
Las gestoras de pensiones reducen riesgo

Juan Manuel Vicente Casadevall
Socio de Fondos Directo

Inversión de impacto: Desarrollo de un fármaco para erradicar la “ceguera de los ríos”

Jonathan Dean
Responsable de Inversión de Impacto de AXA Investment Managers

Las 5 Ds de los mercados emergentes (Deuda, Dinamismo, Diplomacia, Dependencia y Demanda interna)

Yerlan Syzdykov
Director Global de Mercados Emergentes de Amundi

JULIO 2019

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

Amundi
ASSET MANAGEMENT

 Investment Managers

REALIZADO

 **FONDOS DIRECTO**



JULIO 2019

Una ligera mayoría del 53% del panel de gestoras en la encuesta declara que se plantea dedicar un porcentaje de sus fondos de pensiones a las inversiones de impacto

Las gestoras de pensiones reducen riesgo

Es previsible que se aumentarán los niveles de liquidez en las carteras en los próximos meses.



Juan Manuel Vicente Casadevall
Socio de Fondos Directo

La encuesta de asignación de activos e inversiones de las pensiones privadas en España, correspondiente al cierre del segundo trimestre de 2019, y que se completó por parte de las gestoras de pensiones mayoritariamente a mediados del mes de julio, **constata una moderada reducción de la exposición a renta variable frente al primer trimestre del año mientras que aumentan ligeramente la asignación a bonos y liquidez.**

Ello está en línea con la ligera reducción en el apetito por el riesgo que los gestores apuntaban en la encuesta de la pasada primavera y las opiniones expresadas en la misma respecto a las valoraciones de la renta variable tras las fuertes subidas durante los primeros meses de año.

Así, la asignación agregada media de las gestoras de pensiones españolas a bolsa pasa del 41,5% anterior al 37,8% actual. La reducción se concentra en bolsa de la zona euro (y previsiblemente española) mientras que Asia y Estados Unidos ganan terreno muy ligeramente en el trimestre.

A futuro parece que la continuación de las subidas en la clase de activo y el aumento de las incertidumbres macro y políticas llevan a un número creciente de gestores (del 29% anterior al 47% actual) a expresar **su intención de reducir la exposición en los próximos meses.**



Respecto a las opiniones sobre las valoraciones de la renta variable en las diferentes regiones les destacamos como un creciente y máximo histórico del 71% del panel piensa que la bolsa norteamericana se encuentra sobre valorada.

En lo que respecta a la renta fija el ligero incremento de la exposición agregada media, del 49,2% al 51,5%, se concentra en Europa, tanto en deuda euro como paneuropea. Los niveles de infra ponderación (ver pregunta 9) caen en consonancia, desde un extremadamente elevado 88% del panel en el primer trimestre al 59%, más en línea con los niveles de trimestres anteriores.

El giro en las políticas monetarias, cada vez más acomodaticias, probablemente ha tenido que ver con estos movimientos. A futuro destaca el aumento del porcentaje

de gestores que piensa aumentar su exposición a deuda corporativa euro en los próximos meses (pregunta 10).

También es previsible que se aumentarán los niveles de liquidez en las carteras, con un 47% de las gestoras declarando su intención de incrementarla en respuesta a la pregunta 6, versus sólo un 29% anterior.

UN 47% DEL PANEL PIENSA QUE EL DÓLAR SE ENCUENTRA SOBREVALORADO

El posicionamiento frente a divisas no experimenta grandes cambios, pero sí destaca como **un 47% del panel piensa que el dólar se encuentra sobre valorado**, un ligero incremento respecto al trimestre anterior (ver pregunta 12).



Las tribulaciones respecto al “Brexit” tienen una derivada clara respecto a la visión de los gestores sobre **la libra esterlina**. **Un muy mayoritario 88% piensa o que está infravalorada o que está valorada correctamente**, por lo que claramente no se esperan grandes movimientos bajistas desde los niveles actuales.

Les destacamos también como la mayoría de las gestoras tienen alguna política de cobertura del riesgo de divisas, pero predominan de forma muy clara (un 71% de los panelistas) las que lo hacen de forma ocasional en función de las perspectivas del mercado.

Terminamos con las preguntas del trimestre, en esta ocasión ligadas al ISR, y que ponen de manifiesto el foco creciente en esta área.

UNA LIGERA MAYORÍA DEL 53% DEL PANEL DE GESTORAS EN LA ENCUESTA DECLARA QUE SE PLANTEA DEDICAR UN PORCENTAJE DE SUS FONDOS DE PENSIONES A LAS INVERSIONES DE IMPACTO

En la primera una ligera mayoría del 53% del panel de gestoras en la encuesta declara que se plantea dedicar un porcentaje de sus fondos de pensiones a las inversiones de impacto antes de 2020. En cuanto a bonos verdes un 41% piensa aumentar exposición a este activo y un 35% a través de fondos de bonos verdes.



Jonathan Dean

Responsable de Inversión de Impacto de AXA Investment Managers

Estos dos criterios no son antagonistas entre sí, aunque ambos exigen el cumplimiento de criterios exigentes. Los objetivos financieros no son simbólicos sino que se basan en criterios competitivos. Los objetivos sociales exigen una demostración transparente, intencional y medible de los beneficios generados para la sociedad.

En este artículo analizamos cómo nuestra plataforma de inversión de impacto contribuye a afrontar desafíos de salud globales en países en desarrollo – transformando el futuro con una nueva generación de proyectos innovadores del sector privado.

Caso práctico – *Moxidectin*

La “ceguera de los ríos, *oncocercosis*,” es la segunda causa de ceguera a nivel mundial. Con 198 millones de personas en riesgo en algunos de los países más pobres y regiones más remotas del mundo, esta enfermedad plantea un serio problema de salud pública y un obstáculo para el desarrollo socio-económico de estas regiones¹. Hasta hace poco tiempo,

¹ Organización Mundial de la Salud (OMS - 2017); Informe de progreso sobre la eliminación de la oncocercosis humana, 2016-2017. Wkly Epidemiol Rec. 2017; 92 (45): 681-700.

Inversión de impacto: Desarrollo de un fármaco para erradicar la “ceguera de los ríos”

El objetivo de las inversiones de impacto consiste en generar de forma simultánea tanto rentabilidad financiera como beneficios para la sociedad.

el principal fármaco utilizado para el tratamiento de esta infección era controvertido – requería la administración de dos dosis anuales hasta los 15 años de edad.

En mayo de 2018, “Medicines Development for Global Health” (MDGH), una organización sin ánimo de lucro ubicada en Australia y dedicada al desarrollo de medicinas y vacunas a precios asequibles, obtuvo autorización de la “US Food and Drug Administration” (FDA) para un fármaco, el “Moxidectin”, con potencial para erradicar la “ceguera de los ríos”. Esto solamente ha sido posible gracias a la inversión de impacto del fondo centrado en temáticas de investigación y desarrollo en el ámbito sanitario (el Fondo) y estudiada en este caso práctico. El Fondo actuó de catalizador financiando a MDGH y permitiendo que este tratamiento se convirtiera en una realidad. El Fondo es financiado por inversores, incluyendo a AXA IM, quien también preside el Comité de Asesoramiento a Inversores. Debemos decir también que la inversión por importe de 13 millones de USD realizada por el Fondo para el desarrollo de este fármaco ha generado ya un valor bruto de rentabilidad de 60 millones de USD para el Fondo².

² Fuente: MDGH y AXA IM, 31 de mayo de 2019. Esto se proporciona como un ejemplo de una transacción subyacente y se proporciona solo con fines ilustrativos. Rentabilidades pasadas no constituyen un indicador fiable de rendimientos futuros.

Requerimientos de impacto social

Empezando por la temática global de la Salud y del Bienestar, esta inversión de impacto se centra en el tercer objetivo de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de NU – garantizar la salud y promover el bienestar en todas las etapas de la vida. Además, existen múltiples cuestiones subyacentes a este objetivo, tales como la protección frente al riesgo financiero, el acceso a servicios sanitarios esenciales de calidad y el acceso a un conjunto de medicinas y vacunas seguras, efectivas y a precios accesibles.



Este programa de inversión pretende mejorar la salud y el bienestar de aquellas comunidades más marginadas, centrándose en enfermedades ignoradas.

El desafío de impacto de la “ceguera de los ríos”

La *oncocercosis* o “ceguera de los ríos” es una enfermedad causada por un gusano parásito que puede causar ceguera si se traslada a los ojos. Más comúnmente se manifiesta con erupciones y lesiones cutáneas debilitantes y comezón.

En segundo lugar, solamente por detrás del *tracoma* como otra enfermedad infecciosa causante de ceguera a nivel mundial, la *oncocercosis* es transmitida por la mosca negra que vive y se reproduce cerca de fuertes corrientes de agua y ríos, principalmente en pueblos remotos localizados cerca de tierras fértiles donde la población vive de la agricultura.

Se estima que 198 millones de personas están en situación de riesgo en algunas de las regiones más pobres y remotas del mundo. En la África subsahariana solamente, hay 20 millones de personas infectadas y 100 millones en situación de riesgo³.

1.600

MILLONES DE PERSONAS PRECISAN TRATAMIENTOS Y CUIDADOS, COLECTIVOS O INDIVIDUALES, PARA ABORDAR ENFERMEDADES TROPICALES DESATENDIDAS³

Hasta hace poco tiempo, el principal fármaco utilizado para el tratamiento de la “ceguera de los ríos” era difícil de distribuir y administrar de forma efectiva, en parte porque precisaba de dos dosis anuales durante una década o más tiempo. Y aunque la enfermedad afectara a decenas de millones de personas, su situación de extrema pobreza desincentivaba el desarrollo de una alternativa mejor por parte de las principales compañías farmacéuticas, quedando por tanto desatendida.

Una oportunidad para invertir

El Fondo invierte solamente en compañías que desarrollan métodos terapéuticos o de diagnóstico para abordar necesidades críticas en países con escasa renta *per cápita*, así como proyectos financieros convincentes. En otras palabras, exigimos tanto rentabilidad financiera como impacto social. En 2015, cuando MDGH presentó al Fondo su proyecto de inversión, era evidente que el *Moxidectin* era un fármaco prometedor para el tratamiento de la *oncocercosis*, pero la rentabilidad financiera precisaba de la conformidad en el marco del escasamente conocido programa “Priority Review Voucher” (PRV) de la FDA.

Potencial prometedor del *Moxidectin*

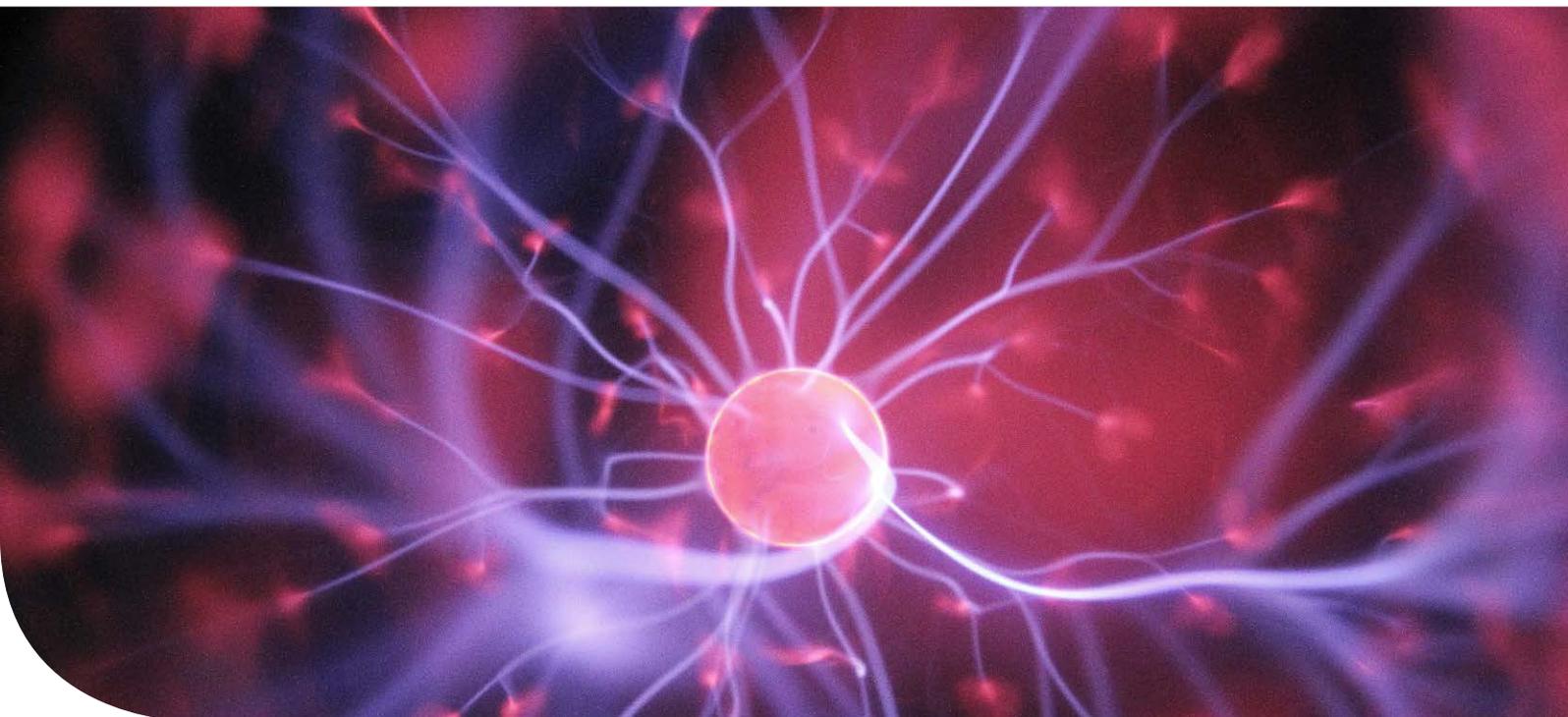
99%

DE LAS PERSONAS INFECTADAS VIVEN EN 31 PAÍSES AFRICANOS³

EL PROGRAMA “PRIORITY REVIEW VOUCHER” (PRV) DE LA FDA

El PRV se creó para incentivar la investigación de nuevos tratamientos curativos de enfermedades raras e ignoradas, así como para acelerar la autorización de terapias con posibilidades de éxito. Un desarrollador de un tratamiento para una enfermedad rara o ignorada recibirá un visado con derecho a revisión prioritaria por parte de la FDA para utilizarlo con un producto de su elección o para vendérselo a otro desarrollador.

³ OMS; <https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/onchocerciasis>



El fármaco *Moxidectin* demostró tener una larga vida media, así como capacidad para matar tanto las formas adultas de los gusanos como las microfilarias causantes de la *oncocercosis*. Por tanto, se cumplían las premisas que permitirían una posología menos frecuente para eliminar la enfermedad.

Potencial financiero

Aunque la *oncocercosis* afecta a millones de personas, se trata de las más pobres del mundo y no existe un incentivo financiero para el tratamiento de la enfermedad. Afortunadamente, la FDA ha identificado un cierto número de enfermedades ignoradas específicas que hay que abordar, incluida la *oncocercosis*, y se comprometió a emitir a los desarrolladores un visado para la revisión prioritaria en el caso de que un nuevo

fármaco recibiera autorización para el tratamiento de alguna enfermedad incluida en este listado objetivo.

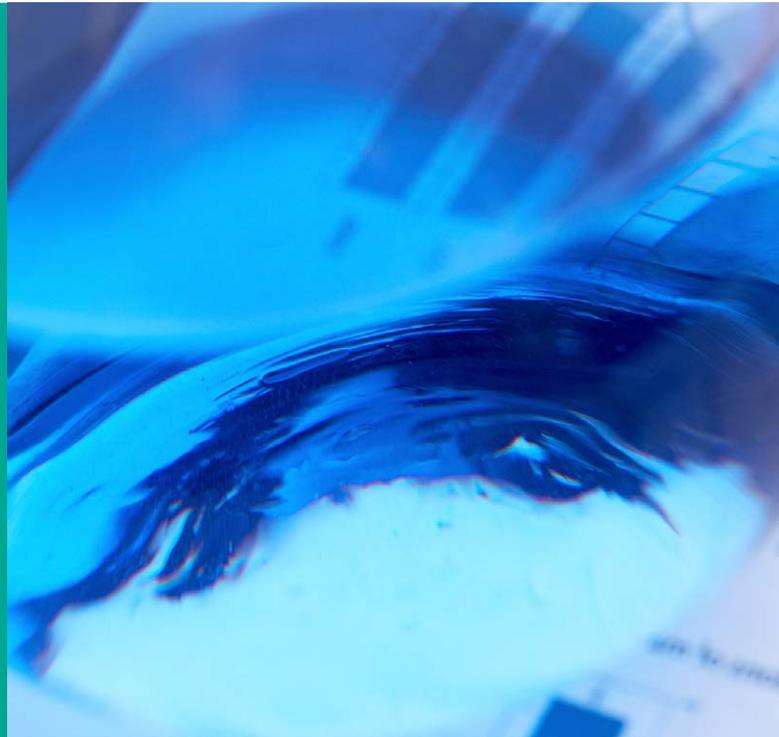
Una revisión prioritaria implica la emisión por parte de la FDA de una decisión en un plazo de seis meses, frente a los 10 meses o más de una revisión ordinaria. Además, el visado puede venderse, y las principales compañías farmacéuticas y biotecnológicas confieren un enorme valor al acortamiento de plazos para la comercialización de los nuevos fármacos. En el caso del *Moxidectin*, la venta del visado fue la justificación para realizar la inversión financiera.

CICLO DE LA “CEGUERA DE LOS RÍOS”

- 1. Mosca negra:** El insecto infectado pica en la piel de un humano. La mosca absorbe sangre e inyecta su saliva infectada en el torrente sanguíneo del hombre. De esta forma, la mosca transmite larvas del *Onchocerca* a la piel del portador.
- 2. Infección:** Las larvas penetran en la epidermis del huésped, desde donde migran y forman nódulos, madurando lentamente hasta transformarse en gusanos adultos.
- 3. Proliferación:** Nuevos gusanos forman nuevos nódulos, agrupándose unos con otros. Los gusanos macho más pequeños migran entre los nódulos para reproducirse.
- 4. Reproducción:** Después de reproducirse, se forman los huevos dentro de los gusanos hembra y se desarrollan en microfilarias. Una hembra puede producir 1.000 al día.
- 5. Transporte:** Cuando el portador infectado es picado por otra mosca, las microfilarias se transmiten del portador a la mosca.



LA HISTORIA DEL MOXIDECTIN, CON SU PROMETEDOR IMPACTO SOCIAL POSITIVO Y LA RENTABILIDAD FINANCIERA CONSEGUIDA, ES UN EJEMPLO EXCELENTE DE LO QUE LAS INVERSIONES DE IMPACTO PUEDEN CONSEGUIR EN AMBOS FRENTES.



Antecedentes del *Moxidectin*

El *Moxidectin* fue desarrollado originalmente por la compañía Wyeth en Estados Unidos. Posteriormente, Pfizer adquirió Wyeth y ciertos proyectos fueron relegados. La Organización Mundial de la Salud (OMS), no obstante, pensó que era importante desarrollar ese fármaco y financió los estudios iniciales de la Fase III realizados en África. La OMS no pudo financiar el resto de estudios hasta su terminación y el desarrollo quedó nuevamente aparcado. MDGH contactó con la OMS en 2014 para calcular el coste necesario para finalizar el desarrollo del *Moxidectin*. MDGH adquirió los derechos de licencia del *Moxidectin*, necesitando conseguir 10 millones de USD.

La inversión realizada por el Fondo – más que una inversión de capital

En 2015, el Fondo invirtió 13 millones de USD en el desarrollo del *Moxidectin*. Estructurando una única operación, el Fondo financió las actividades de MDGH, una organización sin ánimo de lucro ubicada en Australia. El Fondo y MDGH acordaron repartir los ingresos obtenidos de la venta del PRV de una forma predeterminada, que preveía reservar 20 millones de USD para financiar investigaciones adicionales relativas al *Moxidectin* y su distribución entre la población necesitada.

El socio-gestor del Fondo, con experiencia en inversiones y operaciones con compañías titulares de autorizaciones o permisos concedidos por la FDA para 15 productos, jugó un papel activo en el desarrollo del *Moxidectin*, participando en estimaciones de costes de fabricación, la preparación y asistencia a reuniones con la FDA y cuestiones operativas tratadas con MDGH y demás asesores.

Consecución del doble objetivo – generar impacto positivo y rentabilidad financiera

En junio de 2018 consiguió un PRV y la autorización de la FDA. En mayo de 2019, MDGH vendió el PRV a un comprador no revelado. Los ingresos obtenidos de la venta generaron un valor bruto para el Fondo superior a los 60 millones de USD (un múltiplo de 4,6x)⁴.

Pero este no es el final de la historia. El Fondo mantiene una participación en una nueva compañía adyacente, y seguirá trabajando con MDGH para garantizar que el *Moxidectin* llegue a la población necesitada, así como para seguir investigando la eficacia del *Moxidectin* en otras enfermedades tales como la *escabiosis* y la *pediculosis*.

⁴ Fuente: AXA IM. Rentabilidades pasadas no constituyen un indicador fiable de rendimientos futuros. Los ejemplos de inversiones se incluyen para explicar la estrategia y en ningún caso afirmamos que dichos ejemplos sean recomendaciones pasadas o actuales, que debieran adquirirse o venderse, ni que fueran a tener éxito o no.



Datos a 31 de mayo de 2019, fuente Medicines Development for Global Health y AXA IM a menos que se indique lo contrario.

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.



Yerlan Syzdykov
Director Global de Mercados Emergentes de Amundi

1 | Dinámica de Deuda

Uno de los principales aspectos a tener en cuenta al analizar ideas de inversión en mercados emergentes es que las dinámicas de deuda desempeñan un papel determinante a nivel de país y compañía, sobre todo en renta fija. En general, parece que la deuda de mercados emergentes está bajo control: tras aumentar durante años, en 2018 creció al ritmo más lento desde 2001, mientras que los ratios de deuda sobre PIB (deuda gubernamental + corporativa + doméstica) para el total de los mercados emergentes se situaba en el 212% del PIB en 2018, frente al 390% de los mercados desarrollados. No obstante, la situación cambia mucho de una economía emergente a otra. Una profunda comprensión de la senda de sostenibilidad de la deuda resulta esencial a la hora de invertir en deuda soberana, un segmento en el que el aumento del coste de la deuda pública puede afectar negativamente el potencial de crecimiento de un país al reducir los fondos disponibles para otras inversiones más productivas para la economía, lo que acaba deteriorando aún más las perspectivas de la deuda, sobre todo en periodos de desaceleración económica mundial.

Las 5 Ds de los mercados emergentes (Deuda, Dinamismo, Diplomacia, Dependencia y Demanda interna)

A la hora de encontrar oportunidades de inversión en los mercados emergentes, nos apoyamos en una profunda comprensión de las 5 Ds: Deuda, Dinamismo, Diplomacia, Dependencia y Demanda interna que, además, están estrechamente relacionadas con el análisis de las vulnerabilidades.

A veces, los mercados financieros subestiman los cambios potenciales en las calificaciones de crédito asociados a la mejora o empeoramiento de las perspectivas de deuda, que podrían provocar una revaluación del perfil de riesgo de los bonos soberanos.

COMPRENDER LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA RESULTA ESENCIAL PARA DESCUBRIR OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN, SOBRE TODO EN RENTA FIJA

A nivel corporativo, es importante fijarse en las dinámicas de endeudamiento al evaluar el atractivo del crédito de mercados emergentes en su conjunto y respecto a ideas de inversión individuales. **Las dinámicas recientes han respaldado esta clase de activo**, ya que los mercados emergentes redujeron de forma moderada su nivel de endeudamiento en 2018. No obstante, existen fuertes divergencias entre regiones y compañías, lo que subraya la necesidad de **una robusta selección bottom-up y una sólida gestión de la liquidez, dada la existencia de riesgos bajistas vinculados a la desaceleración económica global y los conflictos comerciales.**

Gráfico 1/

CDS DE MERCADOS EMERGENTES VS. CALIFICACIÓN DE CRÉDITO

Fuente: Amundi, Bloomberg. Datos a 31 de mayo de 2019. Notas: Turquía y Argentina se salen del eje vertical (y). Los CDS a 5 años de estos países cotizan a 473 y 1165 puntos básicos, respectivamente.

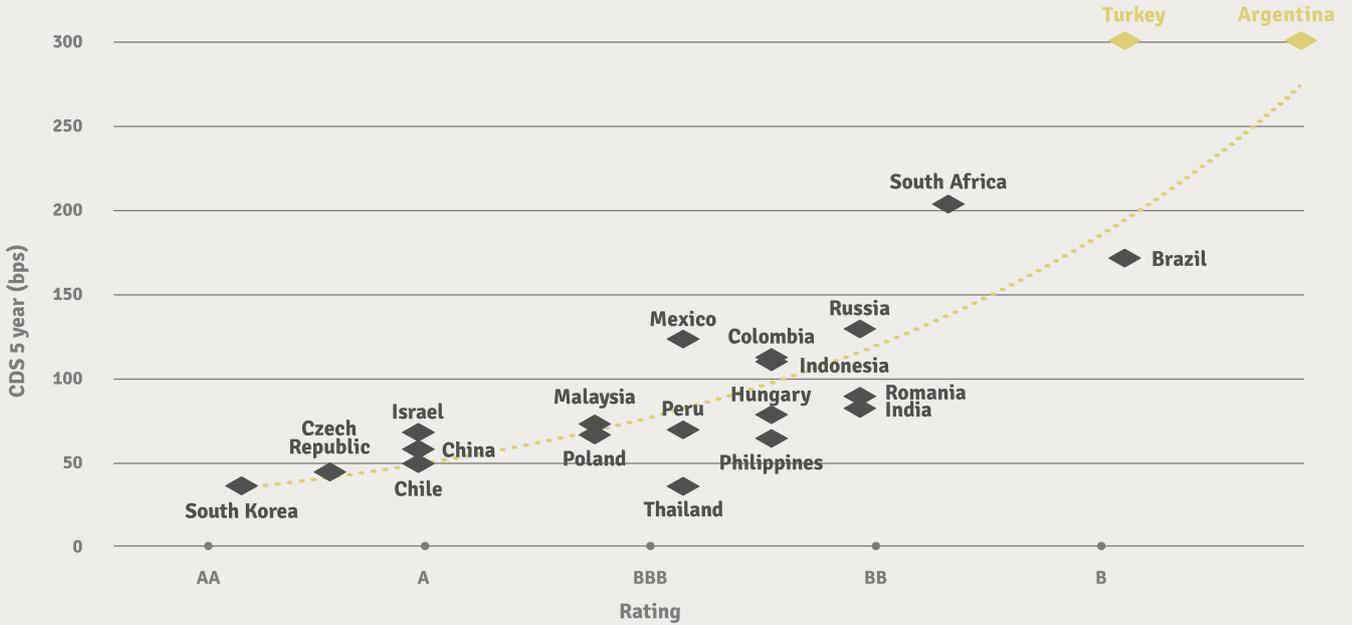


Gráfico 2/

NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS DE MERCADOS EMERGENTES

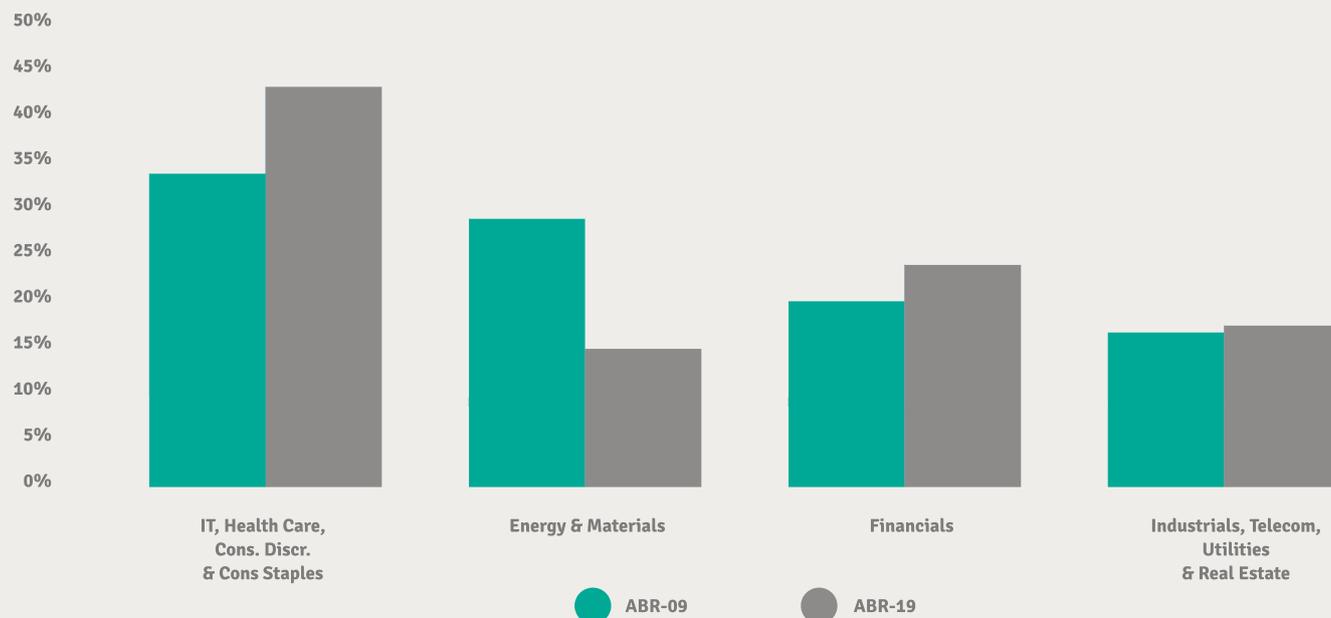
Fuente: Amundi, BofAML. Datos a 31 de diciembre de 2018.



Gráfico 3/

PONDERACIONES SECTORIALES DEL ÍNDICE MSCI EM, POR CAPITALIZACIÓN DE MERCADO

Fuente: Análisis de Amundi con datos de Factset, MSCI.



2 | Dinamismo

La capacidad de los países y empresas para adaptarse de forma dinámica al cambiante entorno de mercado resulta crucial para tener éxito en un mundo en el que la intensificación de los conflictos geopolíticos y los cambios regulatorios a menudo acaban alterando el perímetro de los negocios. Como reflejo del dinamismo de las economías emergentes, **los índices de mercados emergentes también han registrado cambios sustanciales en sus asignaciones sectoriales:** en la última década, las tecnologías de la información y los servicios de comunicaciones han sido los sectores que más han crecido mientras que energía y materiales han sido los que más se han reducido.

EL MUNDO EMERGENTE ESTÁ VIVIENDO UNA PROFUNDA TRANSFORMACIÓN, POR LO QUE LAS EMPRESAS Y LOS PAÍSES TENDRÁN QUE SER CAPACES DE INNOVAR PARA CAPTURAR LAS FUTURAS OPORTUNIDADES

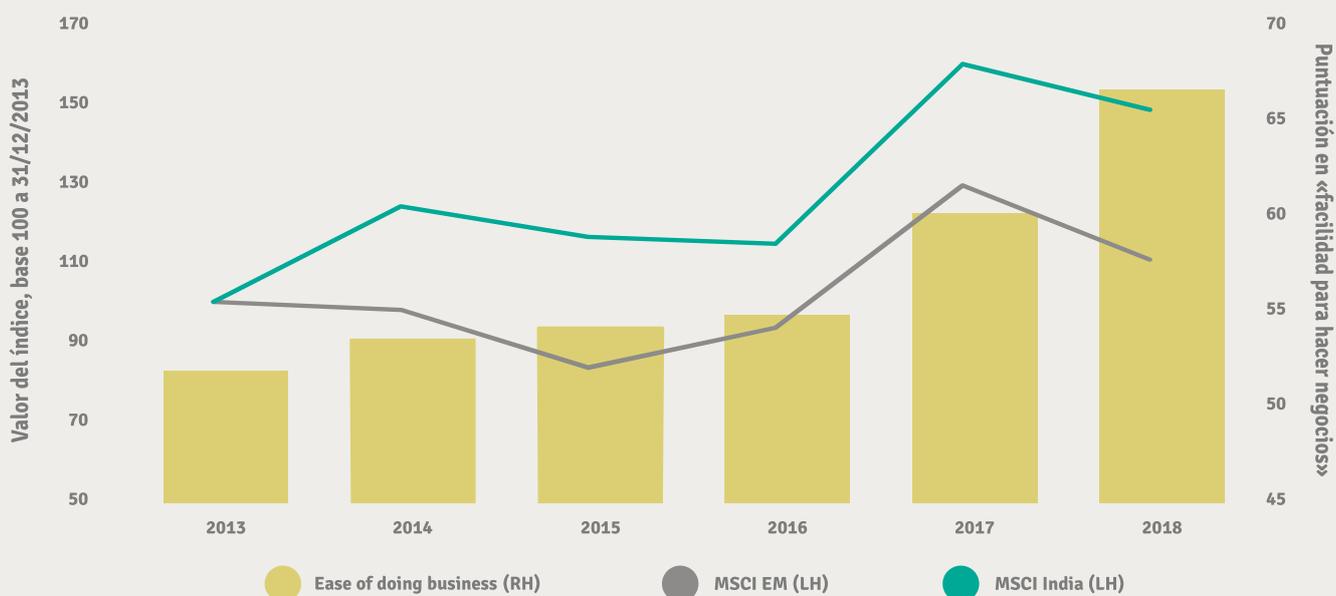
A nivel de país, el desarrollo futuro no solo dependerá del crecimiento de la población sino de otro aspecto crucial: su capacidad para invertir en persona en infraestructuras, acelerar las reformas, mejorar el entorno de negocio y respaldar la apertura del mercado. Estos elementos contribuirán además a que estas economías logren atraer capital. **Tomemos como ejemplo la India, un país que ha acometido numerosas reformas,** como refleja su extraordinario avance en el ranking «facilidad para hacer negocios», donde ha pasado del puesto 144 en 2016 al puesto 77 en 2019 (de un total de 190 países). Esta mejora representa el segundo avance más fuerte a nivel mundial en un momento en el que, además, el mercado ha recompensado a la India con respecto al índice general de mercados emergentes. El resultado de las últimas elecciones también resulta favorable, puesto que debería garantizar la continuidad de la agenda reformista, respaldando el atractivo de los mercados indios de renta fija y renta variable.

EN UN PERIODO EN EL QUE LA ECONOMÍA ESTÁ DOMINADA POR LA POLÍTICA, HABRÁ QUE ESTAR MUY ATENTOS A LA DIPLOMACIA DE CADA PAÍS DE MERCADOS EMERGENTES

Gráfico 4/

EL ÍNDICE MSCI INDIA HA SUPERADO AL MSCI EM EN UN MOMENTO DE FUERTE MEJORA DEL INDICADOR «FACILIDAD PARA HACER NEGOCIOS»

Fuente: Análisis de Amundi con datos de Bloomberg, Banco Mundial. Datos a 31 de diciembre de 2018. Índices en USD, recalculados a 100 el 31 de diciembre de 2013.



3 | Diplomacia

En un mundo en el que las finanzas siguen estando globalizadas pero en que el orden geopolítico se ha polarizado y son habituales las disputas comerciales, las sanciones y medidas de respuesta a esas sanciones, la diplomacia se ha convertido en un factor aún más relevante que en el pasado. Estamos pasando rápidamente de un mundo monopolar a otro multipolar en el que la alineación con los nuevos «bloques» tendrá cada vez más peso en el desarrollo de un país. Aunque el «consenso de Washington» y las reglas de intercambio impuestas por el FMI siguen siendo importantes, las rivalidades geopolíticas están generando factores de impacto creciente que antes no estaban en el radar de los inversores. Desafortunadamente, esta situación conlleva un debilitamiento de las instituciones que, con frecuencia, tiene consecuencias negativas para los inversores (por ejemplo, una menor independencia de los bancos centrales o un deterioro del gobierno corporativo).

En este sentido, observamos ciertos factores que podrían dar pie a profundas transformaciones en algunos países. Uno de ellos es la iniciativa china Belt and Road (BRI), que está concitando el respaldo de varios países en términos de construcción de infraestructuras e iniciativas de financiación.

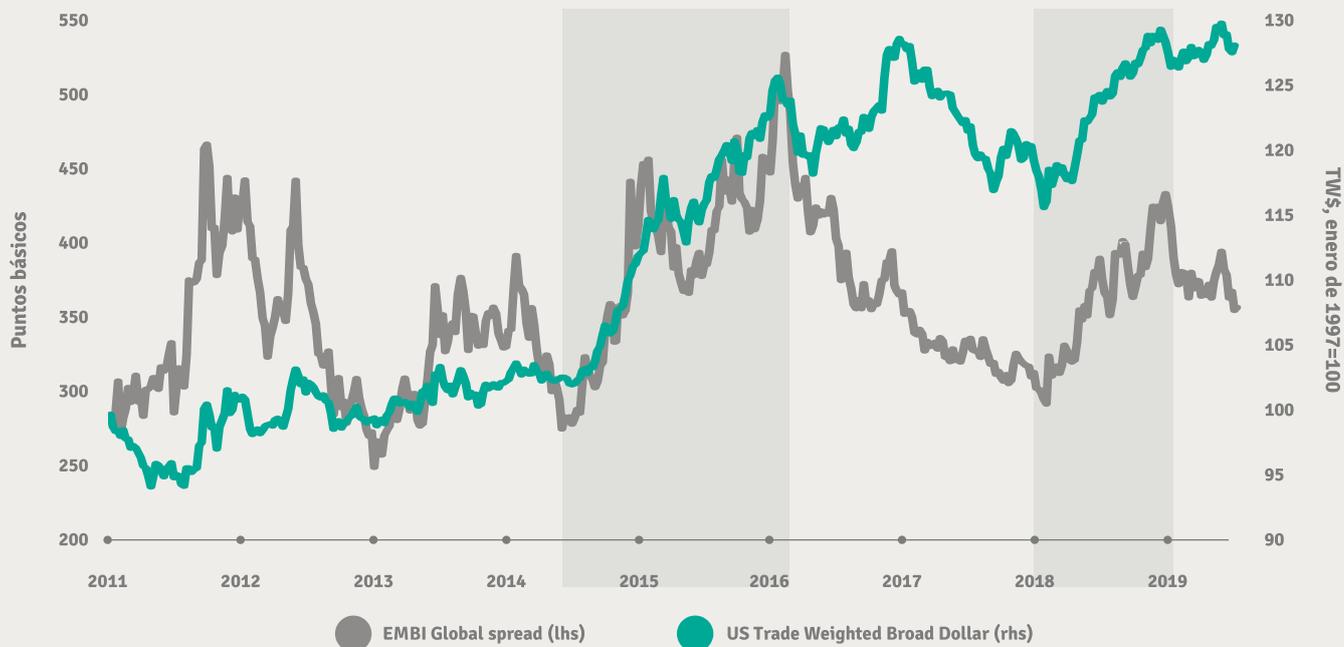
PARA ATRAER CAPITAL DE INVERSIÓN, LAS EMPRESAS DEBERÁN PONER MAYOR ÉNFASIS EN LOS FACTORES ESG

A nivel de empresa, esta dimensión se ve reflejada en una mayor demanda de estándares de gobierno corporativo rigurosos y en la capacidad para comunicarse de forma eficaz con los mercados y de mostrarse concienciadas con los temas de sostenibilidad más relevantes para los inversores mundiales, como las cuestiones relacionadas con el medio ambiente y el cambio climático. **Así, los criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, por sus siglas en inglés) continuarán ganando importancia en la selección de títulos de mercados emergentes.**

Gráfico 5/

DIFERENCIAL ENTRE EL BONO DE ME Y EL USD PONDERADO POR EL COMERCIO EXTERIOR

Fuente: Análisis de Amundi con datos de Bloomberg. Datos a 31 de mayo de 2019. TWS: USD ponderado por el comercio exterior.



4 | Dependencia del capital extranjero

Esta sigue siendo una de las cuestiones más importantes para los mercados emergentes en momentos de inestabilidad. De hecho, la dependencia del capital extranjero es uno de los factores de análisis de las vulnerabilidades externas de un país a los que hacíamos referencia en la sección anterior. Desde la perspectiva de la deuda soberana, una elevada dependencia de la deuda externa en divisa extranjera representa un factor de debilidad, puesto que expone al país a fuertes salidas de capitales de inversores internacionales ante un episodio de crisis. Esta dependencia crea un fuerte vínculo entre los ciclos monetarios de los países desarrollados que ejercen de prestamistas y las políticas monetarias de los mercados emergentes, por lo que es inevitable hacer un análisis conjunto.

En general, el nivel de dependencia del capital extranjero ha mejorado en los últimos años gracias a que los niveles de deuda externa de los mercados emergentes se han moderado. Aún así, la deuda emergente sigue siendo muy sensible a la política monetaria de la Fed y a los movimientos del dólar estadounidense. En 2018, argumentamos a favor de adoptar

una asignación más defensiva ante el aumento de los tipos de interés y la apreciación del dólar. En cambio, en 2019, el giro de la Fed hacia una postura más acomodaticia ha creado un punto de entrada en renta fija de mercados emergentes. **Un entorno de desaceleración económica en EE. UU. (sin recesión) acompañado de una pausa en el ciclo de subidas de tipos de la Fed podría ser favorable para los inversores mundiales que buscan rentabilidad en la deuda de mercados emergentes.**

PESE A QUE LA DEPENDENCIA DE LOS MERCADOS EXTRANJEROS SE HA REDUCIDO CONSIDERABLEMENTE CON RESPECTO AL PASADO, EL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA DE LA FED Y LA APRECIACIÓN DEL USD SIGUEN SIENDO FACTORES DE LASTRE PARA LA INVERSIÓN EN MERCADOS EMERGENTES

5 | Demanda interna

La expansión de la clase media, sobre todo en China y la India, será el principal factor de impulso del consumo y el crecimiento futuros. En 2030, se estima que dos tercios de la clase media mundial vivirá en Asia.

Gráfico 6/

LA EMISIÓN RIESGO ALTO RIESGO ALTODE DEUDA DE MERCADOS EMERGENTES SE HA MODERADO, ESPECIALMENTE EN DIVISA EXTRANJERA

Fuente: IIF Global Debt Monitor, abril de 2019.

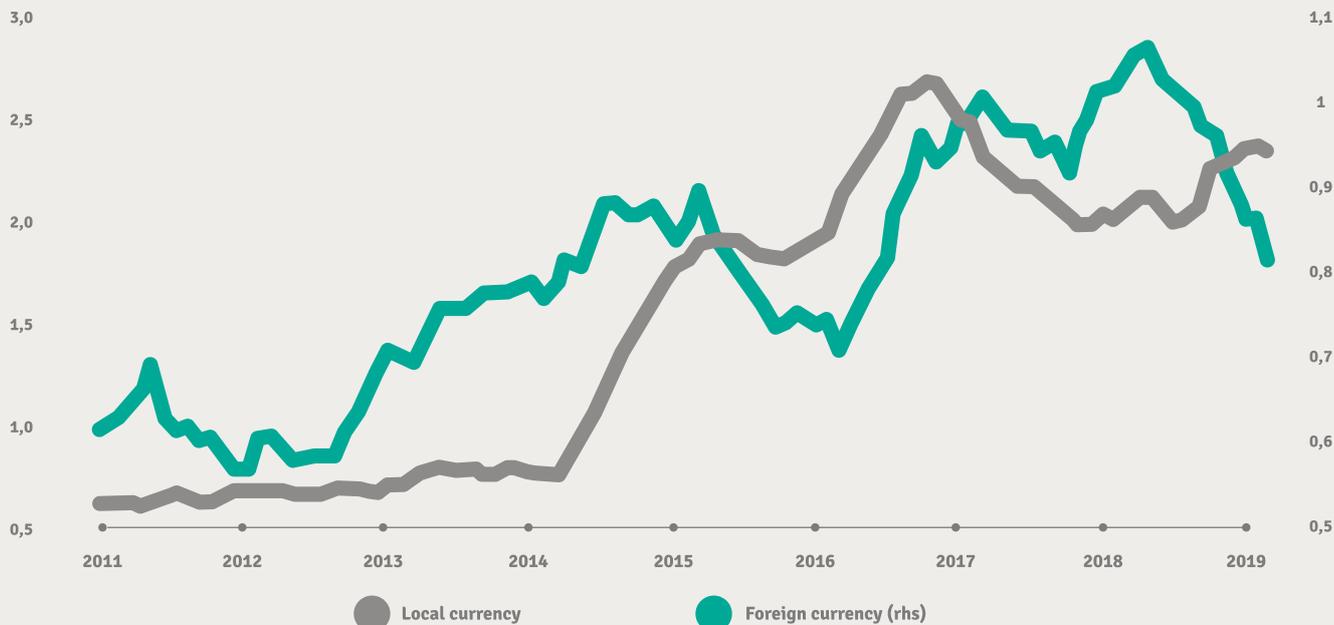


Gráfico 7/

LOS FACTORES ESG SON IMPORTANTES EN RENTA VARIABLE EMERGENTE

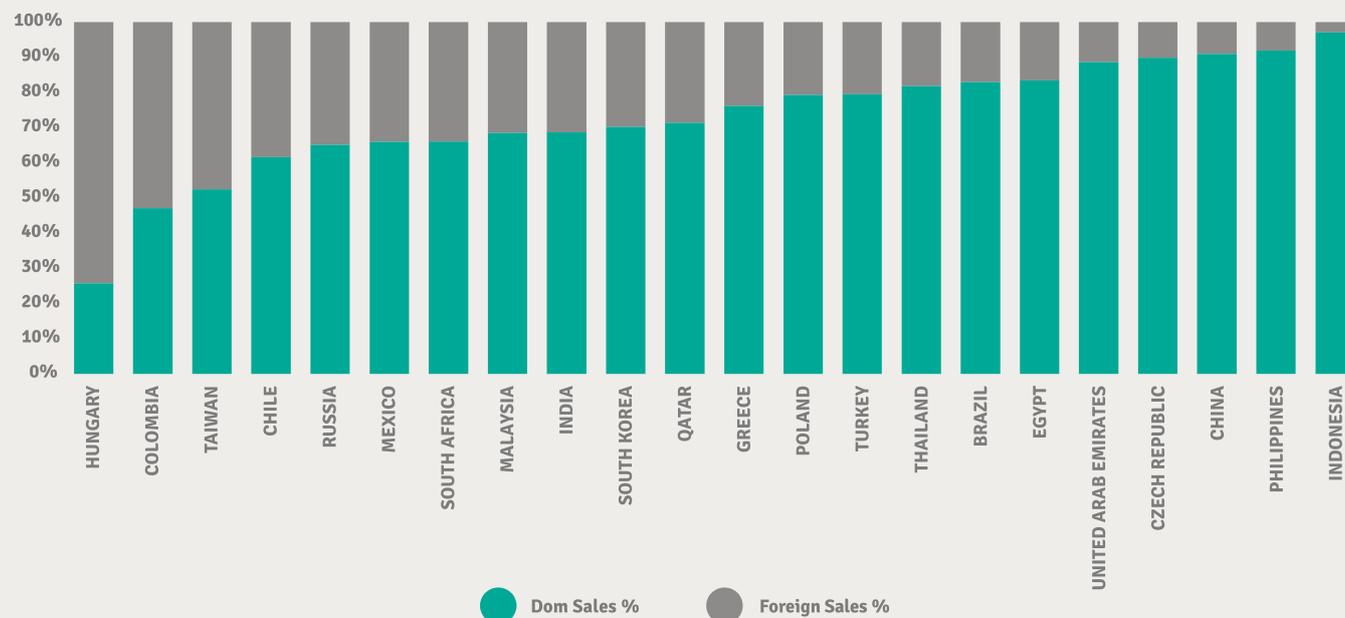
Fuente: Análisis de Amundi con datos de Bloomberg. Datos a 31 de mayo de 2019.



Gráfico 8/

MSCI EM – INGRESOS GENERADOS INTERNA Y EXTERNAMENTE, POR PAÍS

Fuente: Amundi, Factset. Datos a mayo de 2019.



Esta tendencia beneficiará principalmente a las empresas y los países más centrados en la demanda interna, que estarán más protegidos frente a las dinámicas relacionadas con un aumento de las tensiones comerciales mundiales. El universo de empresas, sectores y países de mercados emergentes con diferentes grados de exposición a ingresos procedentes del extranjero proporciona un terreno fértil para la selección de ideas de inversión capaces de resistir ante el posible recrudecimiento de las disputas comerciales y la imposición de aranceles.

LA DEMANDA INTERNA GENERARÁ LA MAYOR PARTE DEL CRECIMIENTO FUTURO EN LOS MERCADOS EMERGENTES, GRACIAS A LA EXPANSIÓN DE LA CLASE MEDIA EN ASIA

Conclusiones

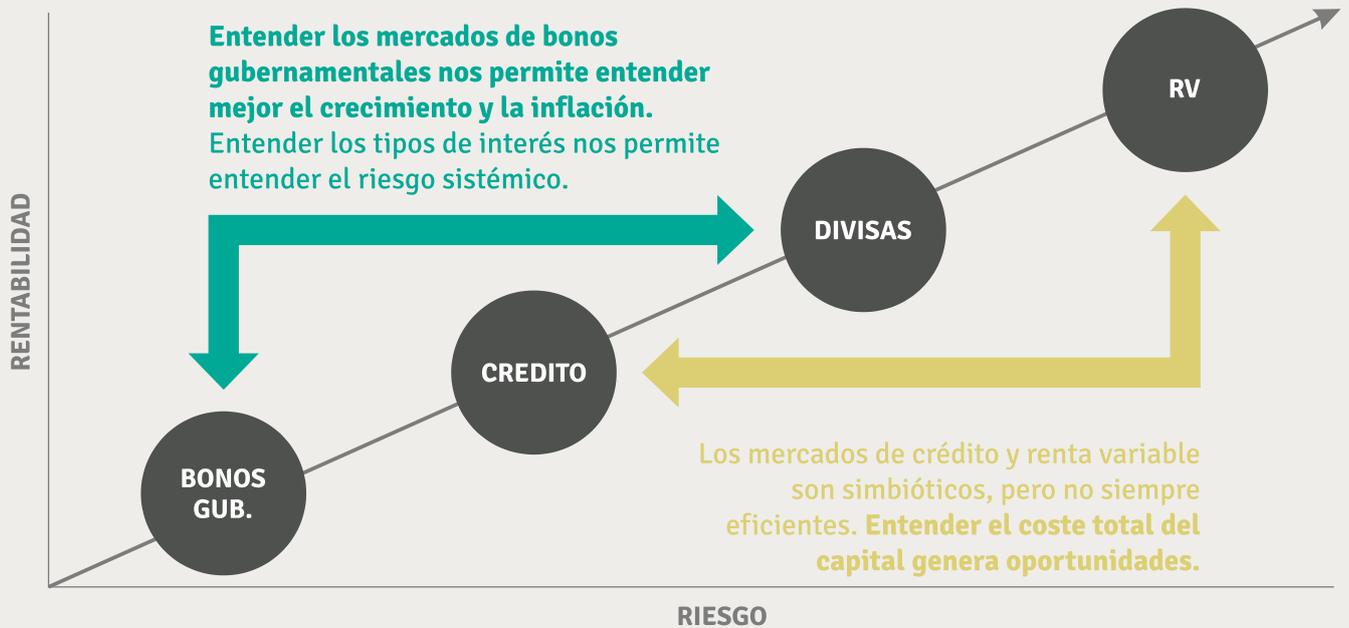
A medida que los mercados emergentes van ganando peso en las asignaciones estratégicas de activos, creemos que los inversores deberían adoptar un enfoque integral que combine múltiples oportunidades en diversas clases de activo de mercados emergentes, complementado con un análisis de las vulnerabilidades. Para ello, deben desarrollar herramientas de discriminación entre países que analicen el grado de vulnerabilidad desde la óptica de las 5 Ds (deuda, dinamismo, diplomacia, dependencia y demanda interna) y usar las herramientas relacionadas para realizar un análisis dinámico de la vulnerabilidad de los precios.

En nuestra opinión, este enfoque resultará clave para invertir con éxito en unos mercados emergentes en constante evolución. Además, la capacidad de analizar toda la estructura de capital de una propuesta de inversión y combinar experiencias diversas (en préstamos, deuda, capital, situaciones distressed, etc.) puede suponer una clara ventaja competitiva que permita ampliar el universo de inversión menos expuesto a las vulnerabilidades y generar oportunidades para explotar las anomalías de precios vinculadas a las mismas en los diferentes mercados.

Gráfico 9/

CONTAR CON CAPACIDADES EN LAS DIFERENTES CLASES DE ACTIVOS EMERGENTES AÑADE VALOR

Fuente: Amundi. Solo con fines ilustrativos.



Puede descargarse el Informe completo “Investing in the Changing Shape of Emerging Markets” en este [link](#) a nuestro Research Center.

Para más información contacte con el equipo de Amundi Iberia
 iberia@amundi.com
 +34 91 436 72 00

Documento dirigido exclusivamente a clientes profesionales, a proveedores de servicios de inversión y a cualquier otro profesional financiero.

La diversificación no garantiza ganancias ni protege contra pérdidas. Dirigido a inversores “profesionales”. No destinado a ciudadanos o residentes de los Estados Unidos de América ni a ninguna “persona estadounidense”. No constituye una oferta de compra ni una solicitud de venta de un producto, y no será considerado como una solicitud ilegal o un consejo de inversión. Amundi no acepta responsabilidad alguna del uso de esta información ni se hace responsable de ninguna decisión o inversión realizada sobre su base. No podrá ser copiada, reproducida, modificada, traducida o distribuida sin la aprobación previa por escrito de Amundi. Se considera exacta a Junio 2019 y puede ser modificada sin previo aviso. Amundi, “société par actions simplifiée” - SAS con un capital de 1.086.262.605 € - Gestor de cartera regulado por la AMF con el número GP0400000036 - Sede social: 90 boulevard Pasteur - 75015 París - Francia - 437 574 452 RCS París - www.amundi.com.

Amundi Iberia SGIIC SA, registrada en CNMV con el nº 31

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

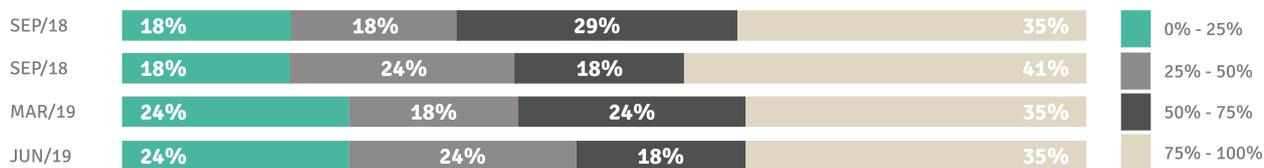
1. Pertenece a un grupo bancario



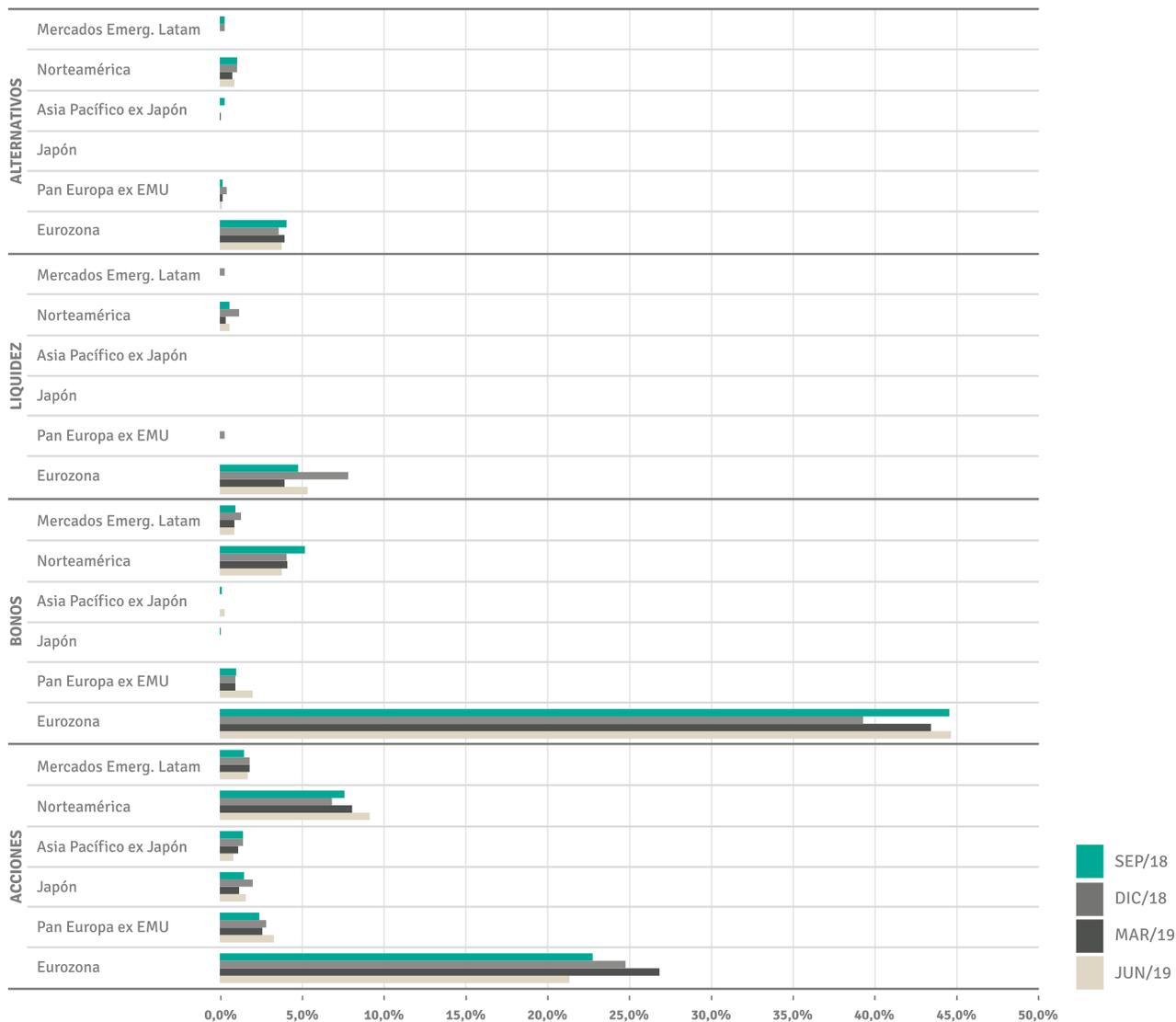
2. Activos bajo gestión (en millones de euros)



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



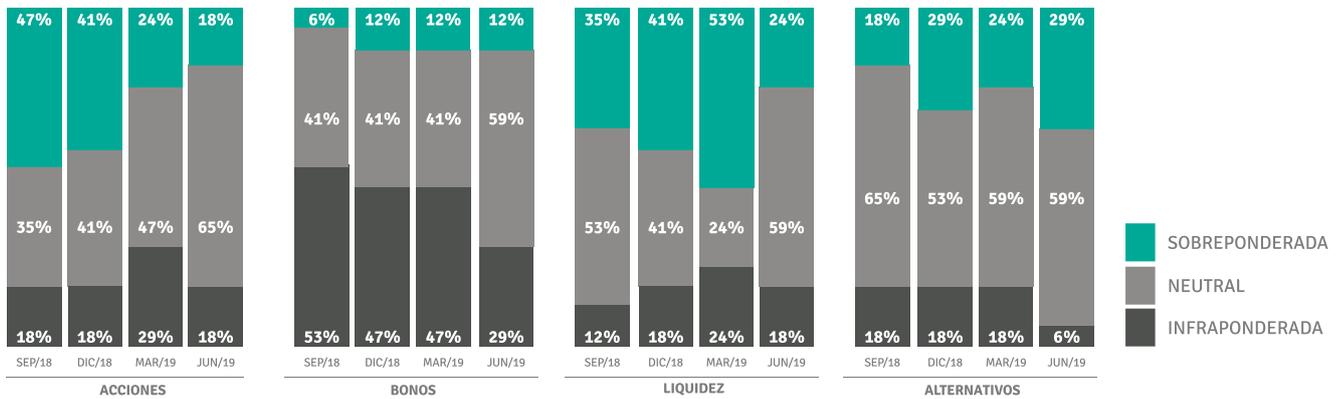
4. En referencia a su cartera equilibrada global, por favor indique para los siguientes tipos de activo la asignación agregada actual (en porcentaje) desglosada para cada una de las áreas geográficas listadas



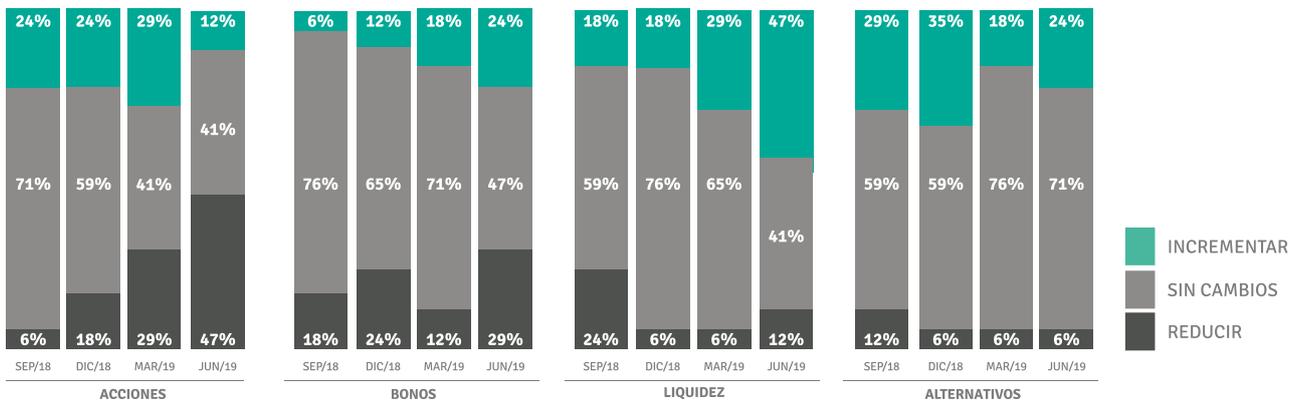
ACTIVO	ÁREA	JUN/19	MAR/19	DIC/18	SEP/18
ACCIONES	Eurozona	21,3%	26,8%	24,7%	22,7%
	Pan Europa ex EMU	3,3%	2,6%	2,8%	2,4%
	Japón	1,6%	1,2%	2,0%	1,5%
	Asia Pacífico ex Japón	0,8%	1,1%	1,4%	1,4%
	Norteamérica	9,1%	8,1%	6,8%	7,6%
	Mercados Emerg. Latam	1,7%	1,8%	1,8%	1,5%
TOTAL ACCIONES		37,8%	41,5%	39,6%	37,1%
BONOS	Eurozona	44,5%	43,3%	39,2%	44,4%
	Pan Europa ex EMU	2,0%	0,9%	0,9%	1,0%
	Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
	Asia Pacífico ex Japón	0,3%	0,0%	0,0%	0,1%
	Norteamérica	3,8%	4,1%	4,1%	5,2%
	Mercados Emerg. Latam	0,9%	0,9%	1,3%	0,9%
TOTAL BONOS		51,5%	49,2%	45,5%	51,7%

ACTIVO	ÁREA	JUN/19	MAR/19	DIC/18	SEP/18
LIQUIDEZ	Eurozona	5,4%	3,9%	7,8%	4,8%
	Pan Europa ex EMU	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%
	Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Norteamérica	0,6%	0,4%	1,2%	0,6%
	Mercados Emerg. Latam	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%
TOTAL LIQUIDEZ		5,9%	4,3%	9,6%	5,4%
ALTERNATIVOS	Eurozona	3,8%	3,9%	3,6%	4,1%
	Pan Europa ex EMU	0,1%	0,2%	0,4%	0,2%
	Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,0%	0,1%	0,0%	0,3%
	Norteamérica	0,9%	0,8%	1,1%	1,1%
	Mercados Emerg. Latam	0,0%	0,0%	0,3%	0,3%
TOTAL ALTERNATIVOS		4,8%	4,9%	5,4%	5,9%
TOTAL		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

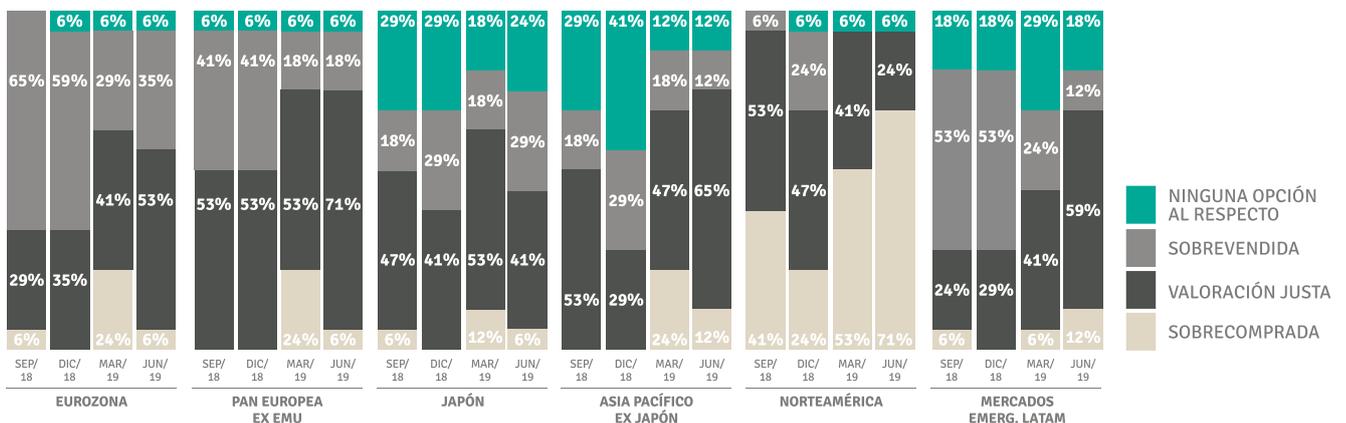
5. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si la exposición de su portafolio esta infraponderada, neutral, o sobreponderada en relación a su benchmark interna



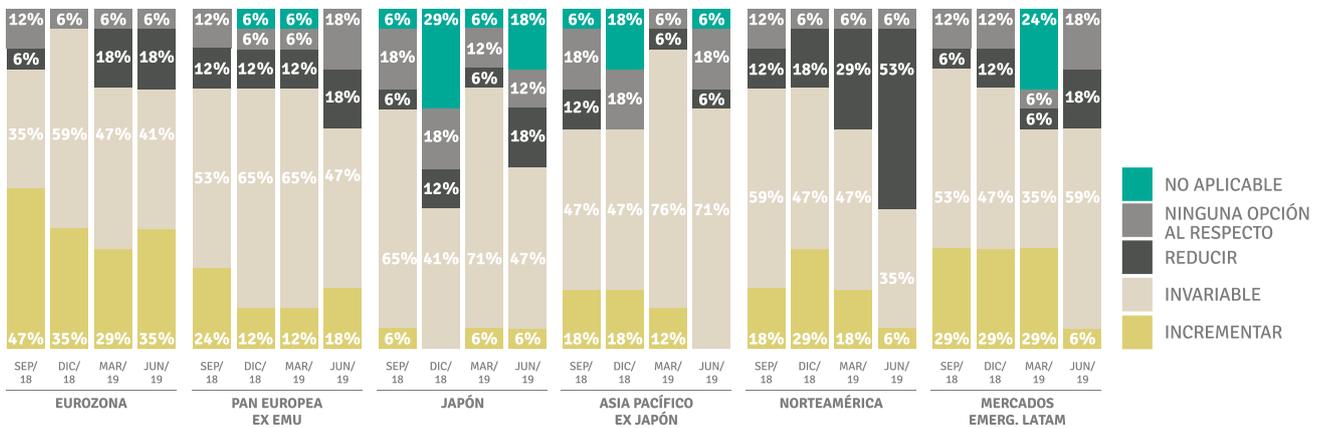
6. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si piensa incrementar, reducir, o dejar sin cambios la exposición de su cartera o portafolio en los próximos tres meses



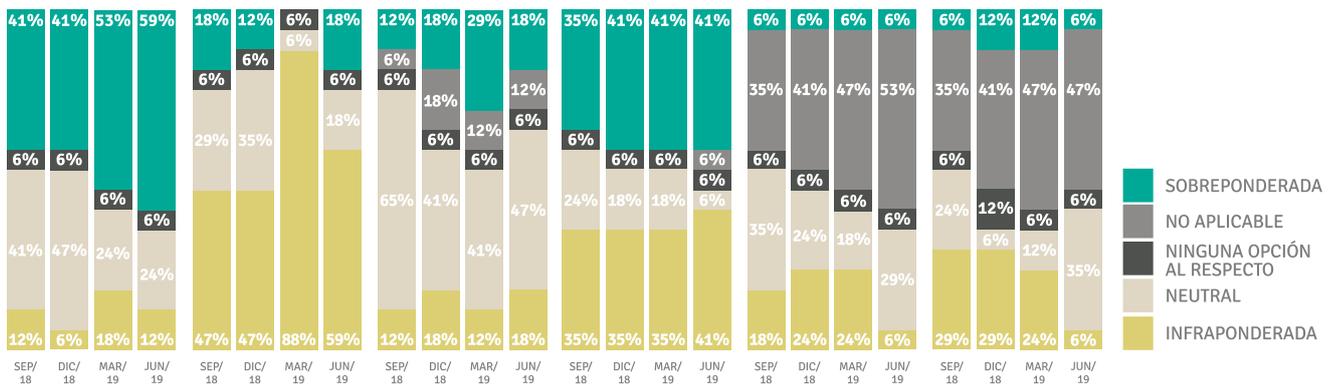
7. Con una óptica de valoración a corto plazo, ¿considera que la renta variable en las siguientes áreas geográficas esta “sobrecomprada”, “sobrevendida”, o refleja una valoración justa?



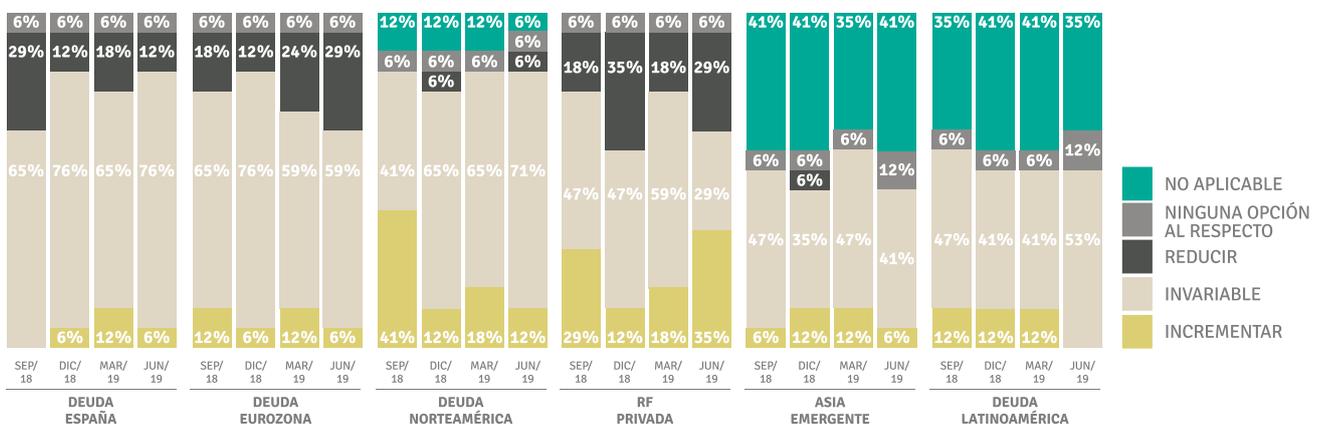
8. Por favor indique para cuál de los siguientes mercados de renta variable es deseable que la exposición de la cartera sea incrementada, reducida, o mantenida sin cambios en los próximos tres meses



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



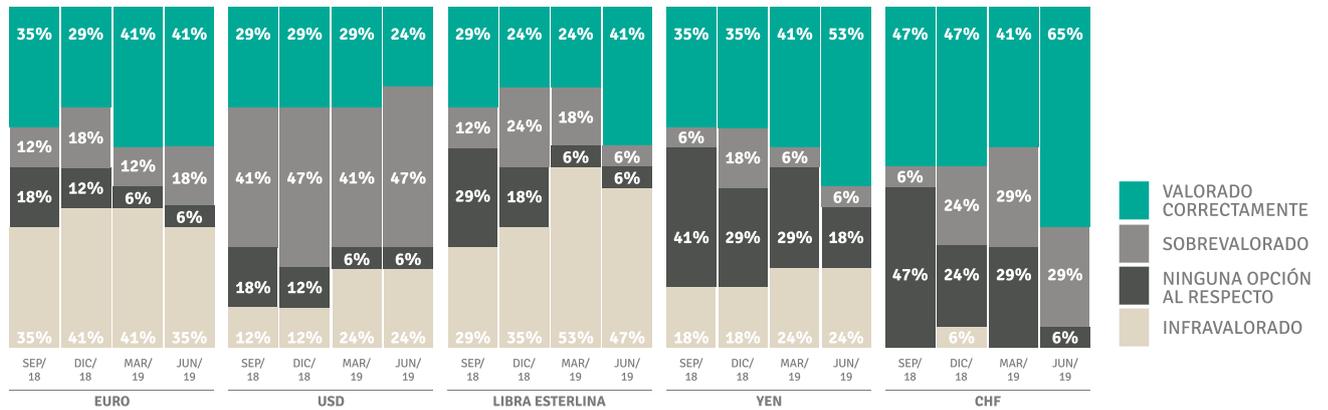
10. Por favor indique para cada una de las siguientes clasificaciones de bonos si tiene la intención de incrementar, reducir, o mantener sin cambios la exposición de su cartera en los próximos tres meses



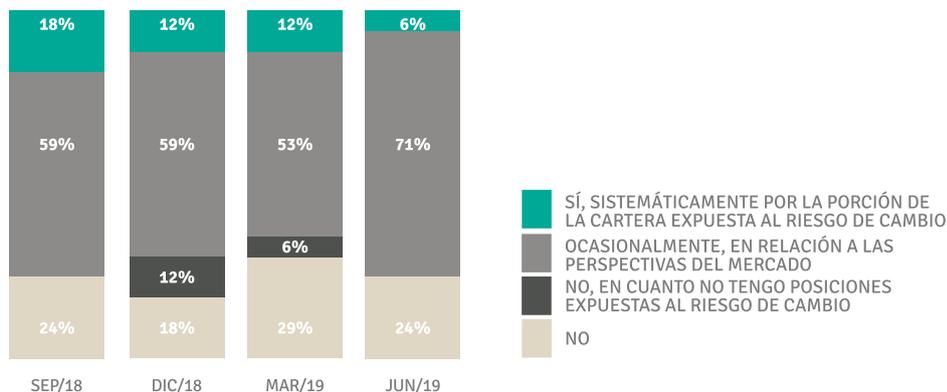
11. Con una óptica de inversión global, ¿cómo de probable piensa que es que los bonos tengan mejores retornos que la renta variable en los doce próximos meses?



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?



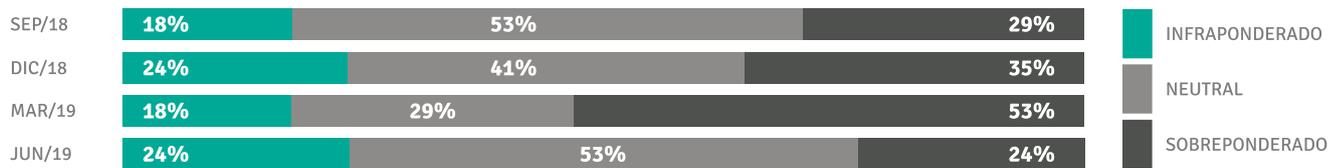
13. ¿Hace uso de estrategias para cubrir su cartera de gestión global contra el riesgo de tipo de cambio?



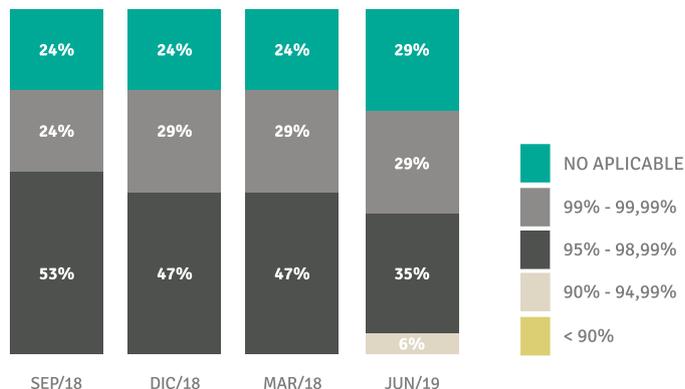
14. Para cada una de las siguientes áreas geográficas, piensa que la valoración relativa (en términos de “spread” o diferencial) de la renta fija privada con respecto a la deuda pública esta actualmente:



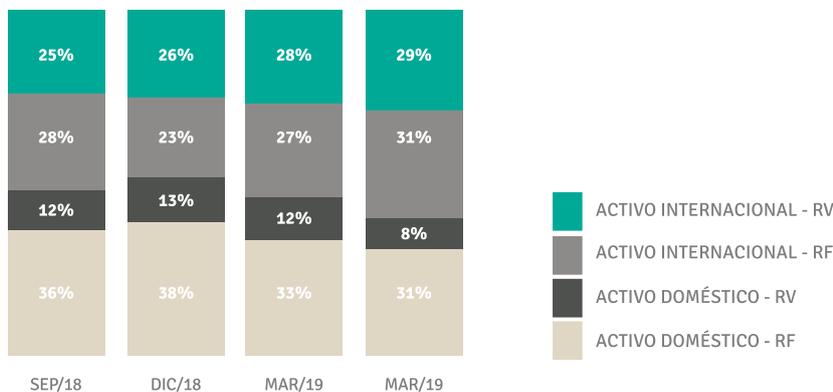
15. Por favor indique si sus activos invertidos en liquidez están sobreponderados, neutrales, o infraponderados en relación a su benchmark interno.



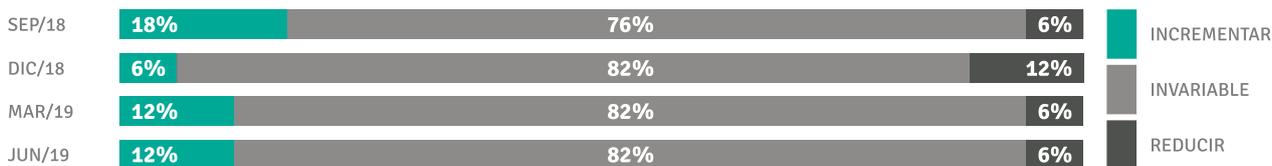
16. ¿Dentro de cuál de los siguientes intervalos de confianza ha sido calculado el último VaR (Value at Risk) a nivel agregado de la cartera globalmente gestionada?



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).

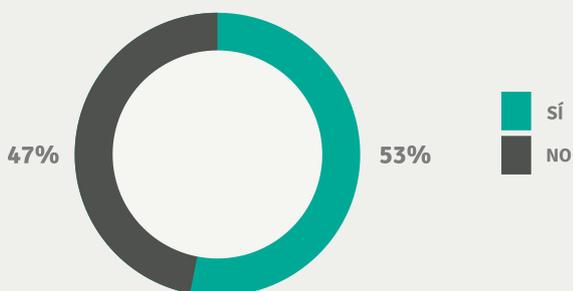


18. Por favor indique si en los próximos tres meses piensa incrementar, reducir o mantener invariable su exposición a activos domésticos.



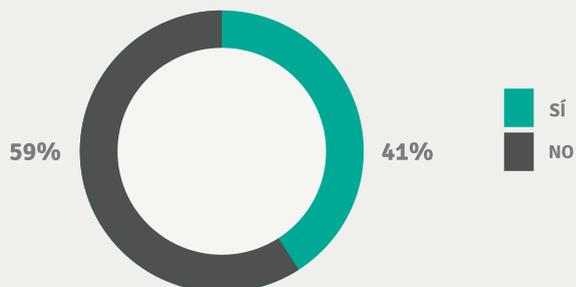
19. PREGUNTA DEL TRIMESTRE

Considerando que el objetivo de la inversión de impacto es ofrecer simultáneamente tanto retorno financiero como retorno para la sociedad, **¿se plantea destinar un porcentaje de sus fondos de pensiones a las inversiones de impacto antes del 2020?**



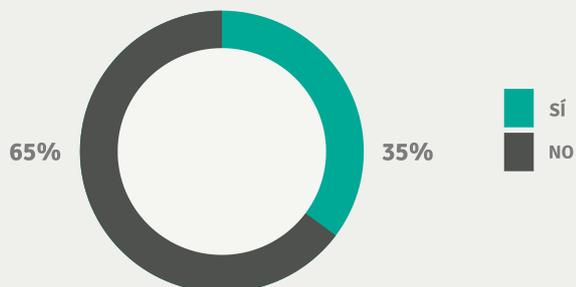
20. PREGUNTA DEL TRIMESTRE (1)

Además de la demanda, la oferta de Bonos Verdes crece con nuevos emisores internacionales y también españoles: **¿prevé ampliar la exposición de sus fondos de pensiones a este tipo de Inversiones?**



20. PREGUNTA DEL TRIMESTRE (2)

Además de la demanda, la oferta de Bonos Verdes crece con nuevos emisores internacionales y también españoles: **¿se plantea hacerlo a través de Fondos de Bonos Verdes y de Bonos Verdes de Impacto?**





El Barómetro es una iniciativa de Fondos Directo que se ha convertido en referencia dentro del sector profesional de las pensiones privadas. Analiza en detalle con periodicidad trimestral decisiones de inversión y tendencias en la industria.

JULIO 2019

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

Amundi
ASSET MANAGEMENT

 Investment
Managers