.098	14,88	1.281	17,13
* Cartera exterior	5.917	80,16	5.854	78,29
* Intereses de la cartera de inversión	65	0,89	51	0,68
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	258	3,50	215	2,88
(+/-) RESTO	43	0,58	76	1,02
PATRIMONIO	7.381	100,00	7.478	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 período actual	Variación período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO ANTERIOR	7.478	7.379	7.478	
+/- Compra/ venta de acciones (neto)	0,00	0,00	0,00	61,58
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Rendimientos netos	-1,29	1,34	-1,29	-197,31
(+/-) Rendimientos de gestión	-0,39	1,85	-0,39	-120,98
+ Intereses	1,05	0,93	1,05	14,46
+ Dividendos	1,08	-0,50	1,08	-315,54
+/- Resultados en renta fija (realizadas o no)	-1,46	-0,45	-1,46	229,36
+/- Resultados en renta variable (realizadas o no)	-0,92	2,77	-0,92	-133,42
+/- Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Resultados en derivados (realizadas o no)	-0,33	0,29	-0,33	-214,81
+/- Resultados en IIC (realizadas o no)	-0,07	0,06	-0,07	-230,39
+/- Otros resultados	0,26	-1,24	0,26	-121,20
+/- Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-0,94	-0,51	-0,94	84,55
- Comisión de gestión	-0,25	-0,27	-0,25	-6,39
- Comisión de depositario	-0,05	-0,05	-0,05	-2,07
- Gastos por servicios exteriores	-0,07	-0,06	-0,07	17,43
- Otros gastos de gestión corriente	-0,05	-0,04	-0,05	22,00
- Otros gastos repercutidos	-0,52	-0,10	-0,52	449,97
(+) Ingresos	0,03	0,00	0,03	0,00
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Otros ingresos	0,03	0,00	0,03	0,00
+/- Revalorización inmuebles uso propio y result. por enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO ACTUAL	7.381	7.478	7.381	

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 en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del período)

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
RFIJA UNION FENOSA PRE 1.33 2049-06-30	EUR	80	1,09		
RFIJA SACYR SA 4.50 2024-11-16	EUR	101	1,37	101	1,35
RFIJA BANCA MARCH SA 0.10 2021-11-02	EUR	296	4,01	300	4,01
RFIJA CAIXA TERRASSA 0.98 2049-03-01	EUR	46	0,62	45	0,60
Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		523	7,09	445	5,96
RFIJA SA DE OBRAS SERV 7.50 2018-12-19	EUR	100	1,36	102	1,36
Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año		100	1,36	102	1,36
RFIJA SPAIN GOVERNMENT 0.25 2019-01-31	EUR			464	6,20
Deuda Pública Cotizada mas de 1 año				464	6,20
RFIJA SPAIN GOVERNMENT 3.75 2018-10-31	EUR			47	0,63
RFIJA SPAIN GOVERNMENT 0.25 2019-01-31	EUR	257	3,48		
Deuda Pública Cotizada menos de 1 año		257	3,48	47	0,63
ACCIONES BOLSAS Y MERCADOS ESPANOLAS SA	EUR	46	0,62	43	0,57
ACCIONES BANKIA	EUR	32	0,44	40	0,54
ACCIONES TECNICAS REUNIDAS SA	EUR	110	1,50	106	1,42
ACCIONES NATURHOUSE HEALTH SAU	EUR	30	0,41	34	0,45
RV COTIZADA		218	2,97	223	2,98
RENDA FIJA COTIZADA		880	11,93	1.058	14,15
RENDA FIJA		880	11,93	1.058	14,15
RENDA VARIABLE		218	2,97	223	2,98
INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		1.098	14,90	1.281	17,13
PARTICIPACIONES SPROTT FOCUS TRUST INC U	USD	86	1,17	80	1,07
PARTICIPACIONES DB X-TRACKERS MSCI EUROP	EUR	182	2,46	182	2,44
PARTICIPACIONES ISHARES MSCI JAPAN MONTH	EUR	119	1,61	125	1,67
IIC		387	5,24	387	5,18
RFIJA J.P. MORGAN 3.34 2047-05-15	USD	8	0,10	7	0,10
RFIJA ASSICURAZIONI GE 6.42 2049-02-08	GBP	117	1,58	125	1,67
RFIJA MCKESSON CORP 2.28 2019-03-15	USD			38	0,51
RFIJA TOTAL SA (PARIS) 2.25 2049-02-26	EUR	102	1,39	105	1,40
RFIJA UNIPOLSAI SPA 2.17 2023-07-28	EUR	73	0,99	75	1,00
RFIJA NISSAN MOTOR CO 2.73 2020-07-13	USD	72	0,97	70	0,94
RFIJA BANCO SANTANDER 6.25 2049-03-12	EUR	102	1,38	105	1,40
RFIJA GALP ENERGIA SGP 3.00 2021-01-14	EUR	105	1,43	107	1,43
RFIJA AMERICA MOVIL SA 5.12 2073-09-06	EUR	101	1,37	103	1,38
RFIJA CORPORATIVO JAVE 9.88 2021-04-06	USD	22	0,30	23	0,31
RFIJA HENKEL KGAA VORZ 2.00 2020-06-12	USD	66	0,90	68	0,92
RFIJA FRESENIUS MEDICA 4.12 2020-10-25	USD	61	0,83	62	0,84
RFIJA AMAZON.COM INC 2.60 2019-12-05	USD	20	0,27	21	0,28
RFIJA AXA 3.88 2049-05-20	EUR	103	1,39	114	1,52
RFIJA VOLKSWAGEN LEAS 0.12 2021-07-06	EUR	99	1,35	100	1,34
RFIJA WALT DISNEY CO/T 2.71 2022-03-04	USD	72	0,97	70	0,93
RFIJA GOLDMAN SACHS GR 3.13 2019-12-13	USD	71	0,96	69	0,92
RFIJA DAIMLER FINANCE 3.30 2025-05-19	USD	124	1,67		
RFIJA AEGON 0.80 2049-07-15	EUR	87	1,18	101	1,35
RFIJA COACH INC 4.25 2025-04-01	USD	96	1,29	98	1,31
RFIJA TEXTRON INC 3.88 2025-03-01	USD	41	0,56	43	0,57
RFIJA CORP LINDLEY SA 4.62 2023-04-12	USD	8	0,10	8	0,10
RFIJA TELEFONICA EUROP 6.75 2049-11-26	GBP	121	1,64	125	1,67
RFIJA HIPERCOR S.A 3.88 2022-01-19	EUR	107	1,45	108	1,44
RFIJA SOCIETE GENERALE 0.47 2024-05-22	EUR	99	1,35	103	1,37
RFIJA FREEPORT MCMORAN 3.55 2022-03-01	USD	57	0,78	60	0,80
RFIJA AP MOLLER MAERSK 2.55 2019-09-22	USD	52	0,71	55	0,73
RFIJA CASINO GUICHARD 1.94 2049-01-20	EUR	60	0,81	79	1,06
RFIJA TELECOM ITALIA C 7.20 2036-07-18	USD	70	0,95	83	1,11
Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		2.115	28,67	2.124	28,40
RFIJA DELL COMPUTER CO 1.88 2018-06-01	USD			86	1,15
RFIJA MCKESSON CORP 2.28 2019-03-15	USD	34	0,47		
Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año		34	0,47	86	1,15
RFIJA ITALY BUONI POLI 0.35 2020-06-15	EUR	149	2,02		
Deuda Pública Cotizada mas de 1 año		149	2,02		

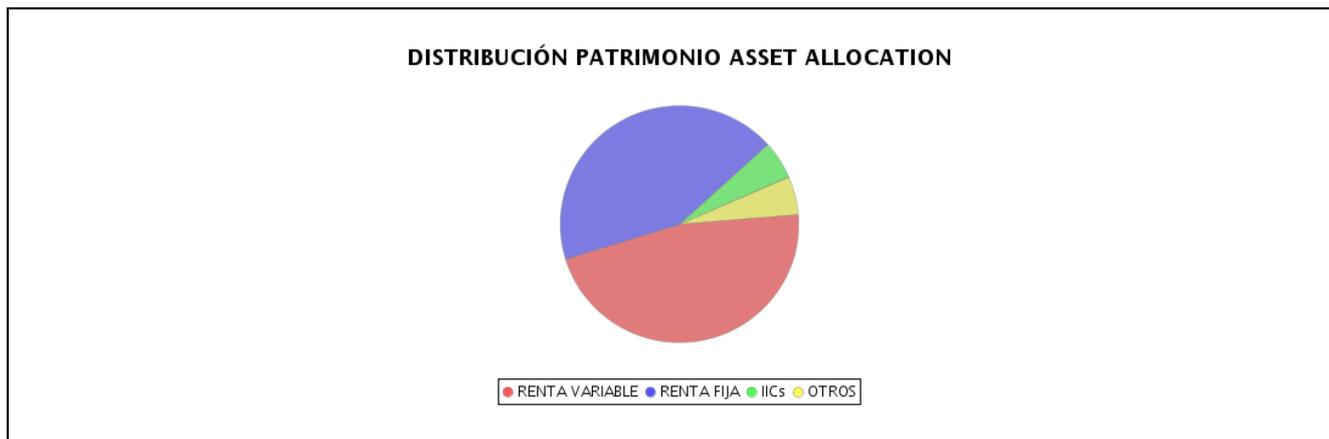
Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ACCIONES WHITBREAD PLC	GBP	76	1,03		
ACCIONES MARINE HARVEST ASA	NOK	102	1,39	85	1,14
ACCIONES BT GROUP PLC	GBP	56	0,76	70	0,93
ACCIONES ROCHE HOLDING	CHF	85	1,15	94	1,26
ACCIONES UNITED CONTINENTAL HOLDINGS INC	USD			230	3,08
ACCIONES PUBLICIS SA	EUR			43	0,57
ACCIONES TWENTY FIRST CENTURY FOX INC	USD	63	0,86	85	1,14
ACCIONES GILEAD SCIENCES INC	USD	101	1,37	99	1,33
ACCIONES HORNBACH Baumrkt	EUR	45	0,61	53	0,70
ACCIONES BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL A	USD	176	2,38	182	2,43
ACCIONES SHIRE PHARMACEUTICALS GROUP	GBP	73	1,00	67	0,90
ACCIONES SAVENCIA SA	EUR	79	1,07	85	1,13
ACCIONES GAZTRANSPORT ET TECHNIGAZ SA	EUR	144	1,95	138	1,84
ACCIONES MEGGITT PLC	GBP	73	0,98	71	0,94
ACCIONES AXA	EUR	121	1,64	142	1,90
ACCIONES QUALCOMM INC	USD	178	2,42	81	1,08
ACCIONES EXXON MOBIL CORP	USD	111	1,50	109	1,45
ACCIONES SAMPO OYJ-A SHS	EUR	71	0,96	78	1,04
ACCIONES BANK OF NEW YORK MELLON CORP/TH	USD	83	1,13	81	1,08
ACCIONES APPLE INC	USD	116	1,57	103	1,38
ACCIONES SCANDINAVIAN TOBACCO GROUP A/S	DKK	94	1,28	89	1,19
ACCIONES DUERR AG	EUR	89	1,21	87	1,17
ACCIONES TELEFONAKTIEBOLAGET LM ERICSSON	SEK			67	0,90
ACCIONES SCHAEFFLER AG	EUR	48	0,65		
ACCIONES DOMETIC GROUP AB	SEK	58	0,79		
ACCIONES KRAFT FOODS INC	USD	91	1,24		
ACCIONES BPOST SA	EUR	45	0,61	85	1,13
ACCIONES ALPHABET INC - CL C	USD			96	1,28
ACCIONES ASSA ABLOY AB	SEK			55	0,74
ACCIONES Chipotle Mexican	USD			49	0,66
ACCIONES CVS CAREMARK CORP	USD	88	1,19	96	1,28
ACCIONES C AND C GROUP PLC	EUR	97	1,32	86	1,14
ACCIONES CIRRUS LOGIC INC	USD	69	0,93		
ACCIONES INTEL CORP	USD	168	2,28	152	2,04
ACCIONES COVESTRO AG	EUR	76	1,04		
ACCIONES PARGESA HOLDING SA	CHF	167	2,26	166	2,22
ACCIONES ASTELLAS PHARMA INC	JPY			73	0,97
ACCIONES NOVO NORDISK A/S	DKK	75	1,02	85	1,13
ACCIONES CTT CORREIOS DE PORTUGAL SA	EUR	41	0,55	47	0,63
ACCIONES RECKITT BENCKISER GROUP PLC	GBP	92	1,24		
ACCIONES BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	GBP	56	0,76		
ACCIONES MICHELIN	EUR	109	1,48	125	1,67
RV COTIZADA		3.217	43,62	3.252	43,47
RENTA FIJA COTIZADA		2.299	31,16	2.210	29,55
RENTA FIJA		2.299	31,16	2.210	29,55
RENTA VARIABLE		3.217	43,62	3.252	43,47
INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		5.902	80,02	5.849	78,20
INVERSIONES FINANCIERAS		7.001	94,92	7.130	95,33
Inversiones Dudosas, Morosas o en Litigio					

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

* Para los valores negociados habrá que señalar si se negocian en Bolsa o en otro mercado oficial.

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



3.3 Operativa en derivados. Resumen de las posiciones abiertas al cierre del periodo (importes en miles de EUR)

	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
SUBYACENTE EUR/USD	Futuros comprados	1.506	Inversión
Total Subyacente Tipo de Cambio		1.506	
TOTAL OBLIGACIONES		1.506	

4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal de la negociación de acciones		X
b. Reanudación de la negociación de acciones		X
c. Reducción significativa de capital en circulación		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
f. Imposibilidad de poner más acciones en circulación		X
g. Otros hechos relevantes		X

5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No ha tenido ningún tipo de hechos relevantes

6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Accionistas significativos en el capital de la sociedad (porcentaje superior al 20%)	X	
b. Modificaciones de escasa relevancia en los Estatutos Sociales		X
c. Gestora y el depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)		X
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente	X	
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, directos o asesor o se han prestado valores a entidades vinculadas.		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión, depositario u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo		X
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC.		X
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas		X

7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

Accionistas significativos: 3.480.975,64 - 99,84%
 4.06: 302,75 - 4,06%
 5.12: 381,32 - 5,12%

8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

Sin advertencias

9. Anexo explicativo del informe periódico

Los mercados de renta variable recuperan en el segundo trimestre frente al cierre de marzo, en concreto en el segundo trimestre subieron 1,1% MSCI World, y --0,7% en el año-, 2,4% Stoxx600 Europe --2,4% en el año-, y 2,9% S&P500 -1,7% en el año-. Por el contrario, la renta fija continúa cayendo durante el segundo trimestre: desde -1% en renta fija corporativa en EE. UU. --3,3% en el año; Bloomberg Barclays US Corporate TR Index- y -0,25% en Europa --0,65% en el año; Bloomberg Barclays Euro Agg Corporate TR Index-, hasta Global High Yield -1% --1.2% en el año-. Continúa la volatilidad, la falta de visibilidad y la aparente vulnerabilidad de los mercados a cualquier noticia.

Los titulares económicos venden la idea de que -nos toca una recesión-. Creemos que las recesiones -no tocan-, hay que ir analizando múltiples factores y, aunque creemos que nos acercamos a un final de ciclo, hay que distinguir entre ralentización, recesión o depresión. La economía, con EE. UU. a la cabeza, gana tracción en términos de inflación, empleo y crecimiento. Estimamos que es razonable una normalización de los tipos de interés y que ello no tiene por qué ser malo en sí mismo.

Por la parte macro seguimos viendo crecimiento en EE. UU., aceleración en Europa tras una ralentización en la primera parte del año y estabilidad en China -Citi Economic surprise Index United States, Citi Economic Surprise Index Eurozone y China Li Keqiang Index-.

Por el lado de los beneficios empresariales se mantienen las estimaciones optimistas tanto para EE. UU. como para Europa. Las mayores estimaciones de beneficios junto con las caídas de precio del índice hacen que se haya producido un derating significativo. El S&P500 ha pasado de un PER estimado a 12 meses de 20x en enero a 17x actual. Una caída del 15% en valoración, pero del 5,5% en precios - desde máximos-. El Stoxx600 ha caído de 16,2x de PER estimado a 14,3x actualmente. Es decir, una caída del 12% en múltiplo frente a una caída en precios del 6,5%.

Entonces, ¿cuál es la razón por la que el mercado tiene esta volatilidad? En nuestra opinión el foco debe estar en la inflación. Y en concreto, lo importante es la velocidad del movimiento que tenga la inflación más que el nivel absoluto en el que se sitúe finalmente. Esto determinará los tipos de interés y, por tanto, el devenir económico.

En función del movimiento de la inflación en el corto plazo en EE. UU. estimamos cuatro posibles escenarios:

1. La inflación sube gradualmente al entorno del 3,5%. Al ser gradual, estaremos en un escenario de normalización monetaria: bueno en términos patrimoniales, con visibilidad en inversión y consumo.
2. La inflación sube abruptamente al entorno del 3,5%. Es el escenario que se descontó en las caídas de febrero. Quizás el peor de los escenarios: inflación alta, subidas de tipos aceleradas, freno al crecimiento y un descuento en la valoración de los activos financieros. Escenario que no se ha visto desde los años 70.
3. La inflación cae abruptamente al entorno del 1%. Escenario negativo que supondría asumir la falta de efectividad del experimento monetario de los últimos años. A este escenario le damos una menor probabilidad porque estamos viendo múltiples variables económicas que apuntan en dirección contraria.
4. La inflación cae gradualmente al entorno del 1%. No sería positivo, e implicaría volver a estimular la economía. En el fondo, donde están ahora mismo Europa o Japón.

El camino lógico sería pasar del escenario 4 al 1 -por la evolución en EE. UU.-. Por otro lado, vemos la inflación repuntando, pero no abruptamente por las variables que la han mantenido baja durante años:

La tecnología. Como ejemplo, ver el análisis de Peter Diamandis en su libro Abundance: the future is better than you think en donde analiza el efecto de la tecnología sobre la inflación. Selección 11 aplicaciones que se lanzaron al mercado alrededor de los años 80 -una videoconferencia, un GPS, una cámara de fotos, etc.- y lo ajusta a dólares de hoy. El resultado es que aplicaciones valoradas en más de \$900.000 hoy cuestan cero -o \$518 de un Iphone 7-. Una presión en precios estructural.

La deuda, tanto de países como de compañías, es elevada. Igual que favorece el crecimiento de precios mientras la deuda se acumula, ejerce de freno cuando queda poco espacio para seguir apalancándose.

La utilización de capacidad productiva no está en máximos. No se fabrica al máximo potencial porque el incremento de la capacidad para fabricar que se instaló antes de la crisis fue amplio y ahora sigue sobrando. Si se alcanzan máximos empezaremos a ver presión en precios. Por ejemplo, la utilización de la capacidad en EE. UU. está al 78%. Se puede hablar de presión inflacionaria cuando se llega a niveles del 85%.

La oferta monetaria medida a través de la M2 -en resumen, el efectivo, cuentas corrientes y depósitos- ejerce de freno a los precios.

Existe un menor porcentaje de crecimiento de M2 en EE. UU. y Europa desde final de 2016.

Empleo. Simplificando, la relación con la inflación sería la siguiente: cuanto mayor empleo, mayores salarios y, por tanto, mayor renta disponible para gastar y mayores costes laborales. Es decir, presión inflacionaria. La curva de Phillips explica esta relación. Hoy se pone en entredicho porque a pesar de crearse empleo no hay presión inflacionaria. Existen múltiples teorías sobre por qué no está funcionando, pero el desempleo, la tecnología y la menor capacidad de negociar salarios por la globalización, hacen que temporalmente la relación no funcione.

Por tanto, estimamos que nos acercamos a un final de ciclo, sin riesgo de recesión por ahora y donde el movimiento que tenga la inflación será clave. Pensamos que esta y los tipos de interés se normalizarán gradualmente.

Existe un miedo generalizado a que la subida de tipos provoque caídas en los activos de riesgo por un mayor coste de financiación y por un incremento del Equity Risk Premium. Según nuestros cálculos, un incremento de 2 puntos en el coste de financiación de las empresas y un proporcional incremento del tipo de interés del bono 10 años, provoca una caída en valoración en el S&P500 del 5,7% y del 6,1% en el Stoxx600, siempre y cuando todo lo demás permanezca constante. Es decir, las ventas, los márgenes, el apalancamiento operativo, etc., no se vean afectados.

En un segundo plano existen una serie de riesgos que pueden afectar a nuestro escenario de normalización. Por ahora no pensamos que estos riesgos hagan descarrilar nuestro escenario base.

- Populismo. Incluiríamos aquí los impredecibles movimientos políticos -Rusia, Irán, y Corea del Norte-, la efervescente corriente euroescéptica y la omnipresente guerra comercial -a pesar de los esfuerzos de Trump, no creemos que finalmente acabe en drama-.

- Deuda. Es uno de los principales frenos a la inflación, pero al mismo tiempo es un riesgo. Por ahora está controlado, pero dado el ritmo de crecimiento hay que seguir la evolución. Según nuestro análisis, las compañías del S&P500 -quitando financieras- tenían un ratio de Deuda Neta sobre Ebitda de 3,45x antes de la crisis, ahora de 2,07x. Para el Stoxx600, el ratio estaba en un llamativo 4,7x y ahora en el 1,93x.

Es importante seguir la preocupante evolución de la deuda corporativa en países emergentes -sobre todo Brasil, India y China-, la vulnerabilidad ante subidas de tipos de interés en EE. UU. y la retirada de estímulos. Hace pocos días, en una inusual declaración, Urjit Patel -Gobernador del Banco de la India- alertaba a la FED del daño que este proceso puede llegar a producir en su economía, y en el resto de los países emergentes.

- Crisis de liquidez. Probablemente el de mayores consecuencias potenciales. La proliferación del trading algorítmico y la gestión pasiva -ETF-, que venden la liquidez como una cualidad intrínseca, pueden acabar con problemas si el mercado se -seca-. Al mismo tiempo, este riesgo se agrava con la restricción de liquidez global en USD por parte de la FED.

Creemos que, teniendo en cuenta el escenario de normalización y los riesgos mencionados, hay que centrarse en:

1. Gestión activa frente al éxito de los últimos años de la gestión indicada o pasiva, para aprovechar la volatilidad y la inversión en activos no correlacionados -frente a los últimos años de correlación de todos los activos-.

2. Diversificación progresiva de renta variable hacia mayor peso de la renta fija. A medida que se produce una normalización en los tipos de interés, comienza a tener sentido patrimonial comprar tipos del 4% -como por ejemplo en la curva USD-. Igualmente, progresiva rotación hacia mayor calidad y posiciones defensivas.

3. Carteras líquidas. Preferencia por fondos líquidos o inversión directa. Precaución con el private equity, suscritos en un final de ciclo y tras años de tipos ultra-bajos.

4. Visión a largo plazo. Mantener una visión patrimonialista, es decir, poder sacrificar en el corto plazo para obtener una mayor ganancia en el largo.

Así, durante el trimestre, el resumen de rentabilidades de los mercados claves es el siguiente:

- MSCI Mundial 1,1%
- MSCI Emerging Markets -USD- -8,7%
- Stoxx 600 -EUR- 2,4%
- FTSE 100 -GBP- 8,2%
- IBEX 35 0,2%
- S&P 500 2,9%
- NIKKEI 225 4,0%
- MSCI Asia Ex Japan -USD- -6,2%
- Renta Fija Soberana EE.UU. -LUAGTRUU- 0,1%
- Renta Fija Soberana Europa -LEATTREU- -0,9%
- Renta Fija High Yield Global -LG50TRUU- -1,0%
- Renta Fija Mercados Emergentes -BSEKTRUU - -1,9%
- EUR/USD -5,2%
- Crudo Brent 13,7%
- Oro -5,5%

PERSPECTIVAS

De cara a los próximos trimestres, estimamos que la solidez del crecimiento macroeconómico, el crecimiento de beneficios empresariales y el escenario de tipos bajos -a excepción de EE. UU- ejerzan todavía de soporte para continuar el ciclo positivo en activos financieros. Poco a poco aparecen señales apuntando a un posible final de ciclo y por tanto, volatilidad elevada.

EVOLUCIÓN

La rentabilidad de Avalo durante el segundo trimestre ha sido 1,48%.

Respecto a los gastos totales sobre el patrimonio de la SICAV, en el ejercicio han sido de 0,33% incluyendo los gastos directos y los gastos soportados indirectamente derivados de las inversiones en otras IIC.

La asignación de activos a 30 de junio es la siguiente: Renta Variable 51,50%, Renta Fija 46,50%, liquidez 2,00%.

A cierre de trimestre, las posiciones más destacadas en cartera corresponden a SPGB 0 ¿ 01/31/19 -6,24%-, BANCA Float 11/02/21 -4,0%- y ETF MSCI Europe -2,45%-.

La volatilidad de la SICAV anualizada, utilizando su desviación típica durante el periodo es del 5,85%.

El objetivo de la cartera es mantener una apreciación patrimonial de largo plazo manteniendo unos niveles de volatilidad contenidos.

Durante el trimestre, dado que la rentabilidad ha sido positiva, se ha conseguido el objetivo.

La SICAV se ha negociado durante todo el periodo en el MAB.