



Federación de EPSV de Euskadi  
Euskadiko BGAE Federazioa



# INTRODUCCIÓN A LA GESTIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS EPSVs

Bilbao a 23 de Noviembre de 2017

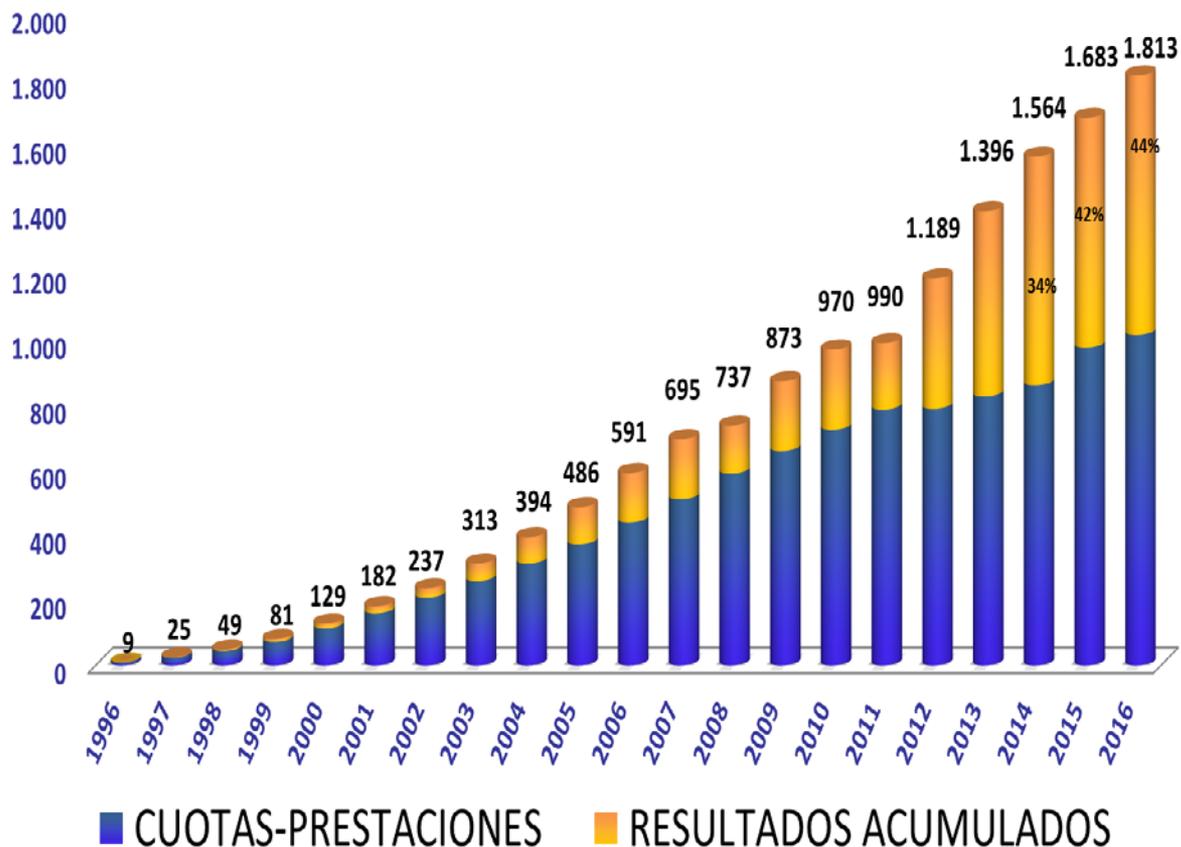
- Decreto de Gobierno Vasco 2007, Artículo 11.
- El partcipe va a tener un compromiso largo con la entidad; al tratarse de un sistema de capitalización se requiere una consistencia en el retorno de las inversiones; es decir una optimización de los retornos con una volatilidad controlada; optimización binomio RENTABILIDAD-RIESGO.
- **La volatilidad como principal problema en la proyección de resultados futuros**, aunque puede ser una fuente de oportunidades.
- Definición de la Declaración de los Perfiles de Inversión o DPI.
  - ✓ Rentabilidad-riesgo.
  - ✓ Solvencia.
  - ✓ Liquidez y Riesgo de reinversión.
  - ✓ Diversificación.
  - ✓ Plazo.
  - ✓ Tipo de Interés.
- Riesgo de duración y liquidez de las inversiones y macheo de flujos con las cuotas recibidas y el pago de prestaciones, para no tener un problema de liquidez.
- Desarrollar una asignación de activos
- Supervisión por parte de la Junta de Gobierno.
- Tipología de las diferentes EPSV: Empleo, Individuales.
- Entorno macroeconómico.
- Situación micro.
- Prejuicios y reticencias de los miembros de órganos de gobierno que los gestores deben vencer.
- Problemas y carencias del equipo gestor para realizar ciertas inversiones.
- Moverse en un entorno en que la sociedad debe de involucrarse más: fomentar la cultura del ahorro a largo plazo, partidos y agentes sociales deben de empujar en la misma dirección.
- Futuras leyes: Reglamento que desarrollará la ley de EPSV, transposición de directivas europeas.
- Inversión Socialmente responsable: Las Entidades de Previsión Social tienen una gran responsabilidad social en el tejido social, y en particular en el ahorro a largo plazo, con lo que las inversiones tienen que tener un componente social y responsable.
- Aclaración de algunos aspectos básicos que el partcipe no conoce por la falta de cultura financiera: la Renta Fija no es tan "fija".

- ❑ Al menos el 70% del activo de cada plan se invertirá en:
  - Valores de renta fija y variable admitidos en países OCDE.
  - Fondos de inversión establecidos en el espacio económico europeo.
  - Depósitos a la vista con plazo <12 meses
  - Activos inmobiliarios.
  - Créditos hipotecarios sobre primera hipoteca.
  - Derivados negociados en mercados organizados.
- ❑ Mayoritariamente en mercados regulados, siguiendo los principios de inversión regulados en la ley.
- ❑ Los activos se dividen entre activos aptos y no aptos:
  - ❖ APTOS:
    1. Valores de RV y RV admitidos a negociación en mercados regulados en el ámbito OCDE.
    2. Activos financieros estructurados.
    3. Acciones y participaciones en IIC y Fondos de Titulización en el ámbito EEE D85/611/CEE.
    4. Fondos inmobiliarios establecidos en EEE y supervisados por una autoridad del estado miembro.
    5. Depósitos a la vista de plazo igual o inferior a 12 meses de bancos con sede en UE y en divisa OCDE.
    6. Bienes inmuebles y derechos reales inmobiliarios.
    7. Créditos hipotecarios, primera hipoteca e inmuebles que cumplan los requisitos de ley hipotecaria.
    8. Créditos pignoratícios siempre que el objeto de la garantía sea activos aptos.
    9. Créditos garantizados por entidades de crédito o aseguradora autorizada para operar en EEE
    10. Financiación pública a entidades miembros de EEE, siempre que ofrezcan garantías respecto a su seguridad.
    11. Inversión en Capital Riesgo siempre que tengan autorización a operar en España u OCDE, que no tengan limitación para su libre transmisión, emitido por alguna sociedad con sede OCDE, la entidad audite sus estados financieros.
    12. Derivados emitidos en estados OCDE, que se puedan liquidar en cualquier momento y que se valoren diariamente.
    13. Los valores de RF y RV no admitidos a negociación, pero que cumplan los requisitos exigidos a sociedades de capital riesgo.





En Millones de euros



EN 30 AÑOS Y SUPONIENDO UN 4% DE RENTABILIDAD, SI UN SOCIO APORTA DURANTE LOS 30 AÑOS 100, AL CABO DE ESE TIEMPO ACUMULARÁ CASI EL DOBLE; 194.

LUEGO EL GESTOR TENDRA QUE EVITAR RETORNOS VOLÁTILES, YA QUE UN EJERCICIO NEGATIVO AFECTA A LOS RESULTADOS ACUMULADOS DE AÑOS ANTERIORES, QUE EL SOCIO YA HABÍA CONSOLIDADO.

# ESQUEMA DE INVERSIÓN Y RIESGOS

- Invertir con el fin de Pagar unas Prestaciones futuras.



- Cómo es lógico estas inversiones deben de generar retornos positivos



- Los retornos positivos son generados por:
  - RENTA FIJA: Cupones
  - RENTA VARIABLE: Dividendos



- Además el riesgo no viene únicamente del cobro o no de los retornos futuros.
- La normativa nos obliga a valorar los activos a valor de mercado si estos cotizan, la gran mayoría de ellos.



- Como riesgo decimos que no hay certeza o existe una probabilidad de no cobro de los retornos y principal futuro.



- El principal invertido se pone a riesgo, lo mismo que los retornos futuros esperados.



- La valoración a mercado implica que se calcule cuanto valdría hoy el activo invertido, y este valor es el nuevo valor del activo invertido.



- Luego el beneficio o pérdida de ese valor sería los rendimientos del valor, cupones o intereses +- el resultado positivo o negativo de la valoración de mercado



- Como es lógico, lo anterior genera incertidumbre, variabilidad de los resultados, y a todo ello se le denomina riesgo de predecir los resultados futuros.



- La diversificación genera CORRELACIONES que pueden ser negativas reduciendo la volatilidad, pero pueden ser positivas, aumentándola.



- La volatilidad va variando dependiendo de factores políticos, económicos, la única manera para controlarla es la DIVERSIFICACIÓN.



- Este riesgo, o VOLATILIDAD, no es constante a lo largo del tiempo, va cambiando con el desarrollo de acontecimientos.



- Obtención de **RENTABILIDAD ESPERADA**: Suma Ponderada de las rentabilidades esperadas de cada activo que está en cartera.

$$E_{it} = \sum_1^n p_i R_i$$

- Obtención de la **VOLATILIDAD** o **RIESGO** esperado.

$$\sigma_p^2 = \sum \sum x_i x_j \sigma_{ij}$$

TIPO DE ACTIVO	Valores	Principales Características	Principales Riesgos	% de Inversión
<b>LIQUIDEZ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Saldos Cuenta Corrientes.</li> <li>* Saldos en Cuenta Corriente divisas extranjeras.</li> <li>* IPF, Pagarés, Depósitos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Rentabiliza la liquidez.</li> <li>* En estos momentos genera nula o negativa rentabilidad.</li> <li>* Permite cumplir con las obligaciones de pago de la Entidad.</li> <li>* Da oportunidades de Inversión en momentos con turbulencias.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Riesgos Mínimos.</li> <li>* Únicamente si el emisor quiebra.</li> </ul>	<b>5%-10%</b>
<b>RENTA FIJA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Bonos (Públicos, y Privados).</li> <li>* Empréstitos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Genera una rentabilidad cierta DURANTE TODO el periodo de Inversión.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Pérdidas si los tipos de Interés suben, y plusvalías si bajan.</li> <li>* Las entidades al tener que valorar sus bonos pueden sufrir pérdidas.</li> <li>* Riesgo de Impago por parte del emisor.</li> </ul>	<b>40%-60%</b>
<b>OTRAS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Infraestructuras.</li> <li>* Materias Primas.</li> <li>* Inmobiliarios.</li> <li>* Capital Riesgo.</li> <li>* Divisas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Genera flujos de caja recurrentes.</li> <li>* Independiente de las condiciones de Mercado.</li> <li>* No tiene la Volatilidad de los valores que cotizan.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Son valores ÍLQUIDOS.</li> <li>* Comisiones elevadas.</li> <li>* Difícil de salirse de la inversión antes de tiempo-excepto Divisas.</li> </ul>	<b>10%-20%</b>
<b>RENTA VARIABLE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Acciones de Empresas.</li> <li>* Índices Bursátiles.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Se participa en el capital de la Empresa.</li> <li>* La rentabilidad viene por la revalorización de la empresa y los dividendos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Los activos más volátiles.</li> <li>* En caso de quiebra pérdida total.</li> </ul>	<b>10%-35%</b>

- En el caso de Entidades en las que el socio no decide la asignación de activos, generalmente las de empleo, el **gestor deberá asignar los activos adecuadamente**, de tal manera que permita obtener una **rentabilidad sostenible** en el tiempo.
- **No existen activos libres de pérdida**, incluso la Renta Fija más solvente puede perder valor, si hacemos una valoración de mercado del bono en cuestión. Si decidimos mantener a vencimiento el bono, optaremos por evitar la volatilidad y recibir el tipo de interés implícito; en estos momentos este tipo es mínimo y no sirve para rentabilizar las provisiones matemáticas.
- Los flujos generados por las inversiones financieras deberán de tener en cuenta las **obligaciones generadas por los pasivos** y las cuotas recibidas, para evitar tener problemas de liquidez.
- Un horizonte de largo plazo no implica que la gestión deba ser pasiva, por el contrario **la gestión activa** en muchos casos **añade valor**, ya que el gestor se aprovecha en la gestión de la **volatilidad**.
- La **volatilidad** como principal problema a la hora de la gestión, ya que implica fuertes variaciones en los precios. Únicamente se puede controlar con una buena diversificación, que a través de **Correlaciones Negativas** disminuya el riesgo total.
- **El gestor deberá de encontrar a otros gestores**, si desea implementar estrategias de inversión que él o no tiene medios o no sabe realizar, estas estrategias de gestión pasiva **deberán batir a un índice** con objeto que el coste de gestión compense la rentabilidad extra que se obtiene.
- Inconsistencia de mercados y decisiones de inversión, tanto en fija como en variable, ej. años 2011 y 2012 en performance de bonos.
- **Mercados manejados por bancos centrales** y proclives a la formación de burbujas. **QE**.

TIPO ACTIVO	% DE LA CARTERA PESOS 1	RENTABILIDAD ESPERADA PESOS 1 1	RENTABILIDAD ESPERADA PESOS 1 CASO 2 2	% DE LA CARTERA CASO 2 PARA EVITAR PÉRDIDAS	RENTABILIDAD ESPERADA PESOS 2 CASO 2
RENDA FIJA	65,00%	4,00%	4,00%	72,10%	4,00%
RENDA VARIABLE	25,00%	10,00%	-20,00%	17,90%	-20,00%
INV. ALTERNATIVAS	10,00%	7,00%	7,00%	10,00%	7,00%
TOTAL	100,00%	5,80%	-1,70%	100,00%	0,00%

TIPO ACTIVO	% DE LA CARTERA PESOS 1	RENTABILIDAD ESPERADA PESOS 1 1	RENTABILIDAD ESPERADA PESOS 1 CASO 2 2	% DE LA CARTERA CASO 2 PARA EVITAR PÉRDIDAS	RENTABILIDAD ESPERADA PESOS 2 CASO 2
RENDA FIJA	65,00%	1,00%	1,00%	82,38%	1,00%
RENDA VARIABLE	25,00%	10,00%	-20,00%	7,62%	-20,00%
INV. ALTERNATIVAS	10,00%	7,00%	7,00%	10,00%	7,00%
TOTAL	100,00%	3,85%	-3,65%	100,00%	0,00%

- CARTERA TIPO DE UN FONDO DE PENSIONES A LARGO PLAZO QUE PRETENDE OBTENER UNA RENTABILIDAD CONSISTENTE.
- CON ESTA DIVERSIFICACIÓN SE CONSIGUE QUE EN LOS MOMENTOS EN LOS QUE LA RV TIENE IMPORTANTES CAIDAS EL FONDO CONSIGUE PRESERVAR CAPITAL.

- EL PROBLEMA SE ACRECIENTA CUANDO UNO DE LOS ACTIVOS, LA RENTA FIJA, GENERA UNOS RENDIMIENTOS MUY BAJOS, LA SITUACIÓN ACTUAL. LA RENTABILIDAD OBJETIVO ES MENOR.
- Y EN CASO DE EJERCICIOS CON MAL COMPORTAMIENTO EN RENTA VARIABLE, LA INFRAPONDERACIÓN DE ESTA DEBE SER MAYOR, ya que los criterios de valoración de riesgos hacen disminuir los activos más volátiles.

# ASIGNACIÓN DE ACTIVOS (2)-RENTA FIJA



# RENTA FIJA- NO es tan "fija"

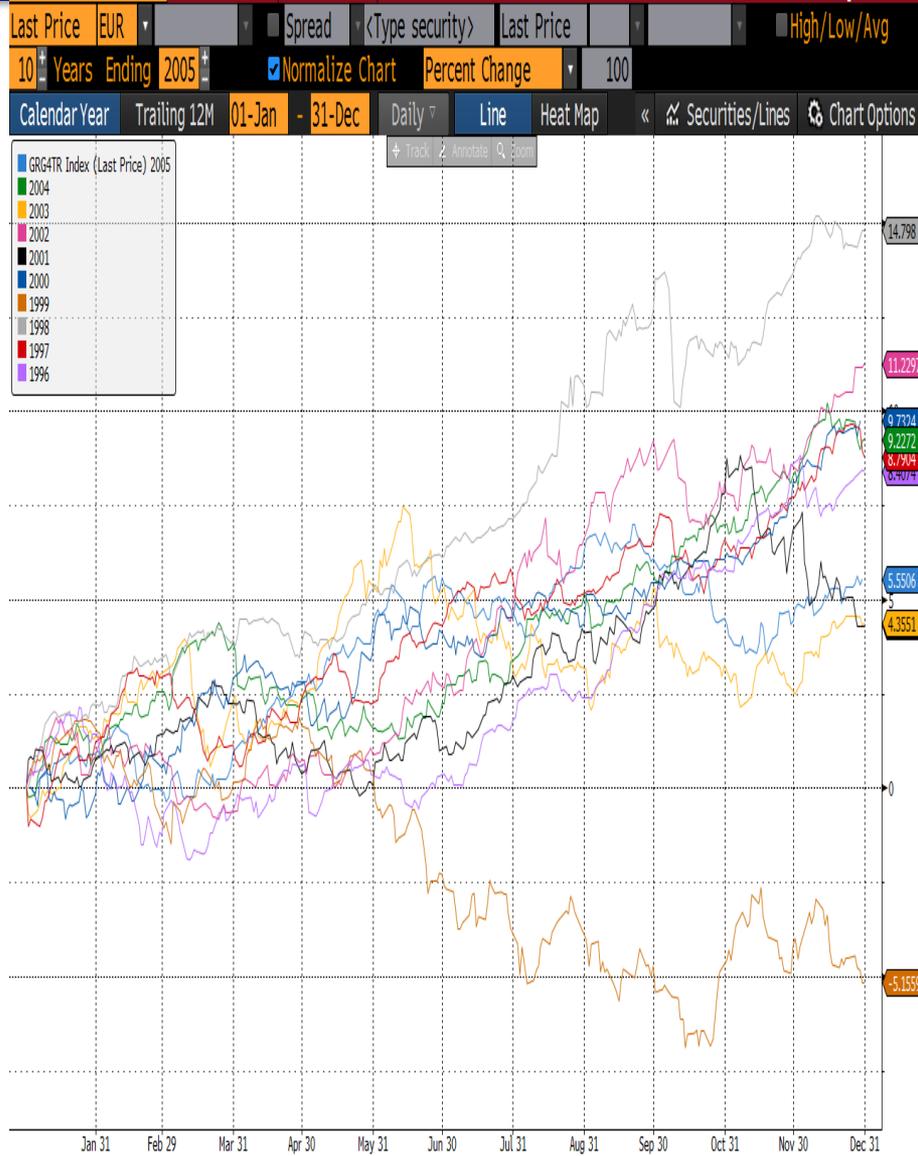


- La verdad es que para encontrar un ejercicio negativo en RF, exclusivamente en términos de tipos de interés, hay que irse hasta el año 1994, ese año el precio de los bonos cayó un 10%.

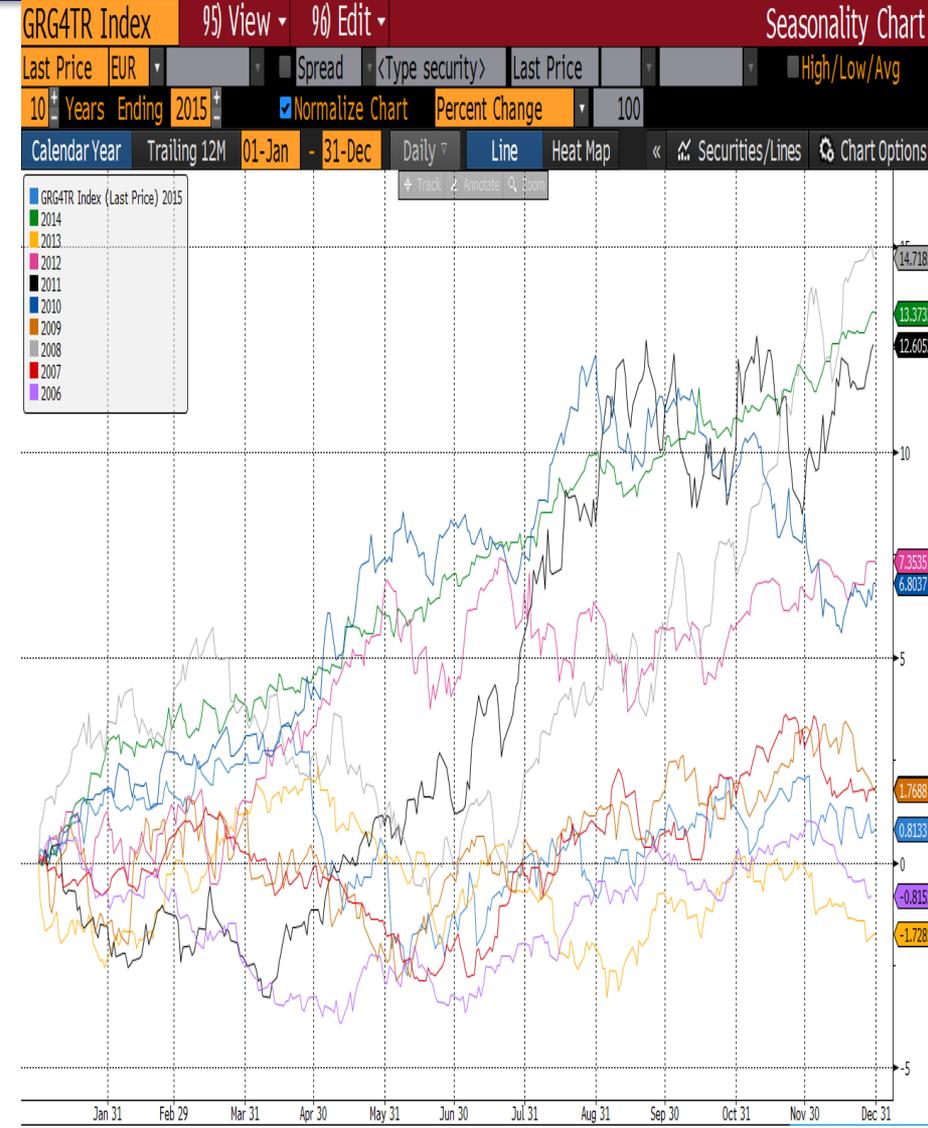
- En el gráfico se puede ver que la rentabilidad pasó de niveles del 5,80% al 7,62%.

- En cambio si consideramos que el tipo de interés tiene que volver, "gradualmente", a la media 3,98%, desde niveles de 0,96%, la pérdida del bono será de un 28% aproximadamente.-CONCEPTO DE DURACIÓN DE UN BONO-.

# RENTA FIJA- NO es tan "fija" (2)



1999: -5,1559%

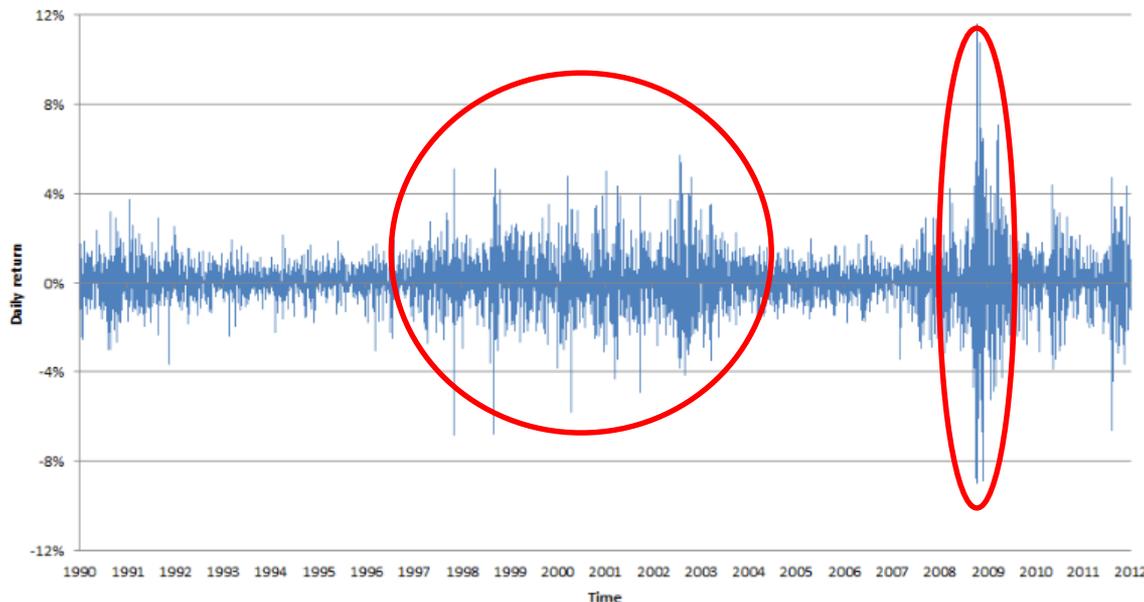


2013: -1,7285%  
2006: -0,8152%

# VOLATILIDAD-Principal riesgo en la determinación del retorno esperado: Breve explicación

**DEFINICIÓN:** Es una medida estadística que mide la dispersión en los retornos, es decir significa la amplitud con la que se mueven los retornos con respecto a una media. Normalmente se mide con la desviación típica con respecto a la media de un periodo.

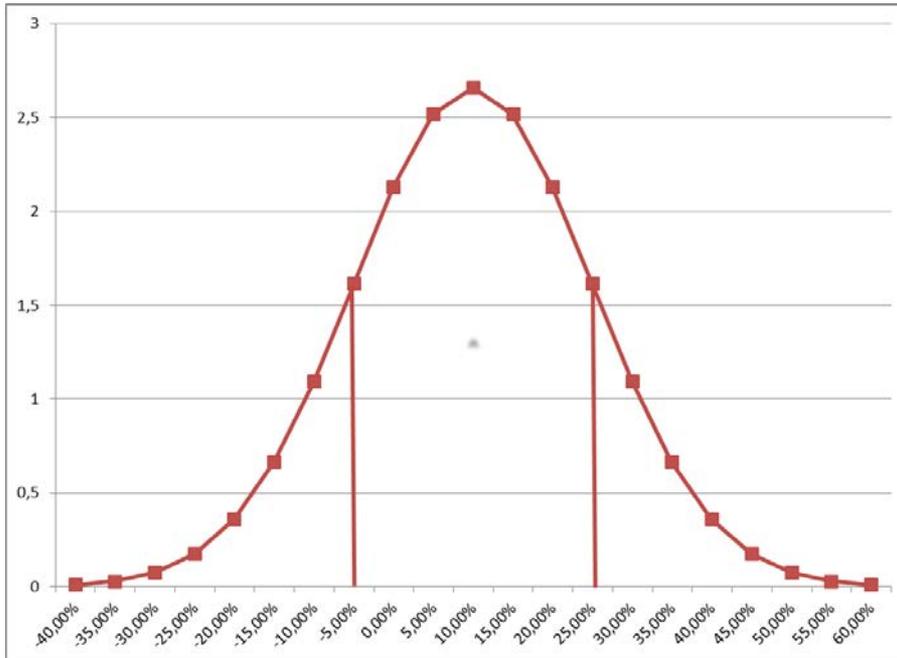
- Lo anterior se traduce en que la **incertidumbre en la evolución de los retornos futuros** sea mayor o menor.
- Si la volatilidad es alta los retornos se moverán en un intervalo amplio y si es baja en uno estrecho, en este caso habrá mayor predictibilidad en la valoración de los mismos.
- Normalmente los incrementos se producen debido a una caída fuerte en el precio del activo, luego se producen fuertes fluctuaciones.
- Es el principal enemigo de los mercados, ya que predecirlos es más difícil y por lo tanto más caro.
- Muchos gestores deben de reducir los niveles de inversión si la volatilidad se incrementa por encima de unos niveles previamente parametrizados.
- No es una medida estática, varía según momentos de mercado, se puede compensar con **CORRELACIÓN**.



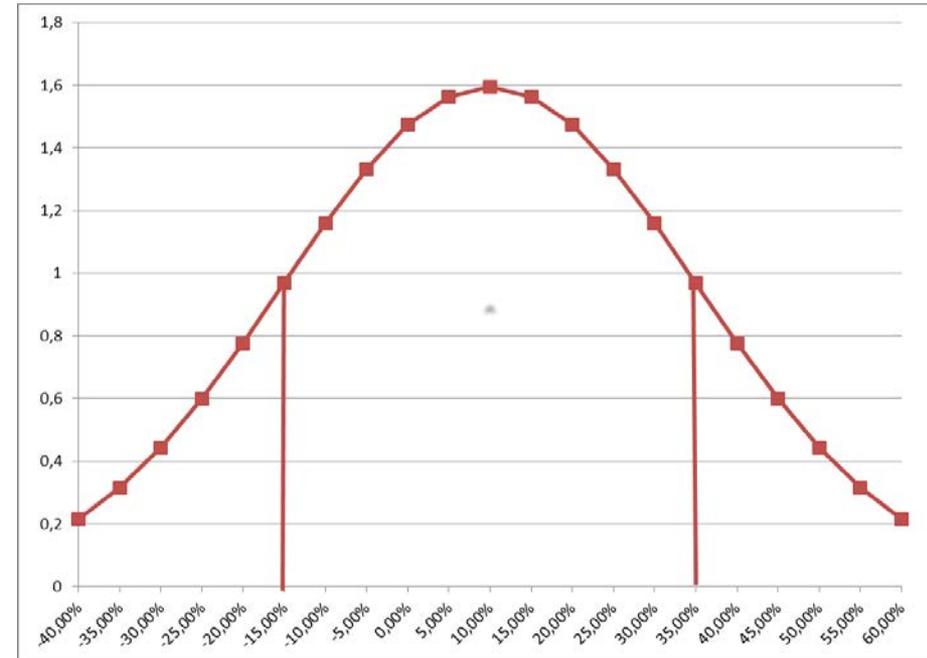
El gráfico muestra la evolución de la dispersión entre el máximo y el mínimo con respecto a la media. Esas amplitudes denotan aumentos en volatilidad.

# VOLATILIDAD

- La Volatilidad es la medida de Riesgo de una cartera de Inversión . Mide la dispersión.
- Cómo se ve en los gráficos el nivel de Volatilidad es esencial para prever los resultados futuros.
- Si la Volatilidad es baja los gestores estarán dispuestos a tener una mayor exposición en activos de riesgo.
- Si la Volatilidad es alta los gestores deberán de reducir su exposición a activos de RIESGO ya que el nivel de incertidumbre es elevado.



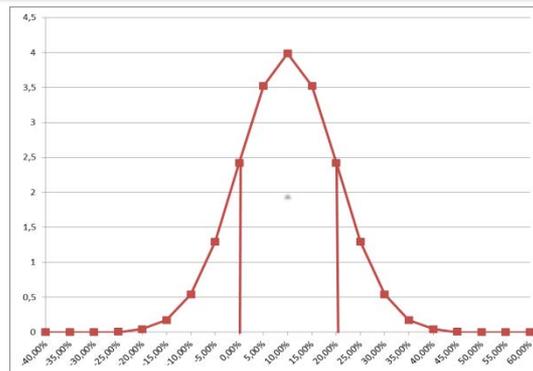
- El gráfico de arriba refleja:  
RENTABILIDAD ESPERADA: 10%  
VOLATILIDAD: 15%  
**+/- 1 desviación típica da intervalo: -5%/25%**
- El área representa un 68%



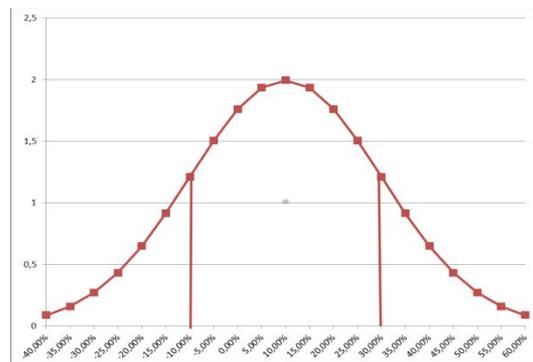
- El gráfico de arriba refleja:  
RENTABILIDAD ESPERADA: 10%  
VOLATILIDAD: 25%  
**+/- 1 desviación típica da intervalo: -15%/35%**
- El área representa un 68%

# VOLATILIDAD (2)

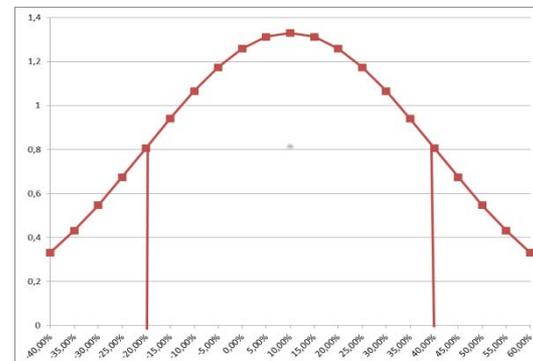
RENTABILIDAD ESPERADA		10%	
Nº DESVEST	VOLATILIDAD	INTERVALO RENTABILIDAD ESPERADA	PROBABILIDAD
1	10%	0%/20%	-68,27%
2	10%	-10%/30%	-95,45%
3	10%	-20%/40%	-99,73%



RENTABILIDAD ESPERADA		10%	
Nº DESVEST	VOLATILIDAD	INTERVALO RENTABILIDAD ESPERADA	PROBABILIDAD
1	20%	-10%/30%	-68,27%
2	20%	-30%/50%	-95,45%
3	20%	-50%/70%	-99,73%



RENTABILIDAD ESPERADA		10%	
Nº DESVEST	VOLATILIDAD	INTERVALO RENTABILIDAD ESPERADA	PROBABILIDAD
1	30%	-20%/40%	-68,27%
2	30%	-50%/70%	-95,45%
3	30%	-80%/100%	-99,73%



- En los gráficos se ve como una evolución de Volatilidad genera unas Intervalos de Rentabilidad muy diferenciadas.
- La misma probabilidad genera muy diferentes intervalos de retornos esperados, ya que la dispersión es mucho mayor.
- Para el mismo retorno esperado pero para  $\alpha$  de 30% el intervalo de confianza se va a -50% /70% para 2 desviaciones típicas, es decir es muy difícil predecir algo.
- **El gestor en este contexto disminuirá posiciones que generan más volatilidad.**

# ASIGNACIÓN DE ACTIVOS-RENTA VARIABLE- Y ENTORNOS VOLÁTILES

SX5E Index 96) Actions 97) Edit G 558: INDICE RV FEDERACION

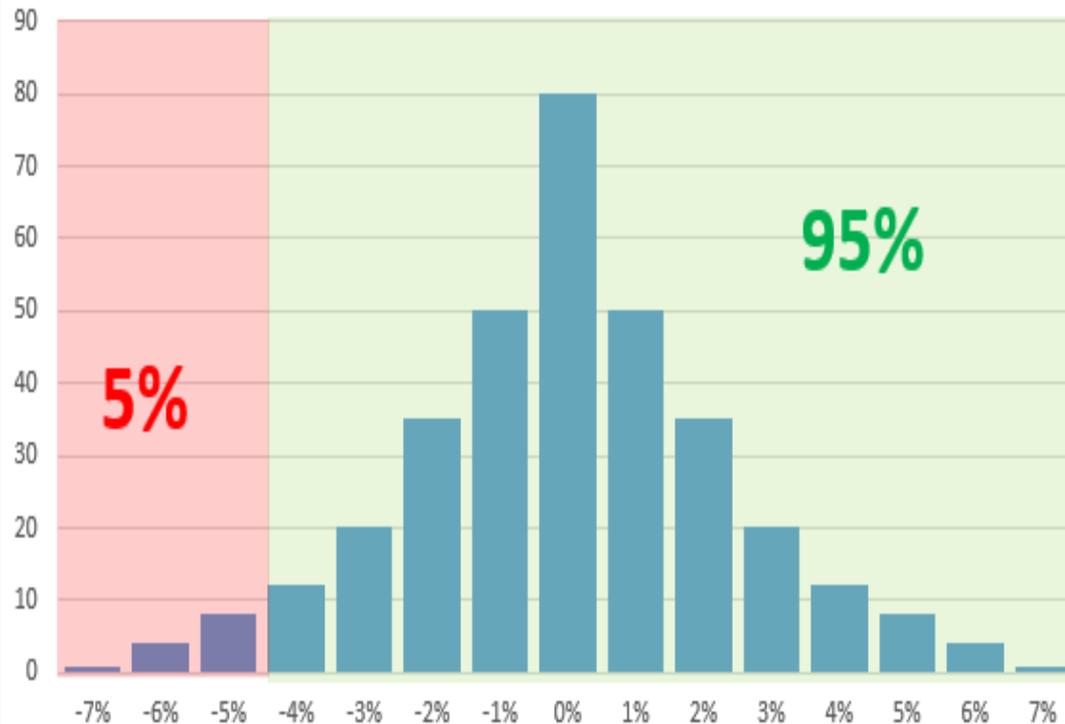
01/02/1996 - 11/06/2017 Local CCY

Study Median Line Calc on Pan

1D 5D 1M 1M 1Y 5Y 20Y Max Daily Table Chart Content



## VaR: histograma de frecuencias (nivel de confianza 95%)



En [matemáticas financieras](#) y [gestión del riesgo financiero](#), el valor en riesgo (abreviado VaR a partir de su expresión en inglés, Value at Risk) es una [medida de riesgo](#) ampliamente utilizada del [riesgo de mercado](#) en una [cartera de inversiones](#) de activos financieros.

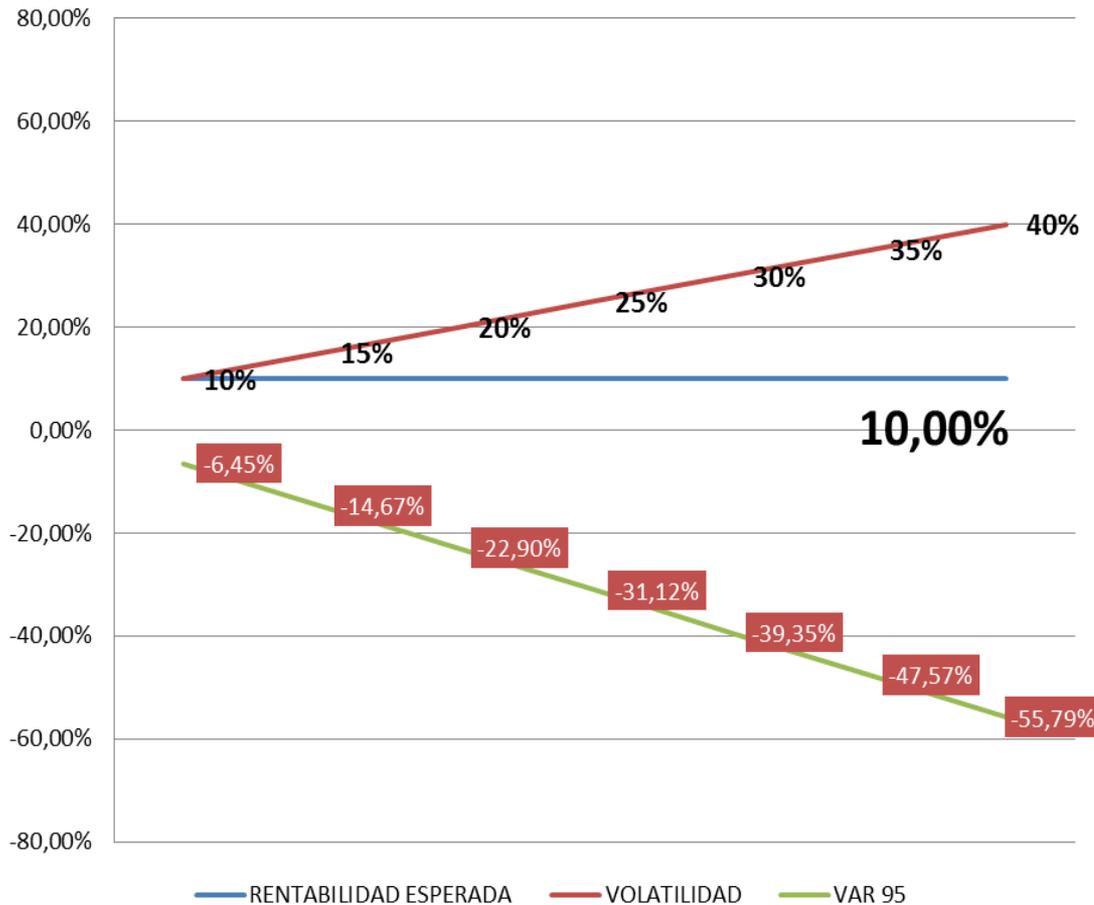
Para una cartera, [probabilidad](#) y horizonte temporal dados, el VaR se define como un valor límite tal que la probabilidad de que una pérdida a precios de mercados en la cartera sobre un el horizonte temporal dado exceda ese valor (asumiendo mercados normales y que no se produce negociación en la cartera) sea el nivel de probabilidad dado.

Por ejemplo, si una cartera de acciones tiene un VaR a un día de 5% sobre \$1 millón, existe una probabilidad del 0.05 de que la cartera caiga en valor por más de \$1 millón en un período de un día si no existe trading. Informalmente, una pérdida de \$1 millón o más en esta cartera se espera que sea de 1 día entre 20. Una pérdida que excede el umbral del VaR se denomina "VaR break."

El VaR tiene cinco usos principales en [finanzas](#): [gestión del riesgo](#), medida del riesgo, [control financiero](#), [reporte financiero](#) y cálculo del [capital regulatorio](#).

# VAR y su relación con la Volatilidad

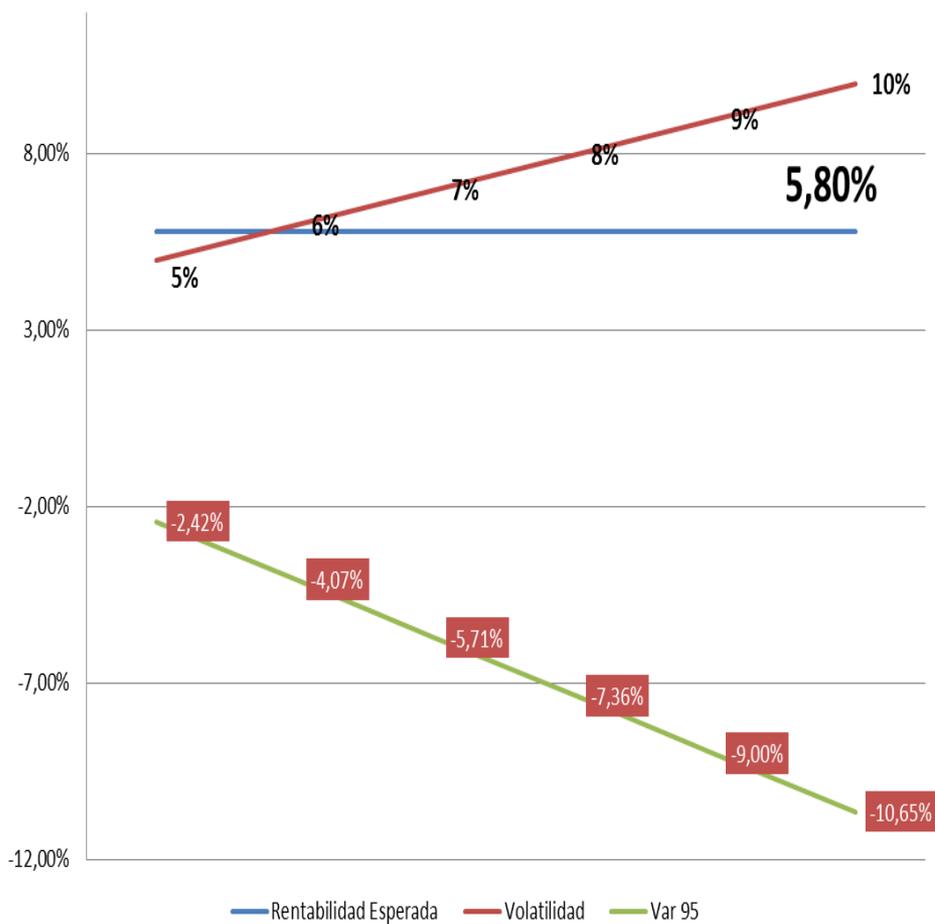
## RELACIÓN VAR 95% y Volatilidad



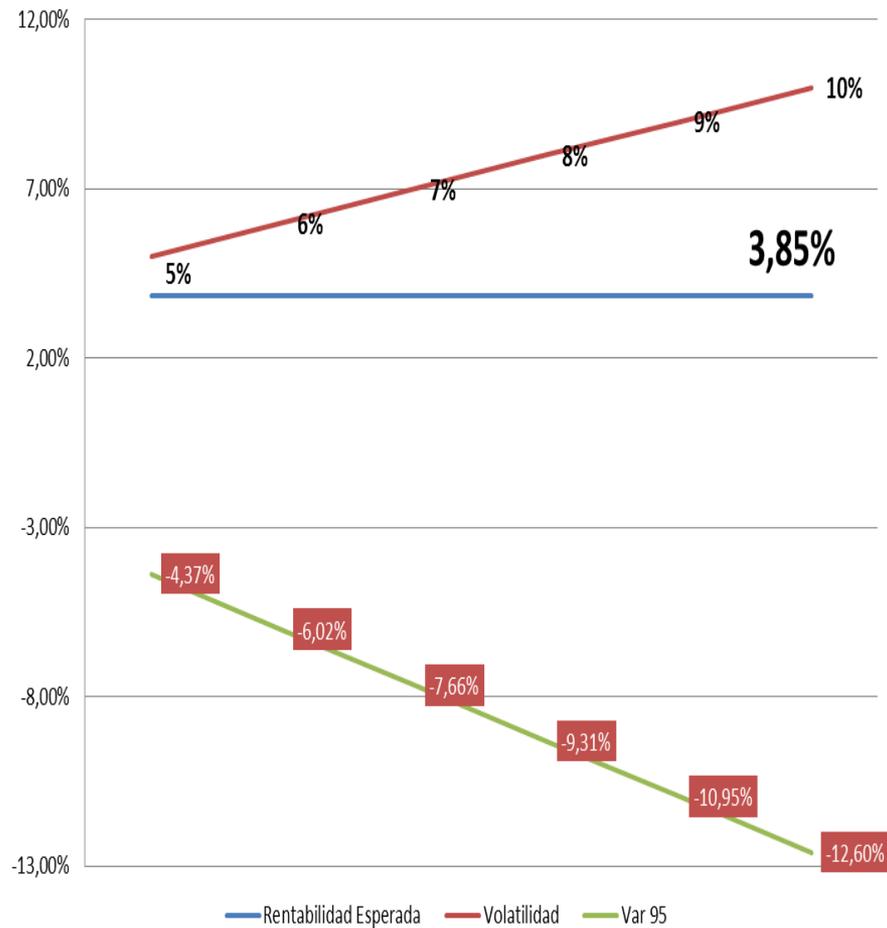
En una cartera, el VAR 95 representa la pérdida máxima esperada para una probabilidad del 95%. En una cartera de renta variable con un 10% de rentabilidad esperada, para niveles de volatilidad del 40%, la pérdida máxima esperada es del -55,79%.

# VAR y su relación con la Volatilidad-típica cartera 70% RF-30%RV

## RELACIÓN VAR 95% y Volatilidad



## RELACIÓN VAR 95% y Volatilidad



- ❖ En una cartera mixta, como la de una EPSV generalista, la asignación de activos es una de las tareas más importantes, ya que va a dar una idea general sobre la rentabilidad esperada, y lo que es más importante, nos va a delimitar el riesgo en el que el gestor se va a mover.
- ❖ El problema es que ante niveles elevados de volatilidad, el modelo “expulsa” al gestor de la asignación de activos de riesgo, ya que cuanto mayor riesgo, la probabilidad de pérdida aumenta. El modelo retroalimenta el riesgo y no gestiona las oportunidades.
- ❖ En la parte contraria, el modelo permite asumir más riesgo en entornos de poca volatilidad y permite ser complaciente con los activos más sobrevalorados.
- ❖ Es decir el modelo de VAR, frecuentemente usado en la valoración de riesgos, no nos dice nada de la sobrevaloración o infravaloración de los activos.
- ❖ La Volatilidad no es una medida estática ni predecible, de ahí lo pernicioso para carteras a largo plazo que exigen estar invertidos.
- ❖ Se reduce con la **DIVERSIFICACIÓN**.
- ❖ Al diversificar entramos en el concepto de la **CORRELACIÓN**. Se disminuye la volatilidad si buscamos activos des correlacionados, pero esta des correlación tampoco es estable en el tiempo.

# VOLATILIDAD y rentabilidades ÍNDICES



## EUROSTOXX 50:

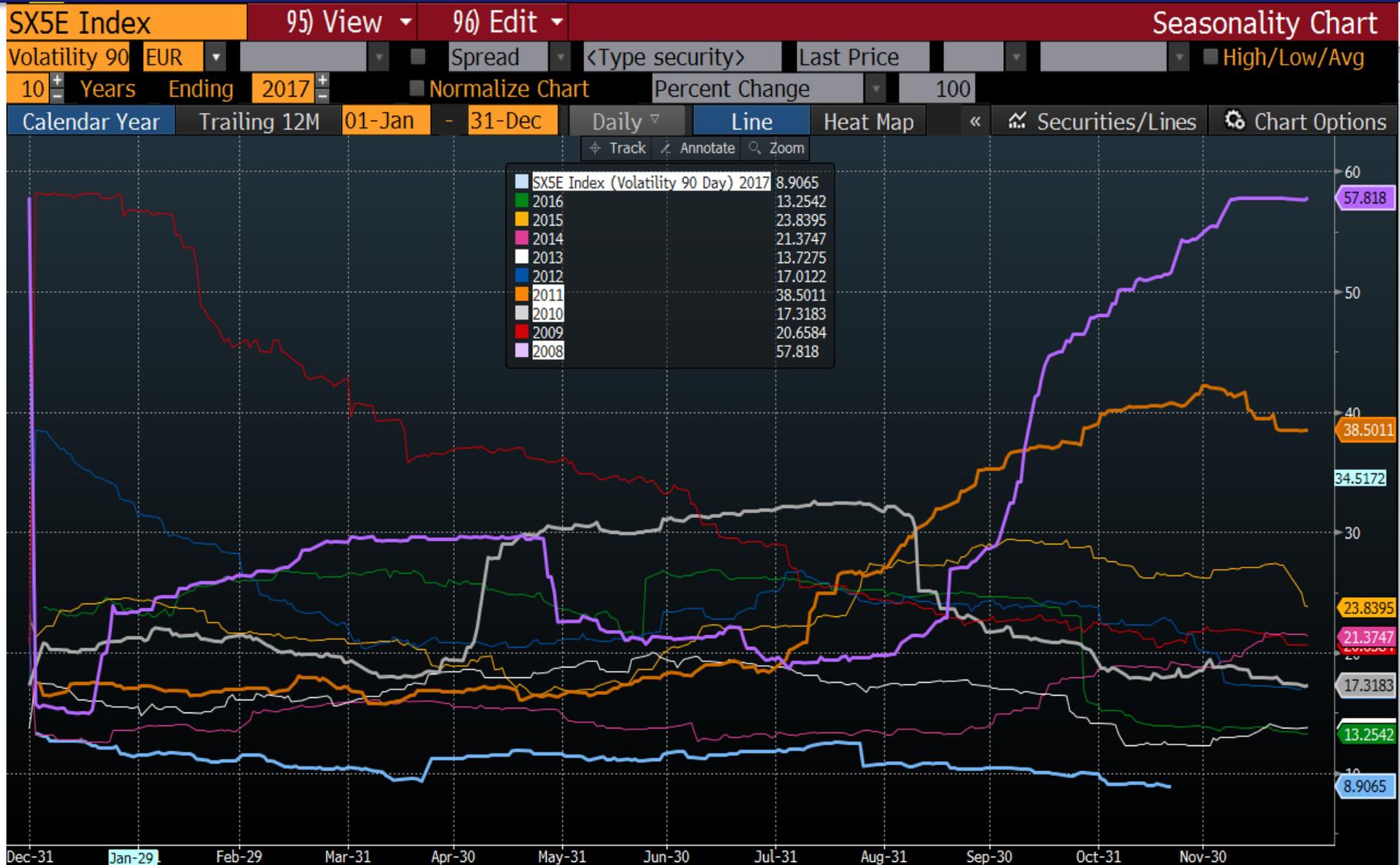
Año 2008: -43,59%

Año 2010: -6,98%

Año 2011: -18,42%

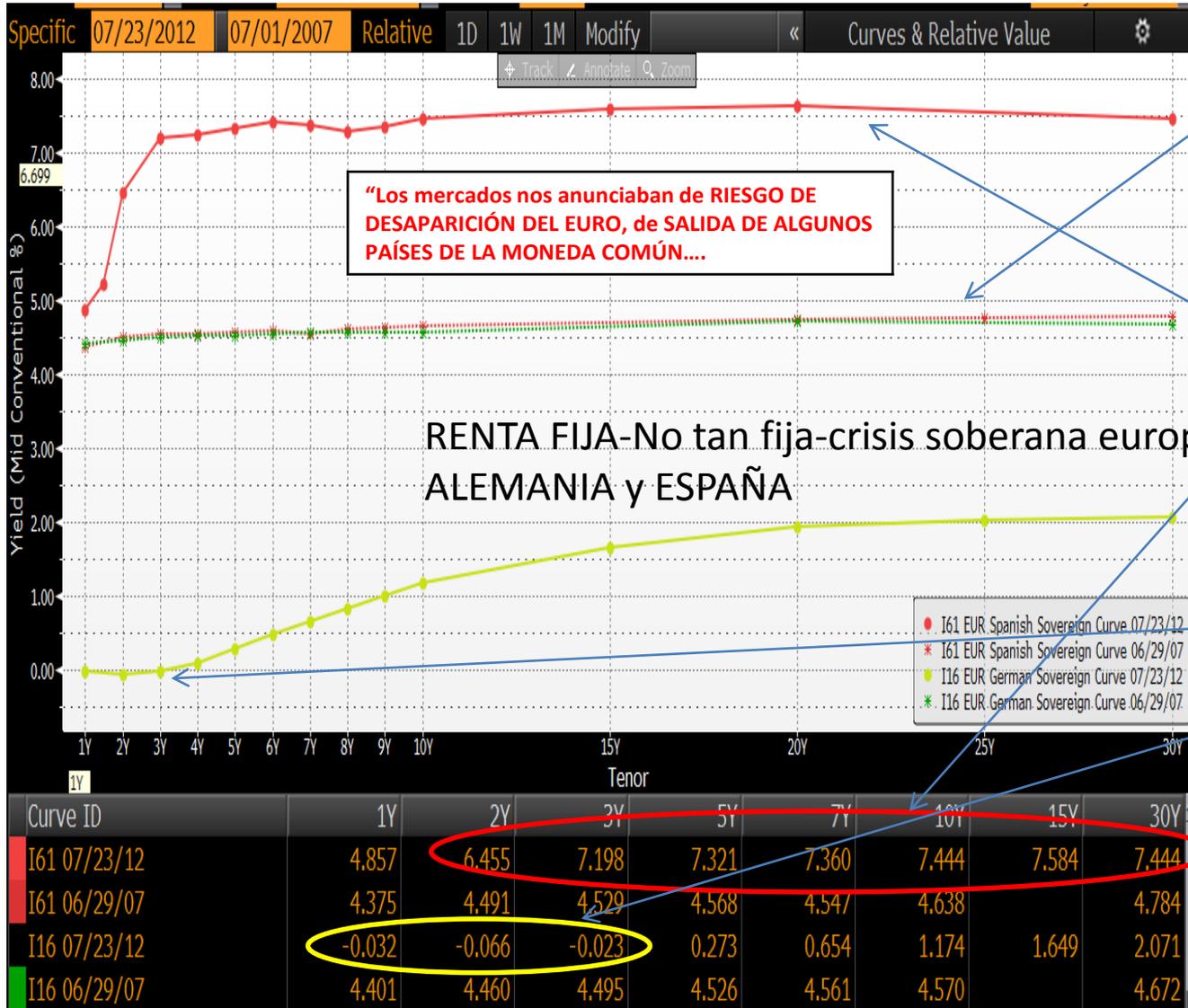
**Año 2017: 11,21%**

# VOLATILIDAD y rentabilidades ÍNDICES



# RENTA FIJA-“No tan fija”

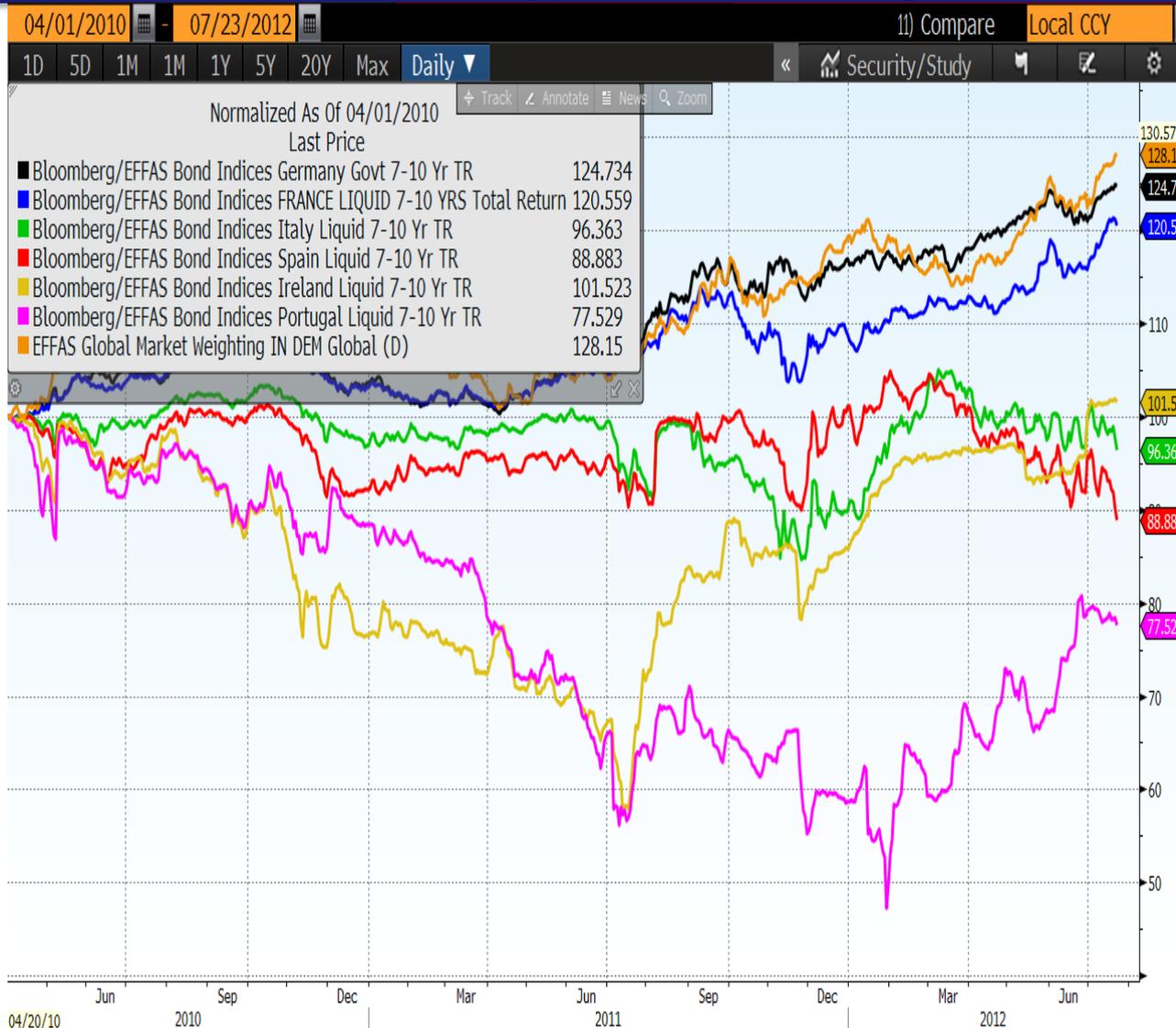
## Crisis soberana europea ALEMANIA y ESPAÑA



- ❖ Antes de la crisis, 2007, prácticamente la curva de tipos de los 2 países era similar.
- ❖ El día de mayor estrés-, 23-07-12, la curva española, reflejaba tipos por encima del 7% en todos los plazos.
- ❖ Mientras tanto la alemana tenía los tipos en negativo en algunos plazos.

# RENTA FIJA-“No tan fija”

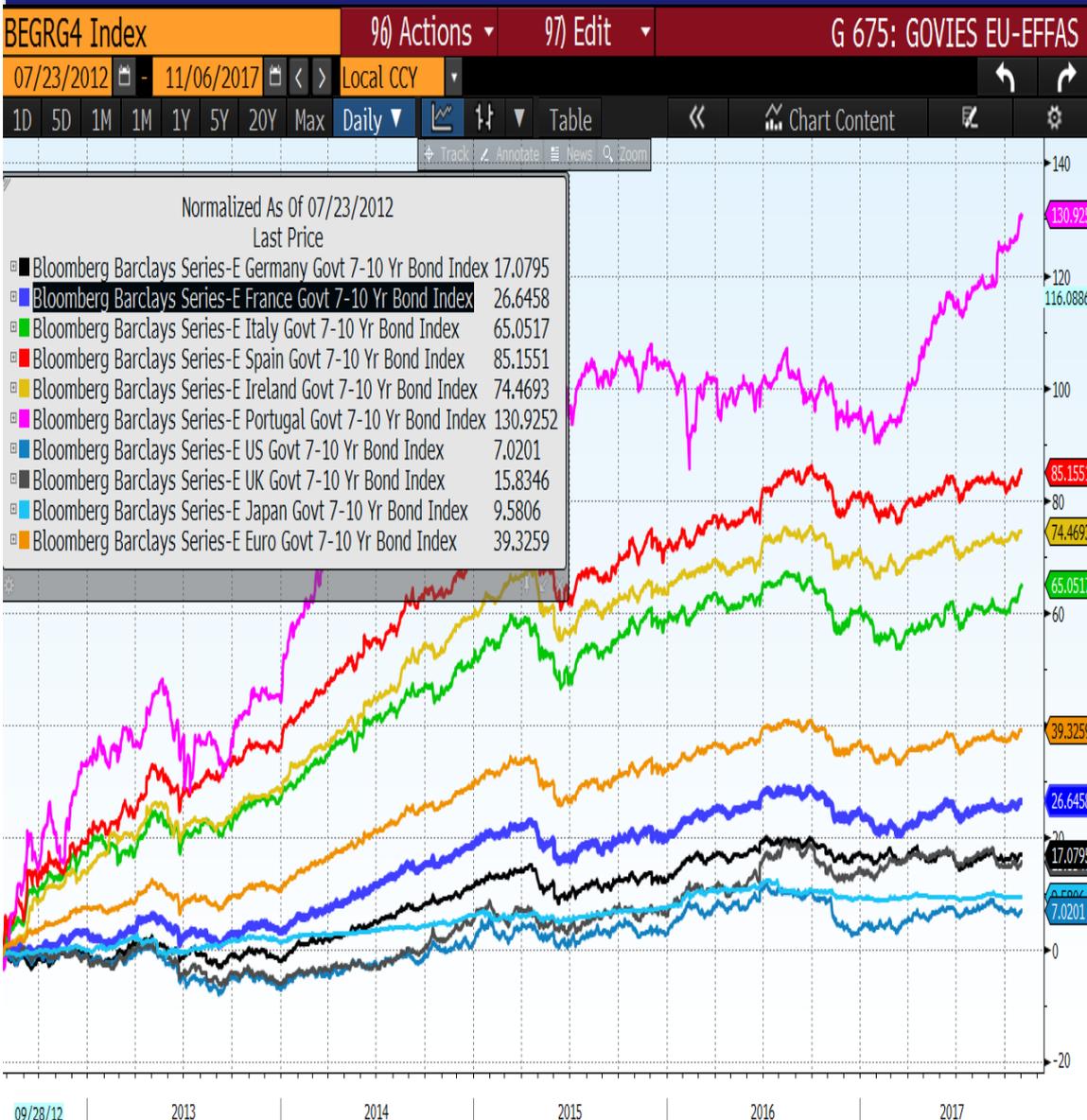
## Crisis soberana europea ALEMANIA y ESPAÑA



❖ Desde el momento del primer rescate a Grecia; Mayo-2010, hasta la fecha en la que el BCE se comprometió a “hacer todo lo que estuviese en sus manos para no romper el euro” los bonos de los países periféricos reflejaron unos resultados de:

1. Portugal: -23%
2. España: -12%
3. Irlanda 06-2011:-40%
4. Italia: -4%

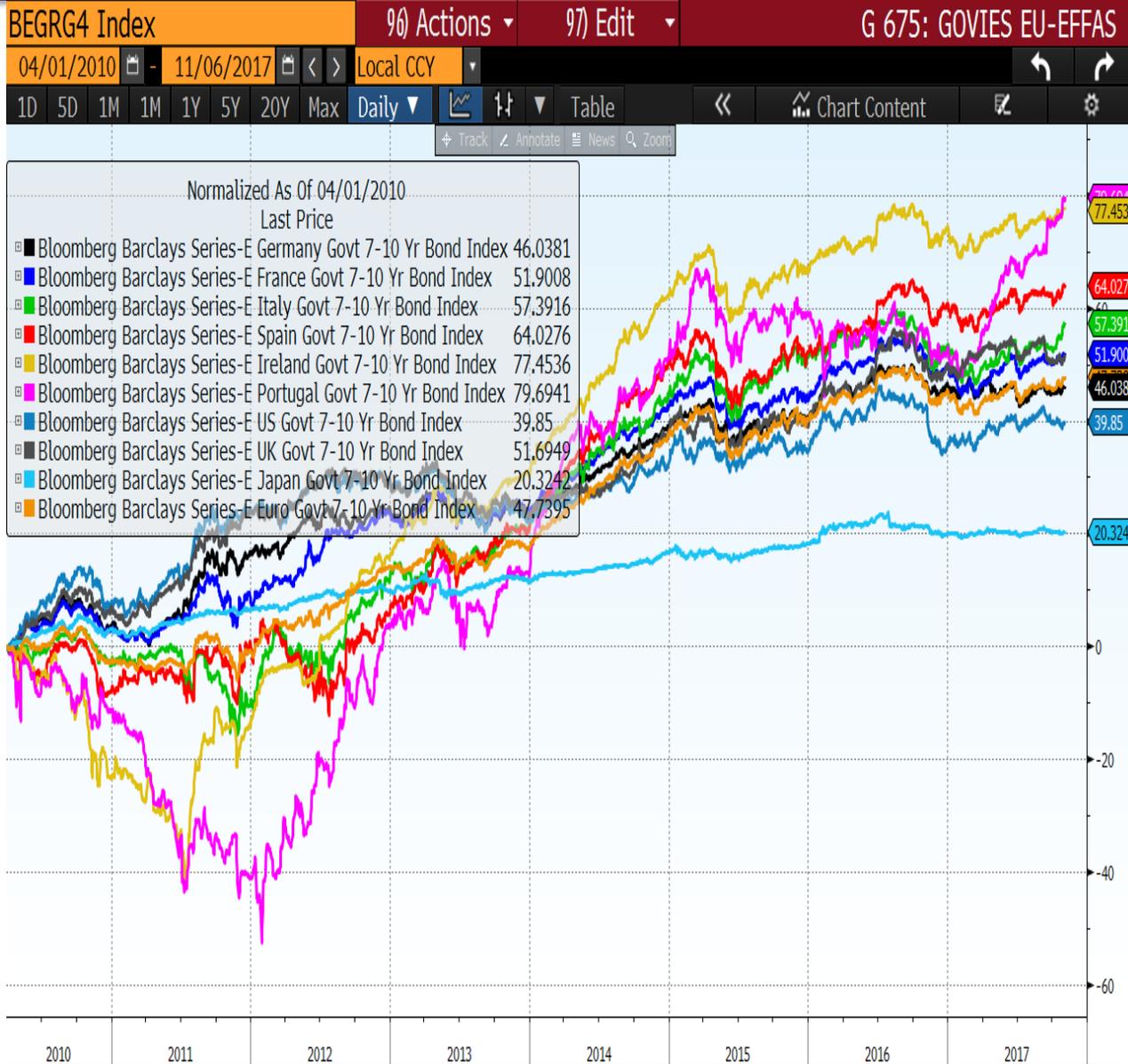
# Estallido de la crisis soberana europea ESPAÑA y periferia(1)



❖ Desde el momento de mayor estrés en los mercados de bonos periféricos, las rentabilidades de los bonos, incluyendo cupón han sido las siguientes:

1. **Portugal:** 130,93%-IRR: 21,53%
2. **España:** 85,15%-IRR: 15,43%
3. **Irlanda:** 74,47%-IRR: 13,84%
4. **Italia:** 65,05%-IRR: 12,38%
5. **Francia:** 26,65%-IRR: 5,66%
6. **Alemania:** 17,08%-IRR: 3,74%

# Estallido de la crisis soberana europea ESPAÑA y periferia(2)



❖ Desde el comienzo de la crisis financiera los resultados de los bonos han sido los siguientes:

1. **Portugal:** 80%-IRR:8,94%
2. **España:** 64%-IRR:7,50%
3. **Italia:** 57%-IRR:6,85%
4. **Francia:** 52%-IRR:6,30%
5. **Alemania:** 46%-IRR:5,69%



# MANIPULACIÓN MERCADO-QE: ¿En qué consiste?-Medidas



- ❖ El BCE, ha anunciado un programa de recompra de activos de 60.000 millones de euros mensuales hasta Septiembre de 2016, siempre que las condiciones económicas referentes al 2% de inflación no indiquen que el programa deba de seguir. **POSTERIORMENTE SE HA PRORROGADO Y SE HA INCREMENTADO. El programa va a seguir hasta Septiembre 2017.**
- ❖ Lo anterior representa 2,4 trillones,(2 veces el PIB de España), de expansión cuantitativa del balance de los bancos centrales. El programa de QE a la europea se va a centrar en la compra de bonos públicos, de agencias o SSA y supranacionales, de duración 2 años a 30 años, en referencias de Investment Grade o grado de Inversión, aunque ha abierto la puerta a compra de bonos griegos a partir de Julio, fecha en la que empiezan a vencer los bonos que el ECB tiene en cartera procedentes del SME.
- ❖ La cuantía de 60 mil millones incluye a los 2 programas anteriores de Covered o Cédulas Hipotecarias y ABS, estos 2 representan unos 13 mil millones mensuales con lo que la compra de bonos públicos y SSA van a rondar los 48 mil millones de euros mensuales. La compra de bonos va a tener el límite del 25% del tamaño de cada emisión y del 33% del saldo total emitido por cada estado. **ADEMÁS SE COMPRAN BONOS CORPORATIVOS DE EMPRESAS.**
- ❖ El porcentaje de compra por cada estado va a estar, también, limitado por el peso de cada estado en el Pib de la zona euro, de tal manera que de la cantidad total bonos españoles van a ser un 8.84% como máximo. Pero el capítulo más espinoso ha sido el de los riesgos. Se ha intentado contentar a Alemania de manera que el ECB va a asumir riesgos por el 20% del total del programa y el resto 80% va a ser asumido por los bancos centrales de cada país. Del 20% del riesgo en el ECB el 12% van a ser bonos de instituciones europeas o supras y el 8% restante en bonos públicos.



# MANIPULACIÓN MERCADO-QE: ¿En qué consiste?-Medidas



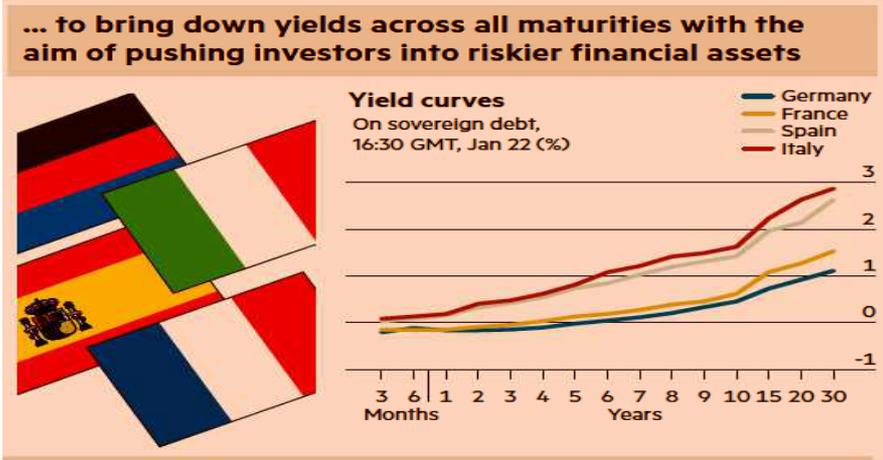
- ❖ La expansión cuantitativa o “QE”, es una medida aplicada por los bancos centrales, que básicamente consiste en la masiva inyección de liquidez a la economía realizada por los bancos nacionales que disponen de política monetaria.
- ❖ El objetivo de la misma es aumentar la oferta de dinero en circulación, aumentando el tamaño del balance, con objeto de aumentar la inflación, reducir las tasas de interés a prácticamente 0, y como consecuencia de ello fomentar el crédito y la inversión.
- ❖ La mayoría de las economías occidentales, EE.UU. Japón y Reino Unido, han recurrido a este mecanismo durante la crisis de crédito que estamos padeciendo, pero en el caso europeo, el programa ha sido retrasado, y la situación económica ha exigido que por fin en 2015 el programa haya sido implementado.
- ❖ El BCE va a comprar los activos con dinero procedente del aumento de la oferta monetaria, el tamaño de su balance va a aumentar, y como consecuencia de ello el valor de la moneda que sustenta la economía, el EURO, va a disminuir con relación a la cotización de las otras monedas: Dólar, Libra, y Yen. De este modo las economías de los distintos países europeos van a ganar en competitividad con respecto al resto del mundo, y va a fomentar las exportaciones.
- ❖ El programa plantea riesgos; si el crédito no fluye a la economía, si genera inflación de activos, es decir provoca una revalorización desmesurada en: bonos, acciones, sector inmobiliario, materias primas....., y no en la economía real y productiva.



# MANIPULACIÓN MERCADO-QE: OBJETIVO QE EUROPEO



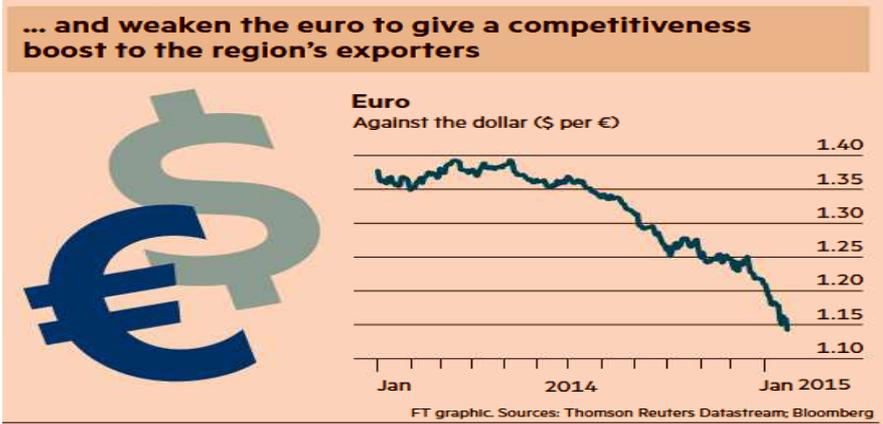
## 1.- REDUCIR LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS DIFERENTES CURVAS EUROPEAS



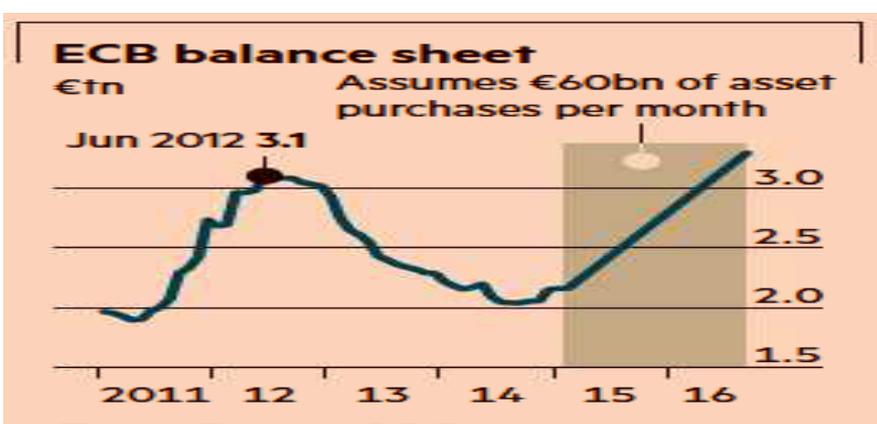
## 2.- AUMENTAR LA INFLACIÓN EUROPEA Y FOMENTAR EL CRECIMIENTO



## 3.- REDUCIR EL VALOR DEL EURO CON RESPECTO A OTRAS DIVISAS PARA FOMENTAR LAS EXPORTACIONES



## 4.- EL PROGRAMA IMPLICA UN AUMENTO DE LA OFERTA MONETARIA Y DEL TAMAÑO DEL BALANCE DEL BCE.





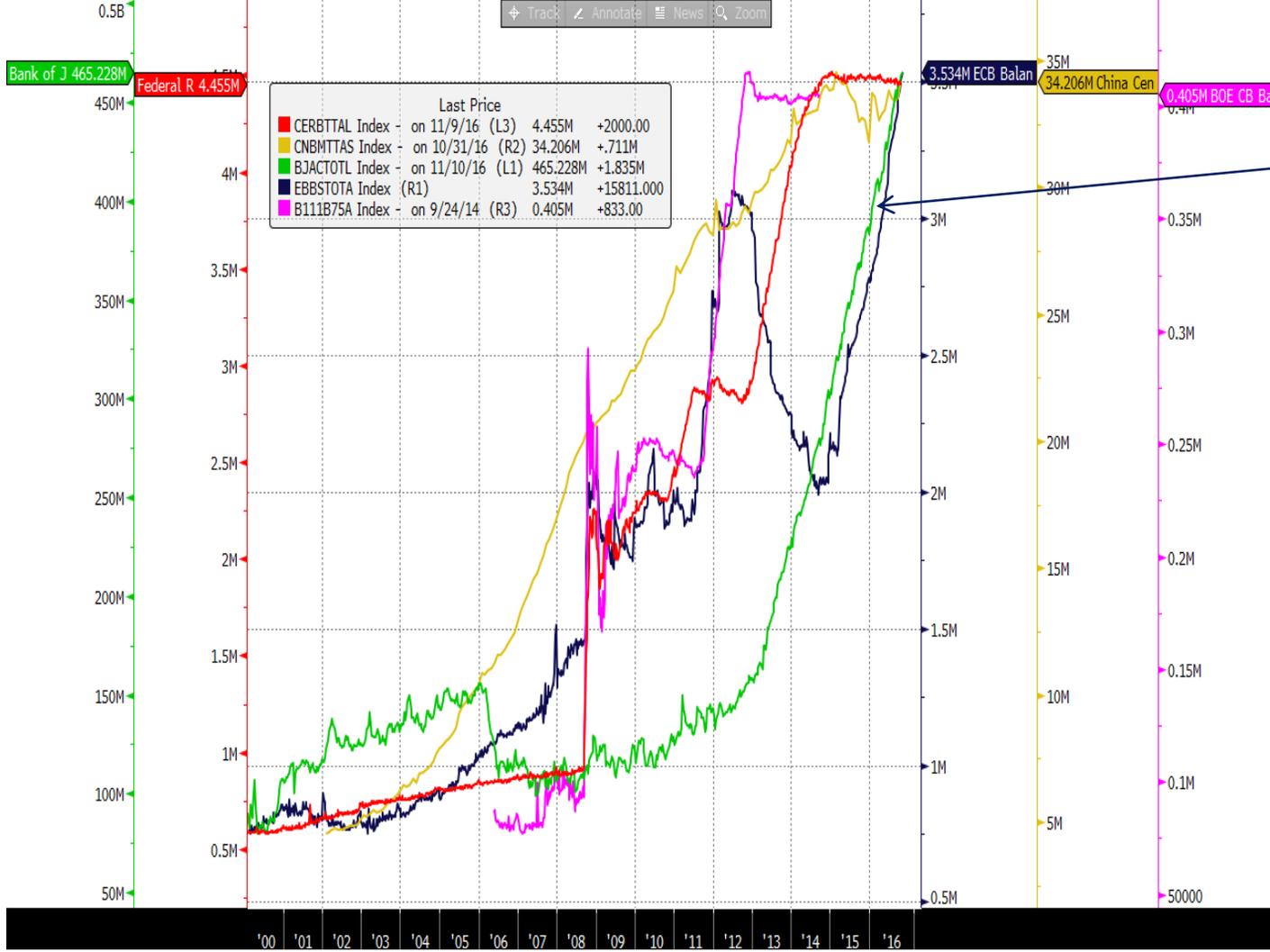
# QE EUROPEO: TAMAÑO BALANCE BCE Y OTROS BANCOS CENTRALES



CERBTAL Index 96) Actions 97) Edit G 276: ACTIVOS BANCOS CENTRALE

01/31/2000 - 11/06/2017 Local CCY

1D 5D 1M 1Y 5Y 20Y Max Daily Table Chart Content



- 1.- EE.UU: rojo
- 2.- JAPÓN: verde
- 3.- CHINA: amarillo
- 4.- R.Unido: rosa
- 5.- EUROPA: azul

El objetivo es sobrepasar los 3 trillones.

# QE EUROPEO: IMPLICACIONES INVERSIÓN RENTA FIJA SIN RIESGO



- ❖ EL QE europeo, al igual que el de otros países ha provocado una represión financiera en el mercado de RENTA FIJA:

- ❖ El mercado de RENTA FIJA sin riesgo, bonos públicos, es el principal activo para generar retornos con el que pagar los compromisos futuros.

- ❖ En los gráficos se ve como hay curvas como la alemana en la que gran parte de los plazos generan rentabilidad negativa, **hay que pagar por ahorrar**. El tema es importante porque estos tipos negativos lo son hasta para periodos superiores a 15 años.

- ❖ En el caso español no lo es tan dramático pero hay plazos con rentabilidades negativas.



# Las INVERSIONES dentro del CONTEXTO de la SOCIEDAD: INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES.



- ❖ La Inversión Socialmente Responsable es un aspecto que ha entrado con fuerza en la sociedad: escándalos financieros, se considera que las inversiones se tienen que realizar bajo criterios éticos y sociales.
- ❖ Visión que considera la inversión en estos activos como generadores de valor y por lo tanto a la larga serán más rentables que otros que no lo son.



# Principales ESTRATEGIAS de INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES

- ❖ **Influencia en el DERECHO DE VOTO:** Los accionistas a través del voto en las Juntas de Accionistas pueden exigir que la compañía siga criterios de ISR.
- ❖ **EXCLUSIÓN:** literalmente la EPSV excluye en su DPI o Estatutos empresas que no siguen pautas de ISR: se puede excluir actividades, empresas que no cumplen criterios sociales, laborales, etc..
- ❖ **“BEST IN CLASS”:** se eligen las mejores empresas que satisfacen los criterios ISR.
- ❖ **INTEGRACIÓN con el ANÁLISIS FINANCIERO:** se integran los criterios ISR dentro del análisis financiero de una empresa, para saber si esta compañía genera valor o no.
- ❖ **TEMÁTICAS ISR:** se invierte una parte de los fondos de la EPSV en temáticas ISR: fondos verdes, sostenibles, etc..
- ❖ **IMPLICACIÓN DIRECTA EN LAS EMPRESAS:** normalmente en instituciones con una participación importante en la empresa, se hace de “lobby”, para que la empresa siga criterios de ISR, lo realizan los fondos nórdicos con un gran componente social.

**1. La DPI, o Declaración de Principios de Inversión de una EPSV.**

- Es una norma interna de la EPSV, debe de estar subordinada a normativa del regulador, GOBIERNO VASCO.
- Al ser una normativa interna, la EPSV tiene libertad total para diseñarla a su manera.
- La única condición es que sea aprobada por la Junta de Gobierno.

**2. ¿Cómo afecta una subida de los tipos de interés al precio de un bono?.**

- Mejora el precio porque el bono va a pagar mayores intereses.
- De manera negativa ya que el tipo de descuento de los cupones futuros es mayor y al moverse de manera inversa el precio cae.
- No influye porque el bonista tiene pactado el cupón de antemano.

**3. ¿La Renta Fija que se mantiene a vencimiento podría generar pérdidas?.**

- Sí, si el emisor hace suspensión de pagos o una quita.
- Nunca.
- Sí, depende de la valoración.

**4. La duración de una cartera de Renta Fija es mejor que sea la mayor posible.**

- Sí, ya que así la entidad tendrá garantizados, durante un mayor tiempo, los fondos necesarios para pagar los compromisos.
- No, ya que el riesgo de tener retornos negativos es mayor.
- Depende de la expectativa de tipos de interés; si estos van a subir y la duración es alta la pérdida esperada será mayor, y por el contrario si los tipos van a bajar, y la duración es alta el beneficio por tener esos bonos será mayor.

**5. ¿Cómo afecta la volatilidad, a la hora de construir una cartera de valores?.**

- No afecta, ya que lo único que importa es la selección de valores.
- Es positiva ya que existe una mayor probabilidad de obtener un buen retorno.
- Afecta negativamente, ya que la cartera asume un riesgo implícito mayor.

- Breve introducción, explicando
  1. Los temas que más tarde se van a desarrollar: diferencia empleo-individual, Normativa y DPIS, Inversión a largo plazo y capitalización, asignación de activos, sobretodo RENTA FIJA y VARIABLE, errores de conceptos como RENTA FIJA, situaciones a las que se enfrenta un gestor: Inconsistencia de mercados, el análisis de riesgo no es estable, activos mal valorados, formación de burbujas...
  2. Inversión a largo plazo y capitalización
  3. Diferenciación entre planes de empleo e individuales
  4. A partir de ahí establecer las normas a las que nos tenemos que ceñir en materia de inversiones, empezando por el artículo 11 de la ley 2007. La normativa puede constreñir?
  5. En los primeros es muy importante las DPIS ya que en los segundos el socio decidirá que perfil de rentabilidad-riesgo va a tener.
  6. Me voy a centrar en los principales puntos de los fondos de empleo.
    - i. Son inversiones a largo plazo
    - ii. Importancia del sistema de capitalización
    - iii. Optimización del binomio rentabilidad riesgo.
    - iv. Solvencia
    - v. Liquidez y riesgo de reinversión, macheo de flujos y duración activos y pasivos, teniendo en cuenta aportaciones, EPSV sin aportaciones.....
    - vi. Diversificación
    - vii. Tipo de Interés, tanto el técnico como el de las inversiones
    - viii. Utilización de la cartera de vencimiento, como nos permite la ley, para no tener volatilidad, con el fin de tener una rentabilidad cerrada.
    - ix. Las inversiones deben de estar sujetas a criterios SOCIALMENTE RESPONSABLES.
  7. Muy importante la asignación de activos, en un fondo de empleo típico 70%-30%, con volatilidades de un 6%. Una breve introducción de como hay que infraponderar la renta variable con subidas de volatilidad, y como ha habido errores en el pasado en época de fuertes subidas en bolsa que recomendaban estar en bolsa en máximos.
  8. La RENTA FIJA no es tan FIJA, situación actual de tipos mínimos, y posible retorno a la media y pérdidas potenciales.....
  9. Mercados a veces no reflejan valoraciones correctas, y el gestor tiene que enfrentarse a eso, ejemplo bonos periferia EUROPA. Empezando con situación española que llevó a los bonos a niveles de rentabilidad máximos en el mundo, la rebaja de las primas y cómo al final todos los bonos han llegado a la misma revalorización, pero por el camino el que ha tenido que realizar mark to market ha sufrido pérdidas importantes por el camino.
  10. Otro aspecto con el que el gestor debe de tratar es el de la manipulación de los mercados, debido a la crisis originada en el año 2008, las autoridades monetarias han implementado medidas no convencionales con el fin de mantener los tipos cercanos a 0. Esto provoca problemas con las valoraciones, se crean burbujas artificiales, pero el gestor no puede mantenerse al margen ya que se puede perder oportunidades de inversión. Ej. QE