

**SAYOA, SICAV, S.A.**

**Nº Registro CNMV: 1055**

**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:** 07-04-2000

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

**Categoría**

Vocación inversora: Global.

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

La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil: Sí.

La sociedad cotiza en Bolsa de Valores: No

**Descripción general**

Política de inversión: La sociedad podrá invertir entre un 0% y 100% de su patrimonio en IIC financieras que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora.

La Sociedad podrá invertir, ya sea de manera directa o indirecta a través de IIC, en activos de renta variable y renta fija sin que exista predeterminación en cuanto a los porcentajes de inversión en cada clase de activo pudiendo estar la totalidad de su patrimonio invertido en renta fija o renta variable. Dentro de la renta fija además de valores se incluyen depósitos a la vista o con vencimiento inferior a un año en entidades de crédito de la UE o que cumplan la normativa específica de solvencia e instrumentos del mercado monetario no cotizados, que sean líquidos.

No existe objetivo predeterminado ni límites máximos en lo que se refiere a la distribución de activos por tipo de emisor (público o privado), ni por rating de emisión/emisor, ni duración, ni por capitalización bursátil, ni por divisa, ni por sector económico, ni por países. Se podrá invertir en países emergentes. La exposición al riesgo de divisa puede alcanzar el 100% del patrimonio.

La Sociedad no tiene ningún índice de referencia en su gestión.

**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		792.753,00	794.073,00
Nº de accionistas		139	143
Beneficios brutos distribuidos por acción (EUR)			

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo		
		Fin del periodo	Mínimo	Máximo
Periodo del informe	11.880	14,9859	13,8344	15,6402
2014	11.102	13,9811	12,6463	14,0216
2013	10.344	12,9937	11,8541	12,9937
2012	9.446	11,8539	10,7278	11,8742

**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		
0,15	0,65	0,80	0,15	0,65	0,80	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	0,44	0,36	0,44	1,21
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)				0,11

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
7,19	-2,13	9,52	2,54	0,67	7,60	9,62	8,59	2,03

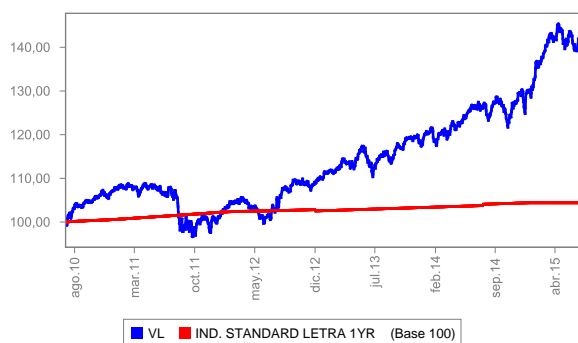
El valor liquidativo y, por tanto, su rentabilidad no recogen el efecto derivado del cargo individual al partícipe de la comisión de gestión sobre resultados.

### Gastos (% s/ patrimonio medio)

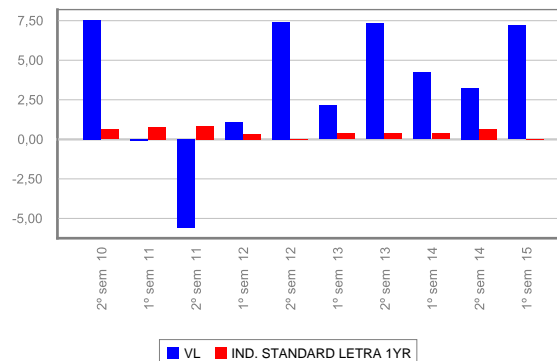
Acumulado	Trimestral				Anual			
año actual	Último trim (0)	Trim - 1	Trim - 2	Trim - 3	2014	2013	2012	2010
0,22	0,11	0,11	0,11	0,12	0,45	0,50	1,07	

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: 13/11/2009.

### 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	11.773	99,11	10.990	98,99
Cartera Interior	3.124	26,30	3.481	31,35
Cartera Exterior	8.647	72,79	7.490	67,47
Intereses de la Cartera de Inversión	2	0,02	19	0,17
Inversiones dudosas, morosas o en litigio				
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	56	0,47	71	0,64
(+/-) RESTO	50	0,42	41	0,37
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>11.879</b>	<b>100,00%</b>	<b>11.102</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>11.102</b>	<b>10.776</b>	<b>11.102</b>	
(+/-) Compra/ venta de acciones (neto)	-0,17	-0,20	-0,17	-6,31
(-) Dividendos a cuenta brutos distribuidos				
(+/-) Rendimientos Netos	6,69	3,21	6,69	129,73
(+) Rendimientos de Gestión	7,68	3,65	7,68	131,41
(+) Intereses	0,12	0,19	0,12	-27,99
(+) Dividendos	0,44	0,25	0,44	91,86
(+/-) Resultados en renta fija (realizadas o no)	-0,03	0,07	-0,03	-143,47
(+/-) Resultados en renta variable (realizadas o no)	3,21	-1,81	3,21	-295,43
(+/-) Resultados en depósitos (realizadas o no)				-52,58
(+/-) Resultados en derivados (realizadas o no)	0,07	-0,48	0,07	-116,06
(+/-) Resultados en IIC (realizadas o no)	3,81	5,38	3,81	-22,04
(+/-) Otros Resultados	0,06	0,05	0,06	24,27
(+/-) Otros Rendimientos				
(-) Gastos Repercutidos	-0,99	-0,45	-0,99	143,46
(-) Comisión de gestión	-0,80	-0,32	-0,80	174,42
(-) Comisión de depositario	-0,05	-0,05	-0,05	8,26
(-) Gastos por servicios exteriores	-0,06	-0,03	-0,06	107,05
(-) Otros gastos de gestión corriente	-0,01	-0,01	-0,01	-23,86
(-) Otros gastos repercutidos	-0,07	-0,03	-0,07	129,73
(+) 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>11.880</b>	<b>11.102</b>	<b>11.880</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.

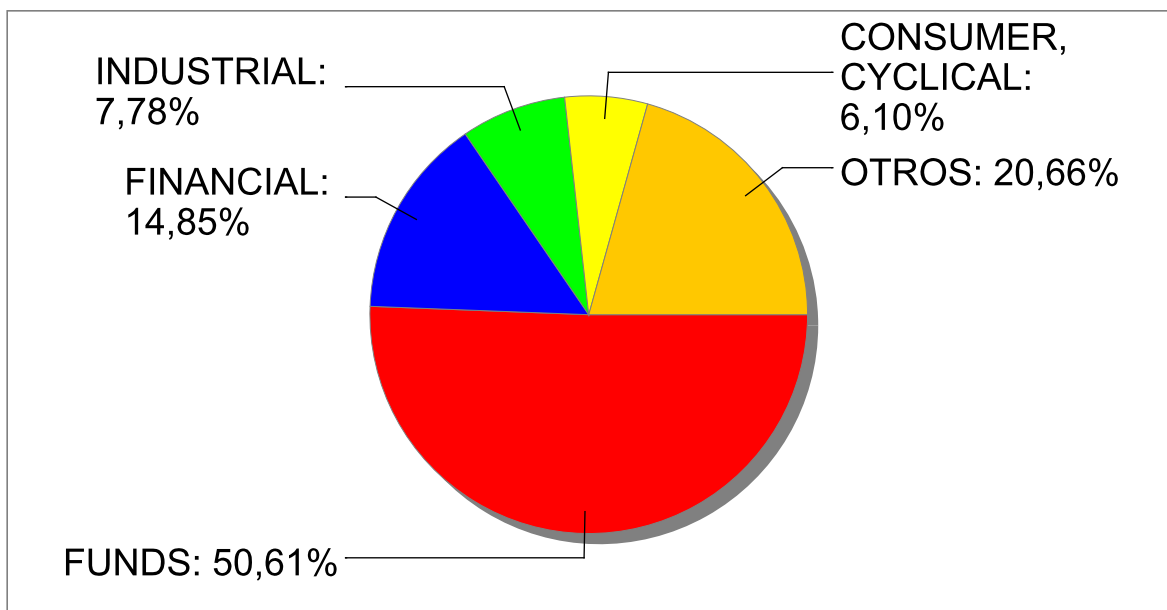
Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
PAGARE ELEC NOR 2,22 2015-07-17	EUR	98	0,82	98	0,88
PAGARE ELEC NOR 1,04 2015-02-12	EUR			100	0,90
PAGARE ELEC NOR 1,61 2016-02-12	EUR	98	0,83		
PAGARE BANCO POPULAR 0,66 2016-04-22	EUR	199	1,67		
PAGARE BANCO POPULAR 0,65 2016-05-17	EUR	99	0,84		
<b>TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA</b>		<b>494</b>	<b>4,16</b>	<b>198</b>	<b>1,78</b>
REPO B. MARCH 0,01 2015-07-01	EUR	379	3,19		
REPO B. MARCH 0,01 2015-01-02	EUR			824	7,43
<b>TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>		<b>379</b>	<b>3,19</b>	<b>824</b>	<b>7,43</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		<b>873</b>	<b>7,35</b>	<b>1.022</b>	<b>9,21</b>
ACCIONES REPSOL YPF	EUR			140	1,26
ACCIONES TELEFONICA	EUR			176	1,59
ACCIONES VIDRALA SA	EUR	410	3,45	352	3,17
ACCIONES TECNICAS REUNIDAS SA	EUR			143	1,29
ACCIONES VISCOFAN, S.A.	EUR	211	1,78	172	1,55
ACCIONES BANKIA, S.A.	EUR			84	0,76
ACCIONES MERLIN PROPERTIES	EUR	219	1,85	201	1,81
ACCIONES INDITEX	EUR	311	2,61	252	2,27
DERECHOS REPSOL YPF	EUR			4	0,04
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>1.151</b>	<b>9,69</b>	<b>1.524</b>	<b>13,74</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>1.151</b>	<b>9,69</b>	<b>1.524</b>	<b>13,74</b>
PARTICIPACIONES M. PREMIER RF CP	EUR			235	2,12
<b>TOTAL IIC</b>				<b>235</b>	<b>2,12</b>
DEPOSITOS B. MARCH 1,00 2015-05-05	EUR			100	0,90
DEPOSITOS B. MARCH 1,00 2015-06-12	EUR			100	0,90
DEPOSITOS B. MARCH 0,45 2015-05-05	EUR			500	4,50
DEPOSITOS B. MARCH 0,40 2016-01-14	EUR	150	1,26		
DEPOSITOS BANCO SABADELL ATLAN 0,40 2016-02-19	EUR	500	4,21		
DEPOSITOS B. MARCH 0,30 2016-05-05	EUR	350	2,95		
DEPOSITOS B. MARCH 0,30 2016-06-10	EUR	100	0,84		
<b>TOTAL DEPÓSITOS</b>		<b>1.100</b>	<b>9,26</b>	<b>700</b>	<b>6,30</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		<b>3.124</b>	<b>26,30</b>	<b>3.481</b>	<b>31,37</b>
BONO BUONI POLIENNALI TES 4,50 2023-05-01	EUR	112	0,94	115	1,03
BONO ESTADO PORTUGUES 4,75 2019-06-14	EUR	275	2,31	275	2,48
<b>Total Deuda Pública Cotizada más de 1 año</b>		<b>387</b>	<b>3,25</b>	<b>390</b>	<b>3,51</b>
BONO BBVA SENIOR FINANCE 5,82 2049-10-21	EUR			100	0,90
<b>Total Renta Fija Privada Cotizada más de 1 año</b>				<b>100</b>	<b>0,90</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		<b>387</b>	<b>3,25</b>	<b>490</b>	<b>4,41</b>
PAGARE ACS 3,49 2015-02-03	EUR			97	0,87
PAGARE ACS 3,01 2015-04-16	EUR			194	1,75
PAGARE OBRASCON HUARTE LAIN 2,23 2015-05-06	EUR			196	1,76
PAGARE ACS 1,52 2016-04-14	EUR	197	1,66		
ACTIVOS OBRASCON HUARTE LAIN 1,27 2016-05-04	EUR	197	1,66		
<b>TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA</b>		<b>394</b>	<b>3,32</b>	<b>487</b>	<b>4,38</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		<b>781</b>	<b>6,57</b>	<b>977</b>	<b>8,79</b>
ACCIONES TOTAL	EUR	131	1,10	128	1,15
ACCIONES BAYER AG	EUR	155	1,30	139	1,25
ACCIONES ERICSSON	SEK	108	0,91	117	1,05
ACCIONES MICROSOFT	USD			142	1,28
ACCIONES ALLIANZ AG-REG	EUR	147	1,24	144	1,30
ACCIONES DAIMLERCHRYSLER AG-R	EUR	119	1,00	100	0,90
ACCIONES LVMH Moet Hennessy	EUR			155	1,40
ACCIONES CONOCOPHILLIPS	USD	110	0,93		
ACCIONES RIO TINTO PLC	GBP	105	0,88	110	0,99
ACCIONES ADIDAS AG	EUR	169	1,42		
ACCIONES RECKITT BENCKISER PL	GBP	125	1,05	108	0,97
ACCIONES BMW AG	EUR	126	1,06	115	1,03

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ACCIONES UNILEVER	EUR	123	1,03	107	0,97
ACCIONES HEIDELBERGCEMENT AG	EUR	120	1,01	99	0,89
ACCIONES CF INDUSTRIES HOLDIN	USD			149	1,34
ACCIONES SAMSUNG ELECTRON	USD	125	1,05	122	1,10
ACCIONES HERMES INTERNATIONAL	EUR			17	0,15
ACCIONES INDIVIOR PLC	GBP			3	0,03
ACCIONES CF INDUSTRIES HOLDIN	USD	191	1,60		
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>1.854</b>	<b>15,58</b>	<b>1.755</b>	<b>15,80</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>1.854</b>	<b>15,58</b>	<b>1.755</b>	<b>15,80</b>
PARTICIPACIONES FIDELITY INVESTMENTS	EUR	131	1,11	116	1,04
PARTICIPACIONES HENDERSON FUND LUX	USD	220	1,85	151	1,36
PARTICIPACIONES EDMOND DE ROTHSCHILD	EUR	135	1,13	119	1,08
PARTICIPACIONES LYXOR INT ASSET MAN	EUR	236	1,99		
PARTICIPACIONES EDMOND DE ROTHSCHILD	EUR	186	1,57	169	1,52
PARTICIPACIONES M&G INVESTMENT	EUR	344	2,90		
PARTICIPACIONES LEGG MASON MANAG.	USD	154	1,29	141	1,27
PARTICIPACIONES FIDELITY INVESTMENTS	USD	128	1,08	116	1,04
PARTICIPACIONES JP MORGAN INVEST. M.	USD	394	3,32	352	3,17
PARTICIPACIONES M&G INVESTMENT	USD	303	2,55	471	4,24
PARTICIPACIONES BLACKROCK LUXEMBOURG	EUR	156	1,32	152	1,37
PARTICIPACIONES LYXOR INT ASSET MAN	EUR	236	1,98		
PARTICIPACIONES FEROX CAPITAL LLP	EUR	563	4,74	419	3,78
PARTICIPACIONES JP MORGAN INVEST. M.	USD	533	4,48	485	4,37
PARTICIPACIONES JULIUS BAER	EUR			231	2,08
PARTICIPACIONES MORGAN STANLEY INVES	USD	233	1,96	208	1,88
PARTICIPACIONES MFS INTERNATIONAL LT	EUR	473	3,98	402	3,62
PARTICIPACIONES DWS INVESTMENT	EUR	322	2,71		
PARTICIPACIONES BLACKROCK DEUTSCHLAN	EUR			104	0,93
PARTICIPACIONES PIONNER FUNDS	USD	693	5,84	618	5,57
PARTICIPACIONES ROBECO INVESTOR SERV	USD	405	3,41	357	3,22
PARTICIPACIONES BLACKROCK LUXEMBOURG	USD	167	1,41	147	1,33
<b>TOTAL IIC</b>		<b>6.012</b>	<b>50,62</b>	<b>4.758</b>	<b>42,87</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		<b>8.647</b>	<b>72,77</b>	<b>7.490</b>	<b>67,46</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS</b>		<b>11.771</b>	<b>99,07</b>	<b>10.971</b>	<b>98,83</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)

Al cierre del periodo no existen posiciones abiertas en derivados o el importe comprometido de cada una de estas posiciones ha sido inferior a 1000 euros.

### 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: 92.309.990,38 euros

Eurorepos: 850.000,00 euros

Eurorepos + IPF: 850.000,00 euros

Existen 2 accionistas con una participación significativa del 25,69 % y 31,02 % 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: 248,06 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 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

Dentro de los cortos plazos la rentabilidad está en los instrumentos con un perfil de riesgo algo más alto, y por eso se tomaron posiciones en activos de menor riesgo crediticio, pero mayor rentabilidad: pagarés corporativos. Ese riesgo crediticio adicional se compensa con la entrada en plazos más bien cortos, no superiores a los 12 meses. Dentro de la renta variable se ha ajustado la cartera de renta variable directa hacia posiciones donde el binomio riesgo-rentabilidad se consideraba más atractivo, dentro de los parámetros de inversión y perfil de riesgo. En la medida de lo posible, y de una forma pausada, se ha dirigido la ponderación de la renta variable por zonas geográficas hacia la recomendación general de la casa. La inversión ha buscado reducir el peso en zonas donde el buen comportamiento pasado implicaba un peso por encima del aconsejable, haciendo una rotación hacia zonas geográficas donde una peor evolución de mercados en los últimos meses, se entiende que ofrece una oportunidad de compra.

Durante el período, el patrimonio de la IIC ha aumentado en 778.091 euros, el número de accionistas ha disminuido en 4 y la rentabilidad neta de la IIC ha sido de 7,19%. El impacto total de gastos soportados por la IIC en el período sobre la rentabilidad obtenida ha sido de un 0,99%. 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 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:

JP MORGAN INVEST. M.	7,8%	Sobre Patrimonio
PIONNER FUNDS	5,84%	Sobre Patrimonio
M&G INVESTMENT	5,45%	Sobre Patrimonio