



Nota Informativa, 6 de febrero de 2012.

A/AT:

Secretario/a de Acción Sindical, Secretario/a de Seguridad Social y Responsables de Previsión Social Complementaria de CC.NN. / UU.RR. y de Federaciones Estatales.

Comisiones de Control de Planes de Pensiones y Juntas Directivas de Mutualidades de Previsión Social y Entidades de Previsión Social Voluntaria.

**Mandato de gestión de inversiones:
consecuencias de las rebajas de calificación crediticia (II)**

Estimados compañeros y compañeras:

Nos dirigimos a vosotros como continuación de nuestra nota informativa del pasado 24 de enero, en la que, por un lado, os hacíamos partícipes de las consecuencias que las rebajas en la calificación crediticia podrían tener sobre el mandato de gestión y/o en las declaraciones de principios de política de inversión de algunos fondos de pensiones, y, por otro, os recomendábamos no tomar ninguna decisión hasta que mantuviéramos una reunión en el ámbito de la Confederación. Una vez producida la reunión antes citada os damos cuenta, en esta nueva nota informativa, de las conclusiones de la misma.

En su día os **aconsejamos no realizar modificaciones en el mandato de gestión y/o en la declaración principios de política de inversión**. Esta recomendación sigue vigente a día de hoy, no aconsejándose realizar cambios permanentes en este campo en dichos documentos, aunque **puede recogerse en un acta de la comisión de control un acuerdo por el que se flexibilicen temporalmente los criterios de calificación crediticia**, sin que esto pueda constituir un “cheque en blanco” para la Entidad Gestora.

Como ya conocéis, en lo que va de año dos agencias de calificación crediticia, Standard and Poor's y Fitch han rebajado 2 escalones la nota de la deuda española, pasando a

considerarse A. Esta calificación supone, no obstante, una buena capacidad del emisor para cumplir los compromisos de pagos de dicha emisión¹.

España, y otros países europeos, han visto rebajadas sus calificaciones desde el comienzo de la crisis. En concreto, en el caso español la rebaja ha venido desde la máxima nota AAA hasta la actual. Las agencias complementan la nota actual de solvencia con una indicación de la perspectiva, que, además, es negativa, es decir, que hay posibilidades de que la calificación se vea rebajada en el corto o medio plazo.

Sin embargo, hoy por hoy nadie duda de la capacidad del Reino de España para hacer frente a sus compromisos y, por tanto, la rentabilidad exigida como diferencial con la renta fija alemana, el denominado "Spread" han caído significativamente. Así la rentabilidad del bono español a 10 años ha bajado del 6,8% en noviembre del 2011 a 4,98% el 6 de febrero. Los motivos son múltiples aunque cabría destacar la percepción de disminución del riesgo de ruptura en la zona euro con la actuación realizada por el Banco Central Europeo, que está prestando dinero a las entidades bancarias al 1% a tres años y que éstas están reinvertiendo en deuda pública soberana.

No obstante, muchos fondos de pensiones mantienen en sus políticas de inversión unos criterios para reducir el riesgo de crédito, exigiendo una calificación media y mínima a la cartera de renta fija. Estos criterios se recogieron alrededor del año 2003, cuando las calificaciones crediticias de la mayoría de los estados europeos estaban en AA o AAA, en una situación de estabilidad en los mercados financieros, muy distinta de la coyuntura actual.

Tras las rebajas de calificación, los fondos de pensiones se encuentran en una disyuntiva, cumplir con los parámetros de los mandatos de gestión o suspenderlos temporalmente.

Las rentabilidades de la deuda pública de mayor calificación crediticia en Europa son muy bajas, habiéndose llegado a registrar rentabilidades negativas, es decir, pagar por prestar dinero, en un clara huida a la calidad. En la actualidad, la rentabilidad a 3 y 10 años de la

¹ En el anexo tenéis un cuadro resumen de calificaciones crediticias. Del mismo modo, tenéis a vuestra disposición información más detallada sobre estos temas en el CIS 4/2009.

deuda emitida por Alemania es 0,38% y 1,9%, respectivamente, frente a 3,03% y 4,98% en el caso español.

Las rentabilidades alemanas son muy exiguas, no cubriendo ni tan siquiera la inflación, por lo que invertir en deuda pública alemana conlleva dos riesgos, por un lado, el de no preservar el capital en términos reales, es decir, teniendo en cuenta la inflación y por otro lado, el retorno a la media, en otras palabras, que los tipos alemanes puedan volver a términos más cercanos a los existentes antes de la crisis, que superaban el 4%, por lo que se afrontarían fuertes pérdidas en caso de que los tipos volviesen a dicho valor..

En definitiva, los diferenciales en función de la calificación crediticia han aumentado significativamente debido a las fuertes tensiones que hay en la actualidad en los mercados, teniendo los títulos de mayor calificación crediticia muy bajos rendimientos. Por tanto, las condiciones que había en el momento de instaurar las declaraciones de principios de políticas de inversión de los fondos de pensiones han variado mucho debido a una situación coyuntural.

Bajo estos parámetros **podría ser interesante acordar un ajuste en el nivel medio de la calificación crediticia de la cartera, igual a la ostentada en cada momento por la deuda soberana española.** Respecto a la calificación crediticia mínima no debe ser inferior al grado de inversión, es decir, "BBB-". **Esta medida deberá tener un carácter temporal y, en todo caso, deberá ser revisada con el tiempo.**

Para ello, **debe exigirse a la Entidad Gestora una información periódica y detallada sobre la situación de la cartera de renta fija y de la calidad crediticia de los títulos de la misma.**

Desde la Confederación se va a realizar el seguimiento de esta materia, revisando semestralmente esta recomendación, en función de la evolución de la situación. Y, mediante esta misma vía, os mantendremos informados, sin perjuicio de que estamos a vuestra disposición, tanto para ampliar información sobre este tema como para aclarar dudas a este respecto.



A continuación, os hacemos una propuesta concreta de redacción para, en su caso, el acuerdo que podría recogerse en el acta de la comisión de control:

“ Se acuerda con carácter temporal hasta el _____² rebajar la exigencia de nivel medio de calificación crediticia de la cartera hasta la ostentada en cada momento por el Reino de España. Respecto a la calificación crediticia mínima no debe ser inferior al grado de inversión, es decir, ‘BBB-’.”

Para finalizar trasladaros que nos hemos puesto en contacto con la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones para aclarar una controversia interpretativa surgida recientemente en relación a los plazos para subsanar incumplimientos en la política de inversión. Siendo el criterio administrativo que el plazo de doce meses que establece la Ley de Planes y Fondos de Pensiones para los supuestos de inaptitud sobrevenida por modificación de la aptitud de un activo no es de aplicación a este caso, sino que se deberá estar al plazo establecido en la declaración de principios de política de inversión y/o mandato de gestión.

En cualquier caso, ante un supuesto de incumplimiento sobrevenido de alguno de los criterios recogidos en los antes citados documentos, **la obligación de la entidad gestora es ponerlo en conocimiento de la comisión de control para que ésta adopte la decisión correspondiente, ya que una venta automática podría generar graves perjuicios a partícipes y beneficiarios.**

Esperando que esta información os resulte de interés, recibid un cordial saludo.

Carlos Bravo Fernández
Secretario de Seguridad Social y Previsión Social Complementaria

² En este punto se establece el plazo de la medida. Su duración puede depender del momento en que se tome la decisión y la capacidad de modificarla en el tiempo, no aconsejándose una duración superior al año en curso.

ANEXO

La deuda pública del Reino de España, actualmente tiene las siguientes calificaciones crediticias por las tres principales agencias:

Agencia	S&P	Moody's	Fitch
Calificación	A	A1	A

El siguiente gráfico muestra el significado de las distintas calificaciones.

AGENCIA	Fitch	Moody's	Standard&Poor's	Significado
Grado de inversión	AAA	Aaa	AAA	Excepcional
	AA	Aa	AA	Excelente
	A	A	A	Buena
	BBB	Baa	BBB	Adecuada
Grado de especulación	BB	Ba	BB	Cuestionable
	B	B	B	Deficiente
	CCC,CC,C	Caa	CCC	Muy deficiente
	DDD,DD,D	Ca	CC	Extremadamente deficiente
		C	R	Insuficiente
Modificaciones en cada una de las categorías	+/-	1,2,3 1: elevado 3: bajo	+/-	