

**PITANGO VALORES SICAV SA**

Nº Registro CNMV: 3006

Informe: Trimestral del Primer trimestre 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:** Baa3 (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:** 06-07-2004**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: 5, 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 IICs, en activos de renta variable, renta fija u otros activos permitidos por la normativa vigente, sin que exista predeterminación en cuanto a los porcentajes de exposición en cada clase de activo pudiendo estar la totalidad de su exposición en cualquiera de ellos. Dentro de la renta fija además de valores se incluyen depósitos a la vista o con vencimiento inferior a un año en entidades de crédito de la UE o de estados miembros de la OCDE sujetos a supervisión prudencial e instrumentos del mercado monetario no cotizados, que sean líquidos.

**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		1.015.027,00	991.570,00
Nº de accionistas		114	113
Beneficios brutos distribuidos por acción (EUR)			

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo		
		Fin del periodo	Mínimo	Máximo
Periodo del informe	9.557	9,4157	8,4441	9,4329
2014	8.471	8,5432	7,7381	8,6272
2013	6.605	7,8535	7,1525	7,8658
2012	6.039	7,1804	6,4936	7,2103

**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		0,15	0,15		0,15	patrimonio	

Comisión de depositario			
% efectivamente cobrado			Base de cálculo
Periodo	Acumulada		
0,02	0,02		patrimonio

	Periodo actual	Periodo anterior	Año actual	Año 2014
Índice de rotación de la cartera	0,18	0,26	0,18	0,88
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	0,01	0,01	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
10,21	10,21	0,32	1,78	3,66	8,78	9,37	5,76	-13,48

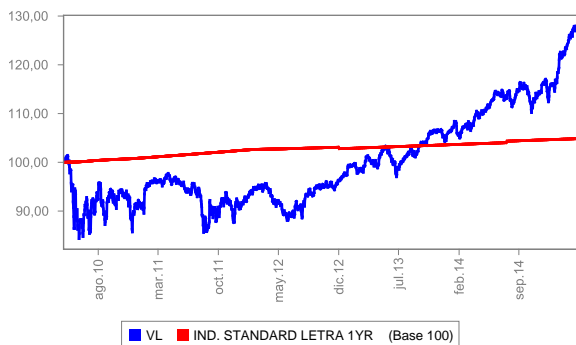
El valor liquidativo y, por tanto, su rentabilidad no recogen el efecto derivado del cargo individual al partícipe de la comisión de gestión sobre resultados.

### Gastos (% s/ patrimonio medio)

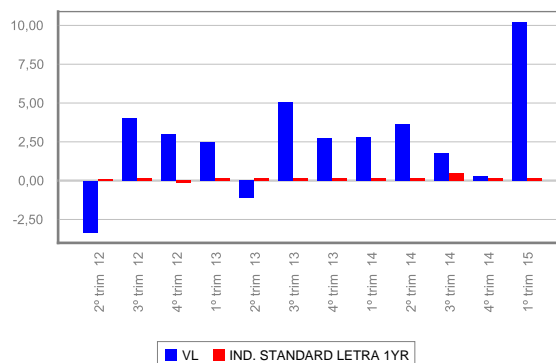
Acumulado	Trimestral				Anual			
año actual	Último trim (0)	Trim - 1	Trim - 2	Trim - 3	2014	2013	2012	2010
0,20	0,20	0,22	0,21	0,22	0,86	0,91	0,93	

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 trimestral de los últimos 3 años**



Último cambio vocación: 06/07/2004.

### 2.3. Distribución del patrimonio al cierre del periodo (Importes en miles de EUR)

Distribución del patrimonio	Fin periodo actual		Fin periodo anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	9.394	98,28	8.280	97,76
Cartera Interior	3.620	37,87	2.724	32,16
Cartera Exterior	5.747	60,13	5.536	65,36
Intereses de la Cartera de Inversión	27	0,28	20	0,24
Inversiones dudosas, morosas o en litigio				
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	105	1,10	147	1,74
(+/-) RESTO	59	0,62	43	0,51
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>9.558</b>	<b>100,00%</b>	<b>8.470</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>8.471</b>	<b>8.445</b>	<b>8.471</b>	
(+/-) Compra/ venta de acciones (neto)	2,19		2,19	-251.955,29
(-) Dividendos a cuenta brutos distribuidos				
(+/-) Rendimientos Netos	9,65	0,32	9,65	3.223,74
(+) Rendimientos de Gestión	9,96	0,54	9,96	1.907,56
(+) Intereses	0,18	0,19	0,18	4,31
(+) Dividendos	0,14	0,08	0,14	83,96
(+/-) Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,32	0,11	0,32	210,76
(+/-) Resultados en renta variable (realizadas o no)	6,44	0,10	6,44	6.846,44
(+/-) Resultados en depósitos (realizadas o no)				-165,47
(+/-) Resultados en derivados (realizadas o no)	1,56	0,03	1,56	4.940,71
(+/-) Resultados en IIC (realizadas o no)	1,30	0,02	1,30	5.636,47
(+/-) Otros Resultados	0,02		0,02	1.190,37
(+/-) Otros Rendimientos				
(-) Gastos Repercutidos	-0,31	-0,23	-0,31	50,92
(-) Comisión de gestión	-0,15	-0,16	-0,15	4,52
(-) Comisión de depositario	-0,02	-0,03	-0,02	7,38
(-) Gastos por servicios exteriores	-0,03	-0,03	-0,03	8,50
(-) Otros gastos de gestión corriente				-12,04
(-) Otros gastos repercutidos	-0,10		-0,10	3.223,70
(+) 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>9.557</b>	<b>8.471</b>	<b>9.557</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.

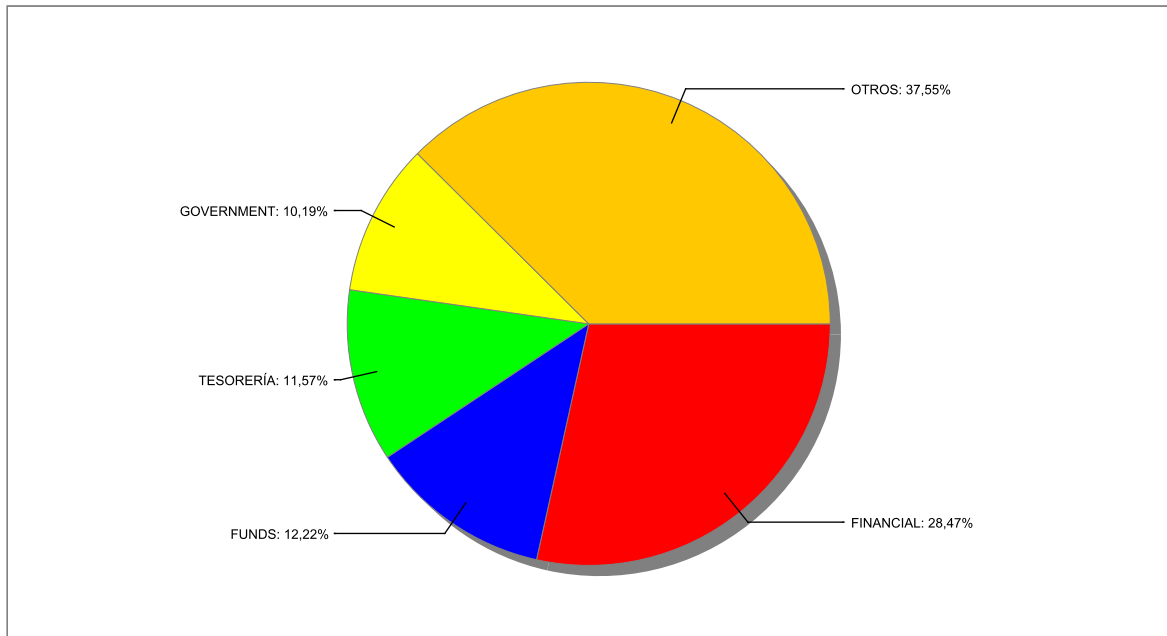
Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
PAGARE EUROPAC RECICLA 2,15 2015-07-30	EUR	98	1,02	98	1,16
<b>TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA</b>		<b>98</b>	<b>1,02</b>	<b>98</b>	<b>1,16</b>
REPO B. MARCH 0,01 2015-04-01	EUR	978	10,24		
REPO B. MARCH 0,01 2015-01-02	EUR			654	7,73
<b>TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>		<b>978</b>	<b>10,24</b>	<b>654</b>	<b>7,73</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		<b>1.076</b>	<b>11,26</b>	<b>752</b>	<b>8,89</b>
ACCIONES C. FINANCIERA ALBA	EUR	32	0,33	28	0,34
ACCIONES TELEFONICA	EUR	181	1,90	144	1,70
ACCIONES BBVA	EUR	145	1,52	86	1,01
ACCIONES CAIXABANK	EUR	131	1,37	108	1,28
ACCIONES MERLIN PROPERTIES	EUR	190	1,99	150	1,78
DERECHOS BBVA	EUR			1	0,01
DERECHOS BBVA	EUR	2	0,02		
DERECHOS TELEFONICA	EUR	2	0,02		
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>683</b>	<b>7,15</b>	<b>517</b>	<b>6,12</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>683</b>	<b>7,15</b>	<b>517</b>	<b>6,12</b>
DEPOSITOS BANCO SABADELL ATLAN 1,20 2015-03-20	EUR			620	7,32
DEPOSITOS BANCO SABADELL ATLAN 0,40 2015-11-13	EUR	334	3,50	334	3,94
DEPOSITOS B. MARCH 0,55 2015-11-13	EUR	500	5,23	500	5,90
DEPOSITOS B. MARCH 0,40 2016-02-17	EUR	400	4,19		
DEPOSITOS BANCO SABADELL ATLAN 0,35 2016-03-18	EUR	626	6,55		
<b>TOTAL DEPÓSITOS</b>		<b>1.860</b>	<b>19,47</b>	<b>1.454</b>	<b>17,16</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		<b>3.619</b>	<b>37,88</b>	<b>2.723</b>	<b>32,17</b>
BONO BUONI POLIENNALI TES 4,50 2023-05-01	EUR	488	5,11	469	5,54
BONO ESTADO PORTUGUES 4,20 2016-10-15	EUR			228	2,69
BONO ESTADO PORTUGUES 4,75 2019-06-14	EUR	468	4,90	458	5,41
<b>Total Deuda Pública Cotizada más de 1 año</b>		<b>956</b>	<b>10,01</b>	<b>1.155</b>	<b>13,64</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		<b>956</b>	<b>10,01</b>	<b>1.155</b>	<b>13,64</b>
PAGARE OBRASCON HUARTE LAIN 2,22 2015-05-08	EUR	196	2,05	196	2,31
PAGARE ACS 2,09 2015-09-30	EUR	196	2,05	196	2,32
<b>TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA</b>		<b>392</b>	<b>4,10</b>	<b>392</b>	<b>4,63</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		<b>1.348</b>	<b>14,11</b>	<b>1.547</b>	<b>18,27</b>
ACCIONES EXANE BNP PARIBAS	EUR	101	1,06		
ACCIONES TOTAL	EUR	159	1,67	109	1,28
ACCIONES ERICSSON	SEK	164	1,71	156	1,84
ACCIONES ALLIANZ AG-REG	EUR	133	1,39	113	1,33
ACCIONES DEUTSCHE TELEKOM	EUR	247	2,58	191	2,26
ACCIONES WELLS FARGO	USD	124	1,30	111	1,31
ACCIONES SANOFI-AVENTIS	EUR	147	1,54	107	1,26
ACCIONES DAIMLERCHRYSLER AG-R	EUR	210	2,20	145	1,71
ACCIONES JOHNSON	USD	147	1,54	147	1,74
ACCIONES ENI	EUR	147	1,54	90	1,06
ACCIONES RIO TINTO PLC	GBP	209	2,18	156	1,84
ACCIONES ADIDAS AG	EUR	136	1,42		
ACCIONES STANDARD CHARTERED P	GBP			60	0,71
ACCIONES ENERGIAS DE PORTUGAL	EUR	75	0,78	69	0,81
ACCIONES RECKITT BENCKISER PL	GBP	138	1,44	116	1,37
ACCIONES LINDE AG	EUR	164	1,72	134	1,58
ACCIONES MICHELIN	EUR	89	0,93	51	0,60
ACCIONES BMW AG	EUR	148	1,55	99	1,17
ACCIONES DAVIDE CAMPARI MILAN	EUR			78	0,92
ACCIONES HEIDELBERGCEMENT AG	EUR	135	1,41	93	1,10
ACCIONES CF INDUSTRIES HOLDIN	USD	90	0,94	96	1,13
ACCIONES SAMSUNG ELECTRON	USD	80	0,83	73	0,86
ACCIONES TEVA PHARMACEUTICAL	USD	147	1,54	150	1,77
ACCIONES ORANGE	EUR	84	0,88	85	1,01
ACCIONES APPLE INC.	USD	152	1,59	150	1,77

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ACCIONES INDIVIOR PLC	GBP	5	0,05	3	0,04
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>3.231</b>	<b>33,79</b>	<b>2.582</b>	<b>30,47</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>3.231</b>	<b>33,79</b>	<b>2.582</b>	<b>30,47</b>
PARTICIPACIONES ABERDEEN- ASSET	USD	244	2,55		
PARTICIPACIONES FRANKLIN ADVISERS IN	USD	206	2,16	179	2,11
PARTICIPACIONES FIDELITY INVESTMENTS	USD			217	2,56
PARTICIPACIONES EDMOND DE ROTHSCHILD	EUR	81	0,84	70	0,83
PARTICIPACIONES M&G INVESTMENT	USD	226	2,36	197	2,33
PARTICIPACIONES UBS FUND MANAGEMENT	EUR	253	2,65	243	2,87
PARTICIPACIONES JULIUS BAER	EUR	158	1,65	157	1,85
PARTICIPACIONES NEUBERGER BERMAN	USD			155	1,83
<b>TOTAL IIC</b>		<b>1.168</b>	<b>12,21</b>	<b>1.218</b>	<b>14,38</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		<b>5.747</b>	<b>60,11</b>	<b>5.347</b>	<b>63,12</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS</b>		<b>9.366</b>	<b>97,99</b>	<b>8.070</b>	<b>95,29</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
IND. EUROSTOXX 50	C/ FUTURO EUROSTOXX 50 JUNIO 15	472	inversión
<b>Total subyacente renta variable</b>		<b>472</b>	
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>		<b>472</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:

Renta Variable Nacional: 1,58 euros

Divisa: 1.098.415,80 euros

Repos: 46.623.227,92 euros

Eurorepos: 400.000,00 euros

Eurorepos + IPF: 400.000,00 euros

Existe 1 accionista con una participación significativa del 82,84 %

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

No aplicable.

## 9. Anexo explicativo del informe periódico

Nuevamente nos enfrentamos a un año plagado de dudas desde un punto de vista geopolítico (Rusia, Brasil, Oriente Medio), pero con un apoyo desde el punto de vista de los mercados financieros sin fisuras por parte de los Bancos Centrales. La actuación en este trimestre del Banco Central Europeo ha marcado sin ninguna duda la actualidad. Tanto la caída del euro, del petróleo, y el posible menor crecimiento económico mundial para este año 2015 han pasado a segundo plano por el buen comportamiento de las bolsas, que pueden animar a adoptar una actitud más conservadora por si aumentase la volatilidad en próximos trimestres.

Cerramos el primer trimestre del año con un notable comportamiento de las bolsas europeas, que acumularon importantes revalorizaciones apoyadas en las medidas de estímulo monetario del BCE pero también en la mejora de los datos de actividad. Estos factores permitieron que los mercados se sobrepusieran a la incertidumbre proveniente desde Grecia, donde sigue sin lograrse un acuerdo que permita desbloquear nuevos tramos de ayuda

financiera. Las tensiones de liquidez aumentan en el país heleno, y con ello, el riesgo a un impago de su deuda. Como reflejo de esta situación, la agencia de calificación Fitch rebajó la nota de la deuda pública de Grecia hasta CCC, nivel que fija para riesgos sustanciales de impago.

También se incrementaron las tensiones geopolíticas en Oriente Medio, con la intervención militar de Arabia Saudí en Yemen para frenar las ofensivas de las milicias Chiíes. Aunque Yemen no es un importante productor de crudo, su posición geoestratégica podría poner en riesgo el transporte de crudo. Los Bancos Centrales mantuvieron un elevado protagonismo, con los mercados muy pendientes de los posibles anuncios de la Fed. La autoridad monetaria estadounidense 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. No obstante, estas subidas no se realizarían antes de junio y condicionadas a que continúe la buena marcha de la economía. Los propios miembros del Comité de la Fed redujeron sus expectativas para los tipos oficiales: la previsión media para cierre de 2015 se situó en el 0,625% frente al 1,125% que tenían en diciembre, lo que apunta a que estas subidas serán muy graduales. En cuanto a sus expectativas sobre la economía, la Fed rebajó la previsión de crecimiento del PIB hasta un intervalo entre 2,3%-2,7% (vs. 2,6%-3% estimado anteriormente), y también espera una menor inflación. Más positivas son las previsiones para el empleo, al estimar que la tasa de paro se situará entre el 5%-5,2% a finales del año.

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. 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 del 1,5% en 2015 (vs. 1% anterior) y del 1,9% en 2016. En cuanto a la inflación, rebajó su previsión hasta el 0% interanual en 2015 (vs. +0,7% anterior), pero elevó la estimación para 2016 hasta 1,6% (vs. 1,3% anterior). Los datos macroeconómicos de la Euro-zona superaron las expectativas. Los indicadores de confianza continuaron mejorando, con el PMI compuesto escalando hasta 54,1 y la confianza de los consumidores en máximos desde 2007. Por el lado de la actividad, la producción industrial se aceleró en enero hasta +1,2% interanual. La tasa de desempleo, aunque sigue elevada, bajó una décima en febrero hasta el 11,3%. Por el lado de los precios, el IPC preliminar moderó su caída en marzo en dos décimas hasta el -0,1% interanual.

En España, las previsiones siguen revisándose al alza y esta vez fue el Banco de España que elevó su estimación de crecimiento para este año hasta el 2,8%, debido a la mayor contribución de la demanda interna. También tuvimos datos positivos del sector turístico, donde la llegada de visitantes internacionales se incrementó un 4,5% interanual. Destacar que esta reactivación económica permitió una reducción del déficit del Estado, que en el acumulado hasta febrero descendió un 8,8% interanual hasta 1,09% del PIB (vs. 1,22% del pasado año). La inflación sigue en negativo, con el IPC de marzo en -0,7% interanual (vs. -1,1% anterior).

Los datos de actividad en Estados Unidos fueron mixtos, en parte afectados por los temporales de nieve. En el sector constructor, las viviendas iniciadas en febrero cayeron un 17% mensual y el gasto en construcción acumuló su segundo mes consecutivo de retrocesos. También se moderó el ritmo de creación de empleo, que en marzo fue de 126 mil puestos de trabajo por debajo de los 264 mil anteriores. La nota más positiva vino del repunte de la confianza de los consumidores que en el caso del índice de Conference Board subió hasta niveles de 101,3. Terminamos con la inflación, que registró un crecimiento nulo en febrero, mientras que la tasa subyacente repuntó una décima hasta +1,7% interanual.

La economía japonesa ha seguido durante el trimestre débil, con una caída en febrero tanto de la producción industrial (-2,6% interanual) como de las ventas al por menor (-1,8%). La inflación volvió a moderarse con el IPC subyacente en niveles del +2% interanual (vs. +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. Siguiendo en Asia, el gobierno de China rebajó su objetivo de crecimiento del PIB para este año en cinco décimas hasta el 7%. Anunció además que aumentará las medidas de estímulo fiscal este año - el déficit público subiría hasta el 2,3% del PIB - como forma de apoyo al crecimiento. Esta tendencia de desaceleración se confirmó también en los datos publicados: las ventas al por menor en los dos primeros meses del año crecieron un 10,7% interanual (vs. 11,6% anterior) y la producción industrial en +6,8% interanual (vs. 7,7% anterior). El IPC, por su parte, repuntó en febrero hasta el +1,4% interanual desde el +0,8% anterior.

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. Sin embargo, la noticia positiva, fue que la agencia S&P mantuvo la calificación crediticia de Brasil en el BBB- (nivel de grado de inversión) y con perspectiva estable.

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. La rentabilidad exigida al bono estadounidense a 10 años bajó 7 p.b. terminando el trimestre en 1,9%, al tiempo que el tipo del bono alemán al mismo plazo, descendió 15 p.b. hasta 0,18%, nuevos mínimos. También se mantuvieron



las ganancias de los bonos periféricos, con excepción de Grecia por la incertidumbre sobre el desbloqueo de las ayudas. El tipo de interés del bono español a 10 años bajó hasta el 1,2% y el índice de deuda pública se anotó un 1% en el último mes, cerrando el trimestre con una revalorización del 4%. En el mercado de crédito, peor evolución para los bonos high yield castigados por el repunte de los diferenciales exigidos a las empresas. A nivel global, el índice de deuda con menor calificación crediticia perdió un 0,3%.

El mercado monetario también se encuentra en niveles mínimos históricos, y todos los índices han sufrido caídas considerables durante el trimestre empujados nuevamente por la política de interés cero auspiciada por los bancos emisores.

En el mercado de divisas, el euro aceleró su depreciación por las medidas expansivas del BCE. En su cruce con el dólar, perdió un 4,2% en el mes y un 11% en el trimestre, terminando el cruce en el 1,07 EUR/USD. También el yen ganó terreno frente al euro (+4% hasta el 129 EUR/YEN). La excepción fue la libra esterlina, que se mantuvo estable durante marzo frente al euro, con el cruce en 0,72EUR/GBP. El precio del petróleo corrigió parte de las subidas del mes anterior y la cotización del barril de Brent descendió hasta los 55\$, una caída del 12% en el mes. Los actuales niveles de inventarios siguen siendo elevados, lo que frena posibles subidas de los precios. El oro aceleró su caída, manteniendo una correlación negativa con la subida del dólar: el precio de la onza de oro bajó un 2,5% hasta 1.184\$.

Las bolsas mundiales y especialmente las bolsas europeas han recogido también de forma muy positiva las masivas inyecciones de liquidez por parte de las autoridades monetarias, y lo que es más, han reflejado ser 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. 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.

La renta variable mundial perdió en marzo un 1,8% debido al peor comportamiento de las bolsas estadounidenses, que en el caso del S&P 500 cayó un 1,7% en el mes. También los mercados emergentes terminaron en rojo con un descenso del MSCI Emergentes del 1,6%. Por contra, las bolsas europeas continuaron con sus avances ganando el EuroStoxx 50 un 2,7% en el mes, lo que elevó las ganancias trimestrales hasta +17,5%. Por países, destacó la bolsa alemana que en el año acumula una revalorización superior al 22%. El Ibex35, aunque más rezagado, también tuvo un buen comportamiento subiendo un 3% en marzo y un 12% en el trimestre, su mejor registro trimestral en 17 años.

Tras el extraordinario comportamiento de las compañías europeas en este primer trimestre del año, ya no podemos afirmar que las valoraciones sean tan atractivas como lo eran los años previos, y que los mercados han 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.

#### Recomendaciones y estrategia de inversión

Los mercados financieros han iniciado 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.

La razón del mejor comportamiento de los activos europeos, especialmente las bolsas se explican por la aparición del BCE como actor principal, 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. Seguimos pensando que la renta variable es la mejor opción desde un punto de vista de rentabilidad esperada frente a riesgo asumido, pero no conviene olvidar que los mercados no tiene una sola dirección.

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 mantuvo, no obstante, la posición en los tramos medios, entre 2019 y 2023 en Italia y Portugal, puesto que la entrada en mercado del Banco Central Europeo a través de su programa de expansión cuantitativa está provocando un aplanamiento de las curvas y la reducción de las primas de riesgo de estos emisores frente a Alemania. 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 por otra parte, se encuentran en un punto ligeramente exigido. 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, tras la excelente revalorización del dólar americano durante los últimos meses, aprovechamos para recoger beneficios. 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 1.086.078 euros, el número de accionistas ha aumentado en 1 y la rentabilidad neta de la IIC ha sido de 10,21%. El impacto total de gastos soportados por la IIC en el período sobre la rentabilidad obtenida ha sido de un 0,31%. 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:

UBS FUND MANAGEMENT	2,65%	Sobre Patrimonio
ABERDEEN- ASSET	2,55%	Sobre Patrimonio
M&G INVESTMENT	2,36%	Sobre Patrimonio

La IIC ha efectuado operaciones de:

Futuros con finalidad de inversión

El apalancamiento medio de la IIC de referencia ha sido de: 21,83%.