



## RATING Y PRIMA DE RIESGO

Desde hace un tiempo el lenguaje económico, antes exclusivo de los profesionales de la materia, ha inundado nuestras casas, no sólo en la prensa, televisión y otros medios de comunicación, sino que también acapara nuestras conversaciones. De esa forma tenemos que afirmar que la prima de riesgo se encuentra entre nosotros, como una más de la familia y por si fuera poco acompañada de subidas y bajadas de rating. Con este artículo de opinión queremos despejar al menos algunas dudas que al respecto se suscitan y de paso definir académicamente hablando dichos conceptos.

El diccionario del Inversor, editado por la Revista Inversión y Finanzas, define Rating como: "Calificación elaborada por una empresa especializada para valorar a los emisores de deuda según su solidez financiera y su capacidad de pago en diferentes plazos de tiempo".

Pues bien en los últimos tiempos, de forma más o menos regular, las noticias del día empiezan diciendo que han bajado el rating de cierto país, de un grupo de bancos, etc. Cabe destacar que aunque hay más, las empresas de Rating más populares, y prestigiosas, son Moody's, Ficht y Standar&Poor's, a pesar de que no fueron capaces de ver, en absoluto, una semana antes de su quiebra, la situación financiera real de Lehman Brothers.

Para terminar este apartado queremos destacar que en nuestro Plan de Pensiones utilizamos para medir el grado de cumplimiento de nuestro compromiso reflejado en la Política de Inversiones (nivel de rating medio de la cartera superior a A) a la agencia Standar&Poor's. De esta forma, tanto en los informes anuales de Revisión Financiero-Económica como en los trimestrales, nuestros consultores comprueban y avalan el cumplimiento de dicha premisa siendo el último dato conocido, a 31-3-2012, de Rating medio A+, por tanto, dentro del citado límite.

Para terminar tenemos que decir que las continuas rebajas de calificación de las distintas emisiones de deuda por parte de empresas y países obligan, para mantener el mencionado compromiso de rating medio, a sustituir los productos afectados por dichas bajadas por otros de mejor calificación crediticia lo que lleva aparejado no sólo un coste de reposición, sino que también de forma habitual una disminución de la rentabilidad de los nuevos títulos.

Por lo que se refiere a la prima de riesgo el diccionario citado al principio de este artículo define a la misma, entre otras acepciones, como: "El diferencial de tipos de interés de la deuda con respecto al tipo de otro activo."

(Sigue en la página 2)

### Se informa

■ La Comisión de Control en el pleno ordinario de fecha 30/05/2012 analizó el contenido de la revisión financiero actuarial relativa al año 2011. El Informe concluye diciendo que en lo relativo a los **ASPECTOS ACTUARIALES**, el Plan de Pensiones ha tenido, con carácter general, un buen funcionamiento, cumpliéndose las especificaciones de su Reglamento, adoptando la Comisión de Control los acuerdos precisos en aquellos casos puntuales en los que ha sido advertida alguna incidencia, considerada normal en un sistema de la envergadura de éste, emitiendo por tanto dictamen actuarial favorable. En lo relativo a los **ASPECTOS FINANCIEROS** el informe

concluye diciendo que, en términos generales, se cumplen los requisitos legales establecidos y la Política de Inversión del Fondo. Destaca el informe un incremento significativo en la Renta Fija e igualmente una operativa abundante en derivados. Por último, del **ANÁLISIS DE LA POLÍTICA ESTRATÉGICA** del fondo con relación a los objetivos y características del Plan, señala el Informe que el comportamiento del fondo en el ejercicio objeto de revisión ha sido negativo. Por lo demás, no cabe prever problemas de solvencia en la financiación de los derechos consolidados y económicos del colectivo del Plan.

JULIO 2012

nº 77  
SUMARIO

Rating y  
Prima de Riesgo

Balance Segundo  
Trimestre 2012

Informe de Gestión

Balance Segundo  
Trimestre 2012

Algunas cuestiones  
sobre movilizaciones



## RATING Y PRIMA DE RIESGO

(Viene de la página 1)

A este respecto es generalmente el Bono Alemán a 10 años el objeto de comparación habitual y desgraciadamente hemos vivido en los últimos tiempos un incesante crecimiento de la prima española, o lo que es lo mismo, del diferencial entre lo que abonan de intereses los Gobiernos Alemán y Español respectivamente por los títulos emitidos por sus países. Podemos decir que ambos conceptos están muy relacionados ya que el

incremento de la prima suele ser acompañado de “rebajas” en la calificación crediticia del país en cuestión y/o de los Bancos de dicho país. En el último trimestre hemos vivido una escalada sin precedentes en nuestra historia empezando en un nivel de 355 puntos básicos el 2 de Abril y llegando a alcanzar los 575 puntos el pasado 18 de junio (datos siempre a cierre de jornada). Estos niveles han supuesto una situación de desasosiego general en nuestro país.

## BALANCE SEGUNDO TRIMESTRE 2012

Si tuviéramos que definir el comportamiento de la economía en general y de los Planes de Pensiones en particular durante este período, no dudaríamos en afirmar que seguimos inmersos en una montaña rusa. Tras un comienzo de año que abrió una ventana a la esperanza de la ansiada recuperación, llegó un nuevo cambio de tendencia (ya llevamos varios años similares) que nos situó en una senda descendente de la que hemos ido saliendo y entrando estos meses de forma irregular.

Si hablamos del comportamiento de las principales Bolsas tenemos que destacar que el Ibex 35 cierra el semestre con un -17,09%. Partía el trimestre con una pérdida del 6,52% y ha pasado tan sólo en estos tres meses por su mejor momento el 2 de abril cuando perdía un 6,11%, y su peor el 1 de junio que arrastraba una pérdida del 29,2%.

Si hablamos del Eurostoxx 50, con un comportamiento claramente mejor que la Bolsa Española aunque evolución similar, veremos que cierra este período analizado con un -2,24%, partiendo de una ganancia del 6,94%, alcanzando el máximo el mismo día 2 de abril, con un 7,97% y llegando a perder un 8,65% el pasado 30 de Mayo. Del resto de Bolsas hemos de decir que se comportaron de mejor forma terminando el semestre así: (las mas destacadas y entre paréntesis en euros).

- Dax: + 8,78% • CAC40: +1,17% • FTSE: -0,02% (3,51%)
- DJI: +5,42% (+8,35%)
- NASDAQ: +14,83% (+18,02%) • S&P 500: +8,31% (+11,32%)
- NIKKEI: +6,52% (+6,59%) • TOPPIX: +5,69% (+5,77%)

De los indicadores globales el MSCI World acabó en +4,49%, el EM Latín América en -2,24% y el EM Asia en +3,62%. Por lo que se refiere a la Renta Fija destacamos que el indicador de JP Morgan que sirve de referencia a nuestro Benchmark finalizó el semestre en el +4,08% y una duración de 6,53 años. Este buen comportamiento del índice se debe, por su ponderación, principalmente al Bono alemán que llegó a revalorizarse más de un 9% a finales del mes de mayo.

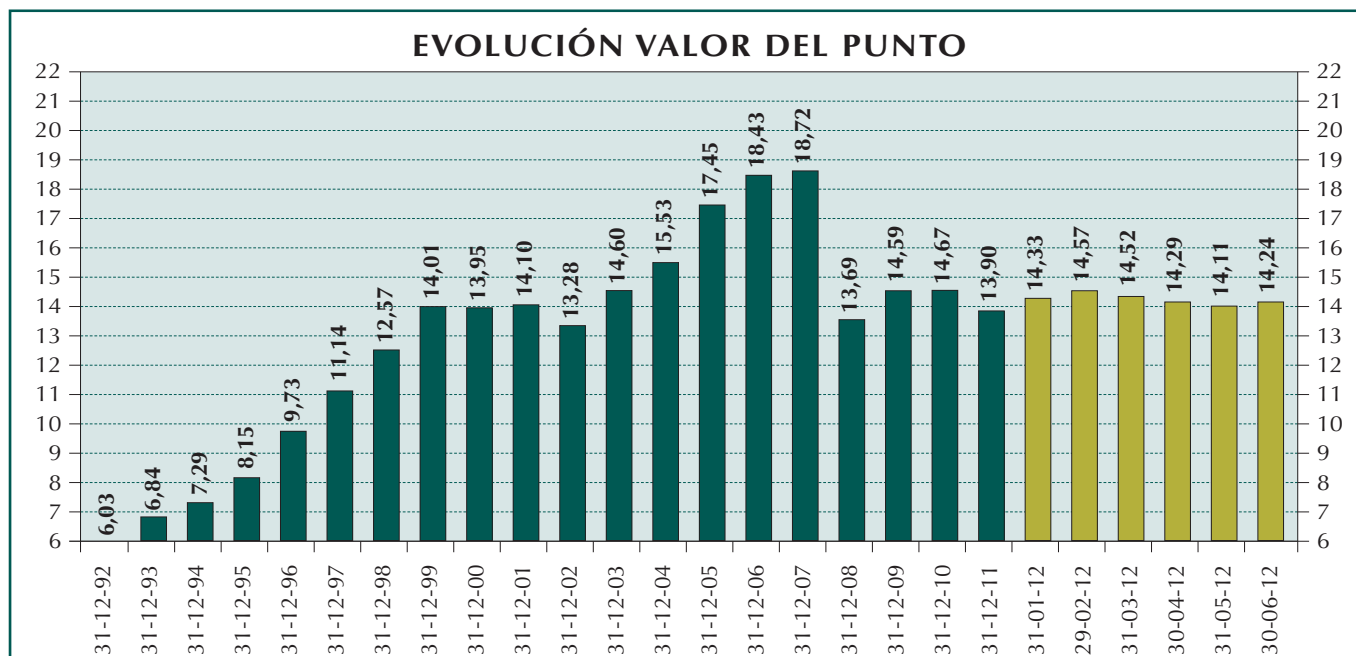
Es destacable por lo que se refiere a nuestro país, la quiebra e intervención de Bankia, la situación de rescate financiero en la que nos encontramos y la evolución de la prima de riesgo que ha pasado de 355 puntos básicos el 2 de Abril a los 575 puntos alcanzados el pasado 18 de junio. En cuanto a las materias primas tenemos que destacar la estabilidad del oro, la caída de los precios del petróleo y el buen comportamiento de las agrícolas.

También debemos resaltar la cotización del euro, habiendo empezado este trimestre en un valor cercano a 1,34 dólares por euro (lo que suponía una revalorización del euro en torno al 3,22% en ese trimestre) y finalizando con un valor de cierre semestral de 1,25 dólares por euro (y continúa bajando en el mes de julio) lo que supone una minusvalía en lo que va de año cercana al 2,7%. Por lo que se refiere a la volatilidad, si bien ha tenido algunos repuntes en el trimestre analizado se encuentra en unos niveles que podemos considerar aceptables.

En nuestro Plan de Pensiones tenemos que resaltar varios aspectos:

(Sigue en la página 4)

### EVOLUCIÓN VALOR DEL PUNTO



# INFORME DE GESTIÓN

## INVERSIONES DEL PLAN

La composición de la cartera valorada a 30-06-2012, con los valores de Renta Fija y Variable del Fondo de Pensiones, tiene la siguiente estructura, por plazos de duración:

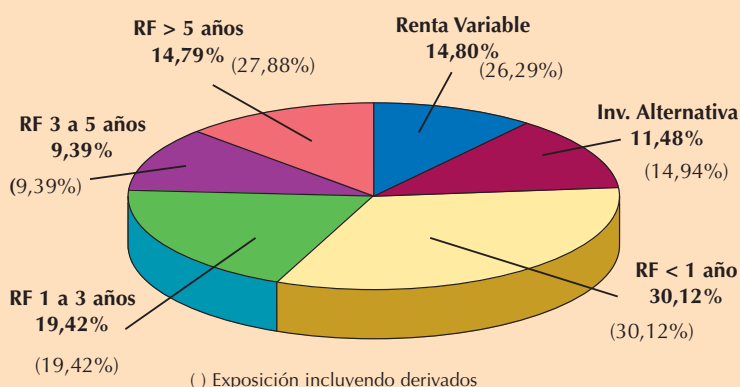
	Importe	% Contado	% Derivados	% Total
Renta variable	409.828.241	14,80	11,49	26,29
Inv. Alternativa	317.903.724	11,48	3,46	14,94
RF < 1 año	833.860.755	30,12	0,00	30,12
RF 1 a 3 años	537.776.681	19,42	0,00	19,42
RF 3 a 5 años	259.886.437	9,39	0,00	9,39
RF > 5 años	409.387.616	14,79	13,09	27,88

**TOTAL 2.768,64 MILLONES DE EUROS (\*)**

(\*) La diferencia entre este importe y el patrimonio indicado en la cuenta de posición a 30/06/12 corresponde a Reservas Matemáticas (Rentas Aseguradas).

En la Memoria Anual del ejercicio 2012, se informará con mayor detalle de la composición de la cartera.

## ESTRUCTURA DE INVERSIÓN A 30-06-12 (CONTADO)



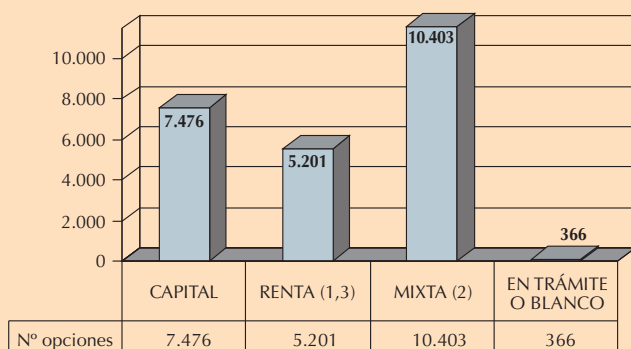
## PRESTACIONES CAUSADAS POR JUBILACIÓN A 30-06-12

EDAD	<60*	60	61	62	63	64	65	>65**	TOTAL
Jubilación y Prestación Anticipada	7	18.932	2.089	592	392	301	41	7	22.361
Jubilación Ordinaria	0	0	0	0	0	0	998	20	1.018
<b>TOTAL</b>	<b>7</b>	<b>18.932</b>	<b>2.089</b>	<b>592</b>	<b>392</b>	<b>301</b>	<b>1.039</b>	<b>27</b>	<b>23.379</b>

\* Autorizada la jubilación en Seg. Social por haber cotizado en el Régimen Especial de los Trabajadores del Mar.

\*\* Ampliada la edad de jubilación hasta completar los años de carencia necesarios para tener derecho a pensión en Seg. Social.

## OPCIONES DE COBRO ELEGIDAS EN JUBILACIONES A 30-06-12



- (1) 69 son en renta asegurada
- (2) 51 son con renta asegurada
- (3) 146 son en renta no periódica

## CUENTA DE POSICIÓN PLAN DE PENSIONES 31/03/12 AL 30/06/12

**PATRIMONIO A 31/03/2012 2.885.444.657,65 €**

### ENTRADAS

Aportaciones del Promotor	15.396.120,05 €
Aportaciones de los Partícipes	5.469.311,18 €
Aportaciones Devueltas	-6.317,11 €
Traslados de derechos de otros planes	274.850,50 €
Prestaciones a cargo aseguradores	123.655,29 €
Provisión Matemática a cargo Aseguradores	-168.951,90 €
Resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias	-56.084.716,50 €

### SALIDAS

Primas de Seguro	0,00 €
Pago de prestaciones	37.505.123,10 €
Traslados de derechos a otros planes	39.844.640,95 €
Gastos Servicios Profesionales (Actuarios)	29.523,13 €

**PATRIMONIO A 30/06/2012 2.773.069.321,98 €**

### GASTOS DE GESTORA, DEPOSITARIA Y COMISIÓN DE CONTROL (Recogidos en cuenta de Pérdidas y Ganancias)

Comisión Entidad Gestora	2.286.453,39 €
Comisión Entidad Depositaria	191.190,86 €
Gastos Comisión Control	66.514,48 €

### RENTABILIDAD DEL FONDO (T.A.E.):

Desde el inicio (21/12/92)	4,51 %
Últimos 5 años	-5,77 %
Últimos 3 años	1,75 %
Últimos 12 meses	-4,48 %
Rentabilidad real 2012	2,45 %

## PARTÍCIPES Y BENEFICIARIOS EN JUNIO DE 2012

### PARTÍCIPES

Activos y en suspenso voluntario	22.096
Prejubilados sin movilizar	11.327
Otras bajas sin movilizar	792
Movilizaciones parciales	1.966
Rescates excepcionales parciales	18
<b>TOTAL</b>	<b>36.199</b>

### BENEFICIARIOS

Por jubilación	11.286
Por incapacidad	492
Por fallecimiento de partícipes	1.380
Segundos beneficiarios	25
<b>TOTAL</b>	<b>13.183</b>

### HISTÓRICO DE PARTÍCIPES Y BENEFICIARIOS QUE HAN DEJADO DE PERTENECER AL PLAN POR LIQUIDACIÓN DE SUS DERECHOS DESDE EL INICIO

### BENEFICIARIOS

Por jubilación	12.160
Por incapacidad	1.484
Por rescate excepcional total	100
Partícipes fallecidos	3.218
Benef. por fallec. de partícipes	5.594
Benef. fallecidos	36
Segundos beneficiarios	57
Por movilización total de derechos	8.971
<b>TOTAL</b>	<b>31.620</b>

**ALTAS EN EL PLAN.-** La Comisión de Control ha aprobado la adhesión de 163 nuevos partícipes durante los meses de Abril, Mayo y Junio de 2012, que corresponden a las solicitudes recibidas que cumplen los requisitos exigidos por el Reglamento, haciendo un total de 227 adhesiones en el año 2012.



## BALANCE SEGUNDO TRIMESTRE 2012

(Viene de la página 2)

- La re-estructuración de nuestra cartera de Renta Fija primando algo más el mercado americano así como el británico. De esa forma rebajamos un poco la gran dependencia que tenemos a la Deuda Española, tanto Pública como Privada.
- La cobertura, a través de futuros del Ibex 35, de nuestra cartera al contado de Renta Variable Española.
- La diversificación de nuestra cartera de Renta Variable, tanto geográfica como en lo que a instrumentos financieros se refiere, al entrar en fondos que replican el Stoxx Europe 600 y el MSCI Europe.
- Con lo anterior la estructura de nuestra RV ha abandonado parcialmente la gran dependencia que tenía del Eurostoxx 50 incrementando su ponderación tanto la Renta Variable Americana como la llamada europea-no euro.

- En cuanto al porcentaje de Renta Variable que hemos mantenido durante este período hay que señalar que empezamos cercanos al 30% y terminamos en el 26,29% habiéndonos mantenido rondando el 25% en casi todas las ocasiones salvo algún repunte semanal generalmente ocasionado por el vencimiento de nuestras opciones.
- La venta paulatina de una serie de activos complejos como notas estructuradas antiguas, hedge funds, etc.
- La entrada en funcionamiento de un sistema nuevo de control de riesgos, dinámico, basado en el seguimiento a través de medias móviles de una serie histórica de índices.

Con todo lo anterior nuestra rentabilidad, aunque ha descendido respecto al cierre del anterior trimestre, ha ido manteniéndose en todo el período en el lado positivo llegando a bajar hasta el 1% el pasado 26 de junio y cerrando el primer semestre del 2012 con una rentabilidad acumulada del +2,45% lo que supone un 0,61% por encima de nuestro Benchmark tradicional y un 1,26% más de rentabilidad sobre el nuevo Benchmark.

## ALGUNAS CUESTIONES SOBRE MOVILIZACIONES

En los últimos días se están recibiendo en nuestra Oficina de Atención al Partícipe y en la Gestora llamadas de partícipes de nuestro plan de pensiones que sospechan estar siendo víctimas de un engaño en el que utilizando el nombre y la marca comercial de Fonditel Pensiones de forma ilícita, se les indica que existe un acuerdo con Fonditel para que traspasen su plan de pensiones presentándoles una oferta específica a tal efecto.

Desde la Comisión de Control queremos dejar claro a todos nuestros partícipes que esa información es absolutamente falsa no existiendo ningún tipo de acuerdo con ninguna entidad en ese sentido.

Sobre las movilizaciones queremos recomendaros a todos que estéis especialmente alertas ante la proliferación de ofertas que se están realizando al colectivo de Telefónica aprovechando el convulso momento actual que se vive en el sector financiero y las características del colectivo, inmerso en un Expediente de Regulación de Empleo que permite la movilización de jugosas cantidades que no pasan desapercibidas para el sector bancario y asegurador, ya que los partícipes que pueden movilizar son los prejubilados que disponen de mayor derecho consolidado por estar en el tramo final de acumulación de su prestación.

Son sobre todo los Planes de Pensiones Asegurados (PPA) y los Garantizados los que más proliferan ofreciendo unas revalorizaciones garantizadas a la fecha de jubilación que varían en función de la edad del partícipe. Sobre estos productos, comentaremos algunas cuestiones fundamentales:

### RESPECTO DE LA GARANTÍA Y SOLVENCIA DEL GARANTE:

Las garantías están otorgadas, en muchos casos, por entidades con una calificación crediticia muy pobre, y en cualquier caso inferior a la del reino de España y a la de la cartera de Empleados de Telefónica de España. (ejemplo: MAPFRE o BANKIA, cuyo Rating es BBB para el primero, cercano al bono basura y BB+ para la segunda).

El partícipe asume el riesgo crediticio de la solvencia del garante. El patrimonio del Plan de Pensiones Asegurado está dentro del balance de la aseguradora y entra a formar parte de la masa de la quiebra, con lo que en caso de problemas financieros del asegurador el partícipe vería en peligro su patrimonio. Por el contrario, en los Fondos de Pensiones el patrimonio es independiente del promotor o de la gestora, no existe ningún riesgo crediticio más allá del que tienen los activos de su cartera. En este sentido sería interesante saber en que activos invierten para conocer el riesgo crediticio de la cartera. El rating promedio de la cartera de Empleados de Telefónica de España a día de hoy es A+.

En estos productos, la garantía es sólo a vencimiento, si se moviliza el plan se pierde la garantía. No solo se pierde la garantía por movilización sino también por desempleo de larga duración, enfermedad grave, invalidez permanente total en cualquiera de sus grados, dependencia y por fallecimiento. Si se decide movilizar el plan antes de que venza la garantía, el partícipe recibirá el valor de las provisiones matemáticas al precio de mercado en ese momento, que por supuesto puede ser inferior al importe de inversión inicial.

Además, las entidades suelen penalizar las movilizaciones al incorporar en las provisiones matemáticas las comisiones del producto hasta vencimiento y otros gastos de cancelación.

### RESPECTO DE LA RENTABILIDAD OFRECIDA:

La rentabilidad ofrecida puede estar en torno a un 3% ó 4% a 10-13 años, en función de la edad que le falte al partícipe para cumplir la edad de jubilación. Un bono del Estado Español al mismo plazo ofrece hoy una rentabilidad a vencimiento al mismo plazo del 7%. En términos acumulados hasta la jubilación el bono español ofrece un 61% más de rentabilidad que el Plan de Pensiones Asegurado, es decir, unos 6.154€ por cada 10.000 de inversión.

Además, el impacto de las comisiones anuales, que suelen ser elevadas, en un período de tiempo largo es muy grande. Cabe preguntarse si tiene sentido invertir en un producto con una cartera simple y poco diversificada y pagando unas comisiones muy altas por tener una garantía que probablemente no tenga ningún valor y que en todo caso obliga a permanecer atado al producto hasta su vencimiento.

**EN CONCLUSIÓN**, Empleados de Telefónica de España se gestiona con unos gastos mucho menores que los de cualquier fondo individual o PPA de España. Este efecto, acumulado en un período largo es muy grande y exige que la rentabilidad del producto alternativo antes de comisiones sea muy superior.

Nuestro fondo tiene una rentabilidad media anualizada de un 4,55 % (dato actualizado a 11-7-12), en cualquier caso superior a la de los productos planteados, y, aunque somos conscientes de los resultados negativos obtenidos en los últimos años, nuestro objetivo sigue siendo la obtención de una rentabilidad en torno al IPC europeo mas un diferencial. Tenemos una cartera diversificada de activos de renta fija, renta variable y otros, con una expectativa de rentabilidad a largo plazo superior y con exposición a distintas áreas geográficas, no sólo Europa o España.