

Informe Mensual

Julio 2011

Entorno Macroeconómico

Situación Global

Los recientes acontecimientos se asemejan a los vividos el verano pasado. La crisis de deuda periférica ha vuelto al primer plano y, pese a que una solución a corto plazo parece factible con la aprobación de un nuevo paquete de ayudas a Grecia, el miedo a algún tipo de reestructuración de su deuda y su posible contagio a otros países ha vuelto a incrementar las primas de riesgo país. Por otro lado, la debilidad de los datos macroeconómicos conocidos vuelve a poner en entredicho la fortaleza y sostenibilidad de la actual fase de recuperación del crecimiento económico global.

Estados Unidos

Las probabilidades otorgadas por el mercado a una recaída en recesión han vuelto a incrementarse tras la publicación de unos datos de actividad que muestran cierta desaceleración del crecimiento económico. El incremento de los costes energéticos y un mercado residencial que no acaba de despegar parecen haber hecho mella en el consumo privado, y la actividad industrial se ha visto afectada por restricciones en la oferta de ciertos componentes tras el terremoto de Japón. No obstante, los indicadores adelantados se mantienen claramente en zona de expansión, el mercado laboral (aunque lentamente) sigue mejorando y es de esperar cierta reactivación del crecimiento en la segunda mitad del año que permitiría finalizar el ejercicio con crecimientos del PIB por encima del +2.5%

Europa

Existe prácticamente unanimidad sobre la necesidad de Grecia de llevar a cabo algún tipo de reestructuración para solucionar a largo plazo su excesivo nivel de deuda. Sin embargo, la reciente aprobación por parte de su Parlamento de las medidas de austeridad exigidas, el desbloqueo de la última parte del rescate aprobado hace un año y la posibilidad de un nuevo paquete de ayudas para los próximos años, parece descartar algún tipo de quiebra a corto plazo. Desde un punto de vista macroeconómico, se mantiene la clara divergencia entre el crecimiento de los países de Europa Central, que compensa la debilidad que siguen presentando muchas de las economías periféricas.

Riesgos a corto plazo

Pese a que consideramos la reciente desaceleración del crecimiento mundial como algo temporal, hasta cierto punto normal tras un ciclo de recuperación económica tan rápida como la vivida en los últimos dos años, siguen existiendo numerosas incertidumbres a corto plazo. Ello, unido a la menor liquidez de los mercados en los meses de verano, pueden hacer que se mantenga el actual entorno de lateralidad e incrementos puntuales de volatilidad de las últimas semanas. Entre los riesgos a corto plazo podríamos destacar la aprobación de las nuevas ayudas a Grecia, la reciente finalización del QE2 en Estados Unidos, la publicación de los resultados de los stress test bancarios en Europa a mediados de julio, la necesidad de ampliación del techo de gasto en EEUU y el comienzo de la temporada de presentación de resultados empresariales correspondientes al 2º trimestre.

Resumen de Mercados

Renta Fija

Pese a que durante la primera mitad del mes los activos de renta fija gubernamental actuaron como refugio ante los síntomas de desaceleración económica y los problemas en la deuda periférica, el movimiento alcista en rentabilidades en los últimos días provocó pérdidas en esta clase de activo en el acumulado mensual. Asistimos a importantes ampliaciones de los diferenciales de crédito (sobre todo en los bonos de alta rentabilidad) lo que hizo que la renta fija privada tuviera un peor comportamiento relativo. Tan sólo la deuda emergente finaliza en positivo, favorecida por la entrada de flujos de inversión.

Renta Variable

Pese al importante rebote de los mercados en la última semana del mes, tras la aprobación por el Parlamento griego de las medidas de ajuste necesarias para recibir un nuevo paquete de ayudas, los índices de renta Variable mundial terminan el mes en negativo. Las caídas fueron generalizadas y similares (en torno al -2%) en todos los índices, si bien durante el mes llegaron a acumular pérdidas cercanas al -6%. En el acumulado anual, la Renta Variable mundial se sitúa prácticamente plana (MSCI World +0.96%), con mejor comportamiento relativo del mercado americano sobre el europeo. Los sectores cíclicos fueron especialmente penalizados, mientras que la parte más defensiva del mercado (Eléctricas, Salud, Telecomunicaciones) aguantó mejor la reciente corrección bursátil. Especialmente desfavorable (salvo en la recuperación final) fue la evolución del sector financiero ante el temor a una reestructuración de la deuda griega y el posible contagio a otros países periféricos.

Materias Primas

Continúa el proceso de corrección iniciado hace unos meses (Índice GS materias Primas -5.31% en junio). Las dudas sobre la sostenibilidad de las tasas de crecimiento mundial, el cierre de posiciones especulativas y una importante caída del petróleo (tras anunciarse la liberación de parte de las reservas mundiales) afectaron negativamente a esta clase de activo.

Divisas

Pese a las renovadas tensiones en la deuda periférica, el euro terminó el mes apreciándose ligeramente contra la mayor parte de las divisas mundiales. Diversos factores siguen favoreciendo la debilidad del USD: déficit, ampliación del techo de gasto y políticas monetarias muy expansivas. Tan sólo el Franco Suizo actuó claramente como divisa refugio durante las primeras semanas del mes.

Rentabilidades en Divisa Local a 30 Junio 2011

RV			
RV Large		Mes	2011
MSCI AC World Local	Mundial	-1,80%	0,96%
MSCI ACWI USD	Mundial	-1,75%	3,38%
S&P 500	EEUU	-1,83%	5,01%
Russell 1000 Value Index	EEUU Value	-2,25%	4,73%
Russell 1000 Growth Index	EEUU Growth	-1,55%	6,06%
Eurostoxx 50	Eurozona	-0,47%	1,99%
DJ STOXX 600	Europa	-2,92%	-1,07%
IBEX 35 INDEX	España	-1,11%	5,08%
DAX INDEX	Alemania	1,13%	6,68%
CAC 40 INDEX	Francia	-0,62%	4,66%
FTSE 100 INDEX	Reino Unido	-0,74%	0,78%
SWISS MARKET INDEX	Suiza	-5,61%	-3,87%
TOPIX INDEX (TOKYO)	Japón	1,28%	-5,52%
RV Emergentes		Mes	2011
MSCI Emerging Markets	Emergentes	-1,86%	-0,45%
RV Small		Mes	2011
Russell 2000 Value Index	EEUU Small	-2,46%	5,59%
MSCI Small Cap Europe	Europa Small	-3,05%	-1,06%
MSCI Small Cap Japan	Japón Small	3,11%	0,58%
MSCI Small Pacific Ex Japan	Asia Small	-3,56%	-1,34%
Materias Primas			
		Mes	2011
Goldman Sachs Commodity	Global	-5,31%	2,71%
Petroleo [Contado,USD]	Global	-4,33%	18,43%
GOLD SPOT \$/OZ	Global	-2,31%	5,60%

RF			
RF Gobierno		Mes	2011
AFI Repo 1 Dia	Repo	0,09%	0,41%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt 1-3 Yr	Euro Gob 1-3	0,02%	-0,13%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt All > 1 Yr	Euro Gob >1	-0,45%	-0,47%
Bloomberg/EFFAS US Govt All > 1 Yr	EEUU Gob >1	-0,28%	2,39%
RF Corporativa Investment Grade		Mes	2011
ML Corporate IG Euro	Euro	-0,39%	1,52%
ML Corporate IG USA	USA	-0,83%	3,29%
RF Emergentes		Mes	2011
JPMorgan EMBI Global	Emerg	1,12%	5,09%
RF High Yield		Mes	2011
ML High Yield Euro	Euro	-1,53%	4,70%
ML High Yield USA	USA	-1,00%	4,93%
Convertibles		Mes	2011
JACI Global	Global	-1,47%	2,93%
JACI Asia Ex Japan USD	Emerg	-1,72%	-0,65%
Gestión Alternativa			
		Mes	2011
HFRX Global Hedge Fund	Global	-1,59%	-2,12%
HFRX Equal Weighted Strategies	Global	-1,11%	-0,22%
Divisas (vs EUR)			
		Mes	2011
USD	EEUU	-0,99%	-7,88%
JPY	Japón	-0,03%	-7,18%
GBP	Reino Unido	-3,19%	-5,08%
CHF	Suiza	0,36%	2,16%

Recomendaciones

Clase de Activo	Anterior	Outlook	Comentario
Liquidez			Pese a que el BCE probablemente vuelva a subir los tipos en 25 pb en su reunión de julio, el ritmo de normalización de su política monetaria debería ralentizarse en los próximos meses y la FED mantendrá su política de tipos prácticamente nulos durante un largo período de tiempo. Por lo tanto el rendimiento de la liquidez seguirá siendo mínimo.
Renta Fija Gobierno			Tras su buen comportamiento ante débiles datos macroeconómicos y temores sobre deuda periférica, no encontramos demasiado valor relativo. Aún así, y aunque esperamos rentabilidades ligeramente al alza, adoptaríamos una posición neutral a corto plazo y no descartaríamos cierta exposición por su correlación negativa con otros activos de riesgo.
RF Corporativa IG			Seguimos considerándola mejor en términos relativos a la renta fija gubernamental, y tras la reciente ampliación de diferenciales de crédito, el margen de reducción de los mismos se ha incrementado. Aún así, esperamos retornos sólo moderadamente positivos y mantenemos nuestra visión neutral sobre la deuda corporativa de alta calidad crediticia.
RF High Yield			Temores a un parón en el crecimiento global y salidas de flujos de inversores tras un excepcional comportamiento en los últimos meses han penalizado su evolución reciente. Aún así seguimos considerándola como una de las subclases preferidas dentro de la renta fija, con una rentabilidad esperada suficiente para compensar los riesgos asumidos.
RF Emergente			Las entradas netas de flujos de inversión se mantienen y han actuado como soporte recientemente. Sus fundamentales siguen siendo superiores a los de las economías desarrolladas y cierta relajación de las tasas de inflación en los próximos meses deberían reducir la presión sobre sus Bancos Centrales para endurecer más sus políticas monetarias.
Gestión Alternativa			El actual entorno de creciente volatilidad, factores de incertidumbre y poca visibilidad sobre la evolución de los mercados a corto plazo sigue favoreciendo la búsqueda de estrategias de retorno absoluto. Se trataría de buscar descorrelación con otros activos de riesgo, mediante estrategias de bajo riesgo y neutrales al mercado.
Renta Variable			Aunque a medio plazo mantenemos nuestra visión positiva ante un crecimiento mundial razonable, políticas monetarias expansivas, presiones inflacionistas controladas, incrementos de los beneficios empresariales y adecuadas valoraciones, ciertos factores de riesgo a corto plazo nos hacen adoptar una posición algo más prudente.
RV Emergentes			Es de esperar que los mercados emergentes se comporten en línea con los desarrollados en los próximos meses. No obstante, el encontrarse en un posición mucho más avanzada del ciclo de normalización monetaria y sus mejores fundamentales en términos de crecimiento deberían favorecer la vuelta de flujos de inversión a medio plazo.
Materias Primas			La reciente corrección en esta clase de activo parece excesiva y puede presentar oportunidades a largo plazo. Sin embargo, mientras no vuelvan a aparecer claros síntomas de aceleración del crecimiento mundial, es complicado que se retome con claridad una tendencia alcista a corto plazo.

Las flechas indican si se espera que la clase de activo produzca un rendimiento a largo plazo superior/ acorde/inferior a su nivel de riesgo

Evolución Fondos Welzia

Fondo	VL	Rentabilidades			Volatilidad
		Mes	2011	12 Meses	
Fondo Tesorería					
Welzia Tesorería	10,83	0,06%	0,55%	0,99%	0,24%
Fondos gestionados por Riesgo					
Welzia Sigma 5	9,99	-1,16%	1,08%	4,96%	2,92%
Welzia Sigma 10	8,68	-2,07%	1,26%	13,30%	7,59%
Welzia Sigma 15	9,43	-2,75%	1,50%	19,53%	11,33%
Welzia Sigma 20	7,07	-3,42%	2,24%	27,53%	16,16%
Fondos Temáticos					
Welzia Banks	4,76	-2,23%	-4,86%	2,21%	15,97%
Welzia Rockledge USA Equity	8,09	-2,68%	4,28%	23,58%	12,47%

Datos a 30 de Junio de 2011

Nuestro fondo **Welzia Tesorería** termina el mes de febrero con una rentabilidad ligeramente positiva (+0.06%), en línea con la ofrecida por la liquidez en el último mes. Su rentabilidad acumulada en lo que llevamos de año (+0.55%) y en los últimos 12 meses (+0.99%) sigue siendo superior a la ofrecida por el tipo libre de riesgo.

Pese a que durante las últimas semanas hemos ido progresivamente reduciendo el riesgo del fondo **Welzia 5**, el mal comportamiento de activos como los bonos convertibles y la renta fija de alta rentabilidad no ha podido ser compensado con otros activos más conservadores presentes en su cartera. El fondo termina el mes con ligeras caídas (-1.16%), aunque se mantiene en positivo en el conjunto del año. A 12 meses, la rentabilidad obtenida (4.96%) lo sitúa en los primeros puestos de su categoría de fondos con volatilidad similar.

Pese a cierta recuperación en la última semana del mes, el resto de **fondos Welzia gestionados por volatilidad** también terminan junio en negativo, afectados por la negativa evolución de los índices bursátiles y la reciente corrección en la mayor parte de los activos de riesgo. Clases de activo como Materias Primas y Renta Fija Corporativa, que en otros meses aportaron rentabilidad y diversificación, tampoco lograron en este período escapar a las pérdidas. Aún así, todos los fondos se mantienen en positivo en 2011, batiendo a la Renta Variable Mundial (MSCI World +0.96% en 2011), sin necesidad de haber incurrido en una mayor volatilidad.

Todos los fondos mantienen rentabilidades muy positivas a 12 meses y siguen en los primeros puestos dentro de sus categorías. Mantienen unas volatilidades controladas y algo inferiores a las definidas en sus mandatos de gestión y, tras la activación de algunos de los controles de riesgo implementados en su gestión, presentan una composición de cartera algo más conservadora de lo habitual.

El mal comportamiento del sector bancario a nivel mundial y especialmente en Europa, tras el recrudescimiento de los temores a una reestructuración de la deuda griega, se dejó sentir en la evolución de nuestro fondo sectorial **Welzia Banks**. El fondo cae en línea con el índice que le sirve de referencia (MSCI World Banks -2.04% en junio) y a 12 meses su rentabilidad sigue siendo ligeramente positiva.

Pese a la diversificación sectorial que presenta nuestro fondo **Welzia Rockledge**, el importante peso en su cartera de un sector tan duramente penalizado recientemente como el financiero le lleva a finalizar el mes con caídas algo superiores a las del S&P 500 (-2.68% vs. -1.83%). Los gestores siguen considerando que dicho sector se encuentra especialmente infravalorado y con mayor potencial de revalorización relativa en los próximos meses. En lo que llevamos de año, la rentabilidad del fondo (+4.28%) está en línea con la de su índice comparable, con una volatilidad sensiblemente inferior (12.47% vs. 14.17%).

Evolución Sicavs Welzia

Sicav	Valor Liquidativo	Rentabilidades						Volatilidad 12 Meses
		Mes	Acumulado 2011	12 Meses	2010	2009	2008	
Sicav 1	8,68	-3,86%	-1,92%	16,20%	20,91%	34,51%	-48,77%	15,10%
Sicav 2	8,46	-4,47%	-2,48%	15,51%	22,13%	36,82%	-49,37%	15,94%
Sicav 3	3,41	-2,88%	-3,32%	5,53%	5,06%	10,61%	-43,60%	9,06%
Sicav 4	8,21	-2,44%	2,47%	15,73%	3,73%	29,56%	-36,35%	9,00%
Sicav 5	4,80	-0,72%	2,66%	3,22%	2,96%	2,30%	-16,16%	4,81%
Sicav 6	5,99	-0,01%	-0,07%	1,51%	0,74%	5,44%	-35,50%	0,85%
Sicav 7	13,38	-1,04%	1,90%	12,67%	0,61%	22,80%	-37,68%	13,66%

Datos a 30 junio 2011

Evolución Carteras RV Welzia

Carteras Valores	Rentabilidades						Volatilidad 12 Meses	Dividendo	
	Mes	Acumulado 2011	12 Meses	2010	2009	2008			Inicio Anualizado
Cartera Welzia RV Euro	0,47%	10,70%	24,96%	4,90%	41,54%	-35,86%	1,59%	30,29%	4,21%
Eurostoxx 50	-0,22%	5,51%	14,21%	-1,88%	26,92%	-41,83%	-7,39%	29,09%	4,20%
Diferencia	0,69%	5,19%	10,76%	6,78%	14,62%	5,97%	8,98%		
Cartera Welzia RV Europa	-1,77%	4,16%	18,34%	3,32%	40,28%	-26,70%	3,40%	27,19%	3,70%
Stoxx 50	-2,48%	1,88%	12,17%	3,98%	29,85%	-40,72%	-5,66%	26,76%	4,03%
Diferencia	0,70%	2,28%	6,18%	-0,66%	10,42%	14,02%	9,06%		
Cartera Welzia RV Europa Dividendo	-0,57%	7,84%	20,77%	6,69%	23,40%	-23,40%	1,73%	25,47%	5,33%
Stoxx 50	-2,48%	1,88%	12,17%	3,98%	29,85%	-40,72%	-5,66%	26,76%	4,03%
Diferencia	1,90%	5,96%	8,60%	2,71%	-6,45%	17,32%	7,39%		
Cartera Welzia RV EEUU	-1,15%	6,16%	29,94%	14,54%	38,55%	-31,11%	7,77%	28,27%	1,66%
S&P 500	-1,67%	6,02%	29,27%	15,06%	26,48%	-37,00%	2,20%	28,32%	1,81%
Diferencia	0,51%	0,13%	0,67%	-0,52%	12,07%	5,89%	5,56%		
Cartera Welzia RV EEUU Defensiva	-1,82%	7,50%	29,29%	16,01%	28,65%	-17,57%	6,99%	26,06%	2,93%
S&P 500	-1,67%	6,02%	29,27%	15,06%	26,48%	-30,43%	2,20%	28,32%	1,81%
Diferencia	-0,15%	1,47%	0,02%	0,95%	2,16%	12,86%	4,78%		
Cartera Welzia RV Global Dividendo	-0,83%	7,03%	22,07%	9,01%	22,25%	-11,11%	7,58%	22,38%	4,64%
MSCI World	-1,73%	1,66%	18,48%	7,83%	22,82%	-31,67%	-2,53%	22,20%	2,75%
Diferencia	0,90%	5,37%	3,59%	1,19%	-0,57%	20,56%	10,11%		

Rentabilidades de Carteras e Indices incluyen Dividendos

Rentabilidades en Divisa Local a 30 de Junio de 2011

Tema del Mes

Perspectivas 2º Semestre 2011

Repaso Macroeconómico 1er Semestre

La **recuperación económica** se ha visto lastrada en los últimos meses por una serie de acontecimientos que en su mayoría han sido una sorpresa inesperada para el mercado. Comenzó el 2011 registrando unos datos de crecimiento económico robustos, con unos indicadores adelantados y de confianza en máximos desde el inicio de la crisis.

Las **revueltas** en los países del **Magreb** y el miedo a un posible contagio hacia los grandes países productores de **petróleo**, hizo que el petróleo llegase a cotizar a 127 dólares, lo que hizo temer por la recuperación mundial. Hubo un impacto negativo sobre todos los índices de renta variable mundiales y sobre los **niveles de inflación** en muchas economías, aunque debido a que el mercado laboral y el consumo no se hallan totalmente recuperados, este aumento no se ha trasladado aún a la inflación subyacente (resultante de sustraer los elementos más volátiles como la energía y los alimentos). Las subidas de precios han llevado a algunos Bancos Centrales (como el BCE) a abandonar las **políticas monetarias** excesivamente expansivas e iniciar un proceso de subidas de tipos.

A la crisis del Magreb se unió en marzo el **terremoto** que tuvo lugar en la costa noreste de Japón, que hizo que el MSCI World cayese más del 5% aunque posteriormente recuperaría toda esa caída. Por el contrario, los índices japoneses se desplomaron más de un -18%, y aún no han logrado recuperarse totalmente, manteniéndose en negativo en el acumulado anual.

Tras el rescate de Grecia e Irlanda en 2010, el mercado se relajó y obvió, durante algún tiempo, la **crisis periférica** aunque luego se recrudeció, obligando a Portugal también a pedir un rescate en abril. Este rescate resultó ser nada más que un bálsamo temporal, pues poco después se empezó a especular con la necesidad de un **segundo paquete de ayuda a Grecia** debido a la imposibilidad del país para hacer frente a los vencimientos de su deuda. Después de unas semanas de gran turbulencia en los mercados debido a los problemas para aprobar el quinto tramo del primer paquete de ayuda, ante la negativa del Parlamento griego a aprobar los recortes presupuestarios exigidos, las medidas de ajuste fueron finalmente aprobadas por una muy ajustada mayoría y la UE acabó dando luz verde al desembolso a mediados de julio de dicho tramo de ayudas.

La necesidad de un segundo rescate y el hecho de que éste, con colaboración de inversores privados pudiese ser tomado por las agencias de calificación crediticia como un **default encubierto**, siguen sin haberse resuelto a finales de junio. Los inversores institucionales privados (bancos en su mayoría) deberán "voluntariamente" aceptar un aplazamiento de los vencimientos con la obligación de comprar deuda griega a 30 años. El default griego sigue pareciendo inevitable y con las medidas adoptadas lo que se pretende es aplazarlo en el tiempo, evitando así el temido efecto contagio al resto de economías periféricas.

Otro de los factores que ha afectado negativamente al mercado ha sido el **nivel de deuda** que soporta la economía de **EEUU** y los problemas que su Administración está teniendo para aumentar el **techo del gasto**. Después de las últimas elecciones los demócratas se hallan en minoría y actualmente se encuentran en duras negociaciones con los Republicanos. La mayoría de los expertos confían en que antes del 2 de agosto, fecha en la que los EEUU incurrirían de facto en un default técnico, se llegará a un acuerdo para aumentar dicho techo.

Repaso Mercados 1er Semestre

Por tipo de activo, la **Renta Variable** de países desarrollados consigue terminar el semestre en positivo, gracias al rebote de la última semana de junio tras disiparse a corto plazo los temores griegos así como tras mejores datos económicos provenientes del otro lado del Atlántico. El **S&P500** logra terminar el semestre anotándose un 5%. Las bolsas americanas se han visto afectadas por el temor a una desaceleración económica estructural y no a un mero reajuste temporal. La economía estadounidense está marcada por un mercado laboral e inmobiliario que no terminan de despegar, habiéndose rebajado las expectativas de crecimiento hasta el 2,7%- 2,9% (desde el 3.1%-3.3% anterior) y por la aparición de rumores sobre una tercera ronda de compra de activos, aunque esto parece altamente improbable de momento.

La **renta variable europea** se anota un tímido 2% en el primer semestre, estando hasta la última semana del mismo en negativo debido a los acontecimientos provocados por la crisis helena que han afectado al ánimo inversor. Las **bolsas emergentes** no han conseguido saldar el semestre en positivo, cerrando con una ligera caída. No obstante, las medidas tomadas por sus bancos centrales parecen estar empezando a surtir efecto por lo que es posible que el ciclo de subidas de tipos en un intento de frenar la inflación, pueda estar llegando a su fin. Ello podría suponer una atractiva alternativa de inversión de cara a los próximos meses, en unas bolsas que se encuentran relativamente baratas y con importantes posibilidades de revalorización.

Los bonos **gubernamentales** son el activo que más disparidad ha mostrado en función de los distintos emisores de la deuda. Mientras la deuda de países como Alemania o EEUU, economías cuya deuda está considerada como libre de riesgo, se ha visto favorecida por los temores sobre la crisis periférica, los países de la periferia europea han visto como la rentabilidad de su deuda se ha disparado (con la consiguiente caída en precio).

La **deuda corporativa Investment Grade** (empresas con alta calidad crediticia) está obteniendo unos rendimientos moderados, aunque más atractivos que la deuda soberana. Tras la reciente ampliación de los diferenciales de crédito, la rentabilidad de partida de este tipo de bonos ha mejorado algo en términos relativos. La **deuda corporativa High Yield** (empresas de baja calidad crediticia), después de un excepcional inicio de año, ha tenido un mal comportamiento ante el incremento de los niveles de aversión al riesgo y debido a una salida de flujos de inversión.

El activo de renta fija que mejor comportamiento ha registrado en este semestre ha sido la **deuda de países emergentes** y se espera que esta tendencia prosiga en lo que queda de año debido a los mejores fundamentales que presentan estas economías y a que la mejoría en sus tasas de inflación debería llevar a sus bancos centrales a relajar el control sobre los tipos de interés.

El mercado de **materias primas** se ha comportado de un modo muy volátil en estos primeros meses del año, con importantes subidas animadas por buenos datos económicos y empresariales y posteriores bajadas ante temores sobre el estancamiento de la recuperación en los países desarrollados y la posibilidad de que países como China rebajasen sus perspectivas de crecimiento para los próximos años. Los metales preciosos (especialmente oro y plata), al considerarse activos refugio cuando las preocupaciones económicas se disparan, han sido la subclase que mejor se ha comportado. El petróleo ha sido el gran protagonista debido a las revueltas de la "primavera árabe" y a la reticencia de la OPEP a ampliar su producción. Tras el terremoto en Japón el carbón se ha visto también favorecido ante la creciente opinión pública contraria a la energía nuclear.

En el mercado de **divisas** el euro, pese a los problemas de deuda periférica termina revalorizándose frente a la mayor parte de las divisas mundiales. El USD sigue dando muestras de debilidad ante una política monetaria de la FED claramente expansiva y el principal beneficiado del reciente incremento de las primas de riesgo ha sido el Franco Suizo, activo refugio por excelencia.

Perspectivas
2º Semestre 2011

Consideramos los recientes síntomas de **desaceleración** como algo **temporal**. Creemos que el ciclo económico, está entrando en una nueva etapa, basada más en la demanda interna (consumo e inversión empresarial) y con mayores tasas de inflación, habitual tras una primera fase de fuerte recuperación apoyada en el sector público, las exportaciones y la reposición de inventarios. Pese a los débiles datos recientes (influenciados por factores climatológicos, el repunte de precios energéticos y el terremoto en Japón), la economía mundial debería **recuperarse** y acabar el año con un crecimiento superior al 4%, liderada por los países emergentes.

Pese a que las **tasas de inflación** se mantienen claramente por encima de los objetivos de los Bancos Centrales, seguimos viendo poco probable una traslación a las tasas subyacentes mientras continúe el débil crecimiento del consumo y los altos niveles actuales de desempleo. Es de esperar **cierta moderación** en los precios después del verano, salvo que asistamos a otro repunte de las materias primas. Ello debería permitir a los Bancos Centrales desarrollados mantener sus actuales **políticas monetarias expansivas** y frenar la presión sobre los países emergentes para aplicar mayores restricciones monetarias.

La **crisis de deuda periférica** está lejos de encontrar una solución definitiva. Consideramos, como la mayor parte del mercado, que la única solución a largo plazo para solucionar el problema del excesivo nivel de deuda en Grecia es una reestructuración e impago de parte de la misma. No obstante, creemos que dicho evento no se producirá a corto plazo y se llegará a algún tipo de acuerdo para aplazar el problema varios años, esperando que la situación del resto de economías periféricas mejore y el riesgo de contagio sea menor. Pese a ello, esperamos que las primas de riesgo país, aunque puedan mejorar momentáneamente, se mantengan estructuralmente en niveles elevados.

Este favorable escenario macroeconómico (crecimiento razonable, no excesivas presiones inflacionistas y tipos de interés bajos), unido a unas **adecuadas valoraciones** y unos **crecimientos de beneficios** que siguen siendo elevados, deberían favorecer en la segunda parte del año a la mayor parte de los activos de riesgo y especialmente a la renta variable. No obstante, consideramos que durante los meses de verano puede que asistamos a una continuación del reciente movimiento lateral, con puntuales episodios de incremento de la volatilidad y la aversión al riesgo. Mientras no se tenga algo más de visibilidad sobre determinados factores de riesgo a corto plazo (fin del programa de recompra de activos en EEUU, elevación de su techo de gasto, publicación de los stress test en la banca europea, aprobación del nuevo paquete de ayudas a Grecia), vemos complicado que los activos de riesgo retomen con claridad una tendencia alcista, más en una época en la que el volumen y la presencia de inversores disminuye de forma sustancial.

La rentabilidad ofrecida por la **liquidez**, en un entorno de bajos tipos de interés, seguirá siendo prácticamente nula (negativa en términos reales). Intentaríamos buscar alternativas a esta clase de activo y tan sólo mantendríamos posiciones puntuales de cara a aprovechar posibles correcciones en los mercados.

Los niveles alcanzados por la rentabilidades de la **Renta Fija gubernamental** en países como Alemania y EEUU (en torno al 3%) no nos parecen justificados en el actual entorno macroeconómico. Los precios de esta clase de activo han estado soportados recientemente por los débiles datos macroeconómicos y los temores sobre la deuda periférica. Esperamos en los próximos meses rentabilidades ligeramente al alza, por lo que su comportamiento en términos relativos debería ser peor que otras clases de activos de renta fija. Preferiríamos duraciones cortas aunque no descartaríamos cierta presencia de esta tipo de bonos en cartera por su correlación negativa con otros activos de riesgo en momentos puntuales de corrección. Seguiríamos sin recomendar exposición a deuda pública española, pese a que niveles cercanos a 300pb de diferencial frente a los bonos alemanes podrían ser una oportunidad a medio plazo para inversores poco adversos al riesgo.

Dentro de la **Renta Fija Corporativa**, esperamos retornos moderados para las emisiones de mejor calidad crediticia. Después de la reciente ampliación de los diferenciales de crédito, vemos algo de margen de reducción de spreads, que debería compensar el incremento de los tipos gubernamentales. Consideramos los

bonos de alta rentabilidad (high yield) como la clase de activo de renta fija que presenta un mejor binomio rentabilidad-riesgo. Pese al importante riesgo que incorporan, el margen de estrechamiento de diferenciales, los altos cupones de partida (en torno al 7.50%) y la buena salud financiera de la mayor parte de las empresas emisoras de este tipo de bonos, deberían favorecer de nuevo la entrada de flujos de inversión que han actuado como soporte de esta clase de activo en el pasado.

La **deuda emergente** se configura como otra opción dentro de los activos de renta fija para beneficiarnos de la previsible mejora de los fundamentales económicos en los próximos meses, a través de emisiones de países que ya se encuentran en la parte final de sus ciclos de subidas de tipos de interés.

La **Renta Variable**, si se cumplen nuestras expectativas de reactivación del crecimiento económico mundial, aparece como una de las clases de activos con mejores perspectivas en la 2ª parte del año. Las valoraciones de la clase de activo distan mucho de ser exigentes, la rentabilidad por dividendo de muchas acciones supera a los de los bonos corporativos de las mismas compañías y la exposición de las carteras de los inversores sigue estando por debajo de lo que podría considerarse normal en esta fase del ciclo económico. A corto plazo adoptaríamos una posición algo más neutral ante la existencia de escasa visibilidad y numerosas incertidumbres aún por despejar. El mercado (al igual que el ciclo económico) parece haber entrado en una fase lateral de consolidación y aprovecharíamos recortes como los vividos en las primeras semanas de junio para ir incrementando lentamente exposición.

Pese a una mejor situación en términos de valoración de las bolsas europeas seguiríamos prefiriendo una mayor exposición a los índices estadounidenses, más ligados al ciclo económico mundial y con menor dependencia de la evolución del sector financiero. Consideramos las bolsas emergentes como una oportunidad de inversión a lo largo de los próximos meses si, como esperamos, sus problemas de inflación disminuyen y la tesis del "aterrizaje suave" de sus economías prevalece. Dadas sus atractivas valoraciones y unas expectativas de crecimiento de beneficios muy superiores a las de las empresas de naciones desarrolladas, deberían volver a apreciarse entradas de flujos de inversión tras las salidas de inicio de año.

Después de la importante corrección de las **Materias Primas** en los últimos meses, podríamos encontrarnos cerca de interesantes puntos de entrada con una visión a medio plazo. Los factores que favorecen su positiva evolución (restricciones de oferta, creciente demanda por parte de emergentes..) siguen vigentes y mucha parte del dinero especulativo que entró en la clase de activo en los primeros meses del año ya no está en mercado. No obstante, mientras no se aprecien síntomas claros de aceleración del crecimiento mundial y de cierto techo en las tasas de inflación de los países emergentes, parece complicado que se retome una tendencia claramente alcista a corto plazo.

Seguimos esperando debilidad de la **divisa** estadounidense en los próximos meses, mientras no cambie el discurso claramente expansionista y de generación de liquidez por parte de la FED. La actitud del BCE, más proclive a la aplicación de políticas restrictivas para prevenir futuros repuntes de precios, debería favorecer al euro. No obstante, la divisa comunitaria está expuesta a corto plazo a riesgos de depreciación mientras no se alcance una solución (aunque sea temporal) al problema de refinanciación de la deuda griega.

En nuestra página web (<http://www.welzia.com>) encontrará información adicional sobre nuestra metodología de gestión, nuestros servicios de asesoramiento financiero y los productos gestionados por Welzia. Dicha información, además de la documentación legal sobre nuestros fondos de inversión y sicavs (Folletos, Reglamentos, Políticas de Inversión, Memorias Anuales e Informes Trimestrales), incluye los valores liquidativos y evolución de nuestros fondos, así como una ficha mensual explicativa de cada uno de ellos.

Limitación de Responsabilidad

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaboradas o supervisadas por Welzia Management SGIIC S.A. y están basadas en informaciones de carácter público, y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Welzia Management SGIIC S.A., por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección. Welzia Management SGIIC S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores.

Welzia Management SGIIC S.A., así como sus accionistas, directores o empleados, y las carteras gestionadas, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. Los empleados de Welzia Management SGIIC S.A. pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Welzia Management SGIIC S.A. puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.