

Informe Mensual

Septiembre 2011

Entorno Macroeconómico

Situación Global

La debilidad de los datos macroeconómicos conocidos sigue cuestionando la fortaleza y sostenibilidad de la actual fase de recuperación del crecimiento económico global, y de hecho se empieza a especular sobre la posibilidad de recaída en una moderada recesión.

Estados Unidos

A pesar de las subidas de los últimos días del mes, los índices cerraron el peor mes de Agosto de los últimos 10 años marcado por el recorte de la calificación crediticia de la deuda americana por parte de S&P y al aumento de la incertidumbre sobre la recuperación económica. El mes cerró con mejores datos macroeconómicos de los que descontaba el mercado y además las declaraciones de Bernanke, presidente de la Fed, actuaron como revulsivo para los índices americanos, pues aunque no dio por sentado que se realizaría una tercera ronda de compra de activos, dejó la puerta abierta a nuevas medidas expansivas, al reiterar que la Fed “está preparada para emplear todas sus herramientas según sea apropiado”.

Europa

La ralentización económica que han sufrido todos los países de la Zona Euro provocó el desplome de sus bolsas, siendo la bolsa alemana, que hasta el momento había permanecido algo ajena a las turbulencias, la que se llevó la peor parte. De entre todos los datos económicos que se publicaron durante el mes, tuvieron gran incidencia los datos del PIB del segundo trimestre del año de las distintas economías que mostraron un crecimiento nulo para Francia y un escaso 0,2% para Alemania, el motor de la economía europea, debido al parón en el consumo y a la caída de sus exportaciones. Esto, unido a la falta de concreción sobre el segundo paquete de ayuda a Grecia y las noticias de acuerdos bilaterales sobre garantías extraordinarias que Finlandia está exigiendo a Grecia para realizar el desembolso del segundo paquete de ayudas, unido a las dificultades que están experimentando los bancos europeos para financiarse provocaron una verdadera debacle en la confianza de los mercados.

Riesgos

La probabilidad de adentrarnos en una moderada recesión ha aumentado en el último mes debido a los decepcionantes datos de crecimiento y otros índices macroeconómicos y, a pesar de que estos temores ya han tenido su reflejo en los mercados financieros, si la desconfianza se mantiene podría provocar un brusco efecto sobre la demanda final de las familias reduciendo el crecimiento económico. En respuesta a la crisis de deuda, los gobiernos están acelerando las medidas de austeridad y éstas afectarán al crecimiento a corto plazo.

Los CDS de los bancos europeos están en máximos y siguen ampliándose. Esta preocupante tendencia no sólo es un reflejo de los problemas de la zona euro (huida de los inversores de los activos de riesgo), sino que constituye la principal preocupación a nivel mundial por los devastadores efectos que podría conllevar el contagio de la crisis de deuda a las entidades financieras y la consiguiente restricción del crédito hacia la economía real.

Resumen de Mercados

Renta Fija

La renta fija gubernamental americana y alemana fueron las únicas clases de activo que escaparon a las pérdidas durante el mes, reflejando el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento económico. Tras la intervención del BCE asistimos a cierta mejora en las primas de riesgo país en la zona euro, aunque nos mantenemos en niveles muy superiores a los de hace unos meses. En los mercados de crédito vimos fuertes ampliaciones en los spreads, especialmente en el segmento de menor calidad crediticia (High Yield), eliminando gran parte de las ganancias de esta clase de activo acumuladas en el año. Pese a la ampliación de los diferenciales en deuda emergente, la mejor situación fiscal de sus economías y la elevada duración de sus emisiones (beneficiadas por la bajada de rentabilidades de la deuda pública) permitieron a esta clase de activo ser una de las menos sufrieron en el mes

Renta Variable

Pese a la recuperación de los mercados en la última semana del mes, todos los índices de renta variable finalizan agosto con importantes caídas (MSCI World -7.06%). Las pérdidas fueron superiores en los mercados de la zona euro, con especial incidencia en el DAX alemán (-19.19%), afectado negativamente por el fuerte empeoramiento de las perspectivas sobre su economía. Los índices americanos terminan con caídas en torno al 6%, aunque durante el mes llegaron a dejarse más de un -15%. Los mercados emergentes no pudieron escapar a las pérdidas (MSCI EM -9.19%) y reflejaron el incremento de las primas de riesgo a nivel mundial. Por sectores, fueron una vez más los más cíclicos (Materiales, Industriales) y el sector financiero los de peor comportamiento relativo.

Materias Primas

Las dudas sobre la sostenibilidad de las tasas de crecimiento mundial, provocaron ligeros retrocesos en los índices genéricos de materias primas (GS Commodity Index -1.85%). El oro mantuvo su reciente tendencia alcista marcando máximo tras máximo, configurándose como el principal refugio ante la elevación generalizada de las primas de riesgo (+28.50% en 2011)

Divisas










El cruce EUR/USD se mantuvo en rango durante el mes pese a los renovados temores sobre la deuda periférica, debido a la rebaja del rating y a los malos datos macroeconómicos en EEUU. La mejora de los mercados en la última semana del mes provocó cierta depreciación del CHF, aunque sigue manteniendo su status de activo refugio con importantes revalorizaciones en el acumulado del año.

Rentabilidades en Divisa Local a 31 Agosto 2011

| Renta Variable | | | |
|-----------------------------|--------------|---------|---------|
| RV Large | | Agosto | 2011 |
| MSCI AC World Local | Mundial | -7,06% | -8,60% |
| MSCI ACWI USD | Mundial | -7,53% | -6,05% |
| S&P 500 | EEUU | -5,68% | -3,08% |
| Russell 1000 Value Index | EEUU Value | -6,49% | -5,46% |
| Russell 1000 Growth Index | EEUU Growth | -5,49% | -0,82% |
| Eurostoxx 50 | Eurozona | -13,79% | -17,57% |
| DJ STOXX 600 | Europa | -10,49% | -13,92% |
| IBEX 35 INDEX | España | -9,47% | -11,57% |
| DAX INDEX | Alemania | -19,19% | -16,33% |
| CAC 40 INDEX | Francia | -11,29% | -14,40% |
| FTSE 100 INDEX | Reino Unido | -7,23% | -8,57% |
| SWISS MARKET INDEX | Suiza | -4,41% | -14,10% |
| TOPIX INDEX (TOKYO) | Japón | -8,41% | -14,26% |
| RV Emergentes | | | |
| MSCI Emerging Markets | Emergentes | -9,19% | -10,27% |
| RV Small | | | |
| Russell 2000 Value Index | EEUU Small | -8,81% | -7,25% |
| MSCI Small Cap Europe | Europa Small | -10,18% | -15,63% |
| MSCI Small Cap Japan | Japón Small | -4,98% | -4,86% |
| MSCI Small Pacific Ex Japan | Asia Small | -6,96% | -6,85% |
| Materias Primas | | | |
| Goldman Sachs Commodity | Global | -1,85% | 3,27% |
| Petroleo [Contado,USD] | Global | -1,37% | 22,17% |
| GOLD SPOT \$/OZ | Global | 12,15% | 28,50% |

| Renta Fija | | | |
|--------------------------------------|--------------|--------|--------|
| RF Gobierno | | Agosto | 2011 |
| AFI Repo 1 Día | Repo | 0,08% | 0,58% |
| Bloomberg/EFFAS Euro Govt 1-3 Yr | Euro Gob 1-3 | 1,25% | 0,82% |
| Bloomberg/EFFAS Euro Govt All > 1 Yr | Euro Gob >1 | 2,63% | 2,34% |
| Bloomberg/EFFAS US Govt All > 1 Yr | EEUU Gob >1 | 2,72% | 7,18% |
| RF Corporativa Investment Grade | | | |
| ML Corporate IG Euro | Euro | -0,99% | 1,65% |
| ML Corporate IG USA | USA | 0,12% | 5,77% |
| RF Emergentes | | | |
| JPMorgan EMBI Global | Emerg | 0,53% | 7,70% |
| RF High Yield | | | |
| ML High Yield Euro | Euro | -6,27% | -2,38% |
| ML High Yield USA | USA | -3,99% | 1,97% |
| Convertibles | | | |
| JACI Global | Global | -4,17% | -3,20% |
| JACI Asia Ex Japan USD | Emerg | -3,42% | -3,79% |
| Gestión Alternativa | | | |
| HFRX Global Hedge Fund | Global | -3,47% | -5,61% |
| HFRX Equal Weighted Strategies | Global | -2,77% | -3,29% |
| Divisas (vs EUR) | | | |
| USD | EEUU | 0,15% | -6,88% |
| JPY | Japón | 0,29% | -1,53% |
| GBP | Reino Unido | -0,89% | -3,07% |
| CHF | Suiza | -2,39% | 8,01% |

Recomendaciones

| Clase de Activo | Anterior | Outlook | Comentario |
|----------------------------|---|---|---|
| Liquidez |  |  | Los bancos centrales mantendrán los tipos bajos durante mucho tiempo, incluso es posible que el BCE cambie de estrategia y vuelva a bajar tipos si la situación económica en la zona euro continúa perdiendo fuelle. Por lo tanto el rendimiento de la liquidez seguirá siendo mínimo y proporcionará rentabilidades reales negativas. |
| Renta Fija Gobierno |  |  | Bajas rentabilidades que no compensan los riesgos fiscales y la inflación. A pesar de niveles justificados por las políticas monetarias y el temor a la recesión, se espera que en un futuro los tipos acaben subiendo y con ello se produzca una bajada de los precios. Mantendríamos 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 más cuando los diferenciales se han ampliado en el último mes y ya descuentan una recesión moderada. Tanto el binomio rentabilidad-riesgo como las expectativas se han tornado positivas para este tipo de activos. |
| RF High Yield |  |  | Los spreads se han disparado y el diferencial medio ha subido más del 2,5% en 3 meses, por lo que su margen de reducción (y consiguiente potencial de revalorización) se ha incrementado considerablemente. No obstante, mientras no se disipen las dudas sobre la posibilidad de una recaída en recesión, vemos riesgos a corto plazo. |
| RF Emergente |  |  | Es con diferencia el activo que mejor comportamiento ha registrado en lo que llevamos de año, anotándose una rentabilidad superior al 6% desde enero. La esperada caída de la inflación permitirá frenar el ritmo de subida de tipos, aunque es necesaria cierta reducción de las primas de riesgo para volver a ver fuertes entradas de flujos de capital. |
| 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 |  |  | A pesar de que a estas alturas del ciclo se debería sobreponderar este tipo de activo, la incertidumbre sobre beneficios y la situación económica hace que el mercado no tenga en cuenta las atractivas valoraciones. Recomendamos esperar a que se confirme el escenario de no recesión antes de incrementar el peso en este activo. |
| RV Emergentes |  |  | Su posición mucho más avanzada en el ciclo de normalización monetaria y sus mejores fundamentales en términos de crecimiento deberían favorecerla, al menos en términos relativos. No obstante, mientras se mantengan elevadas primas de riesgo, deberíamos esperar un comportamiento acorde con el resto de bolsas de economías desarrolladas. |
| Materias Primas |  |  | Las seguimos considerando como una opción adecuada para diversificar y cubrir cierto riesgo de presiones inflacionistas. Sin embargo, la inestabilidad e incertidumbre económica no son buenos revulsivos para las commodities, por lo que a pesar de tener un gran potencial a largo plazo, recomendamos actuar con cautela en el 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 | 10,86 | 0,18% | 0,85% | 1,16% | 0,38% |
| Fondos gestionados por Riesgo | | Mes | 2011 | 12 Meses | |
| Welzia Sigma 5 | 9,89 | -1,33% | 0,16% | 1,91% | 3,25% |
| Welzia Sigma 10 | 8,16 | -5,11% | -4,85% | 4,06% | 9,63% |
| Welzia Sigma 15 | 8,58 | -7,45% | -7,65% | 6,55% | 14,33% |
| Welzia Sigma 20 | 6,20 | -9,86% | -10,27% | 9,73% | 20,03% |
| Fondos Temáticos | | Mes | 2011 | 12 Meses | |
| Welzia Banks | 3,97 | -12,70% | -20,59% | -15,15% | 18,91% |
| Welzia Rockledge USA Equity | 7,37 | -7,64% | -5,01% | 12,42% | 15,30% |

Datos a 31 de Agosto de 2011

El tipo de activos monetarios y a corto plazo en los que está invertido nuestro fondo **Welzia Tesorería** le permiten terminar el mes de agosto con una rentabilidad claramente positiva (+0.18%). Su rentabilidad acumulada en lo que llevamos de año (+0.85%) y en los últimos 12 meses (+1,16%) sigue siendo superior a la ofrecida por el tipo libre de riesgo (+0.70% rentabilidad del repo a 1 día en el último año).

La negativa evolución en el mes de todas las clases de activo salvo la renta fija gubernamental tuvo su reflejo en el comportamiento del fondo **Welzia 5**. No obstante, los controles de riesgo implementados en su gestión permitieron minimizar las pérdidas terminando agosto con una caída del -1.33%. El fondo se mantiene ligeramente en positivo en el conjunto del año (+0.16%) y a 12 meses, su rentabilidad obtenida le permite seguir superando a la mayor parte de los índices de referencia de perfil conservador y lo siguen manteniendo en los primeros puestos de su categoría de fondos con volatilidad similar.

El resto de **fondos Welzia gestionados por volatilidad** terminan el mes con pérdidas, afectados negativamente por la muy negativa evolución de los mercados de renta variable y de crédito. La diversificación de los fondos no proporcionó los resultados esperados al haber sido las pérdidas generalizadas en todas las clases de activo y la velocidad de las caídas hicieron menos evidentes los beneficios de los controles de riesgo que utilizan.

Todos los fondos mantienen rentabilidades positivas a 12 meses y siguen en los primeros puestos dentro de sus categorías a un año. Mantienen unas volatilidades controladas en línea 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 la de hace unos meses.

El persistente mal comportamiento del sector bancario a nivel mundial se vio reflejado en el comportamiento mensual de nuestro fondo sectorial **Welzia Banks**. El fondo se vio especialmente penalizado por su exposición a algunas entidades de la zona euro, con caídas de doble dígito en el mes. A 12 meses las caídas están en línea con las del índice sectorial bancario a nivel mundial (MSCI World Banks -14.51% en 1 año), al haber sido el mal comportamiento generalizado en todas las entidades bancarias mundiales.

Nuestro fondo de Renta Variable EEUU **Welzia Rockledge**, termina el mes con rentabilidades negativas, algo superiores a las experimentadas por el S&P500. Pese a haber eliminado a lo largo del mes su exposición al sector financiero americano, sus apuestas por sectores claramente cíclicos (Materiales e Industriales) le han penalizado durante agosto al empeorar significativamente las perspectivas sobre el crecimiento económico mundial.

Evolución Sicavs Welzia

| Sicav | Valor Liquidativo | Rentabilidades | | | | | | | Volatilidad 12 Meses |
|---------|-------------------|----------------|----------------|----------|------------------|--------|--------|---------|----------------------|
| | | Mes | Acumulado 2011 | 12 Meses | Desde Junio 2009 | 2010 | 2009 | 2008 | |
| Sicav 1 | 7,68 | -9,72% | -13,25% | 2,62% | 29,11% | 20,91% | 34,51% | -48,77% | 19,61% |
| Sicav 2 | 7,45 | -10,23% | -14,08% | 1,14% | 30,21% | 22,13% | 36,82% | -49,37% | 20,48% |
| Sicav 3 | 3,17 | -6,10% | -10,01% | -1,97% | 8,71% | 5,06% | 10,61% | -43,60% | 11,18% |
| Sicav 4 | 7,53 | -7,22% | -6,10% | 3,38% | 18,16% | 3,73% | 29,56% | -36,35% | 11,13% |
| Sicav 5 | 4,77 | -0,80% | 1,85% | 3,19% | 6,32% | 2,96% | 2,30% | -16,16% | 4,53% |
| Sicav 6 | 6,01 | 0,45% | 0,41% | 1,01% | 3,59% | 0,74% | 5,44% | -35,50% | 0,98% |
| Sicav 7 | 11,82 | -7,56% | -10,01% | -5,36% | 6,50% | 0,61% | 22,80% | -37,68% | 16,83% |

Datos a 31 agosto 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 | -13,72% | -10,28% | -1,94% | 4,90% | 41,54% | -35,86% | -4,13% | 30,44% | 4,21% |
| Eurostoxx 50 | -13,68% | -14,51% | -10,44% | -1,88% | 26,92% | -41,83% | -12,24% | 29,31% | 4,20% |
| Diferencia | -0,04% | 4,24% | 8,50% | 6,78% | 14,62% | 5,97% | 8,11% | | |
| Cartera Welzia RV Europa | -10,12% | -10,71% | -4,73% | 3,32% | 40,28% | -26,70% | -1,00% | 27,32% | 3,70% |
| Stoxx 50 | -10,50% | -10,60% | -6,08% | 3,98% | 29,85% | -40,72% | -8,72% | 26,55% | 4,03% |
| Diferencia | 0,38% | -0,11% | 1,35% | -0,66% | 10,42% | 14,02% | 7,71% | | |
| Cartera Welzia RV Europa Dividendo | -10,37% | -6,22% | -1,21% | 6,69% | 23,40% | -23,40% | -1,45% | 23,62% | 5,51% |
| Stoxx 50 | -10,50% | -10,60% | -6,08% | 3,98% | 29,85% | -40,72% | -8,72% | 26,55% | 4,03% |
| Diferencia | 0,13% | 4,38% | 4,87% | 2,71% | -6,45% | 17,32% | 7,27% | | |
| Cartera Welzia RV EEUU | -5,19% | -1,02% | 16,66% | 14,54% | 38,55% | -31,11% | 5,19% | 28,48% | 1,66% |
| S&P 500 | -5,43% | -1,77% | 17,39% | 15,06% | 26,48% | -37,00% | -0,16% | 28,69% | 1,81% |
| Diferencia | 0,24% | 0,75% | -0,73% | -0,52% | 12,07% | 5,89% | 5,35% | | |
| Cartera Welzia RV EEUU Defensiva | -5,10% | -0,23% | 16,21% | 16,01% | 28,65% | -17,57% | 4,33% | 26,30% | 2,93% |
| S&P 500 | -5,43% | -1,77% | 17,39% | 15,06% | 26,48% | -30,43% | -0,16% | 28,69% | 1,81% |
| Diferencia | 0,33% | 1,54% | -1,18% | 0,95% | 2,16% | 12,86% | 4,49% | | |
| Cartera Welzia RV Global Dividendo | -7,02% | -2,08% | 4,40% | 9,01% | 22,25% | -11,11% | 4,51% | 21,74% | 4,44% |
| MSCI World | -6,98% | -8,09% | 4,02% | 7,83% | 22,82% | -31,67% | -5,24% | 22,46% | 2,75% |
| Diferencia | -0,04% | 6,01% | 0,38% | 1,19% | -0,57% | 20,56% | 9,75% | | |

Rentabilidades de Carteras e Indices incluyen Dividendos

Rentabilidades en Divisa Local a 31 de Agosto de 2011

Tema del Mes

¿Vamos camino de una nueva recesión?

En los últimos meses los temores de encontrarnos ante una nueva recesión global han encendido a los mercados, teniendo como catalizadores de estas bajadas los malos datos registrados en los principales índices de actividad económica y la crisis de deuda periférica europea

Pese a que después de una grave crisis, las economías tienden a crecer a la misma velocidad con la que cayeron, este efecto acaba por normalizarse y converge en un crecimiento más moderado. A tenor de los últimos datos que se recogen a ambos lados del Atlántico, esta ralentización parece ser mayor de la que se cabría esperar y han saltado todas las alarmas puesto que en el supuesto caso de que nos hallemos a las puertas de una nueva recesión, la capacidad de maniobra con la que cuentan las autoridades económicas y monetarias se encuentra muy limitada. Otro aspecto que ha influido muy negativamente en el mercado es el aumento de la desconfianza, tanto en Europa como en EEUU, de que los políticos tomen las drásticas y necesarias medidas para afrontar las reformas estructurales y de gran calado, las cuales se antojan ineludibles para incrementar la competitividad, reducir los déficits y potenciar el crecimiento, compensando el efecto negativo de los ajustes presupuestarios. Este último punto influye en gran medida en la economía real puesto que los empresarios, ante esta incertidumbre, posponen sus decisiones de inversión y contratación de personal hasta que se aprecie con mayor claridad el rumbo que vaya a tomar la economía. Por consiguiente, esto provoca que la economía se frene. En resumen, para evitar la recesión es necesario que las fuerzas políticas de uno y otro lado del Atlántico ofrezcan planes claros y doten de confianza al mercado. No obstante, como punto positivo frente al 2008, la mayoría de las economías ha experimentado un desapalancamiento en su sector privado y sus familias por lo que una contracción del crédito, si bien es cierto que reduciría el crecimiento vía reducción del consumo, tendría unos efectos más tenues debido a las menores necesidades de refinanciación de la deuda contraída.

A pesar de lo indicado anteriormente, el mercado descuenta una probabilidad importante de recesión por lo que en las próximas semanas debemos mantenernos alerta y observar todas las señales que nos ofrezca el mercado.

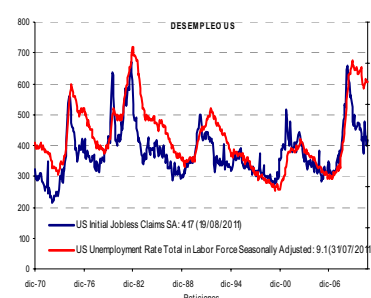
A continuación se muestra qué variables implicarían el estar adentrándonos en una recesión y qué indicadores nos sirven para medir las mismas:

1) La crisis financiera causa una caída en la demanda final y de las fuentes de renta

El consumo privado debería empezar a verse impulsado debido a que, aunque con menor intensidad que en ciclos anteriores, tanto EE.UU como el norte de Europa están creando empleo, lo que debería incrementar la renta disponible.

Esta renta disponible también se está viendo beneficiada por la bajada en los precios del petróleo, lo que permite a las familias destinar mayor parte de la renta al consumo de otros bienes y servicios.

Por otro lado, los indicadores adelantados de actividad se encuentran aún en terreno expansivo si bien es cierto que presentan una actitud bajista y es probable que durante algunos meses se encuentren por debajo de 50, lo que apunta una leve contracción de la actividad manufacturera. La incertidumbre proviene del desconocimiento sobre qué efectos tendrán la volatilidad existente en el mercado y el clima político sobre la confianza y economía real. Hay que recordar que los



índices PMI e ISM son indicadores adelantados de intención de compra por parte de los gestores de compras industriales, por lo que la caída en estos índices debería implicar una futura caída en la producción.

2) Deuda pública: problemas para financiar el déficit

Los bancos centrales están desplegando una inusitada batería de medidas heterodoxas que inundan el sistema de liquidez y bajan los tipos con la intención de reflotar la economía.

El repunte de la inflación hace que los tipos de interés reales sean negativos en casi todo el mundo (excepciones notables Japón y Brasil), lo que es un incentivo para consumo e inversión

Este factor potencialmente tan positivo sólo tiene efecto si hay crédito disponible; en caso contrario se corre el riesgo de entrar en una "trampa de liquidez" o en una estanflación.

En la última reunión de la Reserva Federal estadounidense, los presidentes de las distintas federaciones manifestaron que debido a que la economía estadounidense se ha ralentizado, volverán a aplicar estímulos adicionales, los cuales podrían abarcar desde una nueva ronda de compra de activos, reinversión a vencimiento de los mismos o bien otra serie de medidas que no se hayan contemplado hasta el momento. Esto propiciaría una mayor depreciación del dólar.

3) Tensiones en los países periféricos de la Zona Euro

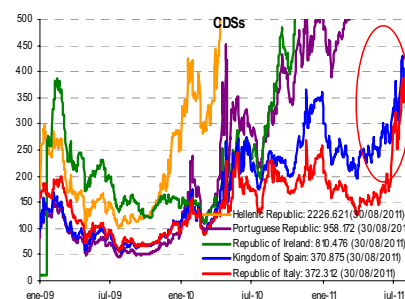
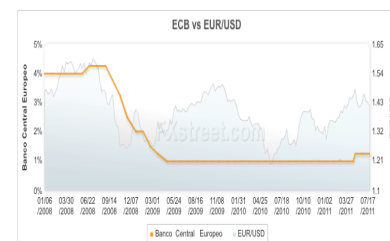
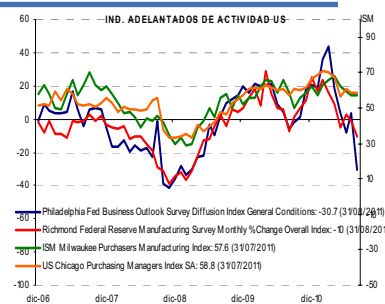
La prima de riesgo es principalmente el diferencial de los tipos de interés de la deuda pública de un país europeo con respecto a la alemana.

El aumento del diferencial tiene efectos directos sobre los costes de financiación del Tesoro y deteriora las finanzas públicas. Pero los efectos más negativos son los indirectos sobre la actividad y el empleo.

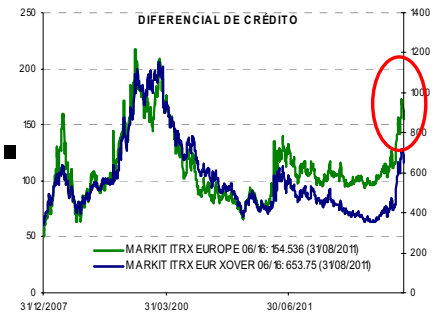
La retribución de la deuda pública de un país es el tipo libre de riesgo y el resto de activos deben pagar una rentabilidad mayor para compensar al inversor del riesgo asumido. Por esta razón el aumento de la prima de riesgo es equivalente a una subida de tipos de interés del banco central y tiene efectos claramente contractivos.

El aumento la dependencia de la financiación en los mercados de capitales es lo que hace tan vulnerables al contagio financiero y a la inestabilidad a los países de la periferia. Los actuales diferenciales de tipos de interés que pagan países como Italia o España no están justificados por los fundamentales económicos. Estas economías se encuentran sometidas de nuevo a restricción de financiación exterior, y tan sólo la pertenencia al euro y la posibilidad de acceso ilimitado de sus sistemas bancarios a la liquidez del BCE ha impedido que vuelvan a entrar en recesión.

¿Qué medidas deben tomar las economías castigadas para salir de esta situación? El problema debe abordarse desde 3 frentes: Consolidación presupuestaria, reestructuración bancaria y liberalización de los mercados. La capacidad para competir en el exterior, reducir la dependencia de las importaciones y recuperar cuota por parte las empresas nacionales y la liberalización del sector servicios son los nichos de empleo por explorar que permitirán reducir la tasa de paro y que ayudarían a países como España a salir de la crisis. De cualquier modo, esta crisis ha sido provocada en Europa, por la pésima gestión de la tragedia griega pero ya ha superado las fronteras europeas y, en estos momentos, tiene dimensión global. La tensión financiera es similar a la registrada antes de la quiebra de Lehman Brothers y por esta razón es necesaria una actuación coordinada del G-20. En 2008, el G-20 actuó y puso en marcha un Plan global y funcionó. Ahora de nuevo la coordinación internacional es imprescindible.



4) *Restricción crediticia: subida de los diferenciales de crédito.* Tanto la crisis periférica como los peores datos económicos han aumentado los diferenciales de crédito y con ello los costes a los que se pueden financiar las empresas. Si este escenario se mantiene y se seca el crédito a las empresas, las políticas monetarias expansivas no tendrían efecto sobre la economía real. A este problema se le añade el hecho de que los gobiernos tienen que financiar sus grandes déficits por lo que se podría producir el efecto “crowding out” que es cuando la deuda pública de los estados frena la capacidad de las empresas privadas de financiarse.



5) *Divisas: depreciación descontrolada del USD*

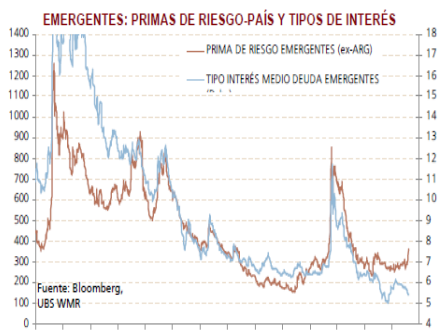
La fuerte expansión monetaria de los Estados Unidos explica la tendencia global de la depreciación del dólar frente a la mayor parte de las monedas nacionales del mundo emergente.

El aumento del precio de las materias primas tiene su origen principalmente en el rápido crecimiento de China e India, pero la depreciación del dólar acentúa la tendencia al aumento de esos precios.

Lamentablemente, los aumentos no son generalizados y mucho menos uniformes, por lo que al mismo tiempo que las economías emergentes ven mejorados sus términos del intercambio externo (si tienen abundantes recursos naturales), encuentran que la apreciación de sus monedas significa deflación para el resto de los bienes que entran en su comercio exterior.



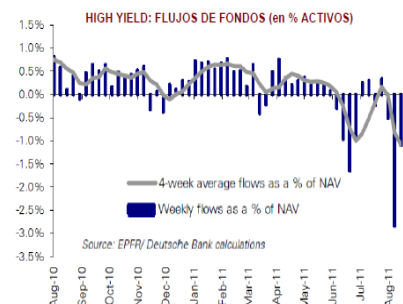
6) *Tensiones en los mercados emergentes:* Las economías emergentes, a pesar de ser las responsables de mantener el crecimiento medio mundial en una tasa atractiva aún cuando los países de la OCDE tienen crecimientos tan bajos, en el caso de que las economías desarrolladas entrasen en recesión, estas nuevas potencias también se verían afectadas. Estas economías están creciendo exponencialmente ya no sólo vía exportaciones, si no en gran medida gracias al enorme consumo interno, (gracias a lo cual pueden verse algo más protegidas en caso de que se produzca la temida recesión global).



A pesar del excepcional crecimiento de estas economías en los últimos 10 años, alcanzando en algunos casos tasas anuales de dos dígitos, aún no son lo suficientemente fuertes como para impedir por sí solas que la economía mundial entre en recesión.

Estos países, muy preocupados por la inflación, y que han estado tomando medidas como las subidas de tipos para controlar la inflación, temen especialmente el alza en el precio de los alimentos debido al gran peso que posee esta partida en su cesta de la compra. En el caso de que se produjese una subida en el precio de los alimentos, los bancos centrales se verían obligados a continuar con las medidas de tensionamiento monetario y del crédito lo que podría provocar una desaceleración brusca en su crecimiento.

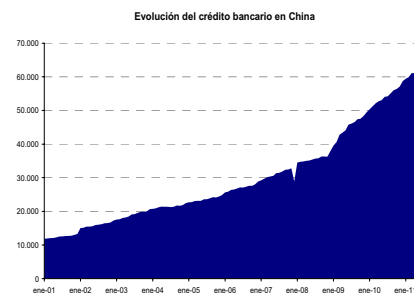
7) *Freno en flujos de capitales hacia los bonos corporativos:* En los últimos meses se ha producido una fuerte salida de flujos de los fondos que invierten en bonos corporativos lo que indica que el mercado está descontando un aumento de las probabilidades de impago. El mercado de renta variable aún no descuenta la recesión con probabilidades tan altas por lo que en caso de apaciguarse las tensiones económicas, existe un alto potencial de revalorización en esta clase de activos.



8) Liderazgo económico de los países emergentes.

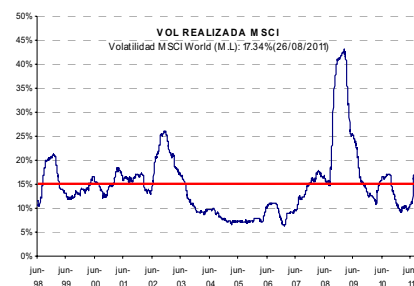
Uno de los principales factores que reducen el riesgo de recesión es que, a diferencia de décadas anteriores, el mundo cuenta un nuevo motor de crecimiento en los países emergentes. Las condiciones monetarias son allí, en general, muy favorables, con tipos nominales y reales muy bajos, divisas competitivas y expansión del crédito.

La inminente caída de la inflación permitirá frenar el ritmo de subidas de tipos, en tanto que hay margen para políticas fiscales expansivas. China mantiene el liderazgo gracias a los planes para reforzar la demanda interna y la construcción, y se esperan crecimientos próximos al 9%

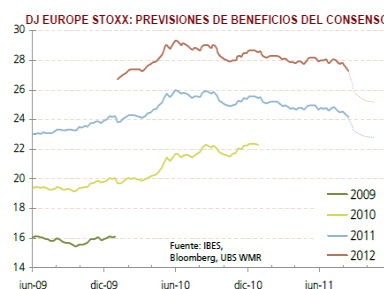


9) Aumento de la desconfianza en la Renta variable:

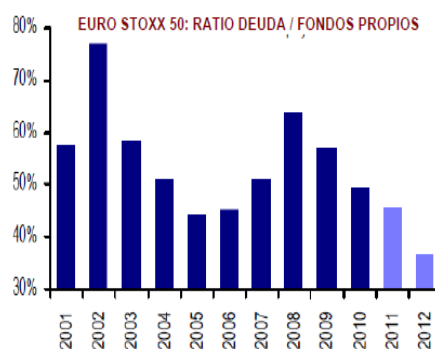
En el último mes la volatilidad o riesgo, entendida como la variación en los rendimientos de un activo, se ha disparado. En el gráfico de la derecha se puede observar como el índice que mide la volatilidad del S&P 500 ha sobrepasado el 30% que es su media histórica lo que implica que se ha producido un aumento de la aversión al riesgo y en caso de que esta se mantuviese durante algún tiempo, implicaría que nos hallamos adentrándonos en una contracción económica.



10) Caída de los beneficios y de los proyectos de inversión: Éste es el gran temor del mercado pero lo cierto es que la industria está experimentando una normalización en las cadenas de suministros tras el terremoto de Japón. El sector automovilístico es el que más se ha relanzado, lo que podría traducirse en un aumento de otras áreas de actividad y por ello en el consumo de EE.UU. Este fenómeno podría reducirse a algo meramente fugaz si la pérdida de confianza y la debilidad de la demanda final siguen incrementándose.



Por otro lado, en relación a la inversión, las empresas se hayan en una situación totalmente opuesta a la que registraban en 2008. Desde que estallase la crisis, las empresas iniciaron un duro e intenso proceso de desapalancamiento y recapitalización.



A esto se le añade el hecho de que los costes de financiación se han reducido considerablemente por lo que en caso de disiparse las dudas sobre el futuro económico, las empresas deberían retomar sus procesos de inversión e incrementarse las operaciones de fusiones o adquisiciones. No obstante, hasta que dichos temores no se disipan, no se reactivara la inversión ni la contratación.

En definitiva, aún reconociendo que se ha producido una importante rebaja de las perspectivas de crecimiento de las principales economías mundiales, desde Welzia seguimos considerando la posibilidad de una recaída en recesión como bastante improbable. La situación financiera de la mayor parte de las empresas es ahora mucho mejor que la que tenían en 2008 aunque reconocemos que, en caso de un empeoramiento adicional de las condiciones macroeconómicas, el margen de actuación de los poderes públicos para impulsar la recuperación es en estos momentos mucho menor. Pese a que este escenario principal que manejamos (ralentización económica sin llegar a recesión) podría ya estar recogido en gran parte en las actuales cotizaciones de mercado, las incertidumbres a corto plazo nos hacen seguir manteniendo una posición neutral respecto a los principales activos de riesgo. Mientras se

mantengan las actuales condiciones de volatilidad y elevadas primas de riesgo, no descartamos incluso un intento de ruptura de los mínimos vistos a mediados de agosto, aunque no creemos que fuera de manera consistente ni duradera. Habrá que seguir con atención la publicación de datos e indicadores las próximas semanas para ir dotando de consistencia a nuestras previsiones, así como las posibles actuaciones por parte de las autoridades monetarias (medidas expansivas de la FED, decisiones sobre tipos y compra de deuda soberana por parte del BCE...) en un intento de reactivar la actividad económica.

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.