

SAYOA, SICAV, S.A.

Nº Registro CNMV: 1055

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.

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

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La CNMV también pone a su disposición la Oficina de Atención al Inversor (902 149 200, e-mail: inversores@cnmv.es).

INFORMACIÓN 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		793.479,00	794.073,00
Nº de accionistas		141	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	12.150	15,3128	13,8344	15,4070
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		
0,07	0,57	0,64	0,07	0,57	0,64	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	0,32	0,13	0,32	1,21
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)		-0,02		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
9,52	9,52	2,54	0,67	3,04	7,60	9,62	8,59	2,03

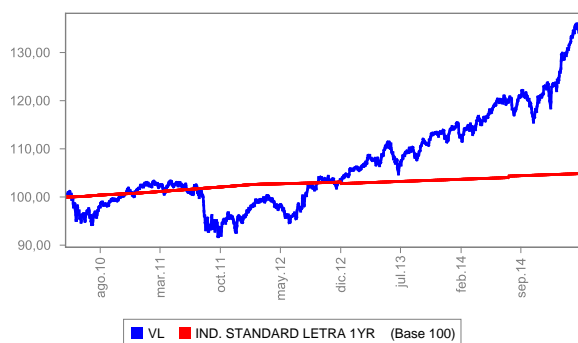
El valor liquidativo y, por tanto, su rentabilidad no recogen el efecto derivado del cargo individual al partícipe de la comisión de gestión sobre resultados.

Gastos (% s/ patrimonio medio)

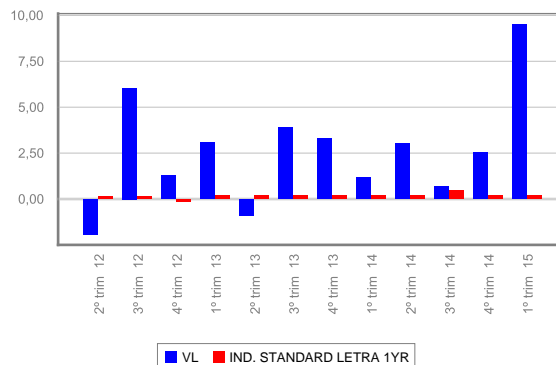
Acumulado	Trimestral				Anual			
año actual	Último trim (0)	Trim - 1	Trim - 2	Trim - 3	2014	2013	2012	2010
0,11	0,11	0,11	0,12	0,11	0,45	0,50	1,07	

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 trimestral de los últimos 3 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	12.112	99,68	10.990	98,99
Cartera Interior	3.813	31,38	3.481	31,35
Cartera Exterior	8.277	68,12	7.490	67,47
Intereses de la Cartera de Inversión	22	0,18	19	0,17
Inversiones dudosas, morosas o en litigio				
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	54	0,44	71	0,64
(+/-) RESTO	-15	-0,12	41	0,37
TOTAL PATRIMONIO	12.151	100,00%	11.102	100,00%

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	
PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)	11.102	10.833	11.102	
(+/-) Compra/ venta de acciones (neto)	-0,08	-0,06	-0,08	45,25
(-) Dividendos a cuenta brutos distribuidos				
(+/-) Rendimientos Netos	9,01	2,53	9,01	284,75
(+) Rendimientos de Gestión	9,78	2,76	9,78	283,62
(+) Intereses	0,07	0,09	0,07	-20,85
(+) Dividendos	0,12	0,09	0,12	40,28
(+/-) Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,10	0,02	0,10	343,13
(+/-) Resultados en renta variable (realizadas o no)	4,84	0,71	4,84	635,08
(+/-) Resultados en depósitos (realizadas o no)				-166,14
(+/-) Resultados en derivados (realizadas o no)	-0,11	0,17	-0,11	-167,45
(+/-) Resultados en IIC (realizadas o no)	4,70	1,63	4,70	211,70
(+/-) Otros Resultados	0,06	0,03	0,06	98,05
(+/-) Otros Rendimientos				
(-) Gastos Repercutidos	-0,77	-0,23	-0,77	271,05
(-) Comisión de gestión	-0,64	-0,16	-0,64	343,35
(-) Comisión de depositario	-0,02	-0,03	-0,02	5,78
(-) Gastos por servicios exteriores	-0,01	-0,02	-0,01	-3,96
(-) Otros gastos de gestión corriente				25,54
(-) Otros gastos repercutidos	-0,09	-0,03	-0,09	284,74
(+) Ingresos				
(+) Comisiones de descuento a favor de la IIC				
(+) Comisiones retrocedidas				
(+) Otros Ingresos				
(+/-) Revalorización inmuebles uso propio y resultados por enajenación inmovilizada				
PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)	12.150	11.102	12.150	

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

3. Inversiones financieras

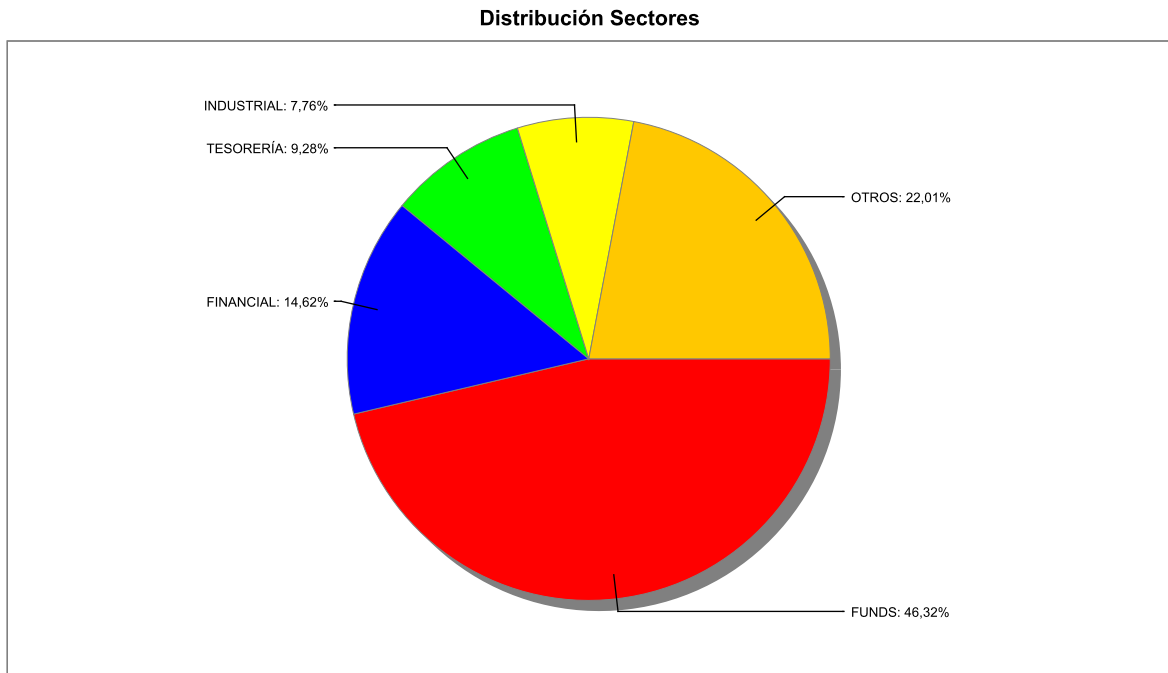
3.1. Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo.

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	0,81	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	0,81		
TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA		196	1,62	198	1,78
REPO B. MARCH 0,01 2015-04-01	EUR	1.053	8,67		
REPO B. MARCH 0,01 2015-01-02	EUR			824	7,43
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS		1.053	8,67	824	7,43
TOTAL RENTA FIJA		1.249	10,29	1.022	9,21
ACCIONES REPSOL YPF	EUR			140	1,26
ACCIONES TELEFONICA	EUR			176	1,59
ACCIONES VIDRALA SA	EUR	421	3,46	352	3,17
ACCIONES TECNICAS REUNIDAS SA	EUR			143	1,29
ACCIONES VISCOFAN, S.A.	EUR	222	1,82	172	1,55
ACCIONES BANKIA, S.A.	EUR			84	0,76
ACCIONES MERLIN PROPERTIES	EUR	254	2,09	201	1,81
ACCIONES INDITEX	EUR	318	2,62	252	2,27
DERECHOS REPSOL YPF	EUR			4	0,04
TOTAL RV COTIZADA		1.215	9,99	1.524	13,74
TOTAL RENTA VARIABLE		1.215	9,99	1.524	13,74
PARTICIPACIONES M. PREMIER RF CP	EUR			235	2,12
TOTAL IIC				235	2,12
DEPOSITOS B. MARCH 1,00 2015-05-05	EUR	100	0,82	100	0,90
DEPOSITOS B. MARCH 1,00 2015-06-12	EUR	100	0,82	100	0,90
DEPOSITOS B. MARCH 0,45 2015-05-05	EUR	500	4,11	500	4,50
DEPOSITOS B. MARCH 0,40 2016-01-14	EUR	150	1,23		
DEPOSITOS BANCO SABADELL ATLAN 0,40 2016-02-19	EUR	500	4,12		
TOTAL DEPÓSITOS		1.350	11,10	700	6,30
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		3.814	31,38	3.481	31,37
BONO BUONI POLIENNALI TES 4,50 2023-05-01	EUR	120	0,98	115	1,03
BONO ESTADO PORTUGUES 4,75 2019-06-14	EUR	282	2,32	275	2,48
Total Deuda Pública Cotizada más de 1 año		402	3,30	390	3,51
BONO BBVA SENIOR FINANCE 5,82 2049-10-21	EUR			100	0,90
Total Renta Fija Privada Cotizada más de 1 año				100	0,90
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA		402	3,30	490	4,41
PAGARE ACS 3,49 2015-02-03	EUR			97	0,87
PAGARE ACS 3,01 2015-04-16	EUR	194	1,60	194	1,75
PAGARE OBRASCON HUARTE LAIN 2,23 2015-05-06	EUR	196	1,61	196	1,76
TOTAL RENTA FIJA NO COTIZADA		390	3,21	487	4,38
TOTAL RENTA FIJA		792	6,51	977	8,79
ACCIONES TOTAL	EUR	139	1,14	128	1,15
ACCIONES BAYER AG	EUR	171	1,41	139	1,25
ACCIONES ERICSSON	SEK	137	1,12	117	1,05
ACCIONES MICROSOFT	USD			142	1,28
ACCIONES ALLIANZ AG-REG	EUR	170	1,40	144	1,30
ACCIONES DAIMLERCHRYSLER AG-R	EUR	130	1,07	100	0,90
ACCIONES LVMH Moet Hennessy	EUR			155	1,40
ACCIONES CONOCOPHILLIPS	USD	116	0,95		
ACCIONES RIO TINTO PLC	GBP	109	0,90	110	0,99
ACCIONES RECKITT BENCKISER PL	GBP	129	1,06	108	0,97
ACCIONES BMW AG	EUR	148	1,22	115	1,03
ACCIONES UNILEVER	EUR	128	1,05	107	0,97
ACCIONES HEIDELBERGCEMENT AG	EUR	123	1,01	99	0,89
ACCIONES CF INDUSTRIES HOLDIN	USD	174	1,43	149	1,34
ACCIONES SAMSUNG ELECTRON	USD	146	1,20	122	1,10
ACCIONES HERMES INTERNATIONAL	EUR			17	0,15
ACCIONES INDIVIOR PLC	GBP			3	0,03
TOTAL RV COTIZADA		1.820	14,96	1.755	15,80

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL RENTA VARIABLE		1.820	14,96	1.755	15,80
PARTICIPACIONES FIDELITY INVESTMENTS	EUR	135	1,11	116	1,04
PARTICIPACIONES HENDERSON FUND LUX	USD	227	1,87	151	1,36
PARTICIPACIONES EDMOND DE ROTHSCHILD	EUR	136	1,12	119	1,08
PARTICIPACIONES EDMOND DE ROTHSCHILD	EUR	194	1,60	169	1,52
PARTICIPACIONES M&G INVESTMENT	EUR	350	2,88		
PARTICIPACIONES LEGG MASON MANAG.	USD	159	1,31	141	1,27
PARTICIPACIONES FIDELITY INVESTMENTS	USD	131	1,08	116	1,04
PARTICIPACIONES JP MORGAN INVEST. M.	USD	409	3,36	352	3,17
PARTICIPACIONES M&G INVESTMENT	USD	316	2,60	471	4,24
PARTICIPACIONES BLACKROCK LUXEMBOURG	EUR	155	1,27	152	1,37
PARTICIPACIONES FEROX CAPITAL LLP	EUR	558	4,59	419	3,78
PARTICIPACIONES JP MORGAN INVEST. M.	USD	553	4,55	485	4,37
PARTICIPACIONES JULIUS BAER	EUR			231	2,08
PARTICIPACIONES MORGAN STANLEY INVES	USD	234	1,93	208	1,88
PARTICIPACIONES MFS INTERNATIONAL LT	EUR	456	3,75	402	3,62
PARTICIPACIONES DWS INVESTMENT	EUR	324	2,67		
PARTICIPACIONES BLACKROCK DEUTSCHLAN	EUR			104	0,93
PARTICIPACIONES PIONNER FUNDS	USD	711	5,86	618	5,57
PARTICIPACIONES ROBECO INVESTOR SERV	USD	411	3,39	357	3,22
PARTICIPACIONES BLACKROCK LUXEMBOURG	USD	169	1,39	147	1,33
TOTAL IIC		5.628	46,33	4.758	42,87
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		8.240	67,80	7.490	67,46
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS		12.054	99,18	10.971	98,83

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



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/ Opc. PUT OPCION EUROSTOXX P3500 19/06/2	6	inversión
IND. EUROSTOXX 50	C/ Opc. PUT OPCION EUROSTOXX P3650 19/06/2	6	inversión
Total subyacente renta variable		12	
TOTAL DERECHOS		12	

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: 896.545,43 euros

Pagarés: 98.425,20 euros

Divisa: 523.839,86 euros

Repos: 51.287.652,26 euros

Eurorepos: 150.000,00 euros

Eurorepos + IPF: 150.000,00 euros

Existen 2 accionistas con una participación significativa del 25,67 % y 30,99 % 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

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

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. Se ha aprovechado un recorte puntual en determinadas acciones para realizar una operación táctica, con la idea de venderlas al rebotar con fuerza en poco tiempo, obteniendo una alta rentabilidad con dicho movimiento. Sin embargo, al ser una operación de riesgo relativamente alto, se realiza con un peso sobre patrimonio bajo. 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. Tras la fuerte apreciación del dólar con respecto al euro en este trimestre, se ha decidido realizar una parte de la fuerte plusvalía, bajando la exposición neta al dólar en un 5%. Los factores que favorecen el buen comportamiento del dólar con respecto al euro se han mantenido durante el trimestre, y por ello, se mantiene aún exposición a dicho activo. 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 1.048.334 euros, el número de accionistas ha disminuido en 2 y la rentabilidad neta de la IIC ha sido de 9,52%. El impacto total de gastos soportados por la IIC en el período sobre la rentabilidad obtenida ha sido de un 0,77%. 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.	7,91% Sobre Patrimonio
PIONNER FUNDS	5,86% Sobre Patrimonio
M&G INVESTMENT	5,48% Sobre Patrimonio