

Informe Mensual

Noviembre 2011

Entorno Macroeconómico

Situación Global

Los recientes datos macroeconómicos fuera de Europa no parecen anticipar una recesión, que tanto EEUU como los países emergentes deberían ser capaces de evitar, aunque persistirá un crecimiento global débil y por debajo de su potencial en los próximos trimestres. Los mayores riesgos siguen siendo de naturaleza política (resolución de la crisis en la zona euro) y muy ligados a su impacto en el sector bancario y a la recuperación de la confianza de los consumidores y empresarios.

Estados Unidos

La publicación de un buen dato de PIB del 3er trimestre (+2.5%) aleja la posibilidad de una recaída en recesión y parece confirmar cierta reactivación de la economía americana en el segundo semestre del año. Los indicadores adelantados y los datos de actividad conocidos durante el mes fueron en general positivos, aunque la confianza de los consumidores se mantiene en mínimos de los últimos meses y la creación de empleo continúa siendo débil. Pese a admitir cierta mejoría reciente en las condiciones económicas, la FED mantuvo su discurso expansionista de tipos nulos hasta 2013, revisó a la baja sus perspectivas de crecimiento para 2011 (hasta el 1.7% desde el 2.8%) y 2012 (hasta el 2.7% desde el 3.5%) y empeoró su previsión sobre la tasa de desempleo. A la vista de los "riesgos significativos a la baja para las perspectivas económicas", no descarta la aplicación de nuevas medidas expansivas no convencionales en un futuro próximo.

Europa

Tras muchas discusiones, se alcanzó un acuerdo en el seno de la Unión Europea para llevar a cabo una reestructuración ordenada de la deuda griega (con una quita del 50%), una ampliación del Fondo de Rescate europeo y la recapitalización de la banca. Sin embargo, dicho acuerdo y el desembolso del último tramo de ayuda parecen haber quedado en suspenso hasta que se clarifique la convocatoria o no, por parte del gobierno griego, de un referéndum para aprobar las medidas de ajuste exigidas como contrapartida. En el terreno macroeconómico, los datos siguen apuntando a una clara desaceleración y los indicadores adelantados de actividad se sitúan ya en zona de contracción (PMI Manufacturas 47,1). La crisis de deuda y su impacto en el sector bancario europeo van calando en la actividad económica y aumenta el riesgo de una recaída en recesión (al menos temporal) en Europa. El BCE, tras anunciar el mes pasado nuevas medidas para mejorar la liquidez del mercado interbancario, acaba de bajar los tipos de interés en 25pb ante el empeoramiento de la situación económica y "los riesgos derivados de la situación de los mercados financieros y la elevada incertidumbre".

Emergentes

Los datos de actividad en los países emergentes siguen dando muestras de cierta desaceleración económica, aunque los temores a un brusco frenazo de sus tasas de crecimiento parecen haberse reducido en las últimas semanas. Han aparecido los primeros síntomas de relajación en las tensiones inflacionistas, lo que debería permitir políticas monetarias no tan restrictivas como las adoptadas hasta ahora. Ello, unido a la mejor situación de sus cuentas públicas, debería seguir configurando a estas economías como los principales contribuidores al crecimiento económico mundial.

Resumen de Mercados

Renta Fija

Los bonos gubernamentales experimentaron pérdidas durante el mes, en un contexto de menor aversión al riesgo y mejora significativa de la mayor parte de los activos de riesgo. Después de marcar mínimos históricos en los últimos meses, asistimos a importantes repuntes en sus rentabilidades, especialmente en la parte más larga de la curva de tipos. Los diferenciales de crédito, especialmente en los bonos de menor calidad crediticia (high yield) mejoraron significativamente, poniendo de manifiesto la mejor percepción sobre la marcha de la economía y descontando una posible solución a la crisis de deuda periférica. Asistimos asimismo a una recuperación de la deuda de países emergentes, ante la posibilidad de aplicación de políticas monetarias más expansivas en sus economías.

Renta Variable

Todos los índices de Renta Variable finalizan octubre con importantes ganancias (MSCI World +8.52%), recuperando totalmente las pérdidas del mes anterior. Las subidas fueron generalizadas en todos los mercados, destacando la positiva evolución de los índices americanos (S&P 500 +10.77%). Los índices europeos se comportaron algo peor (Stoxx 600 +7.65%), penalizados por la incertidumbre sobre la resolución de la crisis griega. Especialmente positiva fue la evolución de los índices de pequeñas compañías (Russell 2000 +15.04%), después del fuerte castigo de los últimos meses y favorecidos por su mayor sesgo cíclico. Los mercados emergentes también recuperaron parte del terreno perdido desde el verano (MSCI EM +13.01). Los sectores más cíclicos, los ligados a las materias primas y el sector financiero lideraron las ganancias, en detrimento de los sectores más defensivos.

Materias Primas

Fuerte recuperación en los índices de materias primas (GS Commodity Index +9.75%) ante una mejora de los datos macroeconómicos y la menor probabilidad otorgada por el mercado a una recaída en recesión. Los subsectores más cíclicos (metales industriales y energía) fueron los más beneficiados.

Divisas













Los acuerdos alcanzados para lograr una reestructuración de la deuda griega y la recapitalización de la banca europea favorecieron al euro, que termina el mes recuperando parte del terreno perdido durante los últimos meses. La menor percepción de riesgo sistémico penalizó al dólar, que se deprecia frente a la mayor parte de las divisas mundiales.

Rentabilidades en Divisa Local a 31 Octubre 2011

Renta Variable			
RV Large		Octubre	2011
MSCI AC World Local	Mundial	8,52%	-7,20%
MSCI ACWI USD	Mundial	10,61%	-6,12%
S&P 500	EEUU	10,77%	-0,35%
Russell 1000 Value Index	EEUU Value	11,23%	-2,99%
Russell 1000 Growth Index	EEUU Growth	10,89%	1,76%
Eurostoxx 50	Eurozona	9,43%	-14,59%
DJ STOXX 600	Europa	7,65%	-11,72%
IBEX 35 INDEX	España	4,78%	-9,17%
DAX INDEX	Alemania	11,62%	-11,18%
CAC 40 INDEX	Francia	8,75%	-14,77%
FTSE 100 INDEX	Reino Unido	8,11%	-6,03%
SWISS MARKET INDEX	Suiza	3,61%	-10,95%
TOPIX INDEX (TOKYO)	Japón	0,38%	-14,99%
RV Emergentes		Octubre	2011
MSCI Emerging Markets	Emergentes	13,01%	-13,58%
RV Small		Octubre	2011
Russell 2000 Value Index	EEUU Small	15,04%	-5,43%
MSCI Small Cap Europe	Europa Small	6,50%	-16,96%
MSCI Small Cap Japan	Japón Small	-2,57%	-6,48%
MSCI Small Pacific Ex Japan	Asia Small	16,38%	-11,30%
Materias Primas			
		Octubre	2011
Goldman Sachs Commodity	Global	9,75%	-0,46%
Petroleo [Contado,USD]	Global	5,05%	16,14%
GOLD SPOT \$/OZ	Global	5,60%	20,70%

Renta Fija			
RF Gobierno		Octubre	2011
AFI Repo 1 Dia	Repo	0,09%	0,75%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt 1-3 Yr	Euro Gob 1-3	-0,66%	-0,28%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt All > 1 Yr	Euro Gob >1	-1,94%	0,72%
Bloomberg/EFFAS US Govt All > 1 Yr	EEUU Gob >1	-0,52%	8,48%
RF Corporativa Investment Grade		Octubre	2011
ML Corporate IG Euro	Euro	1,62%	2,36%
ML Corporate IG USA	USA	1,75%	7,48%
RF Emergentes		Octubre	2011
JPMorgan EMBI Global	Emerg	4,51%	7,83%
RF High Yield		Octubre	2011
ML High Yield Euro	Euro	6,87%	-0,04%
ML High Yield USA	USA	5,96%	4,16%
Convertibles		Octubre	2011
JACI Global	Global	3,65%	-3,50%
JACI Asia Ex Japan USD	Emerg	5,73%	-6,43%
Gestión Alternativa			
		Octubre	2011
HFRX Global Hedge Fund	Global	0,81%	-7,68%
HFRX Equal Weighted Strategies	Global	0,88%	-5,14%
Divisas (vs EUR)			
		Octubre	2011
USD	EEUU	-3,38%	-3,39%
JPY	Japón	-4,82%	0,16%
GBP	Reino Unido	-0,27%	-0,49%
CHF	Suiza	0,04%	3,00%

Recomendaciones

Clase de Activo	Anterior	Outlook	Comentario
Liquidez			La reciente bajada de tipos del BCE y la intención de la FED de mantener sus tipos de interés prácticamente nulos hasta 2013, provocan rendimientos muy poco atractivos para la liquidez, negativos en términos reales si descontamos la inflación. Aún así, sigue siendo la mejor opción para preservar capital en fases de elevada incertidumbre.
Renta Fija Gobierno			Pese al reciente repunte de rentabilidades, éstas se siguen situando cerca de sus mínimos históricos. Las bajas probabilidades de entrar en recesión incrementan los riesgos de caídas moderadas en sus precios. No obstante, 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, con margen de mejora en los diferenciales crediticios que compensaría una posible subida de tipos de la renta fija gobierno. Tanto el binomio rentabilidad-riesgo como las expectativas se mantienen positivas para este tipo de activo.
RF High Yield			Pese a cierta reducción en los diferenciales de crédito, seguimos considerando que descuentan una recesión moderada con una mayor probabilidad que la que consideramos en nuestro escenario base. El margen adicional de mejora de los spreads y los altos niveles de rentabilidad de partida, creemos que compensan el riesgo asumido.
RF Emergente			Su buena evolución reciente, tras el castigo experimentado en meses anteriores, parece apoyar nuestra tesis de inversión basada en sus mejores fundamentales. Asimismo, la disminución de las tensiones inflacionistas debería favorecer la aplicación de políticas monetarias más expansivas en sus economías.
Gestión Alternativa			Seguimos considerando que existen mejores opciones dadas las atractivas valoraciones de los activos corporativos (bonos y acciones). Mantendríamos cierta exposición como forma de preservar patrimonio y reducir la volatilidad de las carteras, a través de estrategias de bajo riesgo y neutras al mercado.
Renta Variable			Se mantienen las atractivas valoraciones a largo plazo. Pese a cierta mejora en el contexto macroeconómico global, persisten incertidumbres y riesgos exógenos (Grecia). Mantendríamos tácticamente una posición prudente a corto plazo hasta confirmar nuestro escenario base y clarificar la resolución de la crisis de deuda.
RV Emergentes			Aunque hemos asistido a cierta reducción de las primas de riesgo, creemos que su comportamiento seguirá muy ligado al de los mercados desarrollados. Pese a sus mejores fundamentales, mientras no se reduzca significativamente la volatilidad actual, será difícil ver un mejor comportamiento relativo de estos mercados de forma sostenida.
Materias Primas			Mantienen su potencial alcista a largo plazo y, después del castigo reciente que han sufrido, creemos que pueden beneficiarse de la mejoría experimentada en la percepción de la economía a nivel global. La posibilidad de un incremento de los riesgos geopolíticos (Irán) también las favorecería 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	10,89	0,13%	1,10%	1,17%	0,35%
Fondos gestionados por Riesgo		Mes	2011	12 Meses	
Welzia Sigma 5	9,71	0,12%	-1,68%	-2,62%	3,47%
Welzia Sigma 10	8,34	7,73%	-2,78%	-0,10%	10,91%
Welzia Sigma 15	8,54	6,99%	-8,11%	-3,13%	16,05%
Welzia Sigma 20	6,15	9,73%	-10,97%	-4,16%	22,43%
Fondos Temáticos		Mes	2011	12 Meses	
Welzia Banks	3,92	8,85%	-21,63%	-17,61%	23,28%
Welzia Rockledge USA Equity	7,45	15,58%	-3,97%	1,66%	21,46%
Welzia Global Activo	10,45	3,10%	4,54%	--	5,12%

Datos a 31 de Octubre de 2011

Nuestro fondo **Welzia Tesorería** vuelve a terminar el mes con rentabilidades positivas (+0.13%). Su rentabilidad acumulada en lo que llevamos de año (+1.10%) y en los últimos 12 meses (+1.17%) sigue siendo superior a la ofrecida por el tipo libre de riesgo, gracias a la adecuada selección de activos monetarios.

El perfil eminentemente conservador de su cartera no ha permitido al fondo **Welzia 5** beneficiarse todo lo que hubiera sido deseable de la buena evolución durante el mes de la mayor parte de los activos de riesgo. Aún así termina octubre en positivo y su rentabilidad en el año, aunque ligeramente negativa, mantiene su compromiso de preservación de capital en momentos negativos del mercado como los que estamos viviendo. En la medida que las condiciones de mercado sigan mejorando, su gestión activa le permitirá ir incorporando progresivamente activos de riesgo que aumenten su rentabilidad esperada.

Los cambios en la metodología de gestión del fondo **Welzia 10**, implementados a principios de mes, le han permitido anotarse fuertes ganancias sin necesidad de haber incurrido en una mayor volatilidad. La apuesta por activos de renta fija corporativa y convertibles, le han aportado un exceso de rentabilidad y han reducido significativamente sus pérdidas en el acumulado anual.

El resto de **fondos Welzia gestionados por volatilidad** terminan octubre con importantes subidas, recuperando totalmente las caídas del mes pasado. Pese a haber ido reduciendo durante los últimos meses su exposición a activos de riesgo, la diversificación de sus carteras y la aportación en la selección de los subyacentes en los que invierten, han permitido obtener rentabilidades en línea o superiores a las experimentadas por los índices de Renta Variable global.

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.

El buen comportamiento del sector bancario durante el mes ha tenido su reflejo en la evolución de nuestro fondo **Welzia Banks**. Concluye octubre anotándose una subida del 8.85%, superior a la registrada por el índice que le sirve de referencia (MSCI World Banks +5.18%). Pese a recuperar las pérdidas del mes anterior, en el acumulado anual presenta importantes caídas, en línea con los índices que incluyen entidades financieras a nivel global.

La fuerte apuesta de nuestro fondo **Welzia Rockledge** en sectores cíclicos como Materiales Básicos e Industria y su reciente inversión en el sector financiero americano, le llevan a terminar el mes con ganancias muy superiores a las de los índices de renta variable americana (+15.58% vs +10.77% en el S&P500). Los gestores siguen considerando que dichos sectores han sido excesivamente penalizados y que se encuentran especialmente infravalorados y con mayor potencial de revalorización relativa en los próximos meses.

Evolución Sicavs Welzia

Sicav	Valor Liquidativo	Rentabilidades						Volatilidad 12 Meses
		Mes	Acumulado 2011	12 Meses	2010	2009	2008	
Sicav 1	7,76	7,94%	-12,36%	-5,20%	20,91%	34,51%	-48,77%	21,11%
Sicav 2	7,48	8,13%	-13,75%	-6,75%	22,13%	36,82%	-49,37%	21,96%
Sicav 3	3,23	4,14%	-8,50%	-3,63%	5,06%	10,61%	-43,60%	11,70%
Sicav 4	7,64	7,74%	-4,62%	-0,68%	3,73%	29,56%	-36,35%	13,77%
Sicav 5	4,69	0,00%	0,30%	-0,47%	2,96%	2,30%	-16,16%	4,47%
Sicav 6	6,18	1,37%	3,21%	3,74%	0,74%	5,44%	-35,50%	3,20%
Sicav 7	12,35	9,02%	-6,00%	-3,70%	0,61%	22,80%	-37,68%	20,16%

Datos a 31 octubre 2011

Evolución Carteras RV Welzia

Carteras Valores	Rentabilidades						Volatilidad 12 Meses	Dividendo	
	Octubre	Acumulado 2011	12 Meses	2010	2009	2008			Inicio Anualizado
Cartera Welzia RV Euro	9,98%	-6,97%	-8,42%	4,90%	41,54%	-35,86%	-3,05%	31,21%	4,87%
Eurostoxx 50	9,52%	-11,04%	-14,52%	-1,88%	26,92%	-41,83%	-10,82%	30,00%	4,92%
Diferencia	0,46%	4,07%	6,10%	6,78%	14,62%	5,97%	7,78%		
Cartera Welzia RV Europa	8,49%	-6,16%	-6,99%	3,32%	40,28%	-26,70%	0,33%	27,83%	4,80%
Stoxx 50	7,35%	-7,17%	-6,46%	3,98%	29,85%	-40,72%	-7,45%	26,72%	4,16%
Diferencia	1,14%	1,00%	-0,53%	-0,66%	10,42%	14,02%	7,78%		
Cartera Welzia RV Europa Dividendo	7,29%	-0,75%	-2,41%	6,69%	23,40%	-23,40%	0,08%	24,04%	5,51%
Stoxx 50	7,35%	-7,17%	-6,46%	3,98%	29,85%	-40,72%	-7,45%	26,72%	4,16%
Diferencia	-0,06%	6,41%	4,05%	2,71%	-6,45%	17,32%	7,53%		
Cartera Welzia RV EEUU	11,22%	0,95%	5,05%	14,54%	38,55%	-31,11%	5,52%	28,60%	2,86%
S&P 500	10,93%	1,30%	6,68%	15,06%	26,48%	-37,00%	0,71%	28,70%	2,14%
Diferencia	0,30%	-0,35%	-1,63%	-0,52%	12,07%	5,89%	4,82%		
Cartera Welzia RV EEUU Defensiva	10,80%	2,73%	7,67%	15,56%	25,01%	-19,80%	4,98%	26,43%	3,38%
S&P 500	10,93%	1,30%	6,68%	15,06%	26,48%	-30,43%	0,71%	28,70%	2,14%
Diferencia	-0,13%	1,43%	1,00%	0,50%	-1,47%	10,63%	4,27%		
Cartera Welzia RV Global Dividendo	7,22%	3,52%	2,87%	9,01%	22,25%	-11,11%	5,93%	21,98%	5,18%
MSCI World	8,46%	-6,57%	-2,97%	7,83%	22,82%	-31,67%	-4,57%	22,59%	3,18%
Diferencia	-1,24%	10,09%	5,84%	1,19%	-0,57%	20,56%	10,50%		

Rentabilidades de Carteras e Indices incluyen Dividendos

Rentabilidades en Divisa Local a 31 de Octubre de 2011

Tema del Mes

La Crisis de Deuda en la Eurozona

A finales de octubre los políticos de la Unión Europea, después de una semana de continuos rumores y desmentidos, acordaban una serie de medidas en un intento de dar por concluida la crisis de deuda soberana que sacude la Eurozona desde hace ya año y medio. Aunque muchas de estas medidas están pendientes de concretarse y muchos de los detalles de su aplicación aún no están fijados, son sin duda un paso en la dirección correcta para evitar una quiebra desordenada de Grecia, impedir un contagio a otros países de la zona euro y restablecer la confianza en el sistema bancario europeo.

La validez de estas medidas, así como el desembolso del último tramo de ayudas a Grecia aprobado recientemente, parece haber quedado en suspenso tras el reciente anuncio del gobierno heleno de la convocatoria de un referéndum para aprobar las medidas de ajuste exigidas al país como contrapartida a las ayudas recibidas. Dicho evento, cuya resolución en sentido negativo podría desembocar en una quiebra total y descontrolada de la deuda griega y posiblemente supondría la salida de Grecia del euro, parece que finalmente no se va a producir, lo que supondría seguir adelante con el plan inicialmente previsto.

La batería de medidas presentadas fueron las siguientes:

1º Apalancamiento del fondo de rescate: aunque no se confirmaba el modo de hacerlo, se presentaban 2 medidas posibles:

- Apalancarlo 5 veces, (hasta 1.5 billones de euros) convirtiendo el EFSF en un mecanismo de seguro, garantizando el 20% de las primeras pérdidas que pudiesen producirse en la emisión de bonos de deuda pública de países de la eurozona
- Creación de un vehículo especial de inversión destinado a comprar bonos en el mercado primario y secundario, con participación de países emergentes y el FMI

2º Recapitalización del sistema financiero europeo: con la intención de que un impago desordenado por parte de Grecia no afectase a la estabilidad financiera de la UE se solicitó que los bancos más grandes a nivel europeo, aquellos que entrañan riesgo sistémico se recapitalizasen. Así, la Asociación Bancaria Europea exigirá un capital básico de máxima calidad del 9% para estas entidades. El importe estimado de esta recapitalización es de 108bn€.

3º Aumento de la quita “voluntaria” en la deuda griega del 21% acordado en julio al 50%. Con esta medida se pretende reducir la deuda neta sobre PIB del país heleno de modo que para 2020 ésta suponga un 120% del PIB. Esta medida estaría articulada mediante el intercambio de bonos y obligaciones. Se hizo mucho hincapié en que esta medida debía ser voluntaria pues en caso de no hacerlo, se ejecutarían los CDS's (seguros contra impago) sobre la deuda griega y ello tendría unas consecuencias desastrosas para la economía mundial, como ya ocurrió en el 2008.

4º Descuento temporal en la valoración de la deuda de otros países periféricos: en línea con los 2 puntos anteriores, se acuerda un descuento en la valoración de otras deudas periféricas. En el caso de la deuda española, este descuento sería del 3%.

5º Realizar esfuerzos para impulsar el crecimiento de los distintos países de la Eurozona. No se expusieron qué medidas debían llevarse a cabo por parte de los estados pero sí se puso mucho énfasis en que las medidas de austeridad pública y la recapitalización de los bancos en ningún caso debían minar el crecimiento y el crédito en la zona euro.

6º **Mayor integración fiscal** en el seno de la UE: en los próximos meses se deberá preparar un marco de actuación a tal efecto, que deberá ser presentado en el Congreso Europeo para ser discutido en diciembre de este año y debe contar con la aprobación de sus miembros para marzo del 2012.

7º **Continuidad de las medidas no convencionales por parte del BCE:** Mario Draghi, el nuevo presidente del BCE, indicó que se extendería el programa de compras de bonos en el mercado secundario, "actuando con determinación para evitar el mal funcionamiento de los mercados monetarios y financieros". Adicionalmente, y en la reunión del pasado 3 de noviembre, el BCE acordó por unanimidad rebajar los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos hasta el 1,25%

Efectos sobre el Sistema Financiero Español de las medidas acordadas por la UE:

En el caso español, uno de los países más castigados por los nuevos requerimientos de capital, los 5 mayores bancos españoles (BBVA, Santander; Banco Popular, Bankia y Caixabank) deberían obtener hasta 26bn€ antes de junio de 2012. Las entidades deben conseguir el capital en mercado y en caso de que no fuese posible, cada estado debería recapitalizar sus bancos, recurriendo al fondo de estabilidad europeo como último recurso. En el caso de la banca española, parece ser que estos grandes requerimientos de capital van más orientados a las posibles pérdidas producidas por la exposición al mercado inmobiliario que a la deuda soberana y con ello se intenta incrementar la confianza en el sistema financiero español.

Según un informe de Morgan Stanley, se estima que una vez descontados los convertibles de los 26.000mn, las necesidades de capital adicional se verían reducidas al 15.900mn y que los beneficios retenidos podrían alcanzar los 8.500bn. Además se comenta que el BdE podría permitir cambios en los modelos de valoración de activos de riesgo fuera de balance, lo que supondrían otros 6.800mn. Después de todos estos ajustes, la cantidad estimada que deberían conseguir los bancos españoles en mercado se vería reducida a 3.000mn, de lo que 1.600mn pertenecerían al BBVA y 1.100mn a Bankia.

Todos los bancos mencionados han explicado que su intención es conseguir esos nuevos requerimientos de capital por la vía orgánica. Aunque esto no sea posible en su totalidad para los 5 bancos, se estima que no sería una gran cuantía la que deberían conseguir en mercado. A continuación se explica cómo piensan conseguirlo los 3 mayores bancos involucrados:

A) BBVA: la entidad anunció que debe incrementar su capital base en 7.000 millones para alcanzar el ratio de capital exigido por la AEB. Según los cálculos realizados por los analistas de Morgan Stanley, 3.400 millones podría conseguirlos mediante beneficios retenidos y 2.100 millones podría conseguirlos estabilizando sus activos fuera de balance. Esto deja al BBVA a 1.600 millones de conseguir el capital exigido. Todavía debe explicar cómo va a conseguirlo pero estas son algunas posibilidades:

- a) Liquidando su cartera de bonos con ganancias de capital.
- b) Desinvirtiendo el 5% de posición que mantiene en Telefónica.
- c) Con la salida a bolsa de su filial Bancomer
- d) Con la total o parcial venta de su negocio de aseguramiento.

B) Santander: acumulando capital orgánicamente. El Banco Santander tiene las mayores necesidades de capital de toda la banca española (15.000 millones) pero espera conseguir el capital necesario de forma orgánica. Sus bonos convertibles, que parece que podrán ser contabilizados como capital básico reducirán las necesidades, una vez convertidos en capital, en 6.500 millones. Morgan Stanley calcula que 3.900 millones podrían ser obtenido mediante beneficios retenidos mientras que 4.000 millones provendrían de sus activos de riesgo fuera de balance, lo que permitiría al banco alcanzar un capital básico del 9,2% para junio de 2012. Su CEO, Emilio Botín comunicó que podrían tomar otras medidas adicionales para elevar el capital hasta el 10% para esa fecha.

C) Banco Popular: unas necesidades de capital de 2.400 millones bajo los estándares de la AEB. La entidad comunicó que espera conseguir dicha cifra orgánicamente. 1.200 millones los obtendría de la conversión obligatoria de sus bonos convertibles, 508mn los obtendría mediante el reparto de dividendos en acciones y el capital requerido restante, 800mn, mediante la optimización de sus activos de riesgo fuera de balance.

La **reacción del mercado** a las medidas adoptadas fue en principio muy positiva, debido principalmente a que reducían considerablemente las probabilidades de una quiebra desordenada de Grecia, con el consiguiente descenso en la percepción de riesgo sistémico en el sector financiero de la zona euro. Pese al recorte de los mercados tras el anuncio del referéndum griego (ahora parece que retirado), la recuperación posterior (especialmente en los mercados de Renta Variable y crédito) y su buen comportamiento durante el mes de octubre, parecen apuntar a cierta relajación en las primas de riesgo.

Aún reconociendo que las medidas aprobadas van en la buena dirección, quedan demasiadas **incertidumbres** como para dar por finalizada la actual crisis de deuda soberana:

- Falta por determinar cómo se llevará a cabo la ampliación del fondo de rescate europeo y qué nivel de implicación estarán dispuestos a asumir los países emergentes, fondos soberanos y el FMI
- Aún no está definido definitivamente cómo se articulará la reestructuración de la deuda griega y persisten dudas sobre su calificación como "voluntaria" y su nivel de aceptación por parte de las entidades afectadas
- Pese a que los nuevos requerimientos de recapitalización favorecerán sin duda una recuperación de la confianza en el sistema bancario europeo, existe el riesgo de que este endurecimiento de las medidas de solvencia provoque una restricción adicional del crédito, con el consiguiente impacto negativo en el crecimiento económico de la eurozona
- Parece claro que la solución definitiva al problema de los déficits excesivos en muchos países europeos debe venir por el lado del crecimiento, pues el margen de reducción adicional de los gastos con nuevas medidas restrictivas es cada vez menor

Todas estas dudas se han puesto de manifiesto en la reacción de los mercados de renta fija de la zona euro, donde la relajación de las **primas de riesgo país** ha sido casi inexistente y en algunos casos, como el de Italia y Francia, se encuentran cerca de sus máximos históricos de los últimos años. Sería necesario ver una sustancial reducción de los diferenciales de rentabilidad frente a Alemania, para apoyar una continuación sostenida y duradera del buen comportamiento reciente de los activos de riesgo. Es fundamental que los costes de financiación de los países periféricos se reduzcan, a lo que debería contribuir la reciente rebaja de tipos del BCE y las posibles nuevas bajadas en los próximos meses.

Por lo que respecta al impacto de las medidas de **recapitalización en la banca española**, los importes necesarios parece que podrán ser conseguidos sin excesivos problemas sin necesidad de recurrir al dinero público, aunque será a costa de reducir los beneficios esperados (y quizá parte de los dividendos) en los próximos trimestres y quizá asumir algún coste en términos de dilución del accionista (ampliaciones de capital).

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.