

Los mercados en un entorno de crisis. Estrategias en este escenario

XV JORNADAS E.T.E.

**FONDO DE PENSIONES
EMPLEADOS DE TELEFÓNICA ESPAÑA
(E.T.E.)**

5 de noviembre de 2009

INDICE

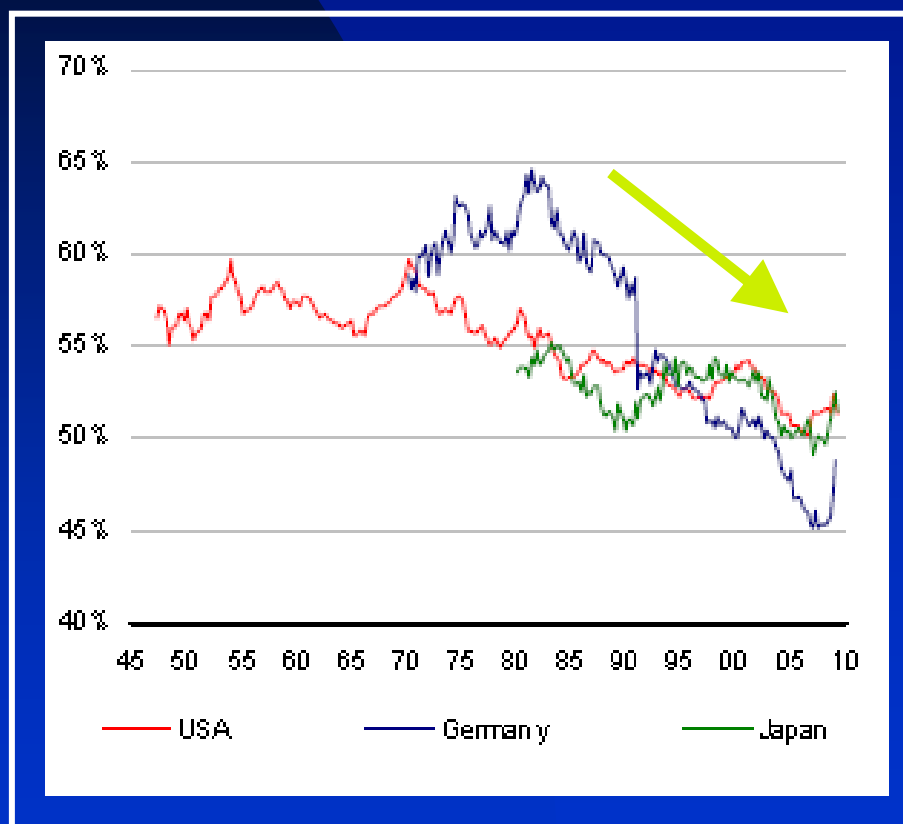
- I.- CAUSAS FINANCIERAS DE LA CRISIS
- II.- LECCIONES DE LA CRISIS PARA UN INVERSOR INSTITUCIONAL
- III.- FILOSOFIA DE INVERSIÓN ÓPTIMA
- IV.- TENDENCIAS DE INVERSIÓN

Radiografía de la crisis

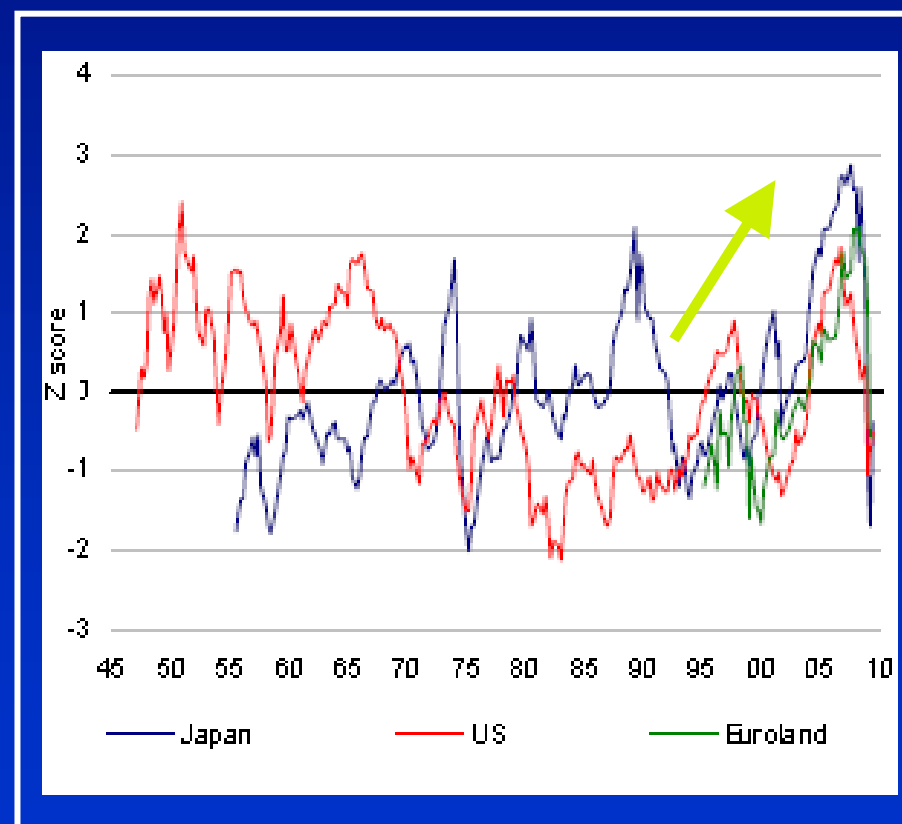
- **Hasta 2008**, vivimos un escenario muy favorable para los activos de riesgo
 - ◆ Baja volatilidad macroeconómica
 - ◆ Caída de los salarios/PIB
 - ◆ Tipos de interés bajos combinado con crecimiento
- **Consecuencia:**
 - ◆ **Beneficios al alza y subida de todos los activos**

Radiografía de la crisis

Salarios/Renta Nacional



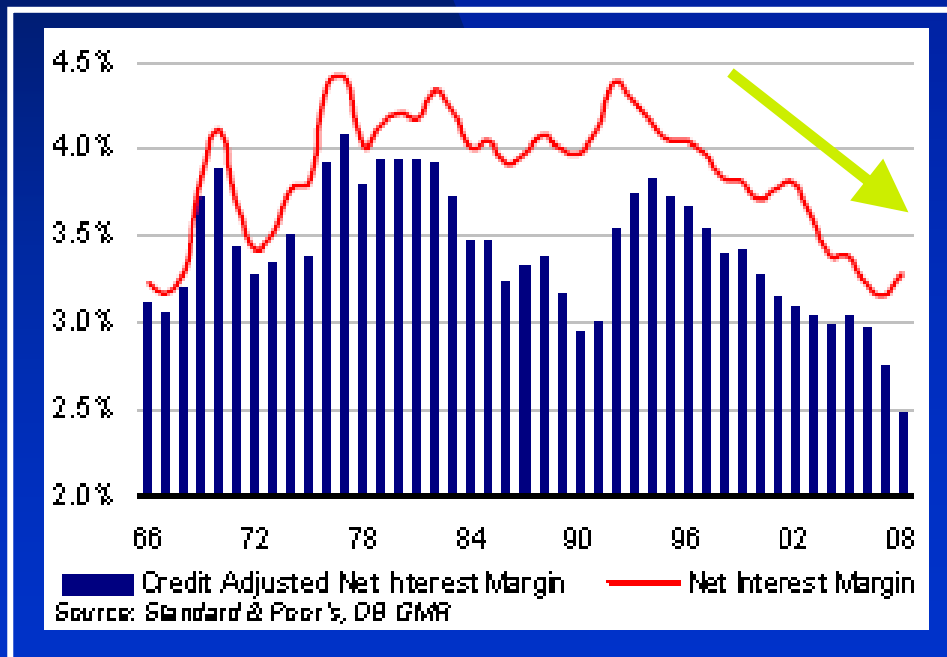
Beneficios/PIB vs media



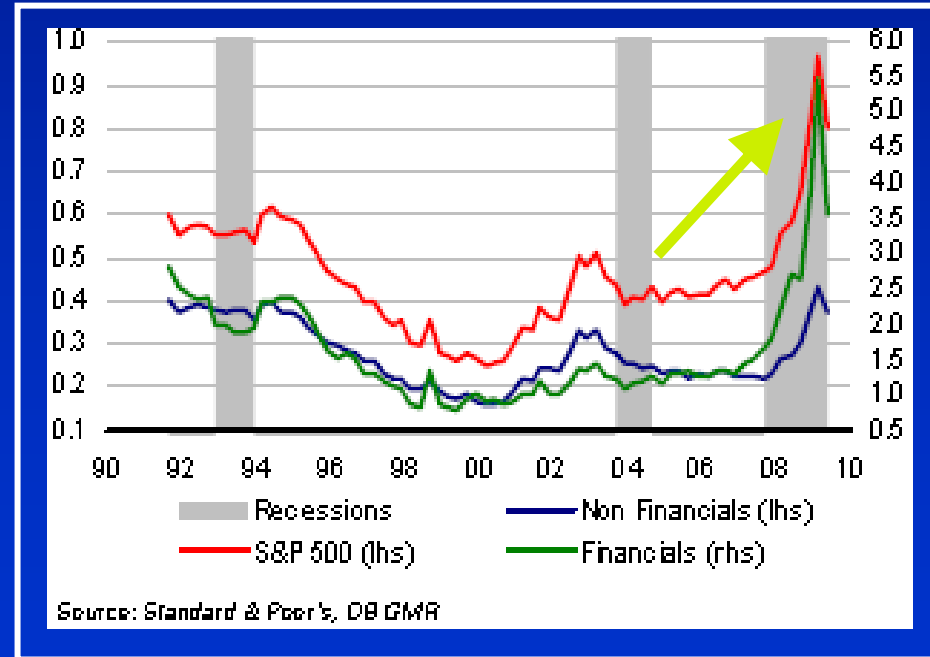
¿Excesivo apalancamiento del sector financiero?

- Al reducir su margen aumentaban su apalancamiento, y por lo tanto aumentaba el crédito

Margen neto bancos EEUU

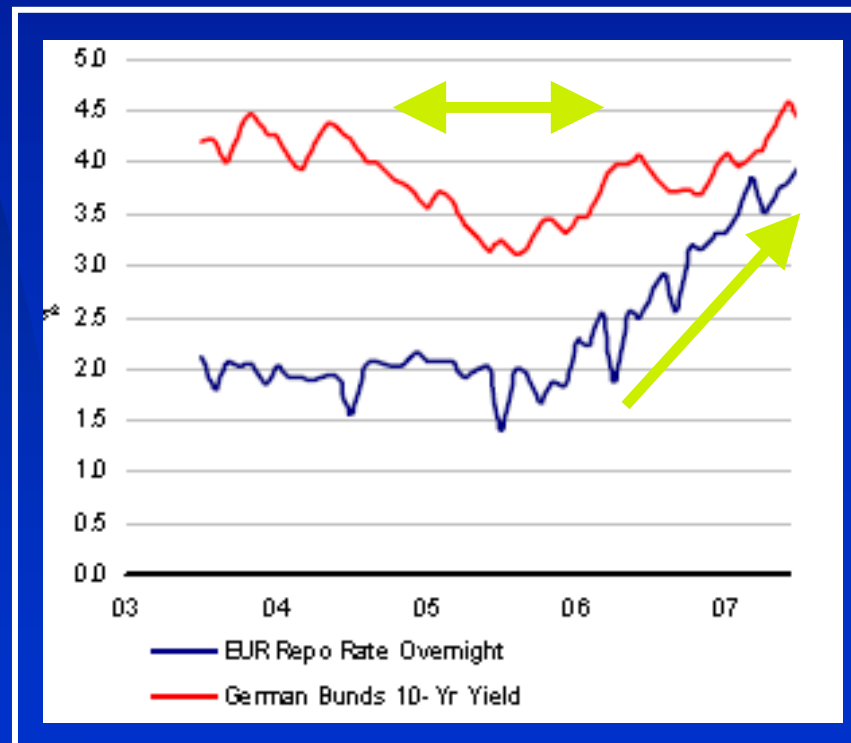


Deuda/Capitalización EEUU



¿Contribuyen los tipos bajos a este proceso?

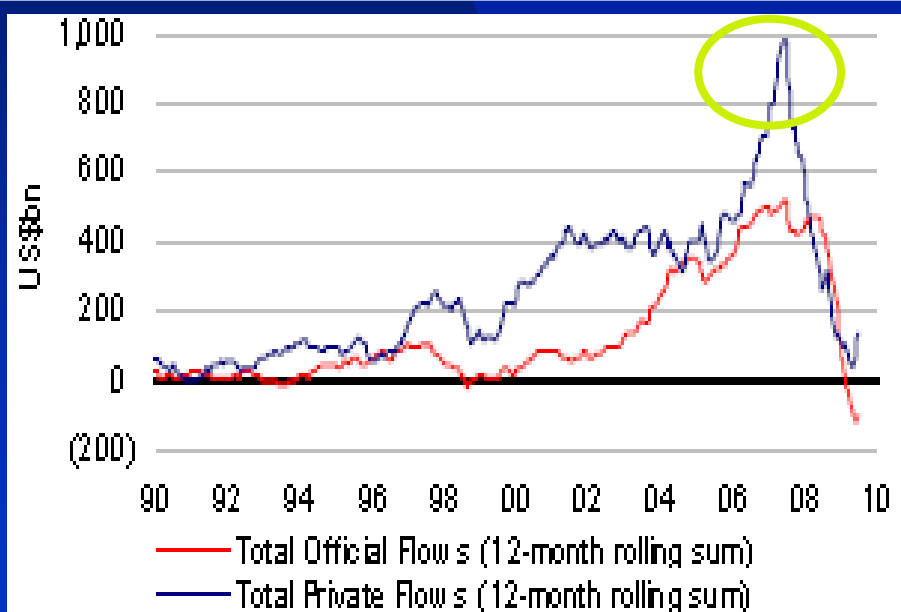
- Efectivamente lo hacen, pero en 2005-2007 Bancos Centrales suben tipos y la tendencia se mantiene...
- ...ya que los tipos a largo plazo se mantienen bajos



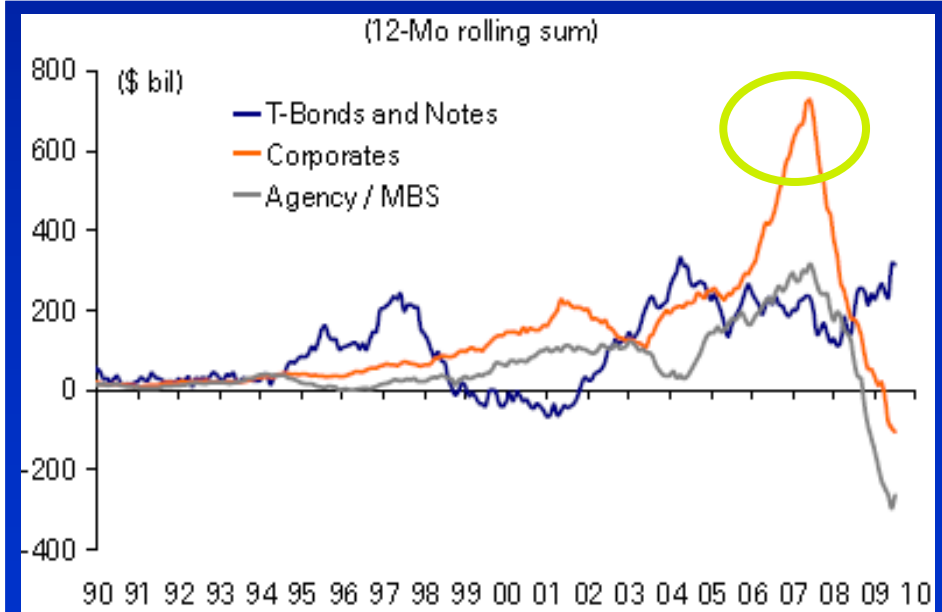
¿Por qué no subieron los tipos?

- ¿Si hay más demanda de crédito por qué no subían los tipos?
- Por la oferta masiva de fondos procedente del ahorro de los países emergentes

Compra de activos EEUU

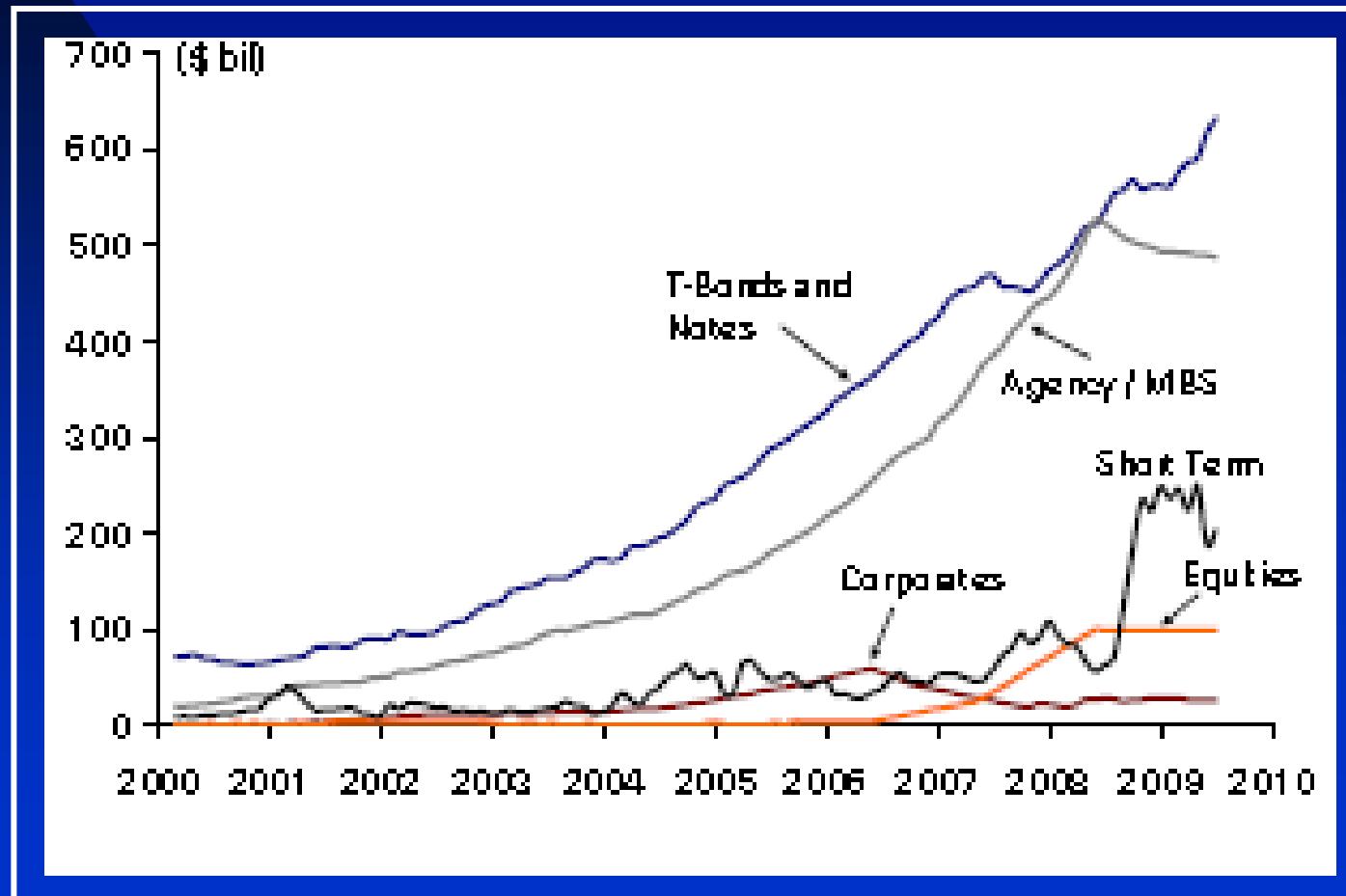


Compra de deuda a largo



¿Quién compra la deuda de EEUU?

Cartera de activos de EEUU en manos de China



Conclusión

- El apalancamiento se concentró en aquellos que no debían haberlo hecho
 - ◆ **Sector financiero** con márgenes a la baja
 - ◆ **Consumidores** con poca capacidad de crédito
- Ni lo detectó el regulador, ni los políticos ni los inversores
- Los flujos procedentes de las ventajas de la globalización no se utilizaban a favor de los perdedores de ésta (los trabajadores) ya que la asignación de recursos no era eficiente y se dirigía a financiar burbujas

Lecciones en el control de riesgos

- El **VaR** infra-estima eventos extremos. No falla la herramienta, falla su interpretación y el control
- Hay otros riesgos que hay que medir: **contrapartida y liquidez**
- Complementar con otras medidas de riesgo
- Importancia de un buen **equipo** de control de riesgos

Lecciones en el Due Diligence

- No fiarse del Due Diligence de terceros
- Demandar más transparencia
- No invertir si no se entiende perfectamente

Lecciones en activos alternativos

- **Correlación** con activos de riesgo mayor de lo esperado. El verdadero **riesgo** está infra-estimado por las medidas tradicionales
- Diferenciar **liquidez** real de la contractual
- En **Hedge Funds**
 - ◆ Exigencia de mayor transparencia y regulación
 - ◆ Fin del modelo Blackberry+garaje. Concentración en grandes entidades

Lecciones en activos alternativos

- En **Capital Riesgo**:
 - ◆ Capital Riesgo es Bolsa
 - ◆ Cambio hacia un modelo de menos apalancamiento y foco en la mejora operativa y en la creación de valor
 - ◆ Mayor alineación entre fondos e inversores. Más activismo (ILPA)
 - ◆ Diversificar es importante

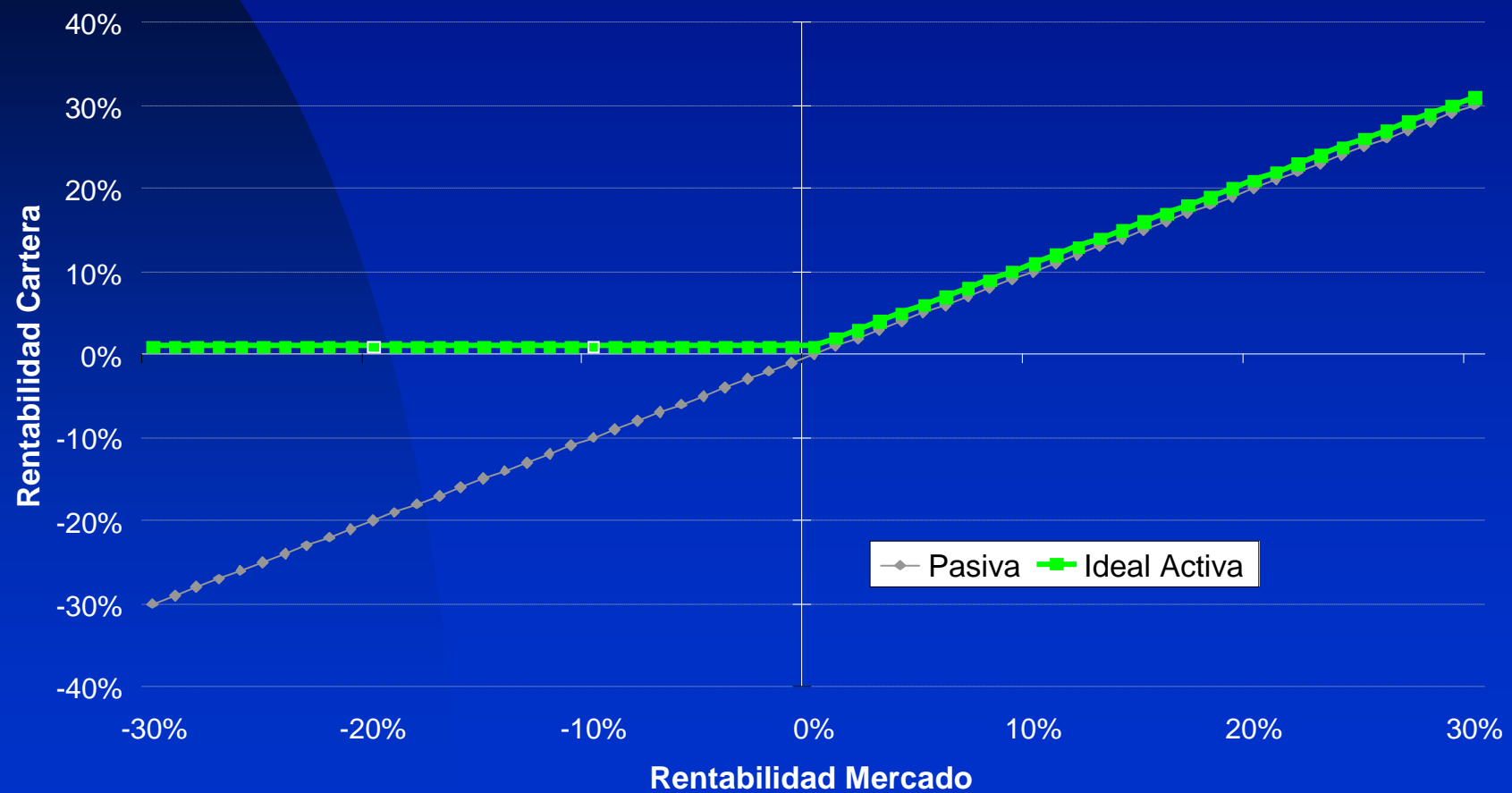
Filosofía de inversión

- La **asignación de activos es el aspecto clave** del rendimiento
- A corto plazo es la decisión más difícil
- Reconocer la incertidumbre inherente a los mercados y construir carteras capaces de añadir valor en un variado entorno de posibles resultados
- **Objetivo: rentabilidad más consistente**

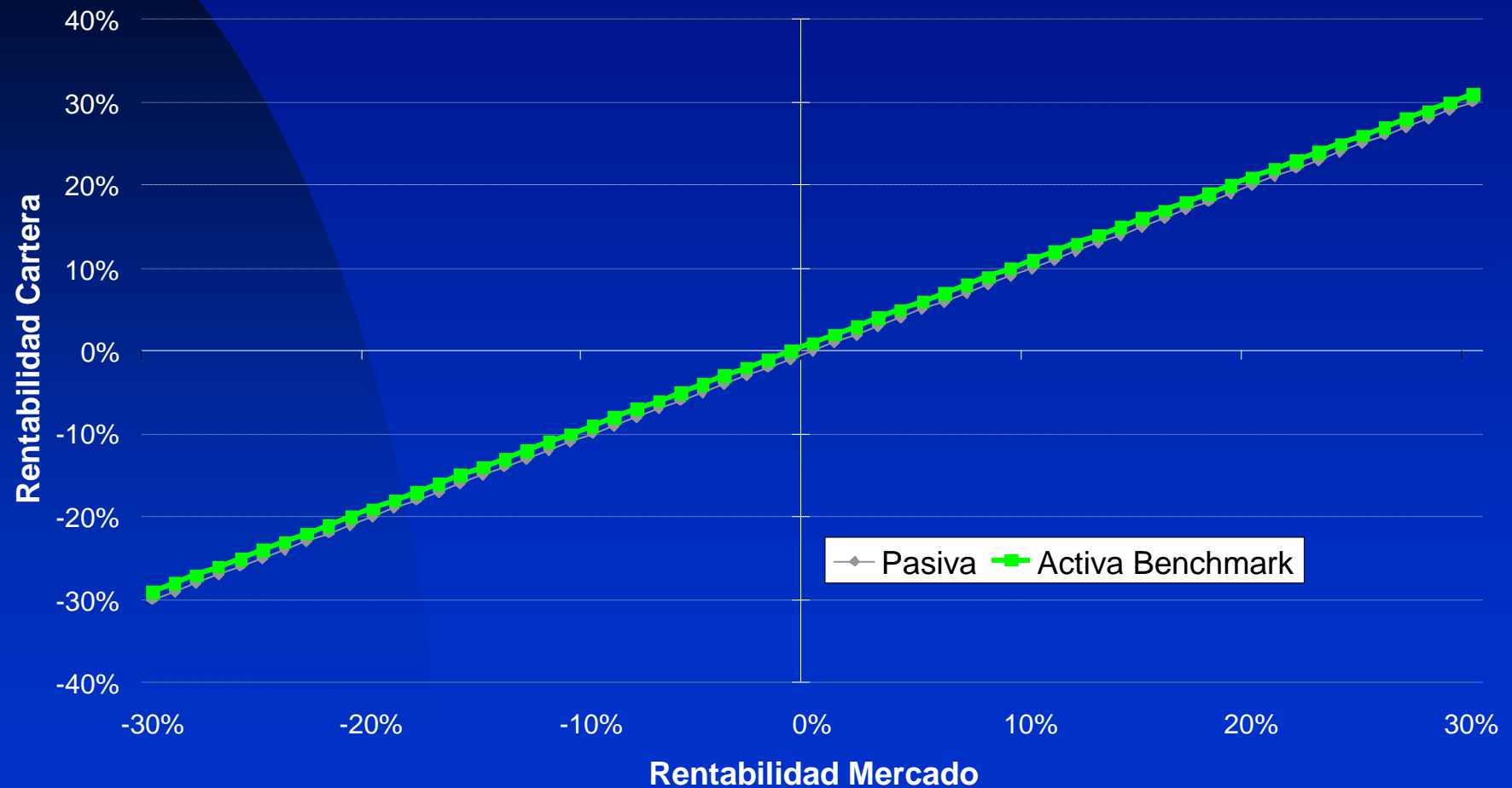
Filosofía de inversión

- La Bolsa no es el único activo de riesgo
- La gestión moderna debe ir encaminada a **mayor flexibilidad** para poder aprovechar todas las oportunidades de inversión
- Todo ello en un contexto de **control de riesgo y de los costes de transacción**
- Derivados: eficiente en costes y muy líquido

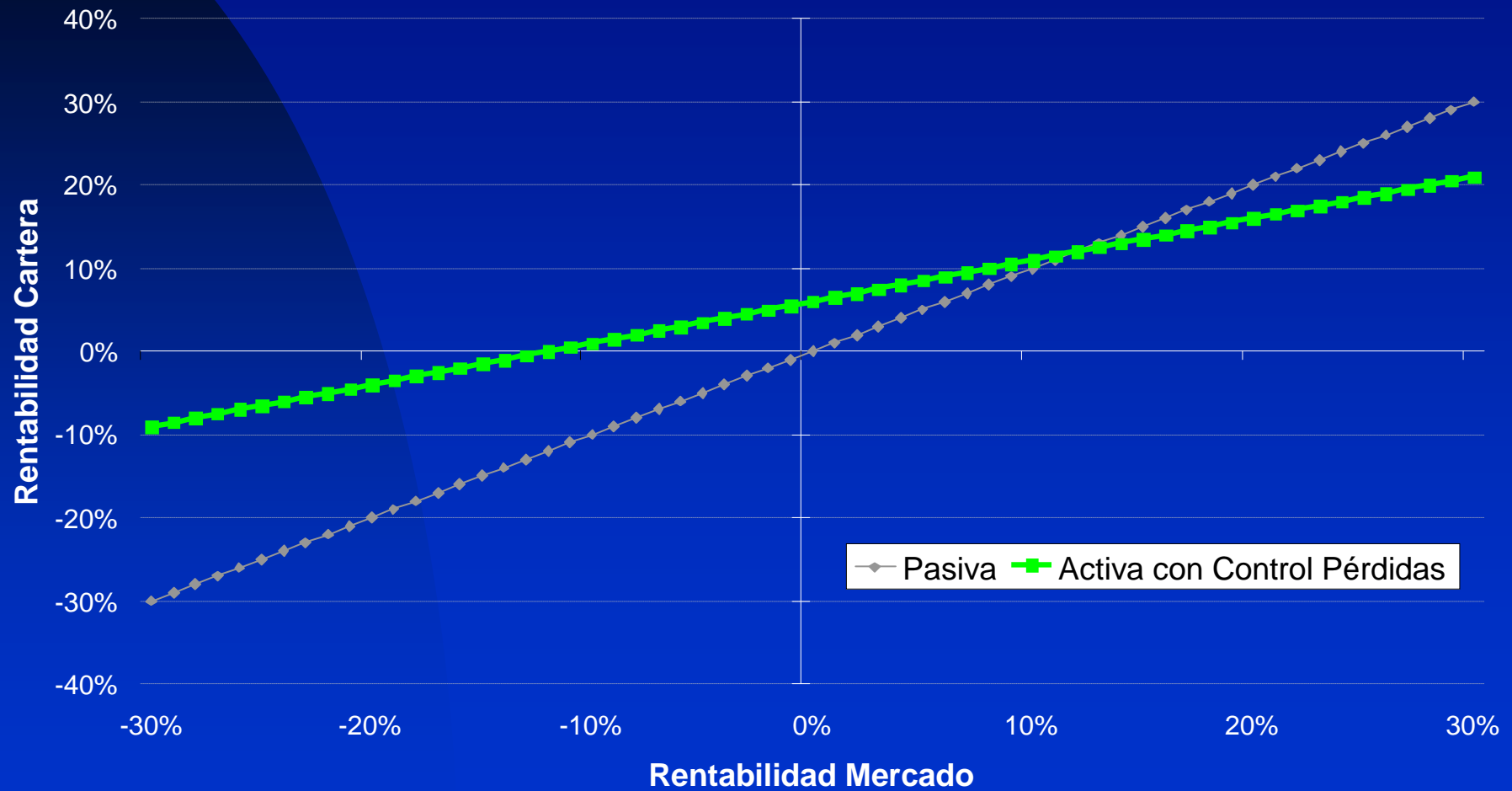
Objetivo de rentabilidad ideal para un inversor con índice y con aversión al riesgo



Expectativa de rentabilidad para un inversor con plan referenciado a índice



Solución alternativa al enfoque tradicional



- La gestión orientada a índice no es apropiada para muchos inversores aversos al riesgo
- La solución pasa por una estrategia de **gestión activa y flexible**, sin obsesión por el índice, más orientada a retorno absoluto y con un **control de riesgo** en forma de límite máximo de caída

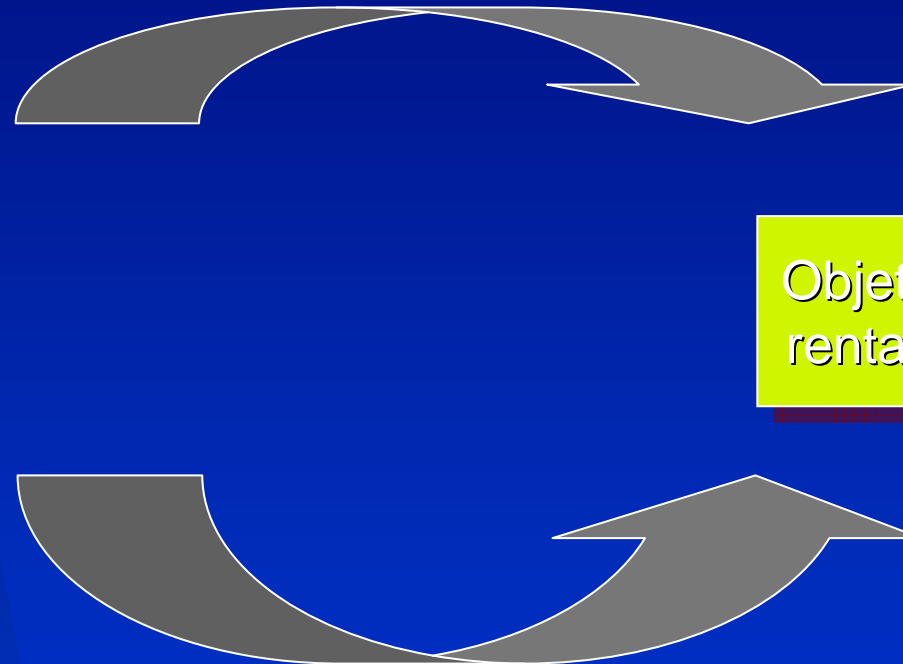


Pilares de la Filosofía de inversión

Control del
Riesgo

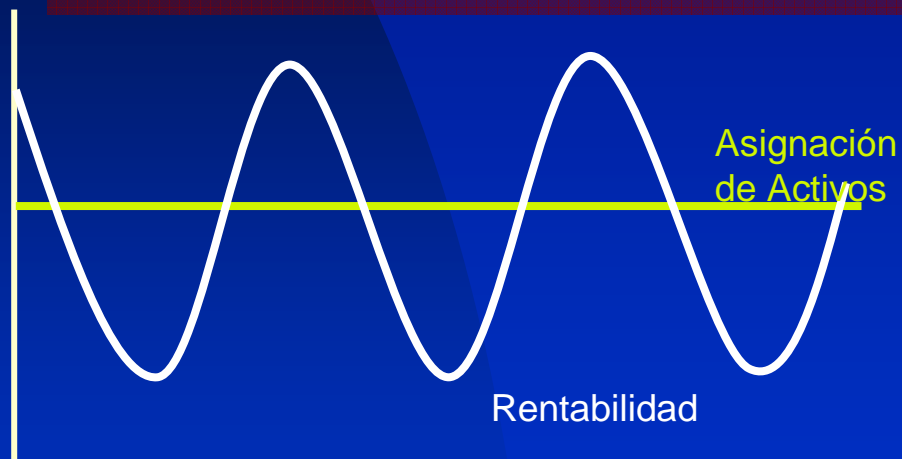
Flexibilidad
Inversiones

Objetivo de
rentabilidad



Filosofía orientada al partícipe

Fondo mixto tradicional



Fonditel



Filosofía orientada al cliente

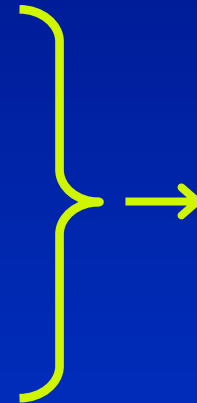
Mixto tradicional Bonos / Bolsa

Rentabilidad relativa a índice

Predomina el riesgo Bolsa

Foco en mercados domésticos

Control de riesgo a través de límites



Fonditel

Rentabilidad absoluta

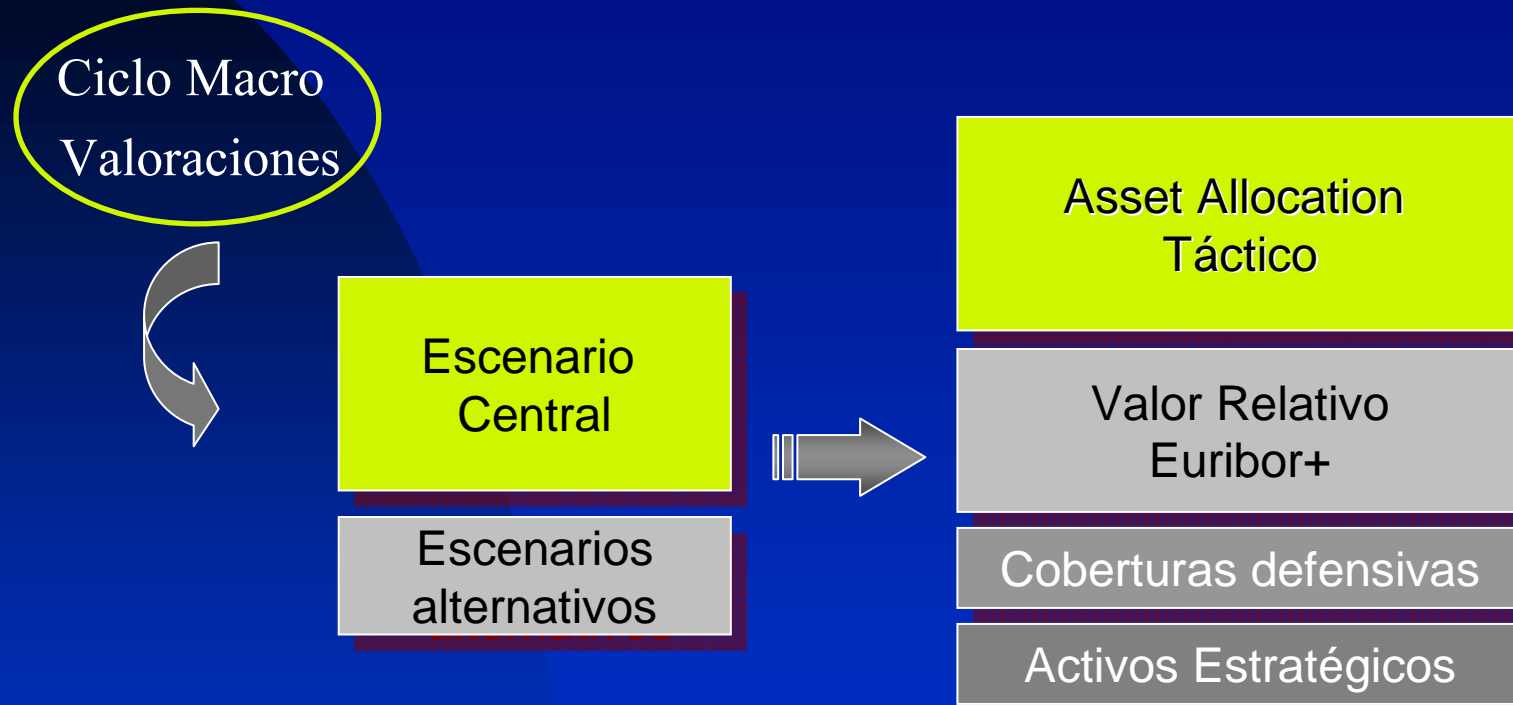
Fuentes de riesgo diversificadas

Globales

Riesgo orientado a limitar pérdidas

- La clave es **flexibilidad** y **gestión activa**

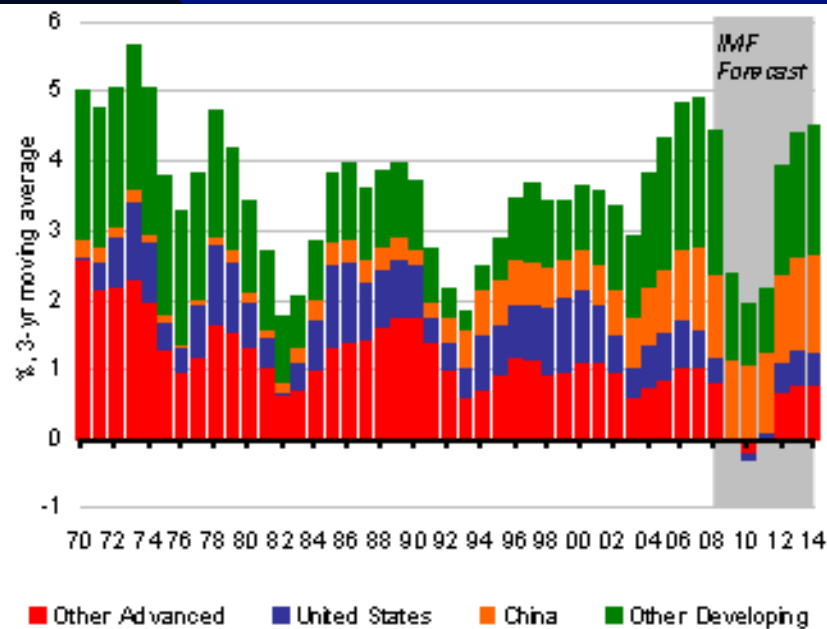
Proceso de inversión



Tendencias

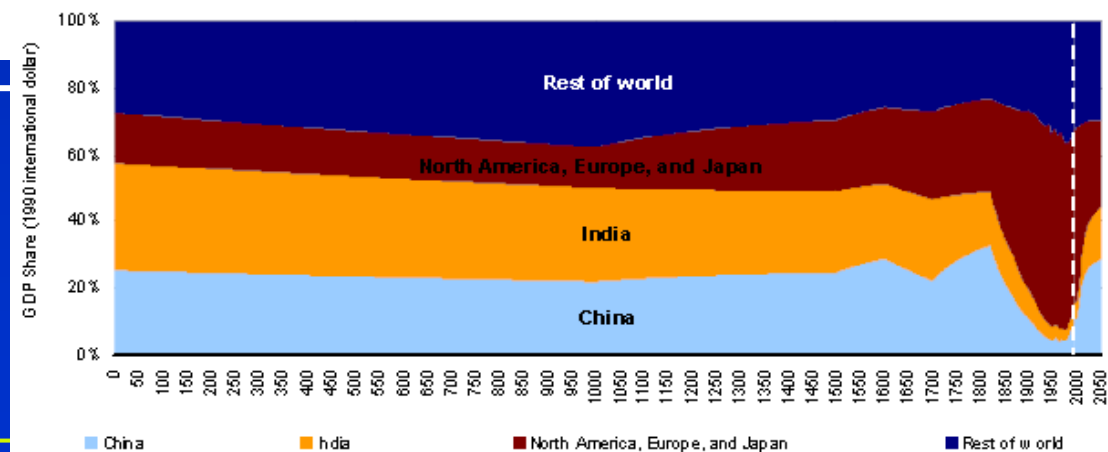
- Entorno de **mayor volatilidad macroeconómica**. Riesgo alto de error de política monetaria
- Recuperación frágil
- **Inflación** no parece ser un problema en 2010
- **Tipos** de interés a corto en G3 **bajos** durante un tiempo
- Crecimiento menor en G3 respecto a países **emergentes**
- Grandes inversores institucionales mantienen su compromiso con **inversiones alternativas**

Tendencias



Source: IMF, Deutsche Bank GMR

- Aumentar la asignación estratégica a mercados emergentes
- La contribución al crecimiento de emergentes es cada vez mayor



Source: Angus Madison "Historical Statistics for the World Economy: 1-2003 AD", PricewaterhouseCoopers, DB GMR

Tendencias

- En la segunda mitad de 2010 plantearse estratégicamente coberturas de inflación
 - ◆ Activos generadores de inflación
 - ★ Materias primas
 - ◆ Activos favorecidos por inflación
 - ★ Infraestructuras
 - ★ Inmobiliario
 - ★ Tipos reales