

Informe Mensual

Octubre 2011

Entorno Macroeconómico

Situación Global

Los mercados financieros continúan afectados por una combinación de menores expectativas de crecimiento global y la incapacidad de las autoridades europeas de alcanzar algún tipo de acuerdo sobre la crisis de deuda periférica. Se mantiene la percepción sobre el escaso margen de actuación de las autoridades monetarias, en un entorno en el que tan sólo la recuperación de la confianza y la aportación de la demanda interna (consumo e inversión empresarial) podrán evitar un empeoramiento adicional de las condiciones económicas.

Estados Unidos

Pese a que el PIB del 2º Trimestre fue ligeramente revisado al alza (+1.3% vs 1.0% anterior), los temores a una recaída en recesión se mantienen. Algunos indicadores conocidos durante el mes, tanto de actividad como de confianza, sorprendieron positivamente pero la creación de empleo parece haberse estancado y la tasa de desempleo sigue anclada en el 9.1%. La administración EEUU aprobó un paquete de estímulo que combina el incremento del gasto público (especialmente en infraestructuras) con ciertos recortes fiscales. La FED, en el comunicado tras su Comité de Mercado Abierto, admitió un empeoramiento de las condiciones económicas, se reafirmó en su intención de mantener los tipos de interés casi nulos hasta 2013 y anunció la compra de bonos a largo plazo (vendiendo bonos a corto) en un intento de mantener bajos los costes de financiación de empresas y particulares. Pese a este panorama, la mayor parte de analistas siguen considerando posible una cierta reactivación del crecimiento americano en la última parte del año, que permitiría finalizar 2011 con crecimientos del PIB cercanos al 2%

Europa

En la Eurozona se mantiene el debate sobre cómo tratar la, parece que inevitable, quiebra de la deuda griega. Pese a que el último tramo del primer plan de rescate a Grecia puede ser aprobado en breve y a pesar de las nuevas medidas de austeridad adoptadas por el gobierno heleno, algún tipo de reestructuración de su deuda parece cada vez más inminente. Los indicadores adelantados de actividad se sitúan cerca o en zona de contracción (PMI Manufacturas Euro 48.5) y los datos de confianza han vuelto a mínimos de los últimos meses. Las tasas generales de inflación no dan muestras de desaceleración (+3.0% en septiembre), pero el evidente empeoramiento de las condiciones económicas (ya no tan sólo en los países periféricos sino también en naciones de Europa Central) ha vuelto a abrir el debate sobre la posibilidad de una rebaja de tipos y sobre la adopción de nuevas medidas expansivas no convencionales por parte del BCE.

Emergentes

A pesar de datos de actividad que se mantienen en zona de expansión (PMI Manufacturas China 51.2), los temores a un brusco frenazo de las tasas de crecimiento de los países emergentes se han incrementado dando lugar a importantes salidas de flujos de inversión. Sin embargo, la fuerte corrección experimentada por los precios de las materias primas debería proporcionar un respiro a las tensiones inflacionistas en estos países y permitir políticas monetarias no tan restrictivas como las adoptadas hasta ahora.

Resumen de Mercados

Renta Fija

Los bonos gubernamentales continuaron siendo la única clase de activo que se benefició del peor escenario macroeconómico y de las dudas sobre la resolución de la crisis en la zona euro. Las rentabilidades de los bonos americanos y alemanes a largo plazo marcaron nuevos mínimos históricos. Asistimos a importantes ampliaciones de los diferenciales de crédito, especialmente en los bonos de peor calidad crediticia (high yield). Tras su buen comportamiento reciente, la deuda emergente sufrió una importante corrección, castigada por las salidas de inversores y por la negativa evolución de la mayor parte de las divisas emergentes.

Renta Variable

Todos los índices de Renta Variable finalizan el mes con importantes pérdidas (MSCI World -6.45%), cerrando el peor trimestre desde la quiebra de Lehman en 2008. Los índices europeos tuvieron esta vez un mejor comportamiento relativo que los estadounidenses (Stoxx 600 -4.74% vs -7.18% en el S&P500), destacando índices como el Ibex 35 (-1.97%) por cierta recuperación en sus valores bancarios o el suizo SMI (+0.06%), favorecido por la depreciación del CHF tras la intervención de su Banco Central. Especialmente negativa fue la evolución de los índices de pequeñas compañías (Russell 2000 -11.37%) y sobre todo de los mercados emergentes (MSCI EM -14.78%), en lo que se apreció una fuerte salida de flujos de inversión en las últimas semanas. Los sectores más cíclicos y los ligados a las materias primas (Materiales Básicos, Energía) fueron los de peor comportamiento relativo

Materias Primas

Fortísima corrección en los índices de materias primas (GS Commodity Index -12.17%) ante los temores a un frenazo del crecimiento económico mundial. Esta vez ni siquiera el oro (-11.05% en el mes) pudo escapar a las ventas, reflejando el cierre de posiciones especulativas que le habían hecho marcar máximos en los últimos meses.

Divisas



















La cada vez mayor probabilidad otorgada a una quiebra o reestructuración de la deuda griega penalizó claramente a la divisa comunitaria y la búsqueda de activos refugio favoreció la apreciación del dólar frente a la mayor parte de las monedas mundiales. Tras la intervención del Banco Central suizo (marcando un nivel de intervención explícito en 1,20 EUR/CHF), su divisa se depreció significativamente.

Rentabilidades en Divisa Local a 30 Septiembre 2011

Renta Variable			
RV Large		Septiembre	2011
MSCI AC World Local	Mundial	-6,45%	-14,49%
MSCI ACWI USD	Mundial	-9,65%	-15,12%
S&P 500	EEUU	-7,18%	-10,04%
Russell 1000 Value Index	EEUU Value	-7,75%	-12,78%
Russell 1000 Growth Index	EEUU Growth	-7,47%	-8,23%
Eurostoxx 50	Eurozona	-5,32%	-21,95%
DJ STOXX 600	Europa	-4,74%	-17,99%
IBEX 35 INDEX	España	-1,97%	-13,31%
DAX INDEX	Alemania	-4,89%	-20,42%
CAC 40 INDEX	Francia	-8,44%	-21,63%
FTSE 100 INDEX	Reino Unido	-4,93%	-13,08%
SWISS MARKET INDEX	Suiza	0,06%	-14,05%
TOPIX INDEX (TOKYO)	Japón	-1,22%	-15,31%
RV Emergentes		Septiembre	2011
MSCI Emerging Markets	Emergentes	-14,78%	-23,53%
RV Small		Septiembre	2011
Russell 2000 Value Index	EEUU Small	-11,37%	-17,80%
MSCI Small Cap Europe	Europa Small	-7,58%	-22,03%
MSCI Small Cap Japan	Japón Small	0,89%	-4,01%
MSCI Small Pacific Ex Japan	Asia Small	-18,18%	-23,79%
Materias Primas			
		Septiembre	2011
Goldman Sachs Commodity	Global	-12,17%	-9,30%
Petroleo (Contado,USD)	Global	-9,50%	10,56%
GOLD SPOT \$/OZ	Global	-11,05%	14,30%

Renta Fija			
RF Gobierno		Septiembre	2011
AFI Repo 1 Día	Repo	0,08%	0,65%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt 1-3 Yr	Euro Gob 1-3	-0,43%	0,38%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt All > 1 Yr	Euro Gob >1	0,35%	2,71%
Bloomberg/EFFAS US Govt All > 1 Yr	EEUU Gob >1	1,75%	9,05%
RF Corporativa Investment Grade		Septiembre	2011
ML Corporate IG Euro	Euro	-0,90%	0,73%
ML Corporate IG USA	USA	-0,13%	5,63%
RF Emergentes		Septiembre	2011
JPMorgan EMBI Global	Emerg	-4,20%	3,18%
RF High Yield		Septiembre	2011
ML High Yield Euro	Euro	-4,18%	-6,46%
ML High Yield USA	USA	-3,59%	-1,69%
Convertibles		Septiembre	2011
JACI Global	Global	-2,65%	-5,76%
JACI Asia Ex Japan USD	Emerg	-6,22%	-9,77%
Gestión Alternativa			
		Septiembre	2011
HFRX Global Hedge Fund	Global	-2,78%	-8,23%
HFRX Equal Weighted Strategies	Global	-2,53%	-5,74%
Divisas (vs EUR)			
		Septiembre	2011
USD	EEUU	7,38%	-0,01%
JPY	Japón	6,87%	5,23%
GBP	Reino Unido	2,94%	-0,22%
CHF	Suiza	-4,68%	2,95%

Recomendaciones

Clase de Activo	Anterior	Outlook	Comentario
Liquidez			Bancos centrales con tipos de interés en mínimos en el mundo desarrollado. El rendimiento de la liquidez es muy poco atractivo respecto a los activos corporativos y reales, aunque es la mejor opción para preservar capital en fases de elevada incertidumbre.
Renta Fija Gobierno			Rentabilidades en mínimos históricos que no compensan los riesgos fiscales y la inflación. A pesar del temor a la recesión, es probable que los tipos acaben subiendo y con ello se produzca una bajada de los precios. Mantendríamos una posición neutral y 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 han seguido ampliándose y ya descuentan una recesión moderada. Tanto el binomio rentabilidad-riesgo como las expectativas se mantienen positivas para este tipo de activos.
RF High Yield			Los spreads de crédito de los bonos de peor calidad crediticia han seguido empeorando, descontando recesión y un importante aumento de las quiebras empresariales. No compartimos este escenario y los niveles de partida (cerca ya al 10%) ofrecen una rentabilidad que compensa el riesgo asumido.
RF Emergente			Su mala evolución reciente, por el mal comportamiento de las divisas emergentes y la fuerte salida de flujos de inversión creemos que no encaja con sus buenos fundamentales. Sin embargo, será necesaria cierta reducción de las primas de riesgo para volver a ver fuertes entradas de flujos de capital.
Gestión Alternativa			Pese a que el actual entorno de creciente volatilidad e incertidumbre favorecería las estrategias de retorno absoluto, consideramos que existen mejores opciones. Mantendríamos cierta exposición como forma de preservar patrimonio, a través de estrategias de bajo riesgo y neutrales al mercado.
Renta Variable			Las incertidumbres sobre la economía y los beneficios y la elevada volatilidad hacen que el mercado ignore las valoraciones tan atractivas. Mantendríamos tácticamente una posición prudente hasta confirmar nuestro escenario base y eliminar alguno de los factores de riesgo (Grecia).
RV Emergentes			Sus mejores fundamentales en términos de crecimiento y su mal comportamiento relativo reciente la colocan en mejor situación de partida. No obstante, mientras se mantenga la actual volatilidad, será difícil ver una vuelta significativa de los flujos de inversión que han salido en las últimas semanas.
Materias Primas			Son quizá la clase de activo más sensible a un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento económico, por lo que recomendaríamos cautela a corto plazo hasta tener algo más de visibilidad. Mantienen su potencial alcista a largo plazo, sobre todo después del castigo reciente que han experimentado.

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	10,87	0,11%	0,96%	1,25%	0,39%
Fondos gestionados por Riesgo					
Welzia Sigma 5	9,67	-1,95%	-1,80%	-1,33%	3,52%
Welzia Sigma 10	7,81	-5,16%	-9,76%	-5,29%	10,46%
Welzia Sigma 15	8,11	-7,00%	-14,12%	-6,72%	15,54%
Welzia Sigma 20	5,73	-9,58%	-18,86%	-9,23%	21,54%
Fondos Temáticos					
Welzia Banks	3,60	-9,34%	-28,00%	-24,34%	21,32%
Welzia Rockledge USA Equity	6,44	-12,53%	-16,91%	-10,03%	18,69%

Datos a 30 de Septiembre de 2011

Pese a la escasa rentabilidad ofrecida por los activos monetarios en euros, nuestro fondo **Welzia Tesorería** termina el mes de septiembre con rentabilidades positivas (+0.11). Su rentabilidad acumulada en lo que llevamos de año (+0.96%) y en los últimos 12 meses (+1.25%) sigue siendo superior a la ofrecida por el tipo libre de riesgo.

Pese al perfil conservador de su cartera actual y a la activación de los controles de riesgo implementados en su gestión, el fondo **Welzia 5** termina en negativo en el mes (-1.95%). El muy mal comportamiento de los activos de crédito (high yield y deuda emergente) no ha podido ser totalmente compensado con la importante exposición que presenta actualmente a bonos gubernamentales. Pese a que el fondo se ha situado en negativo tanto en el acumulado anual como a 12 meses, se sigue manteniendo en los primeros puestos dentro de la categoría de fondos con volatilidad similar.

El resto de **fondos Welzia gestionados por volatilidad** también terminan septiembre en negativo, afectados por la negativa evolución de los índices bursátiles y la fuerte corrección en los activos de renta fija corporativa y materias primas. Pese a haber reducido durante el mes su exposición a activos de riesgo, ésta no ha sido suficiente para minorar significativamente las pérdidas. Los fondos presentan en el año una evolución en línea o ligeramente por encima de sus índices comparables (MSCI World en 2011 -14.49%)

Todos los fondos mantienen unas volatilidades en línea o ligeramente superiores a las establecidas 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. Dados los niveles de volatilidad alcanzados en mercado, de continuar las correcciones seguiríamos reduciendo el peso en Renta Variable favoreciendo activos conservadores y de preservación de capital.

Nuestro fondo **Welzia Banks** sigue sufriendo un mes más el mal comportamiento de las cotizaciones de las entidades bancarias a nivel mundial. A ello se ha unido la negativa evolución en términos relativos de los mercados emergentes, a los que nuestro fondo presenta una importante exposición. Ello le hace terminar septiembre con importantes caídas y mantener a 1 año rentabilidades algo inferiores a las registradas por el índice de bancos a nivel mundial (MSCI World Banks -21.57% a 12 meses).

La fuerte apuesta de nuestro fondo **Welzia Rockledge** en sectores tan cíclicos como Materiales Básicos e Industria, le llevan a terminar el mes con caídas sensiblemente superiores a las de los índices generales de renta variable americana. Los gestores consideran que dichos sectores han sido excesivamente penalizados y que se encuentran especialmente infravalorados y con mayor potencial de revalorización relativa en los próximos meses. La volatilidad del fondo se mantiene por debajo de la del S&P500, aunque su rentabilidad en términos relativos ha sido claramente inferior en lo que llevamos de año.

Evolución Sicavs Welzia

Sicav	Valor Liquidativo	Rentabilidades						Volatilidad 12 Meses
		Mes	Acumulado 2011	12 Meses	2010	2009	2008	
Sicav 1	7,19	-6,40%	-18,80%	-8,02%	20,91%	34,51%	-48,77%	20,54%
Sicav 2	6,92	-7,16%	-20,23%	-9,89%	22,13%	36,82%	-49,37%	21,40%
Sicav 3	3,10	-2,36%	-12,14%	-5,10%	5,06%	10,61%	-43,60%	11,59%
Sicav 4	7,10	-5,72%	-11,47%	-7,48%	3,73%	29,56%	-36,35%	12,67%
Sicav 5	4,69	-1,52%	0,30%	0,62%	2,96%	2,30%	-16,16%	4,53%
Sicav 6	6,11	1,55%	1,97%	2,54%	0,74%	5,44%	-35,50%	2,75%
Sicav 7	11,32	-4,20%	-13,78%	-11,27%	0,61%	22,80%	-37,68%	18,85%

Datos a 30 septiembre 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	-5,73%	-15,41%	-12,15%	4,90%	41,54%	-35,86%	-5,54%	30,99%	4,87%
Eurostoxx 50	-5,02%	-18,81%	-18,90%	-1,88%	26,92%	-41,83%	-13,19%	29,81%	5,48%
Diferencia	-0,70%	3,39%	6,74%	6,78%	14,62%	5,97%	7,65%		
Cartera Welzia RV Europa	-3,14%	-13,51%	-11,17%	3,32%	40,28%	-26,70%	-1,82%	27,73%	4,80%
Stoxx 50	-3,27%	-13,52%	-10,48%	3,98%	29,85%	-40,72%	-9,34%	26,77%	4,54%
Diferencia	0,13%	0,01%	-0,68%	-0,66%	10,42%	14,02%	7,52%		
Cartera Welzia RV Europa Dividendo	-1,36%	-7,50%	-5,81%	6,69%	23,40%	-23,40%	-1,78%	23,96%	5,51%
Stoxx 50	-3,27%	-13,52%	-10,48%	3,98%	29,85%	-40,72%	-9,34%	26,77%	4,54%
Diferencia	1,91%	6,02%	4,68%	2,71%	-6,45%	17,32%	7,56%		
Cartera Welzia RV EEUU	-8,30%	-9,24%	-0,91%	14,54%	38,55%	-31,11%	2,50%	28,54%	2,86%
S&P 500	-7,03%	-8,68%	0,26%	15,06%	26,48%	-37,00%	-2,21%	28,68%	2,42%
Diferencia	-1,27%	-0,56%	-1,17%	-0,52%	12,07%	5,89%	4,71%		
Cartera Welzia RV EEUU Defensiva	-7,04%	-7,28%	0,61%	15,56%	25,01%	-19,80%	2,07%	26,37%	3,38%
S&P 500	-7,03%	-8,68%	0,26%	15,06%	26,48%	-30,43%	-2,21%	28,68%	2,42%
Diferencia	-0,03%	1,40%	0,35%	0,50%	-1,47%	10,63%	4,28%		
Cartera Welzia RV Global Dividendo	-1,40%	-3,45%	-0,79%	9,01%	22,25%	-11,11%	3,98%	21,97%	5,18%
MSCI World	-6,28%	-13,86%	-7,81%	7,83%	22,82%	-31,67%	-6,86%	22,55%	3,23%
Diferencia	4,88%	10,41%	7,02%	1,19%	-0,57%	20,56%	10,85%		

Rentabilidades de Carteras e Indices incluyen Dividendos

Rentabilidades en Divisa Local a 30 de Septiembre de 2011

Tema del Mes

¿Son los Eurobonos la solución?

Grecia se halla en una carrera contrarreloj para evitar la suspensión de pagos en octubre. Un evento de este tipo sería ciertamente peligroso, ya que una quiebra desordenada desencadenaría un efecto contagio al resto de los países periféricos y pondría en peligro la propia supervivencia del euro. La clave para resolver esta crisis reside en que los gobiernos puedan volver a financiarse a tipos razonables en los mercados de deuda y cualquier evento que alimente los temores de una ruptura de la Unión Monetaria arruinaría las esperanzas de reestablecer la confianza de los inversores. Además, un efecto contagio podría provocar una nueva oleada de provisiones y necesidades de recapitalizar el sector financiero, con una elevada exposición a la deuda de países periféricos.

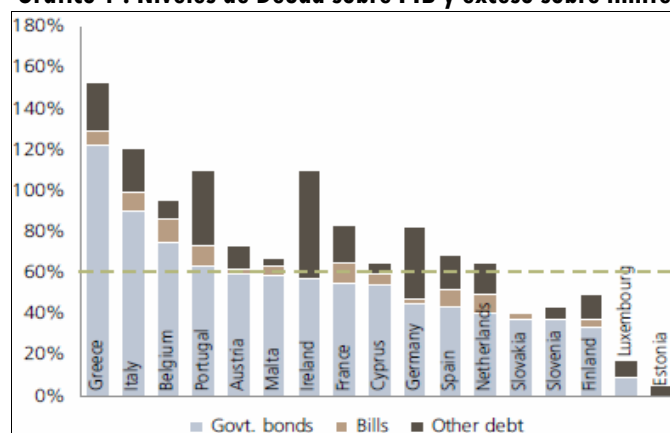
En este escenario, algunos analistas (y el propio presidente de la Comisión Europea Duraó Barroso a mediados de septiembre) han aludido a la posibilidad de emisión de eurobonos como parte de la solución de la actual crisis de deuda en la zona euro. A efectos prácticos, esta medida implicaría que los países del euro dejarían de emitir por separado deuda pública y en su lugar un organismo europeo colocaría bonos con el aval de todos los miembros de la unión europea.

Intentaremos analizar a lo largo del presente documento cómo podría funcionar este mecanismo de emisión de deuda, las posibilidades de su implementación a corto plazo y si podría suponer una solución que evitara nuevos episodios como los que actualmente estamos viviendo.

Desde una perspectiva económica, los Eurobonos deberían proporcionar menores costes de financiación para todos los países participantes. Este objetivo sólo podrá alcanzarse si todos los estados participantes otorgan unas garantías solidarias para los títulos emitidos. Al mismo tiempo, debería existir un elemento político que motive a los estados miembros a mantener políticas fiscales prudentes. Especialmente en aquellos países que tendrían que financiarse a tipos mucho más elevados de hacerlo por sí solos, pues esta es una de las razones que nos han llevado a la actual crisis de deuda.

Como consecuencia, consideramos que cualquier iniciativa que implique la adopción de los Eurobonos debería venir acompañada de estrictos controles sobre las políticas fiscales y monetarias de los países miembros e instrumentos para contener el excesivo endeudamiento. Dado el negativo historial de la Eurozona, que ha tendido a relajar sus reglas y límites fiscales, creemos imprescindible la adopción de fuertes incentivos para mantener un prudente comportamiento fiscal.

Gráfico 1 : Niveles de Deuda sobre PIB y exceso sobre límite



El actual Pacto de Estabilidad y Crecimiento establece un límite máximo para la deuda gubernamental del 60% del PIB de cada país de la zona euro, aunque dicho límite se ha mostrado totalmente ineficiente en el pasado y actualmente 12 de los 17 miembros de la eurozona incumplen dicho porcentaje. Como se ha indicado en algunas de las iniciativas presentadas, el máximo que un país podría emitir mediante el uso de eurobonos estaría limitado a ese máximo del 60% del PIB. El exceso de deuda debería ser financiado por otras vías, incluyendo deuda emitida por cada país individualmente.

Asumiendo que cada país usa totalmente ese límite del 60%, el porcentaje de cada uno de ellos en unos hipotéticos eurobonos sería el mostrado en el gráfico 2. Basándonos en los actuales ratings de crédito, el 64% de los eurobonos sería usado por países con rating AAA y el 6.2% sería absorbido por estados con rating BBB o inferior (Gráfico 3). Un 34% del volumen correspondería a los países actualmente más amenazados por la crisis de deuda (Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia)

Gráfico 1: % por país en Eurobonos

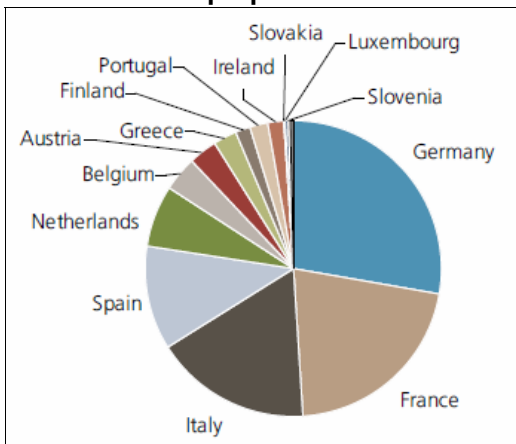
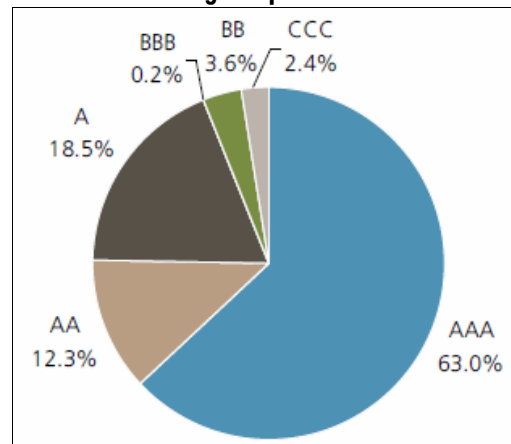


Gráfico 2: Ratings de países de la Eurozona



Debido a la garantía solidaria de todos los países participantes, en teoría la calidad crediticia de estos eurobonos no sería la media de los ratings de los miembros, sino un reflejo de la calidad crediticia de los estados garantes con mejor calificación. Parece razonable pensar que unos eurobonos con esta composición podrían obtener inicialmente la máxima calificación crediticia (AAA), que podría ser mantenida si se continúa con un proceso creíble de consolidación fiscal como el que se está intentando desarrollar ahora.

En cuanto a los tipos a los que estos eurobonos podrían ser emitidos, existen numerosas teorías. Desde los que piensan que su emisión se haría a los tipos medios ponderados de los países participantes, hasta los que opinan que esa garantía solidaria les permitiría tener unos tipos similares o incluso inferiores (por su mayor liquidez) a los de la deuda alemana, actual referente en el mercado de deuda de la eurozona. En cualquier caso, supondrían un importante alivio para los países periféricos más afectados por las actuales tensiones y les permitiría volver a financiarse en mercado a tipos razonables (aunque tan sólo hasta el 60% de deuda sobre PIB).

Se espera que a mediados de octubre la Comisión Europea presente una propuesta sobre la viabilidad de los eurobonos en el futuro. En cualquier caso, su implementación a corto plazo parece muy complicada, pues requeriría no sólo la reforma del Tratado de la Unión Europea, sino también la creación de un Tesoro europeo y la modificación de las constituciones de muchos países para ceder soberanía nacional en materia fiscal, cuestión ésta firmemente rechazada por países como Alemania y Holanda. Además, cualquier iniciativa de este tipo no puede llevarse a cabo sin un ministro de finanzas europeo y una autoridad que controle las cuentas de los países miembros, con amplia capacidad de imponer sanciones a los gobiernos que no cumplan con sus obligaciones.

El propio Barroso reconoció que cualquier propuesta de emisión de eurobonos no es cortoplacista, y que los proyectos de mayor integración fiscal no pueden ser confundidos con las necesidades inmediatas, como son que Grecia lleve a cabo sus ajustes y que el resto de países de la eurozona refuercen su vigilancia fiscal. En este sentido, parece claro que la emisión de eurobonos se incluiría dentro de un proceso más amplio de integración, que aunque podría llevar años, se antoja imprescindible para lograr una unión fiscal y no sólo monetaria, y permita a las autoridades comunitarias responder mejor y más rápidamente ante crisis como la que estamos viviendo.

Aún en el caso de que todos los impedimentos antes expuestos pudieran vencerse a corto plazo con algún tipo de instrumento similar a los eurobonos, no faltan las voces que alertan de los riesgos que llevarían implícitos. Es cierto que habría una mejora sustancial sobre la percepción de los países periféricos actualmente sometidos a mayor presión, pero los efectos a medio y largo plazo podrían ser muy negativos. Inicialmente, los tipos de interés a los que la mayoría de los países podrían financiarse bajarían, lo que sería mostrado como un éxito por la mayor parte de la clase política. Sin embargo, estas mejores condiciones harían que muchos de los gobiernos aplazasen u olvidasen las políticas de ajuste que se están poniendo actualmente en marcha, precisamente a raíz de la presión ejercida por los mercados de deuda al exigir mayores tasas de interés.

Otros economistas consideran que los temores en torno a los eurobonos son excesivos. Algunos informes sostienen que la introducción de estos instrumentos no encarecería significativamente los costes de financiación de los países de Europa Central, porque crearía un mercado de renta fija más líquido (que competiría directamente con los Treasuries americanos) y porque si consiguiera contener (al menos temporalmente) el riesgo de contagio de la situación griega a otros países, la rentabilidad promedio no se alejaría demasiado de los tipos actuales de bonos como los alemanes.

Dado el rápido deterioro experimentado recientemente por Grecia, la mayor probabilidad otorgada a una reestructuración de su deuda, el riesgo de contagio a otros países periféricos y las dudas sobre la propia supervivencia del euro, es probable que asistamos en las próximas semanas a discusiones e intentos de adoptar los eurobonos. No obstante, cualquier intento de implementación de instrumentos de este tipo supondría un largo proceso que implicaría la aprobación por los diferentes parlamentos nacionales lo que llevaría varios meses e incluso años.

Por tanto, y aún entendiendo la posibilidad de emitir eurobonos como positiva dentro de un esquema a medio plazo de mayor integración fiscal en la eurozona, no consideramos su introducción como probable a corto plazo ni la solución que actualmente requiere la difícil situación por la que atravesamos. Por el momento, y a la espera de la aprobación de los nuevos paquetes de ayuda a Grecia que eviten su inminente quiebra, son otros los instrumentos de los que disponen las autoridades comunitarias para tratar de reestablecer la confianza en los mercados de deuda. Entre ellos pueden destacarse:

- Recuperación de las subastas de liquidez a 12 meses por parte del BCE, para aliviar las dificultades de financiación de las entidades financieras de la zona euro
- Posible rebaja de tipos de interés en alguna de las próximas reuniones del Banco Central Europeo
- Programa creíble de recapitalización del sector bancario europeo, en un intento de reestablecer la confianza en la fortaleza de sus balances
- Incremento significativo del tamaño del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF), creado en su momento para proporcionar ayuda financiera a estados de la zona del euro en riesgo de quiebra, y que se ha demostrado insuficiente en caso de un contagio de la actual crisis a países como Italia o España
- Continuación del programa de compra de bonos soberanos en mercado por el Banco Central Europeo para estabilizar los tipos a los que países como Italia y España pueden financiarse

- Elaboración de un plan para una “quiebra ordenada” de Grecia, ya sea mediante la reestructuración (alargamiento de plazos) de su deuda o a través de una quita significativa (se habla de niveles del 50%). En cualquier caso, debería incluir la participación del sector privado, a ser posible de manera voluntaria para evitar que pudiera ser considerado como un “evento de crédito”.

Aunque muchas de estas opciones son factibles a corto plazo, y en caso de producirse podrían suponer un momentáneo alivio para los mercados financieros, la única solución a medio y largo plazo está en avanzar en la integración fiscal de la eurozona y continuar con las políticas de austeridad y ajuste. Y ello, aún a costa de sacrificar crecimiento a corto plazo y provocar que muchos de los países europeos (entre ellos España) mantengan en los próximos años unas tasas de crecimiento económico por debajo de su potencial.

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.