

**E65-AFI SICAV, S.A.**

**Nº Registro CNMV: 3515**

**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:** 25-04-2008

**1. Política de Inversión y divisa de denominación**

**Categoría**

Vocación inversora: Global.

Perfil de riesgo: 4, en una escala del 1 al 7..

La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil: Sí.

La sociedad cotiza en Bolsa de Valores: No

**Descripción general**

Política de inversión: No existe descripción general.

**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		933.061,00	933.066,00
Nº de accionistas		158	163
Beneficios brutos distribuidos por acción (EUR)			

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo		
		Fin del periodo	Mínimo	Máximo
Periodo del informe	6.026	6,4580	5,7767	6,9996
2014	5.456	5,8476	5,5991	6,3513
2013	5.361	5,7450	5,3484	5,8660
2012	2.721	5,5086	5,0561	5,5134

**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		
0,30		0,30	0,30		0,30	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	0,50	0,45	0,50	1,32
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)		0,02		0,13

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
10,44	-5,11	16,39	-5,87	1,10	1,79	4,29	6,96	

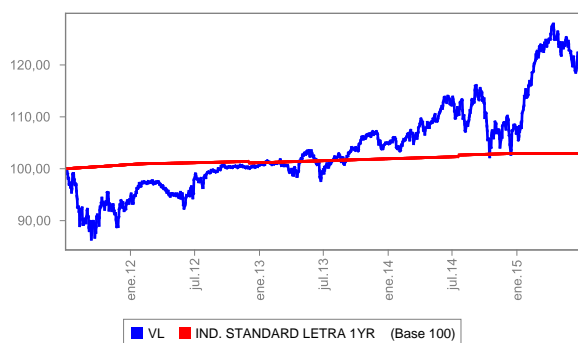
El valor liquidativo y, por tanto, su rentabilidad no recogen el efecto derivado del cargo individual al partícipe de la comisión de gestión sobre resultados.

### Gastos (% s/ patrimonio medio)

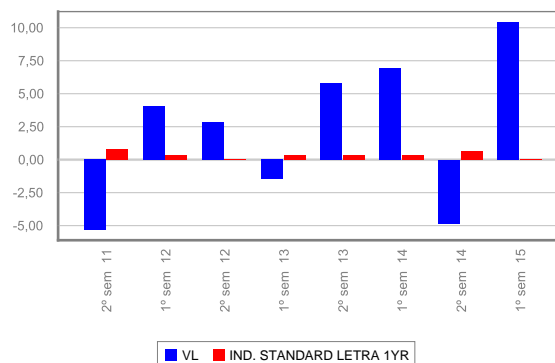
Acumulado	Trimestral				Anual			
año actual	Último trim (0)	Trim - 1	Trim - 2	Trim - 3	2014	2013	2012	2010
0,41	0,20	0,20	0,21	0,21	0,86	1,22	1,29	

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: 04/02/2011.

### 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	5.970	99,07	5.385	98,68
Cartera Interior	3.440	57,09	3.046	55,82
Cartera Exterior	2.526	41,92	2.331	42,72
Intereses de la Cartera de Inversión	4	0,07	8	0,15
Inversiones dudosas, morosas o en litigio				
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	26	0,43	58	1,06
(+/-) RESTO	30	0,50	14	0,26
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>6.026</b>	<b>100,00%</b>	<b>5.457</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>5.456</b>	<b>5.734</b>	<b>5.456</b>	
(+/-) Compra/ venta de acciones (neto)				175,17
(-) Dividendos a cuenta brutos distribuidos				
(+/-) Rendimientos Netos	9,26	-4,95	9,26	-305,35
(+) Rendimientos de Gestión	9,80	-4,56	9,80	-336,14
(+) Intereses	0,15	0,20	0,15	-14,95
(+) Dividendos	1,17	0,51	1,17	153,74
(+/-) Resultados en renta fija (realizadas o no)	-0,24	0,24	-0,24	-207,56
(+/-) Resultados en renta variable (realizadas o no)	7,53	-6,50	7,53	-227,11
(+/-) Resultados en depósitos (realizadas o no)				-238,30
(+/-) Resultados en derivados (realizadas o no)	0,72	0,33	0,72	139,53
(+/-) Resultados en IIC (realizadas o no)	0,42	0,63	0,42	-25,90
(+/-) Otros Resultados	0,04	0,04	0,04	5,27
(+/-) Otros Rendimientos				
(-) Gastos Repercutidos	-0,54	-0,39	-0,54	51,06
(-) Comisión de gestión	-0,30	-0,30	-0,30	8,03
(-) Comisión de depositario	-0,05	-0,05	-0,05	8,03
(-) Gastos por servicios exteriores	-0,09	-0,06	-0,09	75,50
(-) Otros gastos de gestión corriente	-0,01	-0,01	-0,01	-26,67
(-) Otros gastos repercutidos	-0,09	0,03	-0,09	-440,20
(+) 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>6.026</b>	<b>5.456</b>	<b>6.026</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.

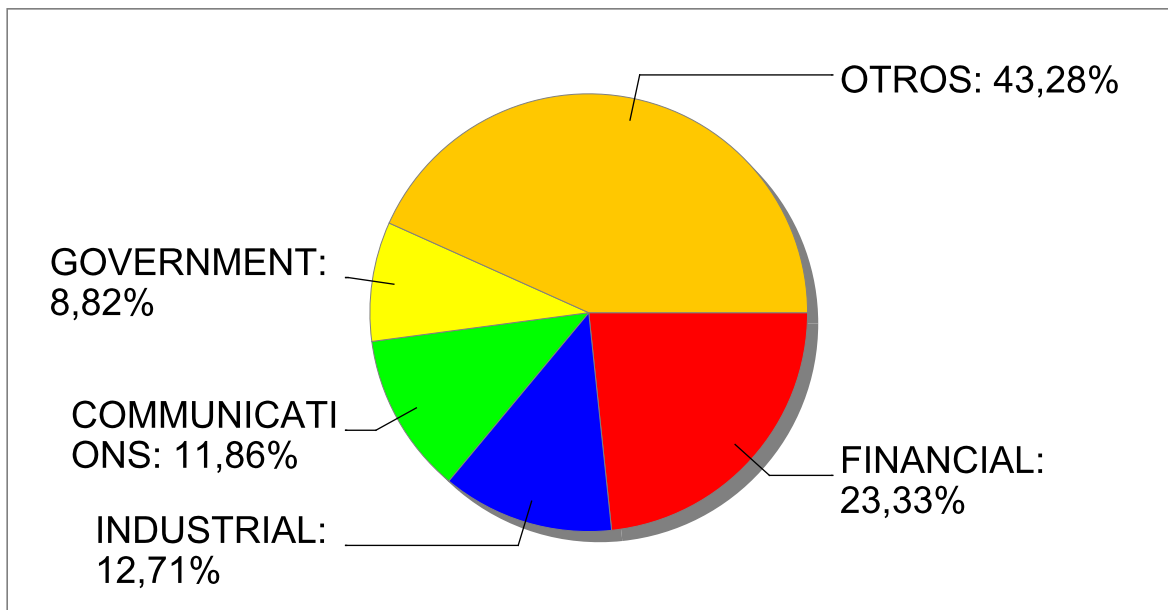
Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
BONO ESTADO ESPAÑOL 4,80 2024-01-31	EUR	149	2,48		
<b>Total Deuda Pública Cotizada más de 1 año</b>		<b>149</b>	<b>2,48</b>		
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		<b>149</b>	<b>2,48</b>		
PAGARE ELEC NOR 2,22 2015-07-17	EUR	98	1,62	98	1,79
<b>TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA</b>		<b>98</b>	<b>1,62</b>	<b>98</b>	<b>1,79</b>
REPO B. MARCH 0,01 2015-07-01	EUR	218	3,61		
REPO B. MARCH 0,01 2015-01-02	EUR			235	4,31
<b>TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>		<b>218</b>	<b>3,61</b>	<b>235</b>	<b>4,31</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		<b>465</b>	<b>7,71</b>	<b>333</b>	<b>6,10</b>
ACCIONES REPSOL YPF	EUR	251	4,16	240	4,40
ACCIONES TELEFONICA	EUR	308	5,11		
ACCIONES BBVA	EUR	46	0,77	48	0,87
ACCIONES ZELTIA	EUR			53	0,98
ACCIONES VALLEHERMOSO	EUR	170	2,82	143	2,62
ACCIONES GAMESA	EUR			136	2,49
ACCIONES ACERINOX	EUR			65	1,19
ACCIONES INH HOTELES	EUR	175	2,91	135	2,48
ACCIONES MAPFRE	EUR	309	5,12	51	0,93
ACCIONES GRIFOLS SA	EUR	72	1,20	66	1,21
ACCIONES ENCE	EUR			272	4,98
ACCIONES CAIXABANK	EUR	54	0,89	67	1,23
ACCIONES ARCELOR	EUR	219	3,63	226	4,15
ACCIONES FERSA ENERGIAS RENOV	EUR	24	0,39	20	0,36
ACCIONES ABENGOA	EUR	261	4,33	170	3,11
ACCIONES BANKIA, S.A.	EUR	143	2,37	155	2,85
ACCIONES GRUPO DURO-FELGUERA	EUR	112	1,85	103	1,88
ACCIONES LIBERBANK SA	EUR	170	2,81	176	3,23
ACCIONES HISPANIA ACTIVOS INM	EUR	147	2,44		
ACCIONES GRUPO EZENTIS SA	EUR	129	2,14	135	2,48
DERECHOS BBVA	EUR				0,01
DERECHOS REPSOL YPF	EUR			7	0,13
DERECHOS REPSOL YPF	EUR	7	0,12		
DERECHOS VALLEHERMOSO	EUR	5	0,08		
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>2.602</b>	<b>43,14</b>	<b>2.268</b>	<b>41,58</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>2.602</b>	<b>43,14</b>	<b>2.268</b>	<b>41,58</b>
DEPOSITOS B. MARCH 0,40 2015-11-27	EUR	275	4,56	445	8,16
DEPOSITOS BANCO SABADELL ATLAN 0,45 2016-05-13	EUR	100	1,66		
<b>TOTAL DEPÓSITOS</b>		<b>375</b>	<b>6,22</b>	<b>445</b>	<b>8,16</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		<b>3.442</b>	<b>57,07</b>	<b>3.046</b>	<b>55,84</b>
BONO BUONI POLIENNALI TES 4,50 2023-05-01	EUR	87	1,44	89	1,63
BONO ESTADO PORTUGUES 4,75 2019-06-14	EUR	295	4,90	297	5,45
<b>Total Deuda Pública Cotizada más de 1 año</b>		<b>382</b>	<b>6,34</b>	<b>386</b>	<b>7,08</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		<b>382</b>	<b>6,34</b>	<b>386</b>	<b>7,08</b>
ACTIVOS OBRASCON HUARTE LAIN 1,27 2016-05-04	EUR	168	2,79		
<b>TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA</b>		<b>168</b>	<b>2,79</b>		
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		<b>550</b>	<b>9,13</b>	<b>386</b>	<b>7,08</b>
ACCIONES EXANE BNP PARIBAS	EUR	27	0,45		
ACCIONES TOTAL	EUR	89	1,48	103	1,89
ACCIONES ERICSSON	SEK	63	1,04	80	1,46
ACCIONES ALLIANZ AG-REG	EUR	50	0,82	58	1,05
ACCIONES DEUTSCHE TELEKOM	EUR	117	1,95	119	2,17
ACCIONES WELLS FARGO	USD	87	1,44	92	1,68
ACCIONES SANOFI-AVENTIS	EUR	51	0,85	52	0,95
ACCIONES DAIMLERCHRYSLER AG-R	EUR	69	1,15	69	1,26
ACCIONES JOHNSON	USD	62	1,03	72	1,33
ACCIONES ENI	EUR	42	0,69	45	0,83
ACCIONES RIO TINTO PLC	GBP	67	1,11	83	1,53

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ACCIONES ADIDAS AG	EUR	41	0,67		
ACCIONES STANDARD CHARTERED P	GBP			25	0,45
ACCIONES RECKITT BENCKISER PL	GBP	59	0,97	60	1,10
ACCIONES LINDE AG	EUR	61	1,02	66	1,21
ACCIONES E.ON AG	EUR	120	1,99	142	2,60
ACCIONES MICHELIN	EUR	31	0,52	30	0,55
ACCIONES BMW AG	EUR	48	0,80	52	0,95
ACCIONES DAVIDE CAMPARI MILAN	EUR			41	0,75
ACCIONES HEIDELBERGCEMENT AG	EUR	50	0,84	49	0,90
ACCIONES CF INDUSTRIES HOLDIN	USD			47	0,87
ACCIONES SAMSUNG ELECTRON	USD	34	0,57	40	0,73
ACCIONES TEVA PHARMACEUTICAL	USD	77	1,27	81	1,49
ACCIONES VODAFONE	GBP	97	1,61		
ACCIONES APPLE INC.	USD	133	2,21	128	2,34
ACCIONES INDIVIOR PLC	GBP		0,01	2	0,03
ACCIONES CF INDUSTRIES HOLDIN	USD	51	0,85		
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>1.526</b>	<b>25,34</b>	<b>1.536</b>	<b>28,12</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>1.526</b>	<b>25,34</b>	<b>1.536</b>	<b>28,12</b>
PARTICIPACIONES ABERDEEN- ASSET	USD	80	1,32		
PARTICIPACIONES FRANKLIN ADVISERS IN	USD			86	1,58
PARTICIPACIONES FIDELITY INVESTMENTS	USD			92	1,68
PARTICIPACIONES M&G INVESTMENT	USD			93	1,70
PARTICIPACIONES UBS FUND MANAGEMENT	EUR	88	1,47	84	1,53
PARTICIPACIONES NEUBERGER BERMAN	USD			47	0,86
PARTICIPACIONES RBS LUXEMBURGO SA	USD	189	3,14		
PARTICIPACIONES ROBECO INVESTOR SERV	EUR	89	1,47		
<b>TOTAL IIC</b>		<b>446</b>	<b>7,40</b>	<b>402</b>	<b>7,35</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		<b>2.522</b>	<b>41,87</b>	<b>2.324</b>	<b>42,55</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS</b>		<b>5.964</b>	<b>98,94</b>	<b>5.370</b>	<b>98,39</b>

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

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

#### Distribución Sectores



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

Subyacente	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
DOLAR USA	C/ Plazo	159	inversión
<b>Total subyacente tipo de cambio</b>		<b>159</b>	
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>		<b>159</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 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: 37.981.926,43 euros

Existe 1 accionista con una participación significativa del 99,98 %

#### 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 principio de año 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

A lo largo del semestre, la cartera se mantiene estratégicamente, mantiene los porcentajes de la renta variable (74%) y renta fija (15%). Se ha reducido la exposición a depósitos hasta el 6%.

Se han realizado cambios en la política de compra venta de fondos, lo que conlleva a la venta de fondos de Fidelity y Frankling para comprar fondos de Aberdeen y Mirae.

Durante el período, el patrimonio de la IIC ha aumentado en 569.478 euros, el número de accionistas ha disminuido en 2 y la rentabilidad neta de la IIC ha sido de 10,44%. El impacto total de gastos soportados por la IIC en el período sobre la rentabilidad obtenida ha sido de un 0,54%. Pueden consultarse los resultados del período en los distintos activos en la tabla 2.4 del presente informe.

A fecha del informe, la IIC no tenía inversiones integradas dentro del artículo 48.1.j del RIIC.

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

La IIC ha efectuado operaciones de:

- Futuros con finalidad de inversión
- Divisa con finalidad de inversión

El apalancamiento medio de la IIC de referencia ha sido de: 4,83%.