

**CARTASA INVERSIONES, SICAV, S.A.**

Nº Registro CNMV: 602

Informe: Semestral del Primer semestre 2015

**Gestora:** MARCH GESTION DE FONDOS 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:** Baa1 (Moody's)

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

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

**Dirección**

CL. CASTELLO, 74  
28006 - MADRID  
914263700

**Correo electrónico**

[marchgestion@marchgestion.com](mailto:marchgestion@marchgestion.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:** 30-07-1999

**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: 3, 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: Invierte de manera directa o indirecta a través de IICs, en activos de renta variable y renta fija sin que exista predeterminación en cuanto a los porcentajes de inversión en cada case de activo. No existe objetivo predeterminado en lo que se refiere a la distribución de activos por tipo emisor, rating, duración, capitalización bursátil, divisa, sector económico o país.

**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		220.501,00	225.697,00
Nº de accionistas		107	110
Beneficios brutos distribuidos por acción (EUR)			

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo		
		Fin del periodo	Mínimo	Máximo
Periodo del informe	5.756	26,1026	24,5535	27,0113
2014	5.585	24,7438	23,3633	24,9252
2013	5.285	23,3754	21,3924	23,4121
2012	4.887	21,3921	19,9901	21,4525

**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		
0,50		0,50	0,50		0,50	patrimonio	

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

	Periodo actual	Periodo anterior	Año actual	Año 2014
Índice de rotación de la cartera	0,21	0,41	0,21	1,21
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	0,01	0,04	0,01	0,14

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	2014	2013	2012	2010
5,49	-1,88	7,52	0,76	1,13	5,85	9,27	4,69	3,24

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)

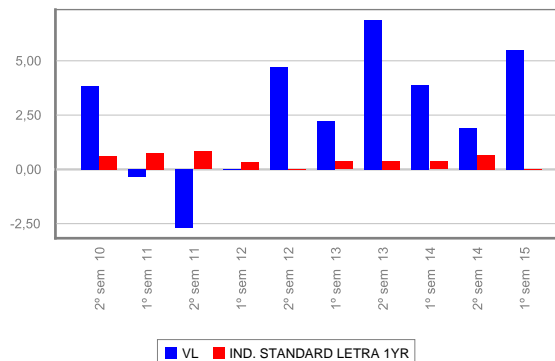
Acumulado	Trimestral				Anual			
año actual	Último trim (0)	Trim - 1	Trim - 2	Trim - 3	2014	2013	2012	2010
0,61	0,29	0,32	0,34	0,35	1,38	1,40	1,40	

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**



Último cambio vocación: 24/09/2009.

### 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	5.700	99,01	5.506	98,59
Cartera Interior	2.561	44,48	2.431	43,53
Cartera Exterior	3.130	54,37	3.064	54,86
Intereses de la Cartera de Inversión	9	0,16	11	0,20
Inversiones dudosas, morosas o en litigio				
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	19	0,33	49	0,88
(+/-) RESTO	38	0,66	30	0,54
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>5.757</b>	<b>100,00%</b>	<b>5.585</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>5.585</b>	<b>5.481</b>	<b>5.585</b>	
(+/-) Compra/ venta de acciones (neto)	-2,33	-0,02	-2,33	11.539,52
(-) Dividendos a cuenta brutos distribuidos				
(+/-) Rendimientos Netos	5,24	1,90	5,24	194,90
(+) Rendimientos de Gestión	5,87	2,56	5,87	144,80
(+) Intereses	0,37	0,55	0,37	-28,52
(+) Dividendos	0,10	0,01	0,10	1.616,08
(+/-) Resultados en renta fija (realizadas o no)	-0,31	0,34	-0,31	-199,10
(+/-) Resultados en renta variable (realizadas o no)	0,42	-1,38	0,42	-132,50
(+/-) Resultados en depósitos (realizadas o no)				-319,41
(+/-) Resultados en derivados (realizadas o no)	1,33	0,21	1,33	576,73
(+/-) Resultados en IIC (realizadas o no)	3,97	2,84	3,97	49,48
(+/-) Otros Resultados				-71,19
(+/-) Otros Rendimientos				
(-) Gastos Repercutidos	-0,63	-0,66	-0,63	1,22
(-) Comisión de gestión	-0,50	-0,50	-0,50	5,01
(-) Comisión de depositario	-0,05	-0,05	-0,05	5,02
(-) Gastos por servicios exteriores	-0,02	-0,07	-0,02	-71,57
(-) Otros gastos de gestión corriente	-0,01	-0,02	-0,01	-38,05
(-) Otros gastos repercutidos	-0,05	-0,02	-0,05	194,90
(+) Ingresos				
(+) Comisiones de descuento a favor de la IIC				
(+) Comisiones retrocedidas				
(+) Otros Ingresos				
(+/-) Revalorización inmuebles uso propio y resultados por enajenación inmovilizada				
<b>PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)</b>	<b>5.756</b>	<b>5.585</b>	<b>5.756</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.

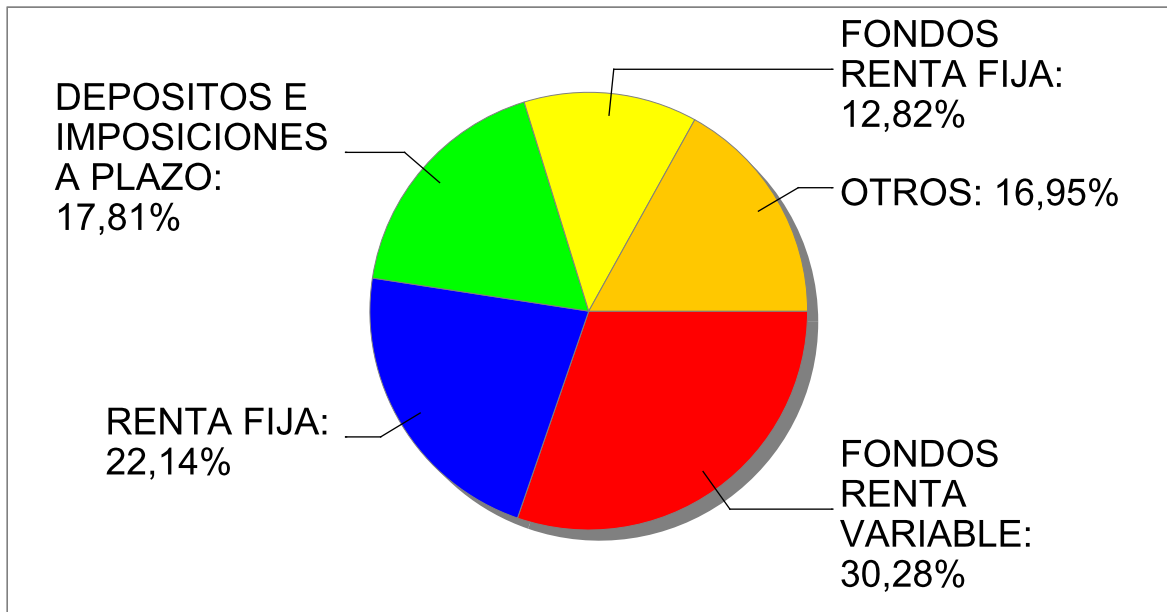
Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
BONO ESTADO ESPAÑOL 4,80 2024-01-31	EUR	290	5,05		
<b>Total Deuda Pública Cotizada más de 1 año</b>		<b>290</b>	<b>5,05</b>		
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		<b>290</b>	<b>5,05</b>		
PAGARE ELEC NOR 2,01 2015-09-18	EUR	98	1,70	98	1,76
<b>TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA</b>		<b>98</b>	<b>1,70</b>	<b>98</b>	<b>1,76</b>
REPO B. MARCH 0,01 2015-07-01	EUR	309	5,36		
REPO B. MARCH 0,01 2015-01-02	EUR			541	9,69
<b>TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>		<b>309</b>	<b>5,36</b>	<b>541</b>	<b>9,69</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		<b>697</b>	<b>12,11</b>	<b>639</b>	<b>11,45</b>
ACCIONES TELEFONICA	EUR	95	1,66	89	1,60
ACCIONES BBVA	EUR	37	0,64	32	0,57
ACCIONES CAIXABANK	EUR	49	0,85	51	0,92
ACCIONES MERLIN PROPERTIES	EUR			100	1,80
DERECHOS BBVA	EUR				0,01
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>181</b>	<b>3,15</b>	<b>272</b>	<b>4,90</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>181</b>	<b>3,15</b>	<b>272</b>	<b>4,90</b>
PARTICIPACIONES TORRENOVA	EUR	172	2,98	169	3,02
PARTICIPACIONES M. GLOBAL	EUR	185	3,22	271	4,85
PARTICIPACIONES M. PREMIER RF CP	EUR	210	3,65	210	3,76
PARTICIPACIONES MARCH VINI CATENA	EUR			88	1,57
<b>TOTAL IIC</b>		<b>567</b>	<b>9,85</b>	<b>738</b>	<b>13,20</b>
DEPOSITOS B. MARCH 0,55 2015-10-07	EUR	390	6,78	390	6,98
DEPOSITOS BANCO SABADELL ATLAN 0,40 2015-11-27	EUR			391	7,00
DEPOSITOS BANCO SABADELL ATLAN 0,40 2016-02-26	EUR	440	7,64		
DEPOSITOS BANCO SABADELL ATLAN 0,45 2016-05-13	EUR	195	3,39		
<b>TOTAL DEPÓSITOS</b>		<b>1.025</b>	<b>17,81</b>	<b>781</b>	<b>13,98</b>
ACCIONES OQUENDO CAPITAL	EUR	91	1,58		
<b>TOTAL ENTIDADES CAPITAL RIESGO + otros</b>		<b>91</b>	<b>1,58</b>		
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		<b>2.561</b>	<b>44,50</b>	<b>2.430</b>	<b>43,53</b>
BONO BUONI POLIENNALI TES 4,50 2023-05-01	EUR	296	5,14	303	5,42
BONO ESTADO PORTUGUES 4,20 2016-10-15	EUR			119	2,13
BONO ESTADO PORTUGUES 4,75 2019-06-14	EUR	295	5,13	297	5,33
<b>Total Deuda Pública Cotizada más de 1 año</b>		<b>591</b>	<b>10,27</b>	<b>719</b>	<b>12,88</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		<b>591</b>	<b>10,27</b>	<b>719</b>	<b>12,88</b>
PAGARE OBRASCON HUARTE LAIN 2,22 2015-05-08	EUR			147	2,63
PAGARE ACS 2,09 2015-09-30	EUR	147	2,56	147	2,64
ACTIVOS OBRASCON HUARTE LAIN 1,27 2016-05-06	EUR	148	2,57		
<b>TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA</b>		<b>295</b>	<b>5,13</b>	<b>294</b>	<b>5,27</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		<b>886</b>	<b>15,40</b>	<b>1.013</b>	<b>18,15</b>
PARTICIPACIONES ABERDEEN- ASSET	USD	73	1,27		
PARTICIPACIONES MFS INTERNATIONAL LT	EUR	236	4,11	212	3,80
PARTICIPACIONES FAIRFIELD GREENW UK	USD	39	0,68	37	0,66
PARTICIPACIONES FIDELITY INVESTMENTS	EUR			18	0,32
PARTICIPACIONES DWS INVESTMEN SA (DE	EUR	43	0,74	37	0,67
PARTICIPACIONES EDMOND DE ROTHSCHILD	EUR	98	1,69		
PARTICIPACIONES BLACKROCK LUXEMBOURG	USD	16	0,29	17	0,30
PARTICIPACIONES ABERDEEN GLOBAL	USD	43	0,74	39	0,70
PARTICIPACIONES EDMOND DE ROTHSCHILD	EUR	84	1,46	77	1,37
PARTICIPACIONES M&G INVESTMENT	EUR	51	0,89	52	0,93
PARTICIPACIONES ROBECO INVESTOR SERV	USD	55	0,96	48	0,86
PARTICIPACIONES UBS FUND MANAGEMENT	EUR	172	2,99	163	2,91
PARTICIPACIONES PIONNER FUNDS	EUR	256	4,44	229	4,09
PARTICIPACIONES BLACKROCK LUXEMBOURG	EUR	231	4,02	189	3,39
PARTICIPACIONES JP MORGAN INVEST. M.	USD	218	3,78	204	3,65
PARTICIPACIONES PIONNER FUNDS	EUR	50	0,87	50	0,89
PARTICIPACIONES DWS INVESTMENT	EUR	83	1,44	80	1,43
PARTICIPACIONES NEUBERGER BERMAN	USD			102	1,83

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
PARTICIPACIONES RBS LUXEMBURGO SA	USD	42	0,74		
PARTICIPACIONES MFS INTERNATIONAL LT	EUR	163	2,83	142	2,54
<b>TOTAL IIC</b>		<b>1.953</b>	<b>33,94</b>	<b>1.696</b>	<b>30,34</b>
ACCIONES JOQUENDO CAPITAL	EUR			74	1,33
<b>TOTAL ENTIDADES CAPITAL RIESGO + otros</b>				<b>74</b>	<b>1,33</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		<b>2.839</b>	<b>49,34</b>	<b>2.783</b>	<b>49,82</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS</b>		<b>5.400</b>	<b>93,84</b>	<b>5.213</b>	<b>93,35</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 Tipo Activo



### 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
ACC. REPSOL	C/ Opc. CALL OPC. AUTOCALL 3Y REPSOL 05/06	100	inversión
ACC. BBVA (SQ)	C/ Opc. CALL OPC. AUTOCALL BBVA 1,5% 25/01/	100	inversión
ACC. CAIXABANK	C/ Opc. CALL OPC. AUTOCALL 3Y CAIXABANK 20	100	inversión
<b>Total subyacente renta variable</b>		<b>300</b>	
<b>TOTAL DERECHOS</b>		<b>300</b>	
DOLAR USA	C/ Plazo	239	inversión
<b>Total subyacente tipo de cambio</b>		<b>239</b>	
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>		<b>239</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

	Sí	No
g. Otros hechos relevantes		X

## 5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No aplicable.

## 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 este periodo se han realizado las siguientes operaciones vinculadas compra/venta de:  
Repos: 41.571.435,42 euros

Existen 4 accionistas con una participación significativa del 24,53 % y 30,19 % y 23,14 % y 21,89 % respectivamente.

Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tiene como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC por importe: 5.075,10 euros

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

No aplicable.

## 9. Anexo explicativo del informe periódico

Panorama económico

Este comienzo de año se ha caracterizado tanto por los problemas geopolíticos (Grecia, Rusia, Oriente Medio) como por el fuerte apoyo de los Bancos Centrales al sistema financiero. Por un lado, el BCE dio comienzo al programa de compras de deuda pública mientras que por el otro todo el mundo está pendiente de la inminente subida de tipos por parte de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra. Las bolsas han tenido un buen comportamiento en este semestre, a pesar de haber sufrido una fuerte corrección en los últimos dos meses, principalmente debido a los problemas con Grecia.

Este cierre de semestre ha estado marcado por la crisis griega. Existe una gran incertidumbre por saber si se llegará a un acuerdo entre Grecia y sus acreedores para la refinanciación de la deuda y por conocer el futuro de Grecia dentro de Europa. Esto se ve claramente reflejado en el cambio de rating otorgado por Moody's que pasó de Caa1 con perspectiva estable a Caa2 con perspectiva negativa en la última revisión, a finales de abril. Cuanto más tiempo transcurra hasta que se resuelvan las dudas, más crece el riesgo de impago por parte de Grecia y de una posible salida de la zona euro. Los próximos meses serán fundamentales para resolver estas dudas.

Tras la fuerte corrección del precio del petróleo durante el final de 2014 parece que se ha estabilizado en el rango 45-65 \$/barril, a pesar del incremento en la tensión de los conflictos en Oriente Medio durante el primer trimestre.

Los Bancos Centrales mantuvieron un elevado protagonismo, con los mercados muy pendientes de los posibles anuncios de la Fed. La autoridad monetaria estadounidense en su reunión de junio decidió mantener el precio del dinero invariado entre el 0%-0,25%, pero como novedad, eliminó la palabra paciente de sus comunicados abriendo la puerta a futuras subidas de tipos. La autoridad se mostró optimista, señalando que el bache del crecimiento del 1T fue temporal y que la economía se recuperará en los próximos trimestres. No obstante, la Fed revisó a la baja sus previsiones de crecimiento hasta el +1,8%/+2% para este año y no prevé que la inflación supere el 1,5% hasta 2016. Solamente 2 de los 17 miembros Comité de la Fed esperarían hasta 2016 para realizar la primera subida de tipos, y en promedio, estiman que los tipos oficiales terminarán 2015 en niveles del 0,625% y que en 2016 ascenderán hasta el 1,625% (previsión inferior a su anterior estimación del 1,875%).

Por su parte, el Banco Central Europeo dio comienzo al programa de compras de deuda pública anunciado a principios de año, adquiriendo desde el 9 de marzo más de 40.000M en bonos soberanos. Además de estas compras, realizó la tercera subasta de liquidez a largo plazo (TLTRO), en la que adjudicó otros 97.800M, elevando la cantidad total de liquidez inyectada a través de estas operaciones hasta 310.288 M desde septiembre. Esta política, con compras mensuales de deuda privada y pública en torno a su objetivo de 60.000M, seguirá vigente hasta lograr el objetivo de situar la inflación cerca del 2%. También presentó sus nuevas previsiones de crecimiento, que se revisaron considerablemente al alza. Según el BCE, los efectos positivos del abaratamiento del crudo, los estímulos monetarios y la depreciación del euro serán factores de impulso a la actividad. En concreto, estima un avance del PIB real del 1,4% en 2015 (vs. 1,1% anterior) y del 1,7% en 2016 (vs. 1,15% anterior). En cuanto a la inflación, rebajó su previsión hasta el 0,1% para 2015 (vs. +0,3% anterior), pero elevó la estimación para 2016 hasta 1,2% (vs. 1,1% anterior). Los indicadores de confianza continuaron mejorando, con el PMI compuesto escalando hasta 54,1 y la confianza de los consumidores en -5,6, niveles superiores al promedio histórico. Por el lado de la actividad, la producción industrial se aceleró en abril hasta +1,6% interanual. La tasa de desempleo, aunque sigue elevada, bajó cuatro décimas en el primer semestre hasta el 11,1%. Por el lado de los precios, la inflación frenó su ascenso en junio, al moderarse en una décima tanto el IPC general hasta el +0,2% interanual como la tasa subyacente hasta +0,8%.

En España, las previsiones siguen revisándose al alza y esta vez fue el Banco de España quien elevó su estimación de crecimiento para este año hasta el 3,1%, debido a la mayor contribución de la demanda interna. También tuvimos datos positivos del sector turístico, donde la llegada de visitantes internacionales que podría alcanzar máximos históricos. Cabe destacar que esta reactivación económica permitió una reducción del déficit del Estado, que hasta mayo descendió un 16%. La inflación sigue en negativo, con el IPC de mayo en -0,2% interanual (vs. -0,6% anterior).

Durante el primer trimestre los datos de actividad en Estados Unidos fueron mixtos, en parte afectados por los temporales de nieve. En el segundo trimestre del año se revisó al alza el PIB anterior, que cayó un -0,2% trimestral anualizado (vs. -0,7% preliminar). Pero más importante fue la mejora de los datos de consumo, que señalan una reactivación en el segundo trimestre: las ventas al por menor avanzaron un +1,2% mensual en mayo y el índice de confianza de los consumidores de la Conference Board aumentó hasta 101,3, máximos desde marzo. También fueron positivos los datos del sector inmobiliario, las ventas de viviendas de segunda mano aumentaron un +5,1% mensual y los permisos de construcción un 12% en mayo. Finalmente, la inflación abandonó el terreno negativo con el IPC registrando un crecimiento nulo (vs. -0,2% anterior), mientras que la tasa subyacente se moderó una décima hasta 1,7% interanual.

La economía japonesa sufrió un primer trimestre débil, con una caída en febrero tanto de la producción industrial (-2,6% interanual) como de las ventas al por menor (-1,8%) y sorprendió positivamente en el segundo trimestre con la aceleración del crecimiento del PIB en Japón, que ascendió hasta el +2,4% trimestral anualizado desde el +1,1% anterior. La inflación volvió a moderarse, El IPC subyacente de abril se situó en +0,4% interanual desde el +2,1% anterior. En este contexto, el Banco de Japón prosiguió con su agresiva política de estímulos monetarios a la espera de confirmar la reactivación. En China, su gobierno rebajó su objetivo de crecimiento del PIB para este año en cinco décimas hasta algo menos del 7% (superado por la India, cuyo crecimiento se prevé que sea del 7,4%). El Banco Central sigue poniendo en práctica una política monetaria muy flexible y anunció un nuevo programa de revitalización del sector manufacturero (denominado Made in China 2025) de una duración de 10 años. Esta tendencia de desaceleración se confirmó también en los datos publicados: La confianza de los empresarios de las manufacturas, el PMI oficial, se elevó una décima hasta 50,2. En el sector inmobiliario, los precios de las viviendas continuaron cayendo y en abril registraron un retroceso medio del -6,1% interanual. La inflación sigue siendo baja.

En Latinoamérica, las protestas contra el gobierno de Dilma Rousseff en Brasil, y la fuerte caída de su popularidad, hacen temer por la estabilidad del ejecutivo en un momento de débil crecimiento económico (recesión de 1,3% esperada). Los otros países americanos se han visto afectados por el abaratamiento de las materias primas pero, por lo general, sus economías comienzan a recuperarse.

En Europa, el comienzo de las compras de bonos del Banco Central Europeo y en Estados Unidos, un discurso de la Reserva Federal que alejó subidas de tipos agresivas, impulsaron los precios de la deuda pública en el primer trimestre. En el segundo trimestre, debido a la crisis griega, los precios retrocedieron más allá de los niveles de principio de año. En este primer semestre, la rentabilidad exigida al bono estadounidense a 10 años subió 38 p.b. hasta 2,35%, al tiempo que el tipo del bono alemán al mismo plazo, subió 43 p.b. hasta 0,76%. El tipo de interés del bono español a 10 años bajó hasta el 2,3%. En el mercado de crédito, mejor evolución para los bonos high



yield , con lo que a nivel global, el índice de deuda con menor calificación crediticia, ganó un 1,77% en lo que va de año

En este escenario, los tipos ofrecidos por los depósitos y activos monetarios siguen muy bajos aunque la rentabilidad de las letras del Tesoro hasta tasas positivas en los plazos de 9 y 12 meses y la competencia bancaria por atraer fondos ha dado lugar a un ligero repunte de las rentabilidades en el mercado monetario. No se espera cambios significativos que mejoren la perspectiva para el inversor, pero la inflación española es todavía baja (0,1% en junio), por lo que la rentabilidad real es todavía positiva.

En el mercado de divisas, el euro aceleró su depreciación durante el primer trimestre debido a las medidas expansivas del BCE. Durante el segundo trimestre continuó con su depreciación frente al dólar pero estabilizándose alrededor del 1,10. Durante el primer trimestre, el yen también ganó terreno frente al euro (+4% hasta el 129 EUR/YEN) pero durante el segundo trimestre fue perdiendo fuerza llegando a alcanzar el 140 y cerrando el semestre en 136. La libra esterlina también se apreció fuertemente frente al euro en el primer trimestre (-6,72%) y sólo ligeramente en el segundo trimestre (-1,01%). El precio del petróleo se ha estabilizado entre los 45-65 \$/barril. El oro aceleró su caída a principios de año y amortiguó la caída en la segunda mitad del semestre, manteniendo una correlación negativa con la subida del dólar: el precio de la onza de oro bajó un 1,01% hasta 1.172\$.

Las bolsas mundiales y especialmente las bolsas europeas recogieron en el primer trimestre de forma muy positiva las masivas inyecciones de liquidez por parte de las autoridades monetarias. Por el contrario, la crisis en Grecia y la volatilidad que a esta acompaña han ido lastrando a las bolsas europeas durante gran parte del segundo trimestre, moderando las subidas del año. Vía cobro de dividendos, los inversores estamos recibiendo una rentabilidad superior a la ofrecida por bonos de largo plazo, algo que es una clara anomalía en términos históricos. Eso sumado a las subidas anteriormente mencionadas hace de la renta variable una alternativa clara para inversores de largo plazo y que buscan un flujo de ingresos más atractivos que los que ofrecen en la actualidad los instrumentos de renta fija.

La renta variable mundial se ha visto lastrada durante el mes de junio un 2,4% debido al comportamiento de la bolsa china, que en el último mes ha perdido cerca del 19,5% y la europea, que ha perdido también un 4,1% en junio, lo que deja el balance anual del MSCI World con un +1,52% para los seis primeros meses del año. Durante ese mismo periodo, el índice de referencia americano, el S&P 500, a cerrado en junio con apenas un +0,41% en el semestre. Por contra, ya que el EuroStoxx 50 firmó un primer trimestre con una revalorización próxima al 22%, las últimas bajadas debido a la situación en Grecia únicamente han moderado esas subidas, cerrando el semestre con un +8,83%. En lo referente al Ibex35, aunque más rezagado, también tuvo un buen comportamiento el primer trimestre, subiendo 12%, su mejor registro trimestral en 17 años. Sin embargo, el último mes, y en concreto la situación en Grecia, han hecho que el índice cierre el semestre con un +0,22%. Tras el extraordinario comportamiento de las compañías europeas en este primer trimestre del año, ya no se podía afirmar que las valoraciones fuera tan atractivas como lo eran los años previos, y que los mercados habían recogido de forma evidente las buenas perspectivas de las compañías europeas, por el mejor tono económico y el positivo efecto que supone la liquidez abundante y la caída del euro y del precio del petróleo. Sin embargo, durante los últimos meses la situación ha revertido a los niveles de principios de año.

#### Recomendaciones y estrategia de inversión

Los mercados financieros iniciaron el año con la misma tónica que los años pasados: buen comportamiento tanto en los activos de renta fija como de renta variable, algo que se sigue explicando principalmente por el apoyo de las autoridades monetarias. Sin embargo, a medida que avanzaba la segunda parte del periodo, los mercados han visto recortar gran parte de las subidas, al aumentarse la volatilidad, motivado fundamentalmente por motivos geopolíticos, siendo especialmente relevante la situación en la Eurozona y la tensión vivida en la negociación con Grecia.

La razón del mejor comportamiento de los activos europeos a lo largo de este semestre, y a pesar de las negociaciones referidas en el entorno del Eurogrupo, especialmente de las bolsas, se explican por la aparición del BCE como actor principal, e impulsor de liquidez, una vez que la situación económica de Estados Unidos aconseja a la Reserva Federal a adoptar una posición más conservadora en cuanto a su política monetaria.

No obstante ese buen comportamiento señalado, tras varios años ya de buen comportamiento de las bolsas, y una valoración de los activos de renta variable no tan atractiva como lo era en años pasados, nos lleva a pensar que los inversores deberían adoptar una postura más cauta que en trimestres anteriores, ya que no es descartable que los mercados sufran oscilaciones como nos ha demostrado la historia. Sin embargo, tras el recorte vivido en el segundo trimestre, seguimos pensando que la renta variable es la mejor opción desde un punto de vista de rentabilidad esperada frente a riesgo asumido, especialmente una vez se clarifique el resultado de las negociaciones acerca del nuevo plan de rescate de Grecia.,.

En cuanto a zonas geográficas, seguimos teniendo una mejor perspectiva dentro los países desarrollados de las bolsas europeas, seguido por la bolsa estadounidense, Los mercados emergentes están teniendo un peor comportamiento relativo, motivado fundamentalmente por razones geopolíticas, que creemos pueden dar lugar a oportunidades de inversión en estas regiones a medio plazo.

En cuanto a renta fija, seguimos pensando que las valoraciones no son atractivas y que salvo algunas excepciones, deuda española, portuguesa, e italiana, fundamentalmente no aportan valor suficiente a una cartera, ni siquiera con un escenario de inflación como el actual.

Informe de Gestión

La liquidez de las carteras ha seguido gestionándose por la vía de los depósitos en entidades españolas con calificación crediticia de grado de inversión, en su gran mayoría. A pesar de los bajos tipos ofrecidos, el entorno de baja inflación sigue haciendo atractiva la remuneración de la caja en términos reales. En menor medida, se mantienen posiciones en pagarés de empresas españolas a corto plazo, como vía para obtener una rentabilidad adicional en este tipo de activo.

En renta fija, redujimos la exposición a bonos soberanos europeos de corto plazo, con la venta de la posición en bono portugués a 2016. Consideramos que los tramos cortos de las curvas de tipos de interés, incluso en la periferia del euro, han alcanzado niveles poco atractivos. Se incrementó, no obstante, la posición en los tramos medios, entre 2019 y 2024 en España, Italia y Portugal, puesto que la entrada en mercado del Banco Central Europeo a través de su programa de compra de bonos está provocando una reducción de las primas de riesgo de estos emisores frente a Alemania. A pesar de la volatilidad que han sufrido este tipo de activos en las últimas semanas por la crisis en Grecia, pensamos que seguirán aportando positivamente a la rentabilidad de la cartera a media que se reconduzca la situación. La cartera permaneció fuera de los activos emitidos por empresas de máxima calificación y Estados del norte de Europa, por los bajos tipos ofrecidos en todos los vencimientos. Se mantuvo la inversión en bonos convertibles, por su exposición indirecta a los mercados de renta variable.

La renta variable ha aportado el grueso de la rentabilidad en la cartera, especialmente en el caso de las bolsas europeas, que siguen siendo nuestra principal apuesta para el año 2015. Durante el periodo, la gestión ha pasado por la desinversión en sectores defensivos y el paulatino incremento en valores más cíclicos y expuestos al mercado exterior en Europa, puesto que la devaluación del euro frente a las principales divisas mundiales debería producir una expansión significativa en los beneficios de las compañías y diluir las valoraciones fundamentales, que se mantendrán en niveles atractivos si los resultados empresariales a mitad de año siguen mostrando una recuperación en las cuentas de las empresas. Pese a que la visión de los mercados sigue siendo optimista, los niveles de exposición actuales son relativamente altos, y comenzamos a tomar beneficios en los mercados que consideramos más caros. En Estados Unidos, reforzamos ligeramente la exposición al sector financiero con sesgo minorista y apoyado en la propia economía americana, mientras que en los emergentes, seguimos apostando fundamentalmente por la región asiática; las valoraciones de las empresas, así como el cuadro macro de la región, hacen de estas bolsas las más atractivas actualmente en términos fundamentales, aunque mantenemos una exposición prudente en términos de riesgo.

En divisas, hemos ido reduciendo y ampliando la exposición a dólar americano, recogimos beneficios en el rango de 1.10 y recomprando en 1.12. La visión a medio plazo, no obstante, sigue siendo alcista para la divisa norteamericana, por lo que mantenemos posiciones relevantes sobre el total de la cartera.

Durante el período, el patrimonio de la IIC ha aumentado en 171.050 euros, el número de accionistas ha disminuido en 3 y la rentabilidad neta de la IIC ha sido de 5,49%. El impacto total de gastos soportados por la IIC en el período sobre la rentabilidad obtenida ha sido de un 0,63%. Pueden consultarse los resultados del período en los distintos activos en la tabla 2.4 del presente informe.

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

OQUENDO MEZZANINE II(SCA) CLASE B SICAR 1,58% Sobre Patrimonio  
PART. IRONGATE GLOBAL STRATEGY A2\$ 0,68% Sobre Patrimonio

A fecha del informe, la IIC no tenía inversiones en litigio de dudosa recuperación.

La IIC mantiene posiciones superiores al 10% de su patrimonio en fondos de terceros. La denominación de las gestoras en las que se invierte un porcentaje significativo es el siguiente:

MFS INTERNATIONAL LT 6,93% Sobre Patrimonio  
MARCH GESTION 6,87% Sobre Patrimonio  
PIONNER FUNDS 5,32% Sobre Patrimonio

La IIC ha efectuado operaciones de:

Futuros con finalidad de inversión

El apalancamiento medio de la IIC de referencia ha sido de: 18,03%.