

---

**“Cash is King”**: Las gestoras de pensiones españolas comenzaron el año (acertadamente) con elevados niveles de liquidez

Juan Manuel Vicente Casadevall  
Socio de Fondos Directo

---

**Perspectivas 2020:** A la espera de que el semáforo se ponga verde (o casi)

Gilles Moëc  
Economista Jefe del Grupo AXA  
Investment Managers

---

**Inversión ESG y Precio de los Activos de Renta Variable:** Nuevas conclusiones sobre antiguos desafíos.

Thierry Roncalli  
Director de Análisis Cuantitativo de Amundi

---

**# MARZO 2020**

**ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS**

# **BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA**

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

 **Investment  
Managers**

REALIZADO

 **FONDOS  
DIRECTO**



## # ENERO 2020

La encuesta fue completada a final de enero y primera quincena de febrero, justo antes de los periodos de volatilidad extrema en los mercados





**Juan Manuel Vicente Casadevall**  
Socio de Fondos Directo

## “Cash is King”: Las gestoras de pensiones españolas comenzaron el año (acertadamente) con elevados niveles de liquidez

La encuesta de asignación de activos e inversiones de las pensiones privadas en España, correspondiente al primer trimestre de 2020, y que se completó por parte de las gestoras de pensiones mayoritariamente a finales de enero y primera quincena de febrero, revela un aumento en la asignación a liquidez, mientras que el resto de las clases de activos experimentan sólo ligeros movimientos.

Así, la asignación agregada media a liquidez subió hasta el 7,2% desde el 5,9% anterior o el 4,3% del primer trimestre del año pasado, uno de los niveles más altos registrados en el barómetro y sólo superado recientemente a finales del 2018, durante la última corrección severa de los activos de riesgo. Resulta importante destacar que las fuertes caídas en las bolsas de los países desarrollados y episodios de volatilidad extrema de las últimas semanas, asociados al coronavirus, comenzaron justo después de que las encuestas fueran completadas.

En lo que respecta a las principales clases de activo la exposición media a renta variable se mantuvo básicamente estable en el 38,1%, sólo marginal y progresivamente por debajo de los niveles de los trimestres anteriores. Renta fija y alternativos también experimentaron pequeñas reducciones de las exposiciones medias respecto al trimestre anterior y se situaron en el 49,6% y 5,1% respectivamente.

Por el lado de la renta variable las gestoras de pensiones españolas parecían detectar oportunidad en las bolsas



**asiáticas y emergentes en general**, al calor de las caídas asociadas al coronavirus afectando a China y otras economías asiáticas, con un 47% de las mismas considerando que dichos activos se encontraban sobre vendidos. Un 35% del panel de gestoras expresaba que sería deseable aumentar exposición en los próximos meses, solamente superado ligeramente por la Eurozona, donde un 41% de las gestoras eran de dicha opinión.

**LA DEUDA DEL TESORO NORTEAMERICANA SEGUÍA GANANDO ATRACTIVO**

En cuanto a la renta fija les destacamos que la deuda española continuaba siendo la que un mayor porcentaje de gestores sobre ponderan en sus carteras (un 59%).

**La deuda del tesoro norteamericana seguía ganando atractivo** y ya un significativo 41% del panel (ver pregunta 10) pensaba aumentar su exposición a uno de los activos refugio por excelencia versus el 29% del trimestre anterior.

La renta fija corporativa seguía viéndose como claramente sobrevalorada en términos de diferenciales, nada nuevo pero que destaca por la persistencia en el tiempo de estos resultados. Finalmente, les destacamos como un casi máximo histórico de dos terceras partes del panel consideraban al dólar sobre valorado.

Por el contrario, aumentaban significativamente los gestores que veían al euro valorado correctamente, aunque siguen siendo ligera mayoría los que ven a la divisa europea como infra valorada.

Las preguntas del trimestre arrojan interesantes resultados y confirman ciertos posicionamientos del sector. En lo que respecta a la **inversión por factores** cerca de un 60% del panel afirma no utilizar actualmente dicho enfoque de inversión, pero más de la mitad de dicho porcentaje (35%) lo está contemplando.

De aquellos que lo utilizan son clara mayoría los que utilizan un enfoque multi-factor que se adapte al ciclo de mercado y



minoría los que utilizan un enfoque mono-factor, eligiendo cada uno de ellos de forma estratégica o táctica. La demanda de inversión verde en la renta fija tiene su respuesta en las gestoras de pensiones españolas con **un 47% de estas ya invertidas por ejemplo en bonos verdes de impacto** y un destacado 41% que lo está estudiando.

### LA DEUDA PRIVADA Y LOS PRÉSTAMOS (SENIOR LOANS) SIGUEN SIENDO LAS QUE DESPIERTAN MÁS INTERÉS

La inversión en “Green Credit Continuum”, que busca financiar proyectos verdes diversificando las fuentes de rendimiento combinando diferentes activos dentro del crédito, disfruta de menor popularidad de momento (ver segunda pregunta del trimestre).

La pregunta sobre el uso de diferentes estrategias no líquidas pone de relieve una vez más que **la deuda privada y los préstamos (senior loans) siguen siendo las que despiertan más interés**, seguidas del private equity y a mayor distancia la financiación de infraestructuras.

Otros activos potencialmente diversificadores como los bonos catástrofe o cat bonds, que cubren una serie de eventos catastróficos como por ejemplo huracanes o terremotos, los fondos hedge neutrales a mercado o el inmobiliario reciben claramente menor atención.

Por último, dentro de estrategias de renta fija, la deuda emergente, incluyendo la china, recibe un interés razonable mientras que los fondos de vencimiento fijo son de mucho interés para un pequeño segmento del panel.



**Gilles Moëc**  
Economista Jefe del Grupo AXA Investment Managers

## Perspectivas 2020: A la espera de que el semáforo se ponga verde (o casi)

### Puntos clave

- Los temores a una recesión global en 2019 se han ido atenuando a medida que los principales riesgos macroeconómicos han empezado a disiparse.
- No obstante, y con respecto a 2020, creemos improbable que el actual crecimiento del PIB pueda suponer un desafío para la capacidad productiva potencial en las principales regiones económicas. Los daños sufridos han sido cuantiosos, las dificultades siguen presentes y además han surgido nuevas fuentes de incertidumbre
- Con respecto a 2021, prevemos una desaceleración del crecimiento global hasta una situación de cuasi-estagnación. La falta de políticas monetarias será la nota dominante en los dos próximos años.

### Qué acecha detrás de los riesgos obvios

2019 ha estado marcado por riesgos binarios en la economía global, destacando la guerra comercial entre EE. UU. y China – ampliándose potencialmente también a la UE – y en menor medida, aunque con mayor relevancia para Europa, el ‘Brexit’. No nos sorprende que el alto nivel de incertidumbre haya reducido de forma drástica la inversión en todas partes del mundo.

Hacia finales del verano, la “tendencia natural” de la economía global presagiaba un contagio progresivo desde el sector manufacturero, ya en fase de contracción, al sector

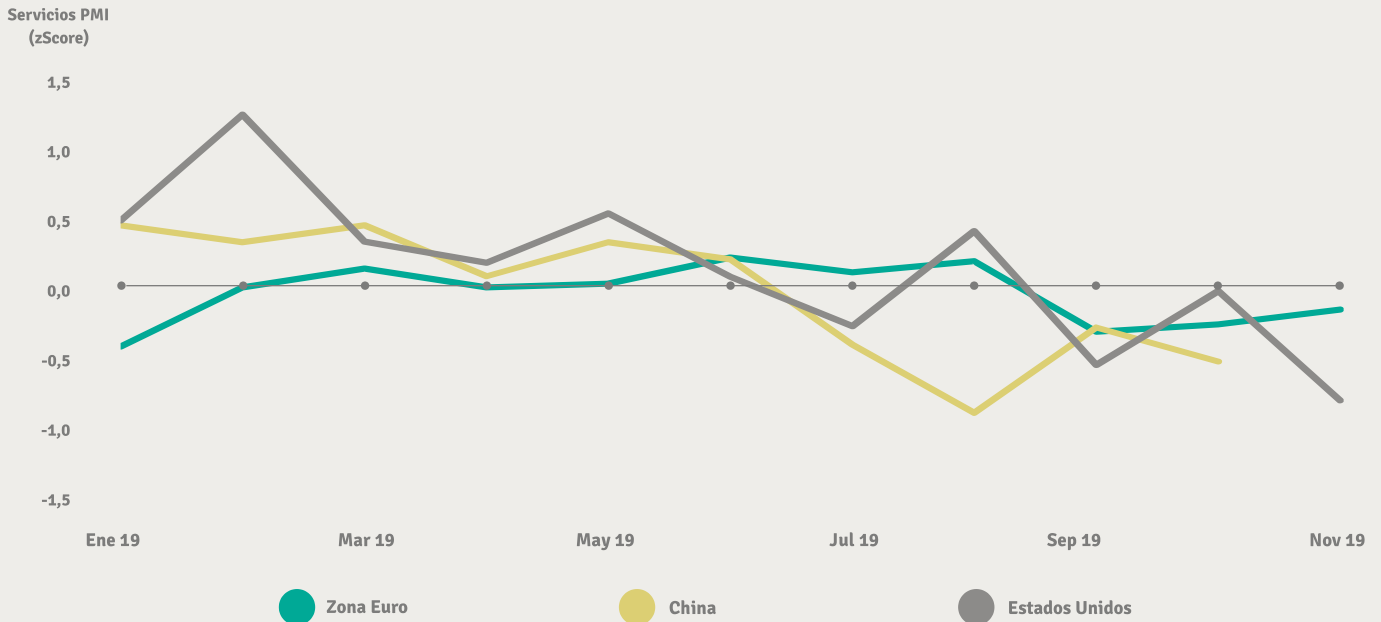
servicios; ganando mayor verosimilitud una probable e importante reducción de la demanda agregada en el invierno. Afortunadamente, en otoño surgieron por fin ciertos signos “no negativos”.

Aunque la concreción de los detalles está siendo compleja, EE. UU. y China están llegando a un acuerdo comercial parcial, lo cual podría al menos evitar una nueva escalada de tensiones. La Casa Blanca ha dejado ya de hablar de subidas de aranceles a la industria automovilística europea.

# Gráfico 1/

## TODAVÍA ESTAMOS A TIEMPO DE EVITAR EL CONTAGIO

Fuente: Datastream y AXA IM Research, a 25/11/19



En el Reino Unido, los riesgos de un posible “no acuerdo”, y por tanto de una caída brutal de la demanda británica al resto del mundo a finales de 2019, se han atenuado en gran medida.

**LOS RIESGOS SE ESTÁN ATENUANDO, PERO LOS DAÑOS PRODUCIDOS SIGUEN ESTANDO PRESENTES**

Por supuesto, existe una medida de “velocidad alcanzada” por el deterioro global del sentimiento (Gráfico 1), y es muy probable que el índice de confianza de los servicios siga cayendo durante cierto tiempo, pero no prevemos que esta situación vaya a desembocar en una recesión global a finales de 2019 o principios de 2020. Resulta significativo que el mercado laboral se haya mantenido sólido a nivel global, y que el consumo haya seguido proporcionando soporte a la actividad en las principales regiones económicas.

Sin embargo, no pretendemos decir que en la economía global ya esté “todo listo”. Los riesgos se están atenuando, pero los daños producidos siguen estando presentes. En nuestra opinión, la consecución de un acuerdo definitivo entre EE.UU. y China sería suficiente para impedir un agravamiento de la situación, aunque por otro lado nos sorprendería que se produjera una desactivación inmediata de los incrementos de aranceles implementados desde 2018.

Además, en Europa, existe nuevamente un exceso de capacidad, situación que tardará en desaparecer. De hecho, a principios de 2019, las encuestas indicaban un fuerte incremento de los cuellos de botella en los procesos productivos, viéndose restringidos cada vez más por la escasez de capital y las dificultades de contratación de personal. Al fin existían todos los elementos necesarios para que se produjera una corriente convincente de inversión. Por desgracia, estos cuellos de botella han desaparecido por completo en la actualidad. En consecuencia, creemos improbable una pronta recuperación de la inversión empresarial, a pesar del flujo de buenas noticias.

Además, aunque esté mejorando el balance de riesgos inmediatos, necesitamos analizar de nuevo los “viejos problemas”.

En primer lugar, deberíamos recordar que la desaceleración de la demanda china se había iniciado con anterioridad a la “guerra comercial”, y es probable que prosiga después (y a pesar) de que finalice. El PIB potencial se ve cada vez más afectado por los desafíos demográficos, mientras que la transición hacia un modelo de crecimiento menos intensivo en capital también está afectando la tendencia al crecimiento. Las autoridades chinas han mostrado hasta ahora cierta moderación en sus políticas de estímulo, lo cual probablemente refleja su intención de no agravar aún más los desequilibrios financieros domésticos. Si el impacto de la guerra comercial se atenuara en 2020, pensamos que estarían dispuestos a establecer restricciones incluso mayores y a permitir una nueva ligera reducción del crecimiento del PIB en el próximo año.

En segundo lugar, en la zona euro, los beneficios empresariales han empeorado la tendencia expresada como porcentaje de la producción. Resulta especialmente llamativo en el caso de Alemania. Esta es otra razón para ser prudentes con respecto a un posible repunte de la inversión empresarial durante el próximo año.

En tercer lugar, las economías domésticas norteamericanas han reducido su nivel de consumo, mientras que las empresas se han estado apalancando.

**LA DEUDA DE LAS EMPRESAS SE HA INCREMENTADO Y LA RENTABILIDAD EMPRESARIAL SE HA DETERIORADO**

La tasa de ahorro personal en EE.UU. no está empezando a converger de nuevo hacia el nivel abismal alcanzado antes de la Gran Recesión (3,7% en 2007), a pesar de los extraordinariamente bajos niveles de los tipos de interés y de la tasa de desempleo. Más bien al contrario, la tasa de ahorro ha seguido incrementándose últimamente (8,1% en el 3T de 2019, desde el 7,5% en el 3T de 2018). Tal situación podría estar reflejando un deseo de acumular ahorros en caso de necesidad, ya que todavía perdura en la memoria el recuerdo de 2008; aunque creemos que se trata más probablemente de factores demográficos. Esta situación supone un “límite” para el consumo.

La deuda de las empresas se ha incrementado, y la rentabilidad empresarial se ha deteriorado (Gráfico 2). Esto no representa un problema grave en la actual coyuntura dado el bajo nivel de los tipos – el servicio de la deuda no está afectando al gasto corriente –, aunque los directivos americanos están cada vez menos dispuestos a seguir endeudándose, aunque sí están reduciendo en pequeña medida los gastos laborales con el objetivo de preservar sus márgenes.

**ES POSIBLE QUE SE PRODUZCA UN REPUNTE TÉCNICO, DEBIDO ESPECIALMENTE A UNAS POLÍTICAS MONETARIAS MÁS EXPANSIVAS EN LOS PAÍSES DESARROLLADOS**

Por último, han surgido nuevas fuentes de incertidumbre. En EE.UU., el efecto más inmediato del culebrón del ‘*impeachment*’ ha sido dar impulso a aquellos candidatos demócratas más radicales en las Primarias. Con sus propuestas de mayor regulación y subidas de impuestos, podrían estar contribuyendo a frenar aún más las decisiones corporativas de inversión. En Europa, aunque no se contempla un escenario de ‘*Brexit*’ sin acuerdo, si ganan los Conservadores las elecciones generales, se iniciará un duro proceso de negociación de un Acuerdo de Libre Comercio con la UE, lo cual generará cierta incertidumbre. En la zona euro, aunque los acontecimientos de orden político en Italia hayan calmado las tensiones con las instituciones europeas, tras las temidas elecciones regionales y posibles referéndums podría reproducirse una situación de inestabilidad. En España, la nueva coalición de centro izquierda con la izquierda radical no podrá contar con una mayoría estable, mientras busca los límites del margen de maniobra en materia fiscal.

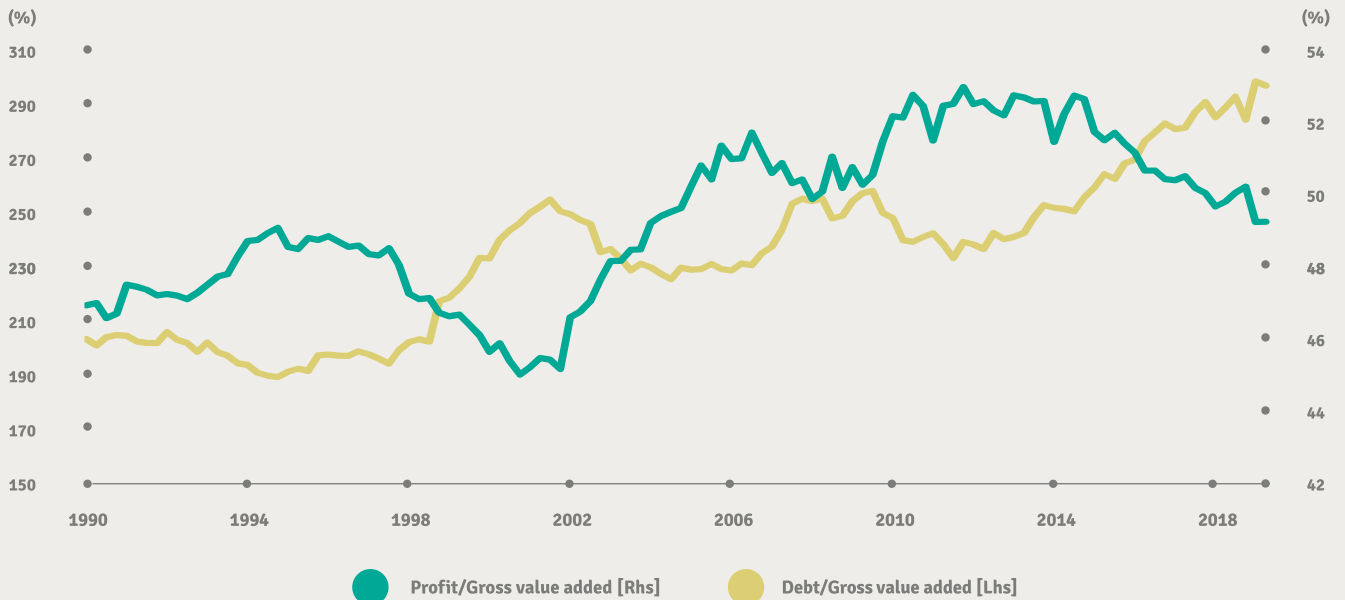
En definitiva, creemos que en las principales regiones económicas el PIB se situará en torno o ligeramente por debajo de su potencial de crecimiento, con la excepción de los principales países emergentes al margen de China. De hecho, 2019 ha sido un año muy complicado para Turquía, Brasil y México. Es posible que se produzca un repunte técnico, debido especialmente a unas políticas monetarias más expansivas en los países desarrollados, las cuales aliviarán la presión financiera exterior sobre estas economías.



## Gráfico 2/

### ANÁLISIS DE LOS DATOS CORPORATIVOS EN EE.UU. Situación financiera del sector empresarial en EE.UU.

Fuente: Datastream y AXA IM Research, a 25/11/19



### ¿Qué puede evitar que la economía global caiga por debajo de su “velocidad de pérdida”?

Sería muy extraño que el crecimiento del PIB se mantuviera en línea con su potencial durante mucho tiempo. Partiendo de esta premisa, cualquier ligera inestabilidad o el inicio de un deterioro del mercado laboral, serían suficientes para que los acelerantes habituales desempeñaran su función. Lo que a menudo impulsa a la economía hacia el territorio del fuerte crecimiento es un empujón de las políticas monetarias. No creemos que tal circunstancia vaya a producirse a corto plazo y, en consecuencia, prevemos una mayor desaceleración del crecimiento global hacia finales de 2020 y en 2021, hasta llegar a una situación de cuasi-estagnación.

Ciertamente, la Fed ha actuado de forma preventiva este año, aunque se debería buscar el equilibrio entre su disposición a actuar de forma rápida y la dimensión de la flexibilización cuantitativa. Aplicando el propio modelo de la Fed, el recorte acumulado de 75 pb de los tipos ha representado un estímulo

del 0,3 – 0,4% del PIB, es decir un porcentaje insuficiente para compensar las restricciones previas. Creemos que el FOMC se verá forzado a realizar nuevos recortes a finales de 2020 cuando perciba un nuevo incremento de los excesos de capacidad productiva, aunque tal circunstancia debería ser más reactiva que preventiva; e incluso cuando la Fed “vaya hasta el final”, la cuantía del soporte monetario no debería sobrestimarse (situar los tipos de los fondos federales en el cero por ciento permitiría un incremento del 0,8% del PIB después de dos años). Asimismo, debemos considerar el componente fiscal de la ecuación. En 2019, hemos seguido beneficiándonos de los últimos efectos de los estímulos fiscales implementados en 2018 en EE.UU.

**EN 2019, HEMOS SEGUIDO BENEFICIÁNDONOS DE LOS ÚLTIMOS EFECTOS DE LOS ESTÍMULOS FISCALES IMPLEMENTADOS EN 2018 EN EE.UU.**



En la actualidad, no existe margen de maniobra en materia fiscal en EE. UU. con un déficit próximo al 5% del PIB, especialmente en un año electoral y con un Congreso dividido.

En Europa, la política monetaria ha alcanzado sus límites, e incluso los miembros más moderados dentro del Consejo de Gobierno han empezado a advertir sobre los efectos colaterales de los instrumentos no convencionales. En el ámbito fiscal, el único caso a destacar es el de Alemania, donde en 2020 actuarán los estabilizadores automáticos, pero no creemos que se establezcan estímulos discrecionales adecuados antes de 2021, cuando los signos de debilitamiento del mercado laboral sean evidentes. Los obstáculos de orden político e institucional para implementar un paquete de estímulos fiscales son mayores, y creemos que su política presupuestaria solamente podrá ser reactiva y no proactiva.

### ¿Cómo afrontar esta coyuntura macroeconómica?

La política monetaria está amplificando una coyuntura muy enfocada a la búsqueda de rentabilidad. Como resultado, las rentabilidades de la renta fija han sido sólidas. El interés por las herramientas convencionales de política monetaria se está desviando, ya que los Bancos Centrales están replanteando sus estrategias, así como sus combinaciones de instrumentos.

**CARA AL FUTURO, ES PROBABLE QUE LOS ELEMENTOS DE RIESGO VINCULADOS A LA RENTA FIJA, TALES COMO LA BAJA VOLATILIDAD, LAS PRIMAS NEGATIVAS Y EL RIESGO DE LIQUIDEZ, AFECTEN A LAS RENTABILIDADES EN LOS MERCADOS DE TIPOS DE INTERÉS**

De cara al futuro, es probable que los elementos de riesgo vinculados a la renta fija, tales como la baja volatilidad, las primas negativas y el riesgo de liquidez, afecten a las rentabilidades en los mercados de tipos de interés.



Considerando la atenuación de los riesgos que afectan a la economía global en la actualidad y el escenario permanente de tipos de interés muy bajos, mantenemos la opinión constructiva respecto de la renta variable en 2020, con una orientación hacia aquellos valores cíclicos infravalorados en EE. UU. y hacia la selección de una exposición en valores con una elevada rentabilidad por dividendos y con una cobertura adecuada de los flujos de caja libre en la zona euro. 2021 será un año más desafiante.

El presente documento está dirigido exclusivamente a profesionales de los sectores financiero, de seguros y pensiones y, en cualquier caso, tiene una finalidad meramente informativa. La información contenida en el mismo no está dirigida ni debe ser remitida, bajo ninguna circunstancia, a no profesionales o inversores minoristas. Las opiniones expresadas en el documento no constituyen asesoramiento en materia de inversión. La información detallada en el mismo no constituye una recomendación de compra, venta o suscripción de instrumentos financieros ni una oferta de venta de fondos de inversión, ni presupone oferta alguna de servicios financieros o promoción de los mismos. La información suministrada no representa necesariamente la opinión de empresas pertenecientes al Grupo AXA Investment Managers y puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. El presente documento y cualquier información y/o datos financieros reseñados en el mismo no suponen invitación o recomendación de adquisición o inversión, ni deben constituir la base para la toma de decisiones inversoras ni de garantía de rentabilidad futura de inversiones financieras.

AXA INVESTMENT MANAGERS (AXA IM) no asume responsabilidad alguna por cualquier acto u omisión derivada del mal o incorrecto uso de la información facilitada, declinando toda responsabilidad por el uso incorrecto o inadecuado de la misma.

AXA INVESTMENT MANAGERS GS LIMITED SUCURSAL EN ESPAÑA, tiene su domicilio social en Madrid, Paseo de la Castellana núm. 93, 6ª planta, se encuentra inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, hoja M-301801, y se encuentra registrada en la CNMV bajo el número 19 como ESI del Espacio Económico Europeo con Sucursal.



**Thierry Roncalli**  
Director de Análisis Cuantitativo de Amundi

Actuar como una institución financiera responsable es un compromiso central y un pilar fundacional de Amundi. Este compromiso se refleja en nuestros procesos de inversión responsable y se expresa en la gama de soluciones desarrolladas para los inversores.

Buscando servir mejor a nuestros clientes en este entorno rápidamente cambiante, creemos también que un mejor entendimiento de las diversas facetas de la inversión ESG es absolutamente crítico. Por eso; esto ha sido una prioridad para Amundi y sus equipos de Research. En 2018 publicamos un *paper* explorando el impacto de los criterios ESG en el precio de los activos de renta variable en el periodo 2010 a 2017. Éstas son las conclusiones a las que llegamos:

## Inversión ESG y Precio de los Activos de Renta Variable: Nuevas conclusiones sobre antiguos desafíos.

El panorama de la inversión responsable está evolucionando extremadamente rápido a medida que más inversores integran los criterios ESG en sus procesos, adaptan sus marcos de inversión y, cada vez más, los reguladores cimentan los criterios ambientales sociales y de buen gobierno corporativo. En poco tiempo la inversión ESG ha pasado de ser un “nice to have” a un “must have”.

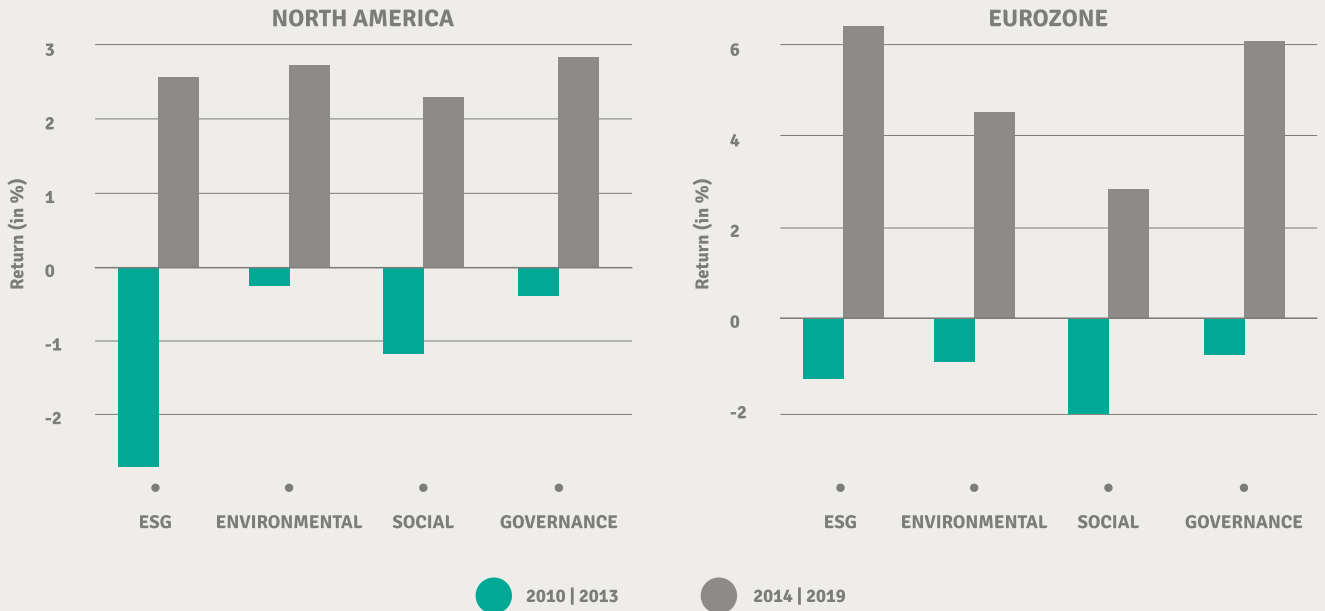
- 1| La inversión ESG tendió a **penalizar** a los inversores ESG tanto activos como pasivos **entre 2010 y 2013**
- 2| Por el contrario, los criterios ESG fueron una fuente de **mayor rentabilidad** de 2014 a 2017 en Europa y Norteamérica.
- 3| Observamos dos historias de éxito: el pilar **medioambiental en Norteamérica** y el de **gobernanza en la Eurozona**.

Dada la rapidez con la que los criterios ESG están cambiando el panorama de inversión, decidimos **actualizar nuestras conclusiones** con nuevos datos desde enero de 2018 hasta junio de 2019. Además de confirmar nuestras conclusiones, también aparecieron nuevas interesantes tendencias reflejando la creciente complejidad y diversidad del panorama de la inversión responsable.

# Gráfico 1/

## RETORNOS ANUALIZADOS DE CARTERAS LONG/SHORT BEST IN CLASS VS WORST IN CLASS

Fuente: Amundi Quantitative Reserach 2019.



“Como gestora de activos responsable es nuestro deber tomar constantemente el pulso de las dinámicas ESG, para asegurar que nos mantenemos a la vanguardia de la inversión responsable. De hecho, nuestras conclusiones demuestran que invertir con el prisma ESG es un proceso complejo pero beneficioso desde el punto de vista de rentabilidad”

Vincent Mortier | Director Adjunto de Inversiones

### El “Break” de 2014

Si consideramos una estrategia y long/short entre acciones Best in Class y Worst in Class, las rentabilidades fueron negativas en ESG y en cada pilar individual para Norteamérica y la Eurozona entre 2010 y 2013. Sin embargo, son **positivas entre 2014 y 2019**. También concluimos que la generación de alfa es más importante en la Eurozona que en Norteamérica.

#### ¿Cómo explicar este cambio?

Hemos observado una **movilización masiva de los inversores institucionales hacia la inversión ESG que ha impactado el mecanismo de oferta demanda con el efecto subsecuente en los precios de las acciones**. A pesar de preocupar más al inversor europeo que al americano, las acciones norteamericanas también se han beneficiado de

esta elevada demanda, dada la exposición significativa de algunos inversores institucionales europeos a Norteamérica.

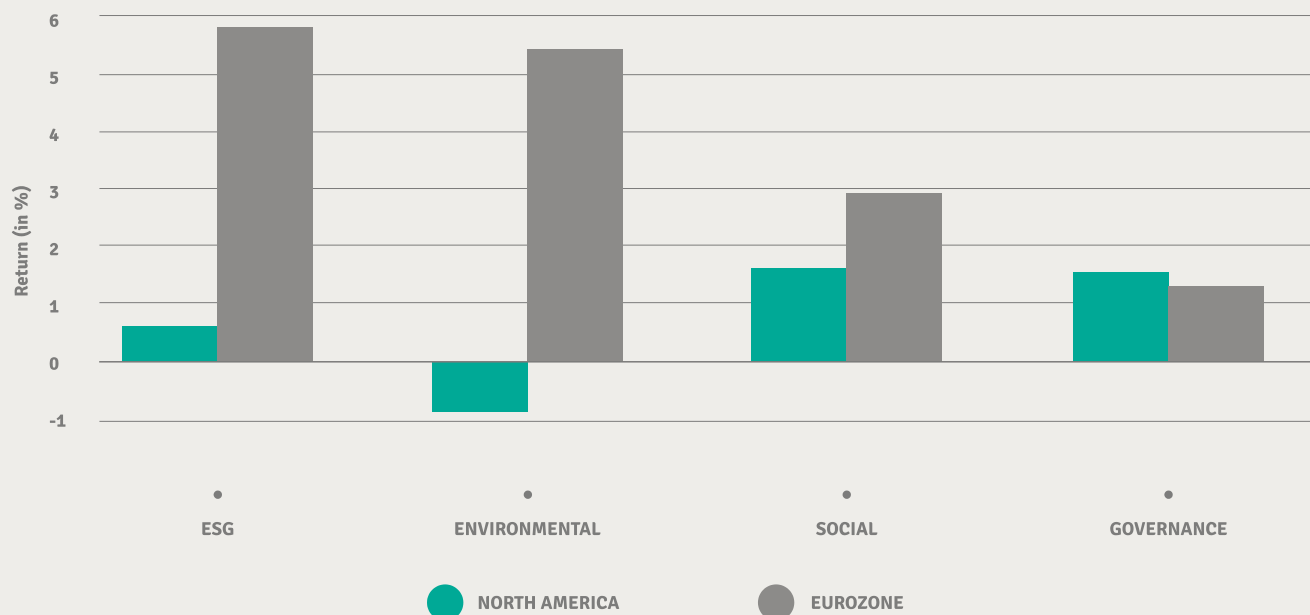
### Inversión ESG en los años recientes: una “División Transatlántica”

El periodo 2018 2019 parece ser una continuidad del periodo 2014 2017 ya estudiado, más que una nueva fase diferente. De hecho, al integrar 2018 y 2019 en el análisis previo los retornos permanecen positivos para las dos regiones con la excepción del pilar medioambiental en Norteamérica, que recogió una rentabilidad negativa. Sin embargo, el diferencial entre Norteamérica y la Eurozona se ha ampliado.

## Gráfico 2/

### RETORNOS ANUALIZADOS DE CARTERAS BEST IN CLASS VS WORST IN CLASS 2018 -2019

Fuente: Amundi Quantitative Research (2019).



La movilización de inversores institucionales, aunque masiva especialmente en Europa, no siempre suficiente para crear una historia de éxito.

De hecho, las inversiones sostenibles están en el centro de la inversión y la política. Los inversores afectan a la oferta y demanda cuando actúan según sus propias visiones, pero los **gobiernos pueden impulsar** resultados financieros regulando el campo ESG. Además, la **salida de Estados Unidos del acuerdo de París** puede haber influido el precio de los activos regionales en el pilar medioambiental.

Además, está aún pendiente de ver una movilización masiva de los inversores institucionales americanos. A pesar de que ambas regiones se beneficiaron de los resultados de 2014, nuestra hipótesis es la posibilidad de una **“división trasatlántica”** en inversión sostenible dados los últimos resultados.

### Foco en el Pilar Social

Tras indicar que la integración del pilar social se quedaba atrás en comparación con los de gobierno corporativo y medioambiental entre 2010 y 2017, el pilar social es **el ganador desde 2018**. Por ejemplo, una cartera larga en el 20% de acciones con mejor ranking y corta en el 20% de peor ranking habría generar una rentabilidad del 2,9 % anualizado en la Eurozona y del 1,6 % en Norteamérica. Por otro lado, los índices ponderados por capitalización MSCI habrían creado un exceso de rendimiento de alrededor de 60 y 40 puntos básicos en la Eurozona y Norteamérica con un tracking error de 50 pb. Aunque es especulativo establecer por qué el pilar social es el ganador, **creemos que se vio impulsado por los desarrollos en las narrativas sociales y por los inversores sostenibles explorando nuevas fronteras**.

“Los fundamentales ESG tradicionales están aún presentes con enfoques Best in Class y Worst in Class en algunas áreas. Sin embargo, los inversores ESG han integrado enfoques dinámicos buscando un valor añadido también en la mejora en ESG. La integración ESG se ha hecho por tanto más compleja y diversa en su horizonte temporal”

Thierry Roncalli | Director de análisis cuantitativo

## Inversión ESG: Creciente en Complejidad

Sería un error considerar la inversión ESG siguiendo un único camino. De hecho, la inversión ESG se hace cada vez más madura; y es integrada por una creciente diversidad de inversores, ganando también en complejidad.

Hemos observado **tendencias divergentes en diferentes geografías**, con los **actores y reguladores europeos impulsando con mayor velocidad**; y menos del otro lado del Atlántico.

Además, mientras que los **últimos cinco años** han colocado el **cambio climático** como **prioridad** número uno para los inversores responsables, están **emergiendo rápidamente nuevos temas**; y entre ellos el pilar social. De este modo, estamos viendo ciclos en los que, a medida que el mercado descuenta cada vez más determinados criterios ESG, estos dejan de suministrar una rentabilidad extra y son sustituidos por nuevos criterios no descontados aún. Resultados pasados no garantizan resultados futuros; una afirmación que se mantiene válida en el terreno de la inversión responsable. Por ello es importante identificar estos procesos para capturar el valor de la integración ESG.

En tercer lugar, la inversión ESG va **más allá de la exclusión** de las acciones *Worst in Class*. Hoy la integración completa de los criterios ESG en los procesos de stock picking es una realidad. De hecho, hemos observado que la creciente relación entre el rating ESG y la rentabilidad algunas veces se ve perturbada; y las acciones de clase “second to worst” pueden funcionar bien. Nuestra hipótesis es que la aparente rentabilidad anormal de estas acciones responde a la **emergencia de estrategias forward looking; con algunos inversores apostando por la mejora de estas compañías** más que las de mejor puntuación

La emergencia de estrategias momentum ESG y este cambio hacia una visión dinámica son desarrollos positivos, pues incrementa la complejidad de la integración ESG demostrando que los inversores sostenibles entienden mejor los problemas subyacentes y se mueven más allá de una visión binaria blanca o negra sobre las compañías.



## CONCLUSIONES CLAVE

Utilizando los mismos métodos que en nuestro análisis previo, estudiamos el periodo de enero 2018 a junio 2019 y encontramos algunos nuevos patrones interesantes comparados con el periodo 2014 – 2017. Algunos eran previsibles, pero otros han sido más sorprendentes.

### 1 | La “División Transatlántica”

Tras ocho años de desarrollo similar, observamos una tendencia contradictoria en inversión ESG entre Norteamérica y la Eurozona desde 2018. **En Norteamérica hemos observado un decrecimiento de la generación de alfa en todas las dimensiones, e incluso una pérdida en el pilar medioambiental; mientras que en la Eurozona se mantiene se mantiene la misma dinámica con los pilares medioambiental y social proporcionando una rentabilidad superior.** Sí observamos una ralentización del pilar de gobierno corporativo, pero es natural dado que era el más dinámico de los tres pilares en el último periodo.

### 2 | De “estático” a “dinámico”

Observamos nuevos desarrollos en la integración ESG, con resultados sorprendentes para algunos pilares. El penúltimo quintil de nuestra cartera clasificada (con puntuaciones ESG en el cuarto quintil) obtiene resultados sorprendentemente mejores; lo que significa que el enfoque ESG es más que lineal. Lo interpretamos como un cambio hacia estrategias prospectivas (*o forward looking*), con los inversores apostando por compañías en proceso de mejora además de las mejor clasificadas. Esto significa que **los inversores ESG han ido más allá de la exclusión de Worst in Class o la selección Best in Class; y han implementado estrategias más activas integrando visiones dinámicas sobre los rating ESG.**

### 3 | Estrategias Pasivas: no tan fácil como antes

En el lado de la gestión pasiva, observamos una ligera reducción en el exceso de retorno, que es consecuencia de una mejor integración de los pilares ESG en la fijación de precios del mercado y un enfoque más dinámico como apuntamos arriba. Por otro lado, los costes de tracking error de la integración ESG son estables en comparación con el período anterior, lo que implica que es necesario un **presupuesto de riesgo activo para aplicar una política ESG.**

### 4 | Pilar Social: de Rezagado a Líder

De 2014 a 2017 observamos que el pilar social era claramente el rezagado. Éste ya no es el caso; y observamos una **rentabilidad muy fuerte tanto en el lado activo como pasivo en el periodo 2018- 2019**, seguramente como resultado de la mayor preocupación de los inversores sobre temas sociales como las crecientes desigualdades.

### 5 | Silencio por el lado de factores

Por último, nuestro análisis de factores permanece sin cambios para este periodo: ESG sigue siendo una estrategia de alfa en Norteamérica, mientras que en la Eurozona es el mejor factor singular explicativo de rentabilidad de las acciones. Esto significa que, aunque la inversión ESG contiene alguna información en Norteamérica, ofrece **pocos beneficios de diversificación en un marco multifactorial**, mientras que mejora la diversificación en una cartera que ya esté bien diversificada en la Eurozona.

Puede acceder al Estudio Completo en Amundi Research Center: [research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

Para más información: [iberia@amundi.com](mailto:iberia@amundi.com) | [marketing.madrid@amundi.com](mailto:marketing.madrid@amundi.com) | 91 436 72 20





Este material no será distribuido ni utilizado por ninguna persona, sea o no inversor cualificado, de ningún país o jurisdicción cuyas leyes o reglamentos prohíban dicha distribución o uso. A dicha consideración se debe dar a conocer si los riesgos que conlleva una inversión son adecuados para los posibles inversores, que deben asegurar que entienden completamente el contenido de este documento. Deberán consultar a un asesor profesional para determinar si una inversión es adecuada o no. El inversor ha de tener en cuenta que el valor de la inversión realizada podrá acrecer o decrecer. Una determinada estrategia de inversión no asegura la rentabilidad futura. Además, el rendimiento pasado no es garantía o indicador fiable de los resultados y rendimientos actuales o futuros. Los datos de rendimiento presentados en el presente documento no tienen en cuenta las comisiones y los gastos derivados de la emisión y reembolso de unidades en el caso que los haya. Este documento no constituye una oferta de compra ni una solicitud de venta en ningún país donde pueda considerarse ilegal, ni constituye publicidad o asesoramiento en materia de inversiones.

El presente documento se dirige tanto a la atención de inversores “profesionales” que operan dentro de la Unión Europea, tal como define la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (“MIFID”) como a los proveedores de servicios de inversión y cualquier otro profesional de la industria financiera. Por otra parte, en lo que respecta a la oferta en Suiza, se dirige a la atención de los “inversores cualificados” así referidos en los reglamentos locales en el sentido de las disposiciones de la ley de Organismos de Inversión Colectiva de Suiza, del 23 de junio de 2006 (CISA), así como de la ordenanza del 22 de noviembre de 2006 (CISO) sobre los Organismos de Inversión Colectiva de Suiza y en la Circular 08/8 de la FINMA sobre la publicidad pública en el marco de la Legislación sobre los planes de inversión colectiva, de 20 de noviembre de 2008. En ningún caso el citado material será distribuido dentro de la Unión Europea a “inversores no profesionales” tal como se expone en MIFID, ni a “inversores cualificados” tal como se definen en la legislación y reglamentos aplicables en Suiza.

El presente documento no constituye oferta de compra ni solicitud de venta, por lo que no se debe considerar como asesoramiento de inversión. El rendimiento pasado no es garantía o indicador fiable de los resultados y rendimientos actuales o futuros. AMUNDI S.A no tendrá responsabilidad alguna en relación a las decisiones e inversiones realizadas por el particular sobre la base de información contenida en el presente documento. La información contenida en este documento es confidencial, por lo que no se copiará, reproducirá, modificará, traducirá o distribuirá por ninguna persona o entidad de cualquier país o jurisdicción donde opere AMUNDI sin la previa autorización por escrito de la anterior. En consecuencia, el material podrá ser distribuido por las personas autorizadas y solo en el caso que las jurisdicciones lo permitan. La información contenida en el presente documento se considera fidedigna a fecha Diciembre de 2019.

Los datos, opiniones y estimaciones contenidas en el presente a Diciembre 2019, podrán verse modificadas sin previo aviso.

**Documento emitido por Amundi Asset Management, “société par actions simplifiée” con un capital social de 1.086.262.605 euros - Gestor de cartera regulado por la AMF con el número GP04000036 - Sede central: 90 boulevard Pasteur - 75015 París - Francia - 437 574 452 RCS París - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)**

# ENTIDADES PARTICIPANTES

[POR ORDEN ALFABÉTICO]

ALLIANZ POPULAR PENSIONES

BANKIA PENSIONES

BANSABADELL VIDA

BBVA AM

BESTINVER AM

CASER PENSIONES

CNP VIDA SEGUROS Y REASEGUROS

FONDITEL

GVC GAESCO GESTIÓN

IBERCAJA PENSIÓN EGFP SA

LIBERBANK GESTIÓN Y PENSIONES

MAPFRE VIDA PENSIONES

RENTA 4 PENSIONES

RURAL PENSIONES

SANTA LUCIA VIDA Y PENSIONES

SANTANDER ASSET MANAGEMENT

VIDACAIXA

Innovation  
Branding  
Solution  
Marketing  
Analysis  
Ideas  
Success  
Management

REALIZADO

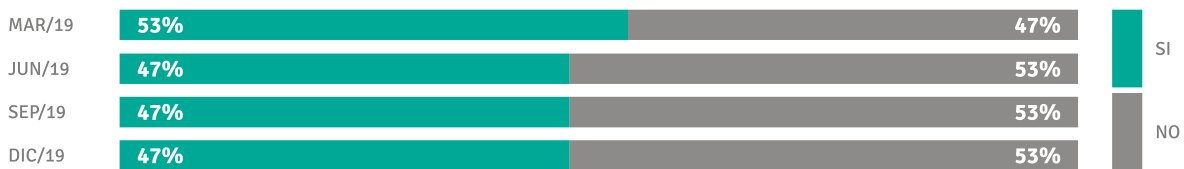


PATROCINADO



# RESULTADOS

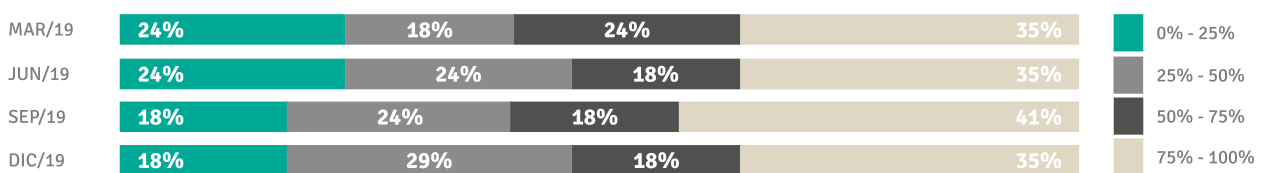
## 1. Pertenece a un grupo bancario



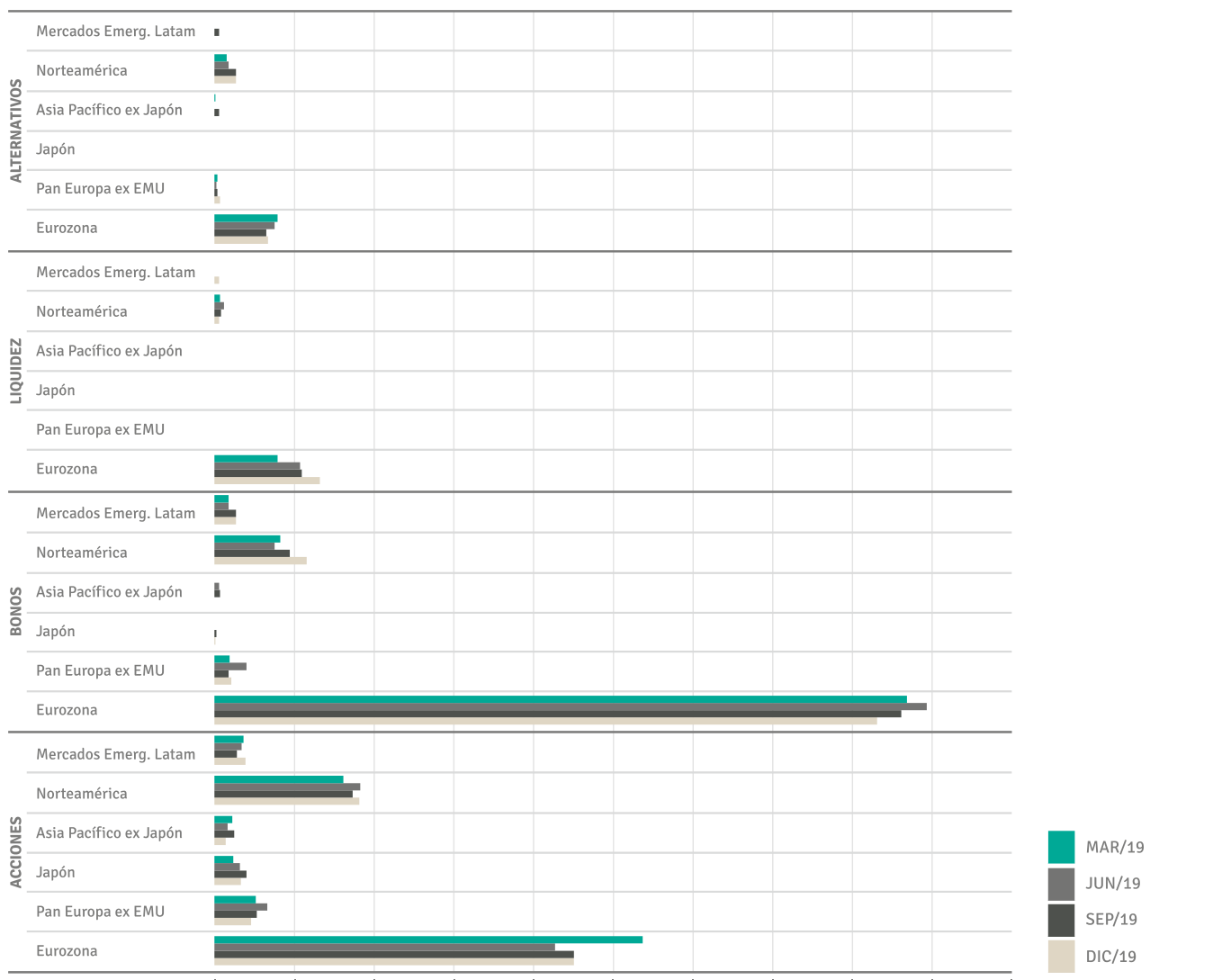
## 2. Activos bajo gestión (en millones de euros)



## 3. División entre individual del total (individual más empresas más asociado)



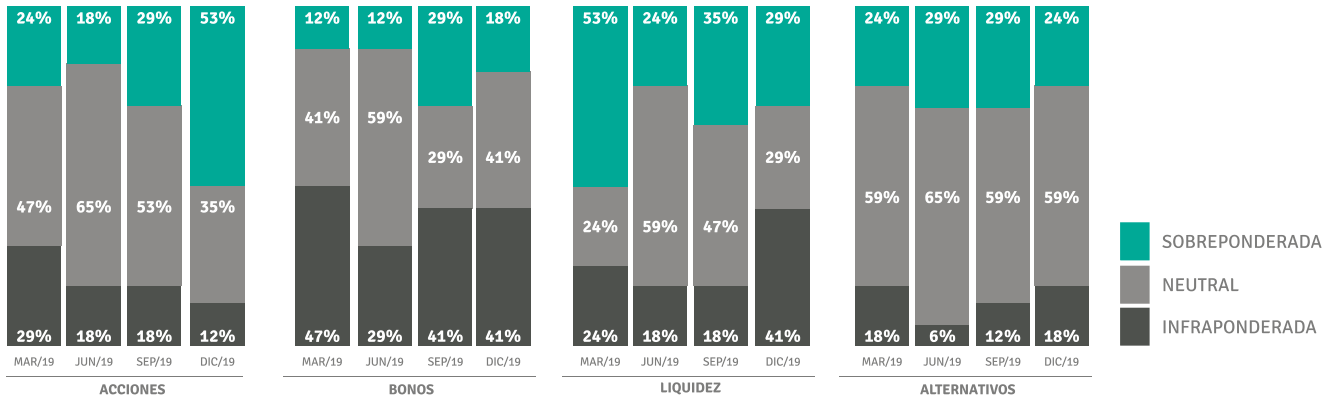
4. En referencia a su cartera equilibrada global, por favor indique para los siguientes tipos de activo la asignación agregada actual (en porcentaje) desglosada para cada una de las áreas geográficas listadas



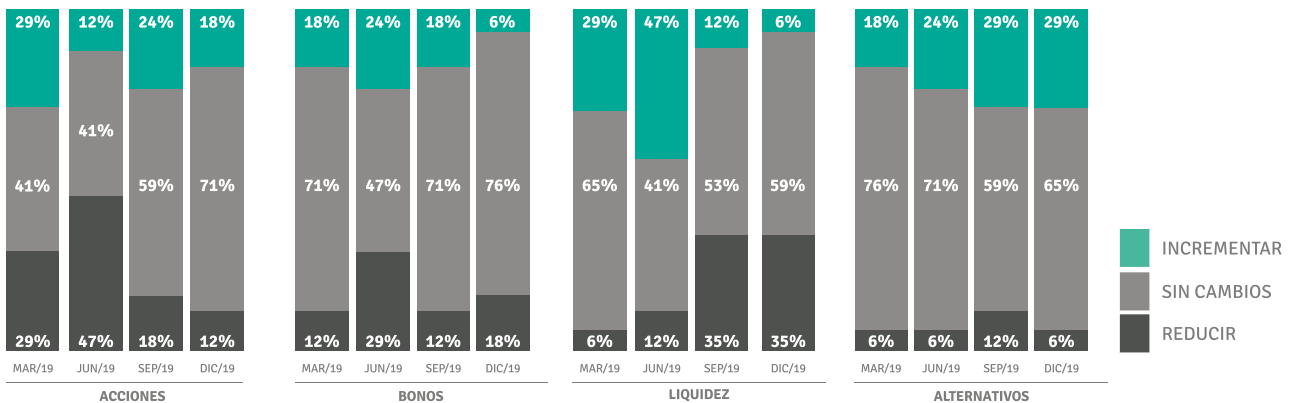
ACTIVO	ÁREA	DIC/19	SEP/19	JUN/19	MAR/19
ACCIONES	Eurozona	22,5%	22,5%	21,3%	26,8%
	Pan Europa ex EMU	2,3%	2,6%	3,3%	2,6%
	Japón	1,6%	2,0%	1,6%	1,2%
	Asia Pacífico ex Japón	0,7%	1,2%	0,8%	1,1%
	Norteamérica	9,1%	8,6%	9,1%	8,1%
	Mercados Emerg. Latam	1,9%	1,4%	1,7%	1,8%
<b>TOTAL ACCIONES</b>		<b>38,1%</b>	<b>38,4%</b>	<b>37,8%</b>	<b>41,5%</b>
BONOS	Eurozona	41,4%	42,9%	44,5%	43,3%
	Pan Europa ex EMU	1,1%	0,9%	2,0%	0,9%
	Japón	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,0%	0,4%	0,3%	0,0%
	Norteamérica	5,8%	4,7%	3,8%	4,1%
	Mercados Emerg. Latam	1,4%	1,4%	0,9%	0,9%
<b>TOTAL BONOS</b>		<b>49,6%</b>	<b>50,4%</b>	<b>51,5%</b>	<b>49,2%</b>

ACTIVO	ÁREA	DIC/19	SEP/19	JUN/19	MAR/19
LIQUIDEZ	Eurozona	6,6%	5,5%	5,4%	3,9%
	Pan Europa ex EMU	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Norteamérica	0,3%	0,4%	0,6%	0,4%
	Mercados Emerg. Latam	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>TOTAL LIQUIDEZ</b>		<b>7,2%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>4,3%</b>
ALTERNATIVOS	Eurozona	3,4%	3,2%	3,8%	3,9%
	Pan Europa ex EMU	0,4%	0,2%	0,1%	0,2%
	Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,0%	0,3%	0,0%	0,1%
	Norteamérica	1,4%	1,4%	0,9%	0,8%
	Mercados Emerg. Latam	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%
<b>TOTAL ALTERNATIVOS</b>		<b>5,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,9%</b>
<b>TOTAL</b>		<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

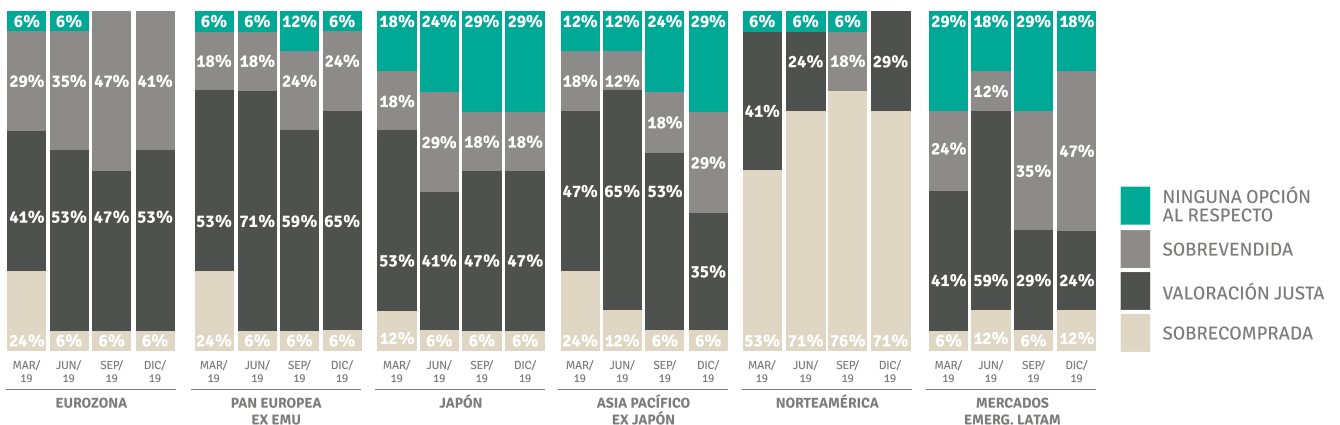
5. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si la exposición de su portafolio esta infraponderada, neutral, o sobreponderada en relación a su benchmark interna



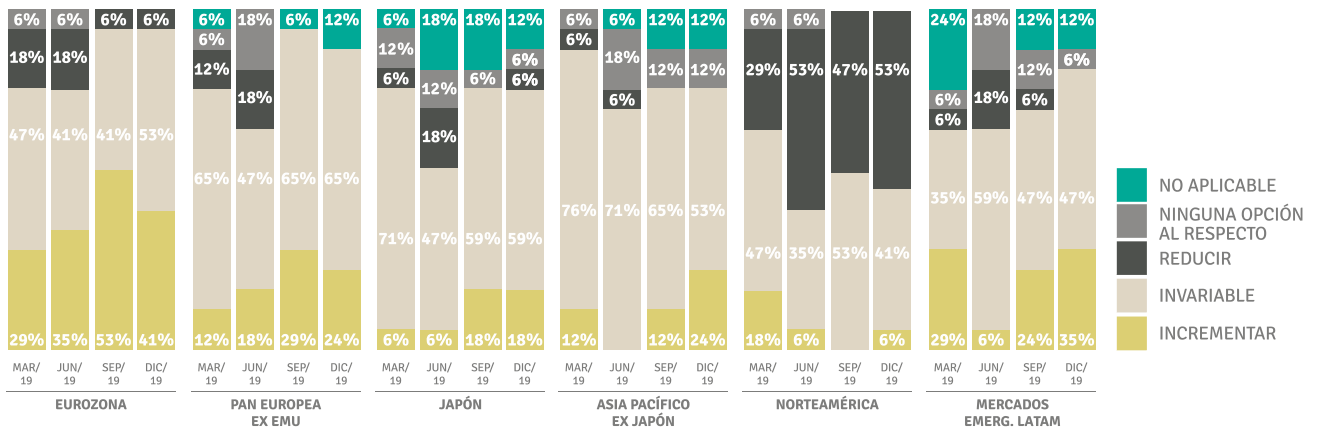
6. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si piensa incrementar, reducir, o dejar sin cambios la exposición de su cartera o portafolio en los próximos tres meses



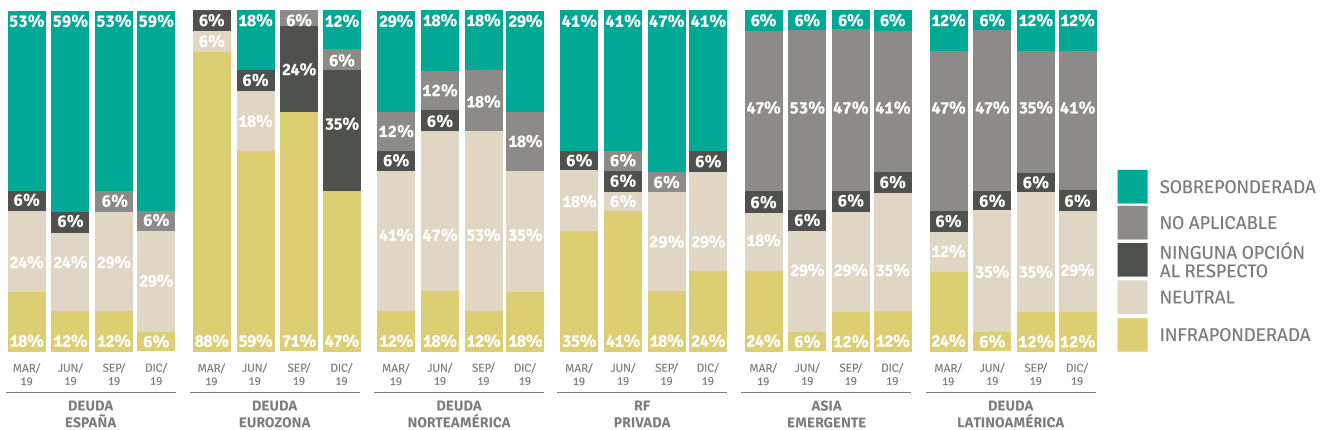
7. Con una óptica de valoración a corto plazo, ¿considera que la renta variable en las siguientes áreas geográficas esta “sobrecomprada”, “sobrevenida”, o refleja una valoración justa?



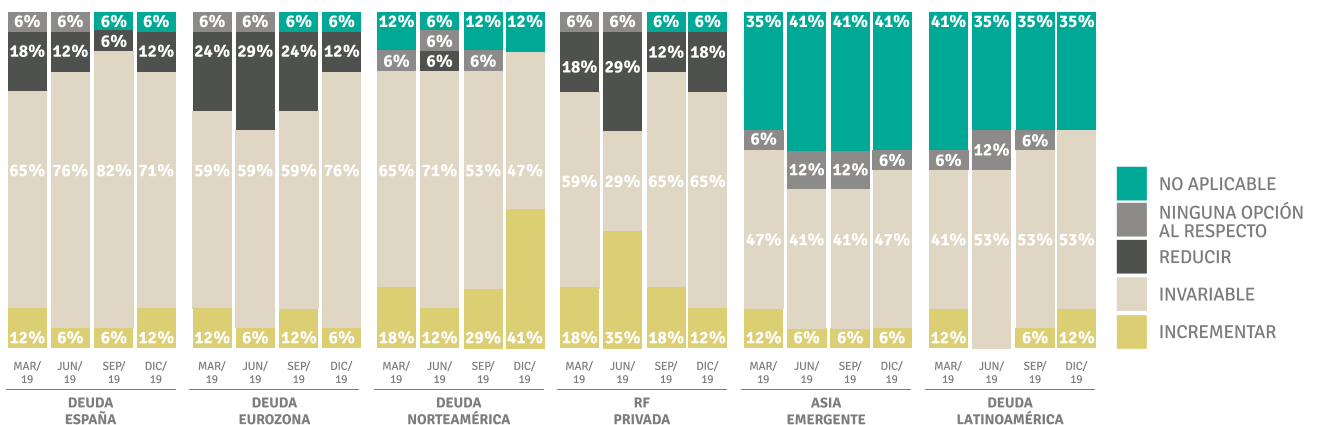
8. Por favor indique para cuál de los siguientes mercados de renta variable es deseable que la exposición de la cartera sea incrementada, reducida, o mantenida sin cambios en los próximos tres meses



9. Por favor indique para cada una de las siguientes clasificaciones de bonos si considera que la exposición actual de su cartera se encuentra infraponderada, neutral, o sobreponderada relativa a su benchmark interno



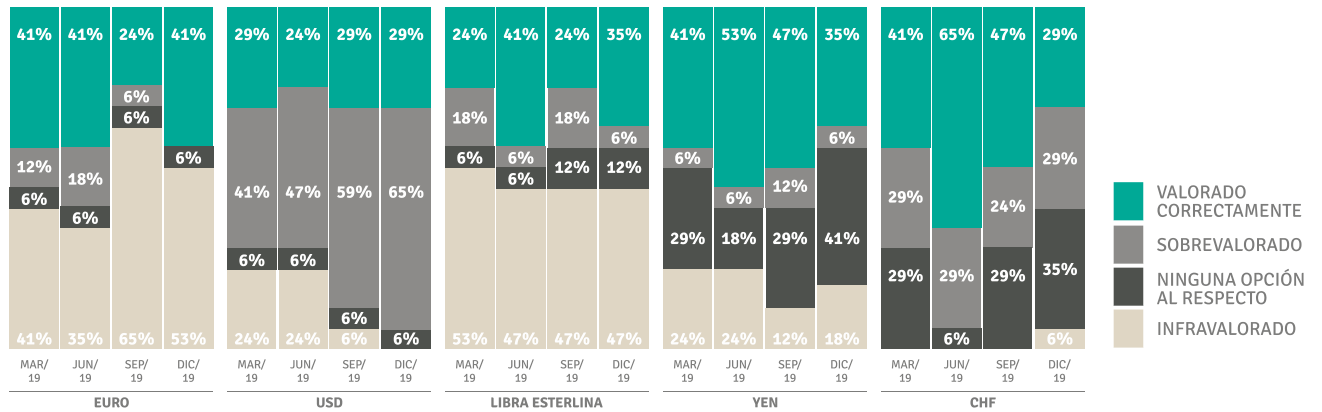
10. Por favor indique para cada una de las siguientes clasificaciones de bonos si tiene la intención de incrementar, reducir, o mantener sin cambios la exposición de su cartera en los próximos tres meses



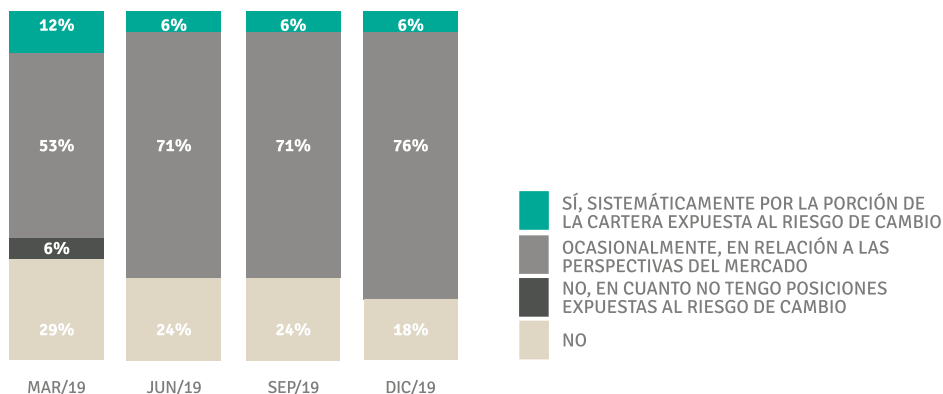
**11.** Con una óptica de inversión global, ¿cómo de probable piensa que es que los bonos tengan mejores retornos que la renta variable en los doce próximos meses?



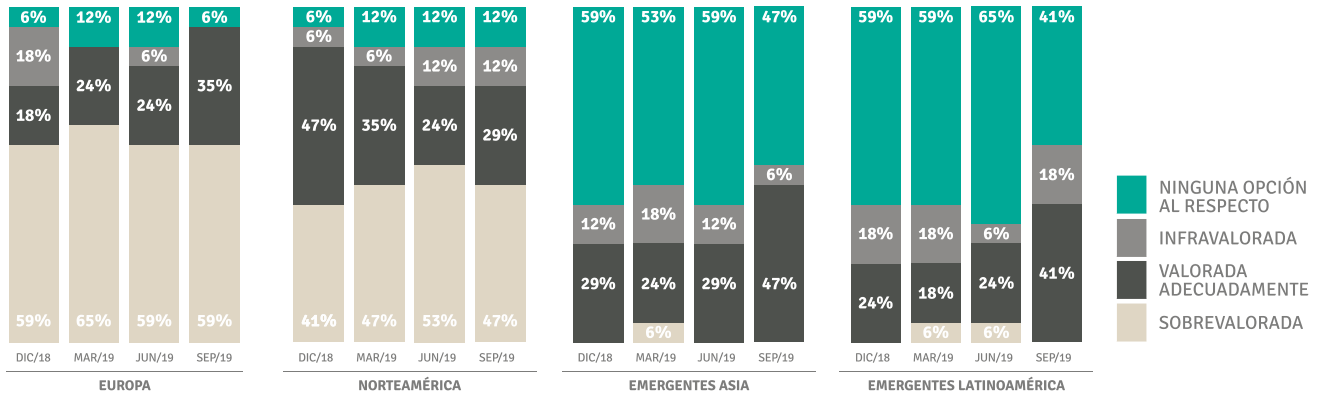
**12.** Según los fundamentales actuales del mercado y con una perspectiva de valoración global, ¿piensa que cada una de las siguientes monedas esta sobrevalorada, justamente valorada o infravalorada?



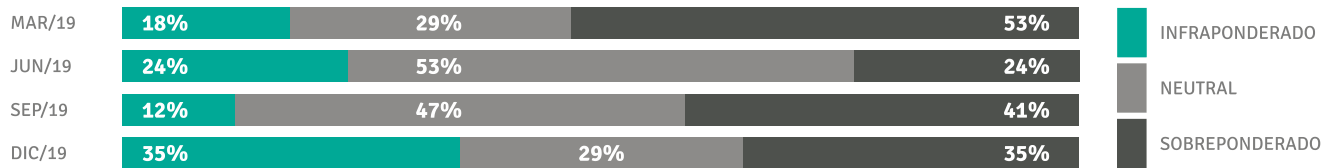
**13.** ¿Hace uso de estrategias para cubrir su cartera de gestión global contra el riesgo de tipo de cambio?



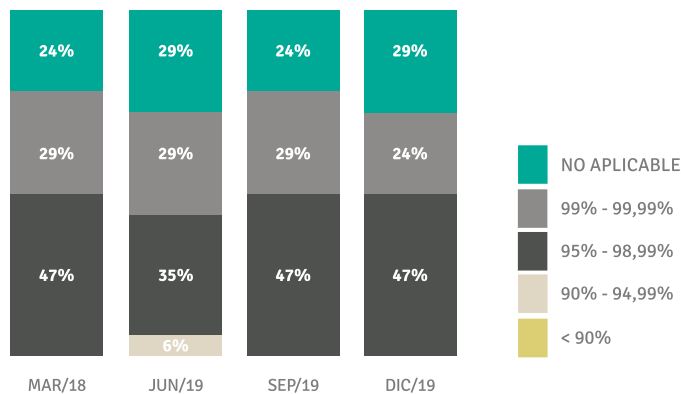
**14.** Para cada una de las siguientes áreas geográficas, piensa que la valoración relativa (en términos de “spread” o diferencial) de la renta fija privada con respecto a la deuda pública esta actualmente:



**15.** Por favor indique si sus activos invertidos en liquidez están sobreponderados, neutrales, o infraponderados en relación a su benchmark interno.

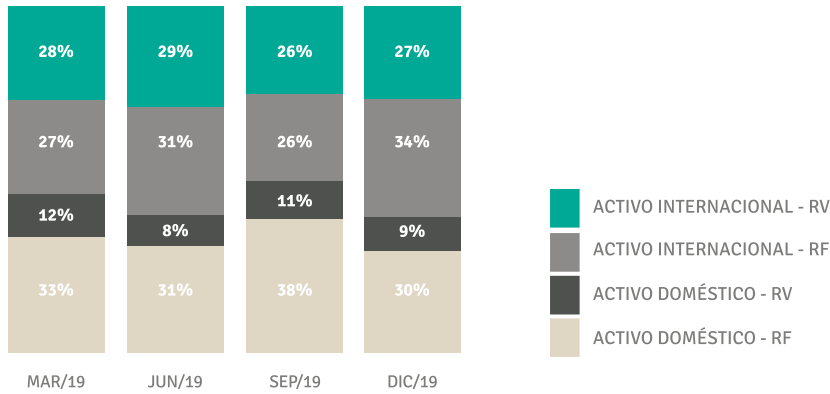


**16.** ¿Dentro de cuál de los siguientes intervalos de confianza ha sido calculado el último VaR (Value at Risk) a nivel agregado de la cartera globalmente gestionada?

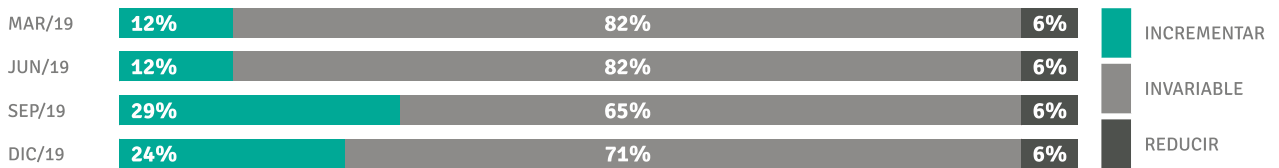




**17.** ¿Cuál es el porcentaje actual invertido en Activos Domésticos versus Activos Internacionales y su desglose entre Renta Fija y Variable? (Insertar números enteros sin decimales que sumen 100).

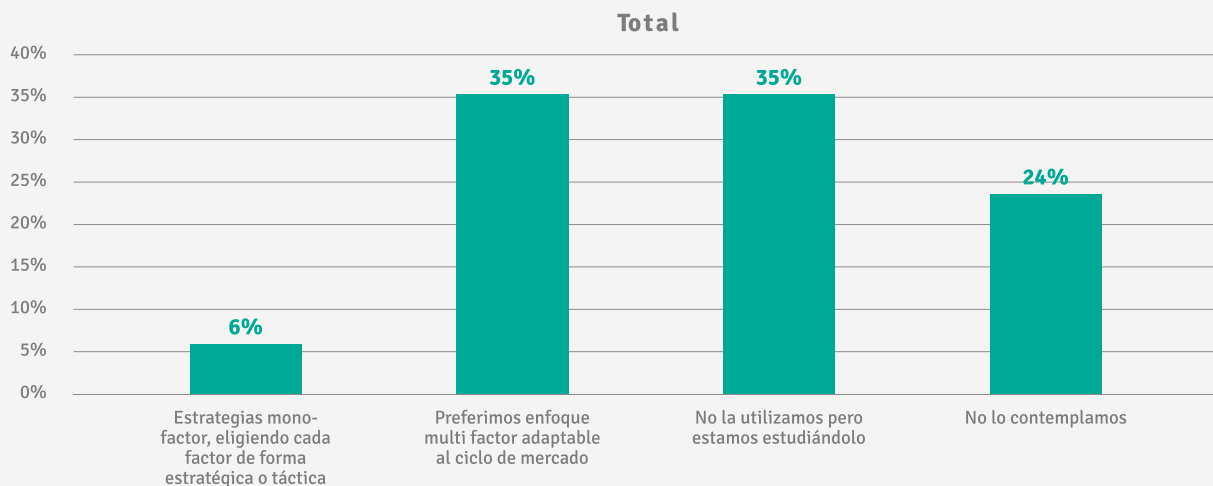


**18.** Por favor indique si en los próximos tres meses piensa incrementar, reducir o mantener invariable su exposición a activos domésticos.



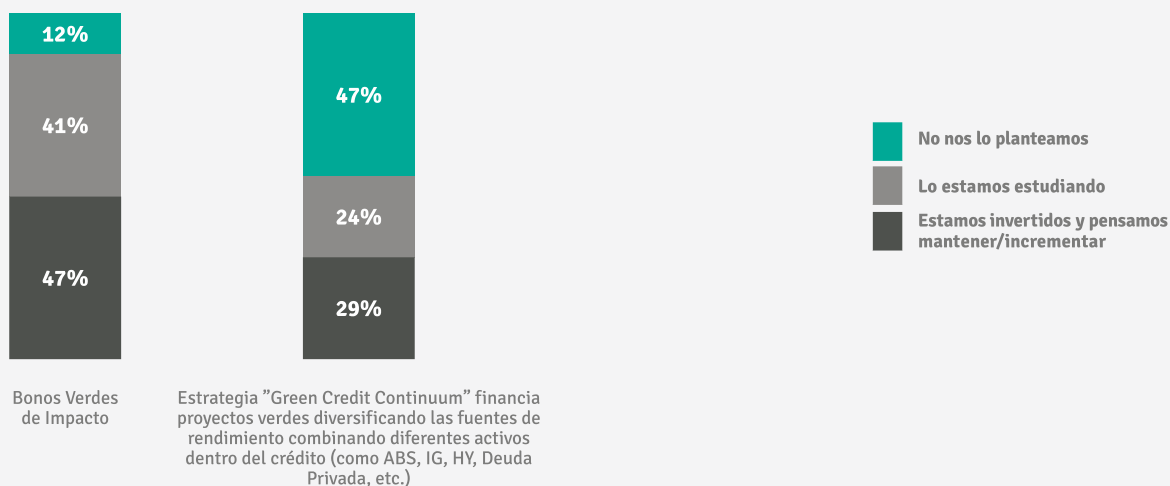
## 19. PREGUNTA DEL TRIMESTRE [1]

Factor Investing como herramienta en la construcción de carteras



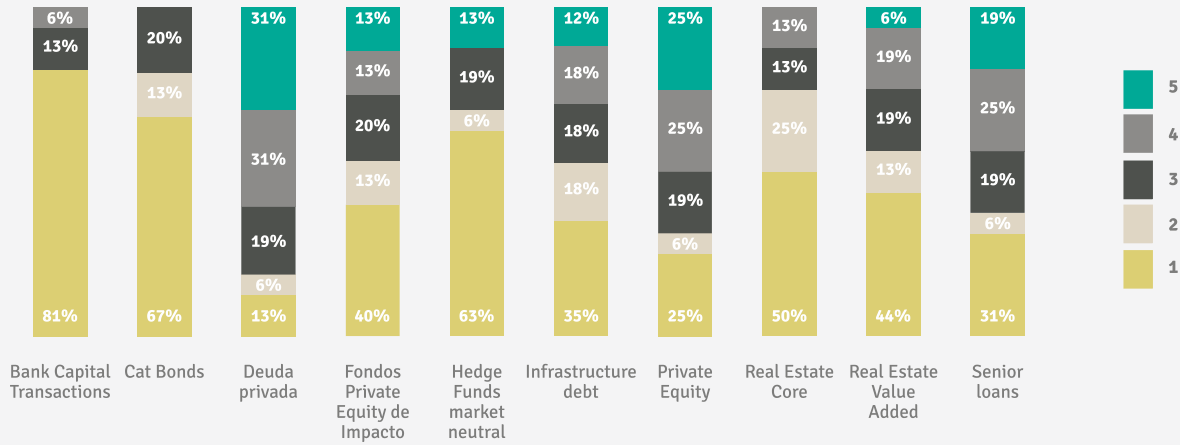
## 19. PREGUNTA DEL TRIMESTRE [2]

Dado el entorno de bajos tipos de interés y las crecientes necesidades y demanda de inversión verde, ¿en qué medida se está planteando la inversión en las siguientes estrategias de renta fija “verde”?



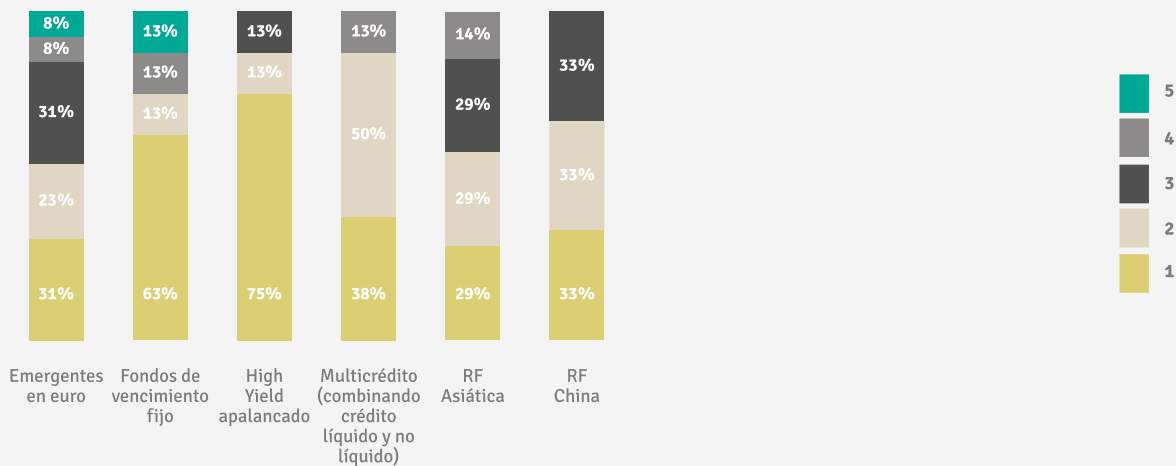
### 19. PREGUNTA DEL TRIMESTRE [3]

Puntúe del 1 al 5 el grado de interés para sus inversiones de las siguientes estrategias no líquidas



### 19. PREGUNTA DEL TRIMESTRE [4]

Puntúe del 1 al 5 el grado de interés para sus inversiones de las siguientes estrategias de renta fija



# MARZO 2020

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

# BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

 Investment  
Managers