

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

# BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

## 2023

DICIEMBRE

Las gestoras de pensiones españolas apuestan fuerte por la renta fija

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

Cómo integrar los bonos verdes en una asignación global

**Johann Ple**  
Gestor de cartera de renta fija AXA  
Investment Managers

¿Quién ganará la carrera de los vehículos eléctricos?

**Michael Cohen**  
Gestor, Capital Group

**Talha Khan**  
Economista político, Capital Group

REALIZADO



**FONDOS  
DIRECTO**



**Investment  
Managers**



**CAPITAL  
GROUP™**

# 2023

DICIEMBRE

10654.01

9456.01

13295.37

12697



## Las gestoras de pensiones españolas apuestan fuerte por la renta fija



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

La encuesta de asignación de activos e inversiones de las pensiones privadas en España, correspondiente al segundo semestre de 2023, y que se completó por parte de las gestoras de pensiones mayoritariamente durante el mes de noviembre, **vuelven a apostar con fuerza por la renta fija un año después y cara al 2024 aparece como el activo estrella.**

Así queda reflejado a lo largo de la encuesta, destacando tanto el aumento del porcentaje agregado medio asignado a bonos (49,4% versus el 47% del semestre anterior) como las intenciones a futuro que apuntan a incrementos de la exposición a renta fija aún mayores en los próximos meses. Por el contrario, la asignación media a renta variable se redujo, **especialmente en acciones de la zona euro.** Los niveles de liquidez siguen en mínimos históricos y la exposición a activos alternativos estable, situándose hacia cierre de año en el 5,5%.

Profundizando en la renta fija nos encontramos con un porcentaje muy reducido y decreciente que se sitúan infra ponderados y llama la atención que la mitad del panel de gestoras piensan aumentar su exposición en los próximos seis meses. En general todas las áreas y tipos de deuda se benefician de dicho posicionamiento más favorable pero la de la zona euro y los bonos del tesoro de Estados Unidos es donde se ven las mayores sobre ponderaciones. También la deuda emergente latinoamericana gana atractivo para algunas gestoras, aunque sigue siendo un activo menor en las carteras



de pensiones españolas. Por el contrario, la exposición a deuda corporativa afloja algo lo que es consistente con la visión mayoritaria de que los “spreads” de la renta fija privada están sobre valorados o valorados correctamente (ver pregunta 12). Por último, llama la atención cómo la deuda española pierde atractivo a futuro con un bajo y decreciente porcentaje de gestores que piensen en aumentar su exposición en los próximos meses.

En lo que respecta a la renta variable les destacamos como la bolsa estadounidense sigue sobrevalorada para una mayoría de gestoras, así como la japonesa, que tras un buen año de desempeño sufre un marcado deterioro de sus perspectivas. Los tambores de posible recesión a corto plazo y un año de elevadas rentabilidades probablemente están detrás de la caída de exposición y valoración de la bolsa de la zona euro. La valoración de la bolsa europea ex EMU es sin embargo más positiva y añadiendo a ello el tipo de cambio de la libra esterlina se considera una buena oportunidad por parte de un considerable número de gestores. **El dólar estadounidense se sigue estimando**

**como sobre valorado (y el euro infra valorado) para una mayoría de gestoras, pero no tanto como hace un año cuando el tipo de cambio llegó a superar la paridad (ver pregunta 11).** Por último, los emergentes siguen sin ganar tracción como apuesta estratégica en las carteras de pensiones españolas, tanto la renta fija como la renta variable.

**« SE REGISTRA QUE UN 58% DE LAS GESTORAS ENCUESTADAS VEN PROBABLE QUE LA RENTA FIJA OBTENGA MEJORES RENTABILIDADES QUE LA RENTA VARIABLE EN 2024 ».**

Respecto a otros activos y opiniones les resaltamos como dentro de los alternativos brilla el inmobiliario donde un 50% de las gestoras piensan aumentar exposición el próximo año. En otras clases de alternativos incluyendo el “private equity” se mantienen ponderaciones e intenciones estables. También destaca que el apetito por el riesgo ha disminuido respecto a los semestres anteriores (pregunta 24) y especialmente el resultado a pregunta 10, donde se registra que un 58% de las gestoras encuestadas ven probable que la renta fija obtenga mejores rentabilidades que la renta variable

Dentro de los alternativos brilla el inmobiliario donde un 50% de las gestoras piensan aumentar exposición el próximo año



en 2024, un guarismo muy raras veces registrado en los más de diez años de vida del barómetro, y que resume y pone de manifiesto el sentimiento y posicionamiento actual.

**«UNA MAYORÍA DEL 67% DEL PANEL DE GESTORAS PIENSA QUE EL BCE NO MANTENDRÁ LOS TIPOS DE INTERÉS “MÁS ALTOS POR MÁS TIEMPO” Y QUE LOS BAJARÁ EN 2024».**

En lo que respecta a la temática ASG les hacemos notar que las gestoras dan la mayor importancia en su estrategia sostenible de inversión a los criterios Ambientales, seguidos por los de Gobernanza y quedando los Sociales en último lugar (ver pregunta 16). Dentro de las preguntas del semestre la encuesta revela también que **la mitad del panel, y por tanto una parte importante del sector, piensa lanzar fondos de pensiones artículo 8 el próximo año. Sin embargo, ninguna de las gestoras encuestadas planea lanzar fondos de pensiones artículo 9.** Por último, la exigencia de las gestoras en términos de mínimo “commitment”, en términos de promoción de características ambientales y/o sociales o con objetivos inversiones sostenibles,

que necesitan de un fondo tercero para integrarlo en productos con enfoque ESG se mueve en general a partir del 40%.

Terminamos con las preguntas especiales del semestre que en primer lugar ponen de manifiesto que una gran mayoría del panel no está planeando incluir estrategias de dividendo en las carteras actualmente. Sobre la crítica temática de la política de los tipos de referencia una mayoría del 67% del panel de gestoras piensa que el BCE no mantendrá los tipos de interés “más altos por más tiempo” y que los bajará en 2024. En el caso de los tipos norteamericanos y la Reserva Federal la opinión es similar pero no tan mayoritaria. **La cuestión de la inversión en “High Yield” son minoría los que piensan aumentar su inversión en este segmento de la renta fija en los próximos meses,** lo que es consistente con su opinión sobre su valoración de los diferenciales, que para un 83% de las gestoras no están actualmente bien pagados.



**Johann Ple**

Gestor de cartera de renta fija en AXA Investment Managers

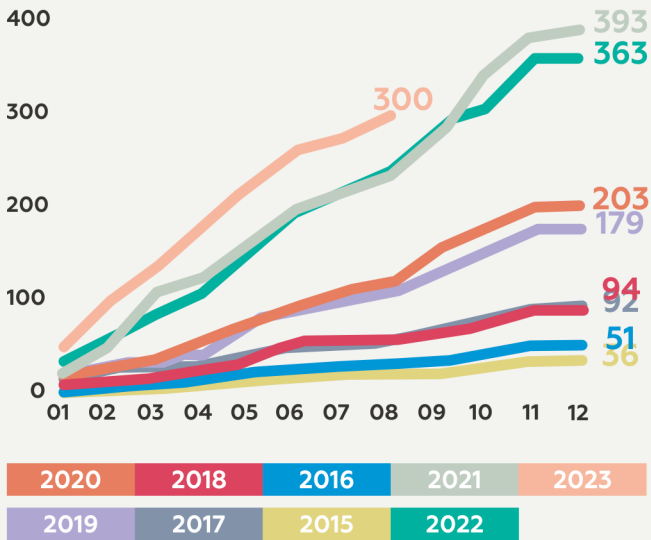
## Cómo integrar los bonos verdes en una asignación global

- Los bonos verdes siguen siendo uno de los instrumentos más adecuados para obtener beneficios medioambientales al tiempo que se accede a un universo global, diversificado y bien equilibrado
- La predisposición de los inversores por esta clase de activos sigue siendo fuerte, pero pueden enfrentarse a un dilema de tracking error.
- Los bonos verdes, combinados con una pequeña asignación a bonos del Tesoro de Estados Unidos, ofrecen potencialmente los beneficios de invertir en bonos verdes a la vez que abordan el dilema del error de seguimiento (tracking error)

El presente documento está destinado exclusivamente a inversores/clientes profesionales, tal como se establece en las definiciones de los artículos 194 y 196 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. Su uso y circulación deben restringirse en consecuencia.

## Gráfico 1

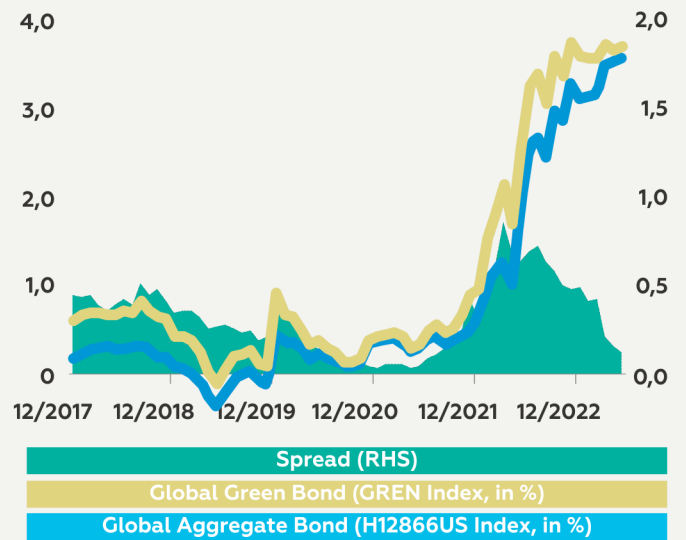
Volume of issuance per year (in USD bn\*)



Fuente: AXA IM, Bloomberg a 31 de agosto de 2023

## Gráfico 2

Euro Hedged Yield



Fuente: AXA IM, Bloomberg a 31 de agosto de 2023

### Crecimiento del mercado de bonos verdes y oportunidades

En los últimos años, el mercado de bonos verdes ha pasado de ser un nicho a convertirse en una alternativa creíble al mercado de bonos convencionales. En lo que va de año, la emisión de bonos verdes ha superado en un 25% los anteriores niveles récord alcanzados en 2022 y 2021<sup>1</sup> gracias a la continua diversificación del sector crediticio y al aumento de las emisiones de deuda pública. Históricamente, los inversores se han sentido atraídos por esta clase de activos ante las ventajas de una mayor transparencia, la posibilidad de hacer un seguimiento de los proyectos financiados, evaluar su beneficio medioambiental y medirlo con KPI claros. Ahora, esta tendencia de elevados niveles de emisión permite a los bonos verdes ofrecer a los inversores un universo global y diversificado de más de 1,4 billones de dólares con más de 700 emisores.

<sup>1</sup> Fuente: AXA IM, Bloomberg a 31 de agosto de 2023. Los niveles de emisión alcanzaron los 300.000 millones de dólares

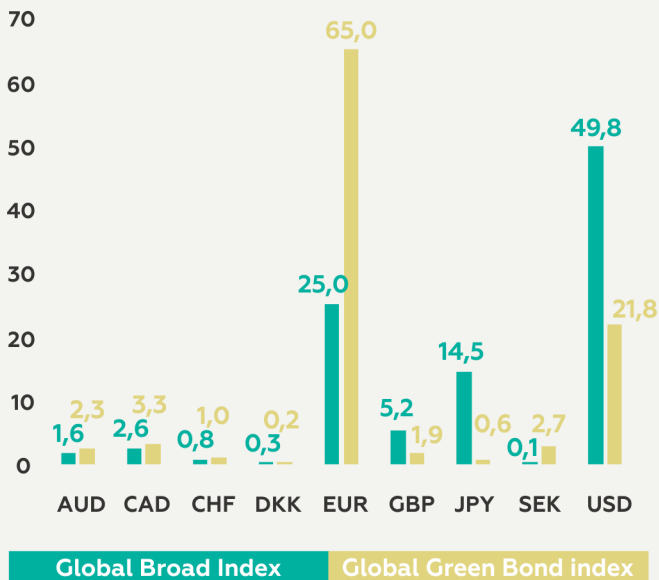
### Fuerte apetito de los inversores

Los inversores institucionales fueron los primeros en captar el potencial del instrumento en un contexto de creciente concienciación sobre los riesgos del cambio climático, mayor demanda de transparencia y escrutinio normativo. Sin embargo, los bonos verdes no tardaron en conquistar también a los inversores mayoristas y minoristas, que buscaban soluciones de inversión sostenibles y creíbles. Mientras los tipos alcanzan máximos plurianuales, los bonos verdes también ofrecen ahora la posibilidad de captar niveles de rendimiento atractivos y un repunte decente en comparación con el universo convencional, en un momento en el que los bancos centrales están alcanzando sus tipos máximos.

Sin embargo, si bien algunos inversores tienen la flexibilidad de construir una asignación personalizada en la que los bonos verdes encajen perfectamente, muchos siguen gestionando asignaciones estratégicas de activos basadas en índices de referencia convencionales y se enfrentan al dilema del error de seguimiento.

### Gráfico 3

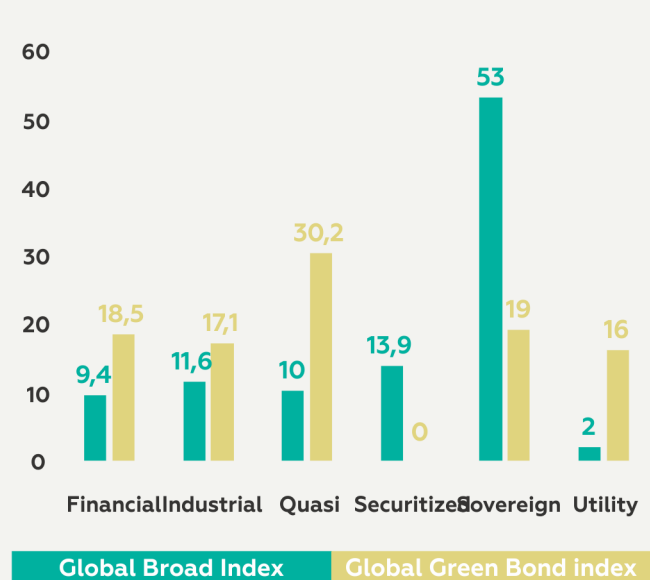
Currency Breakdown (%)



Fuente: AXA IM, Bloomberg a 31 de agosto de 2023

### Gráfico 4

Sector Breakdown (%)



Fuente: AXA IM, Bloomberg a 31 de agosto de 2023

## El dilema del error de seguimiento (tracking error)

Aunque el mercado de bonos verdes puede haber convergido hacia el mercado de bonos convencionales en lo que respecta a la duración media o las calificaciones, persisten algunas diferencias. El universo de los bonos verdes está más concentrado en las divisas euro y dólar, y ofrece una mayor exposición a las deudas crediticias que el mercado convencional.

Estas diferencias implican un tracking error de casi 200 puntos básicos entre un bono verde global y un índice agregado global. Esto no se tradujo históricamente en grandes diferencias de rentabilidad, con una correlación entre los dos universos en los últimos cinco años de alrededor del 91%<sup>2</sup>. Sin embargo, el repunte de la volatilidad de los tipos observado en 2022 ha puesto de relieve que estas diferencias no deben ignorarse a la hora de considerar una asignación de bonos verdes frente a un índice de referencia agregado convencional.

<sup>2</sup> Fuente: AXA IM a 31 de julio de 2023

## Combinar bonos verdes con bonos del Tesoro de Estados Unidos

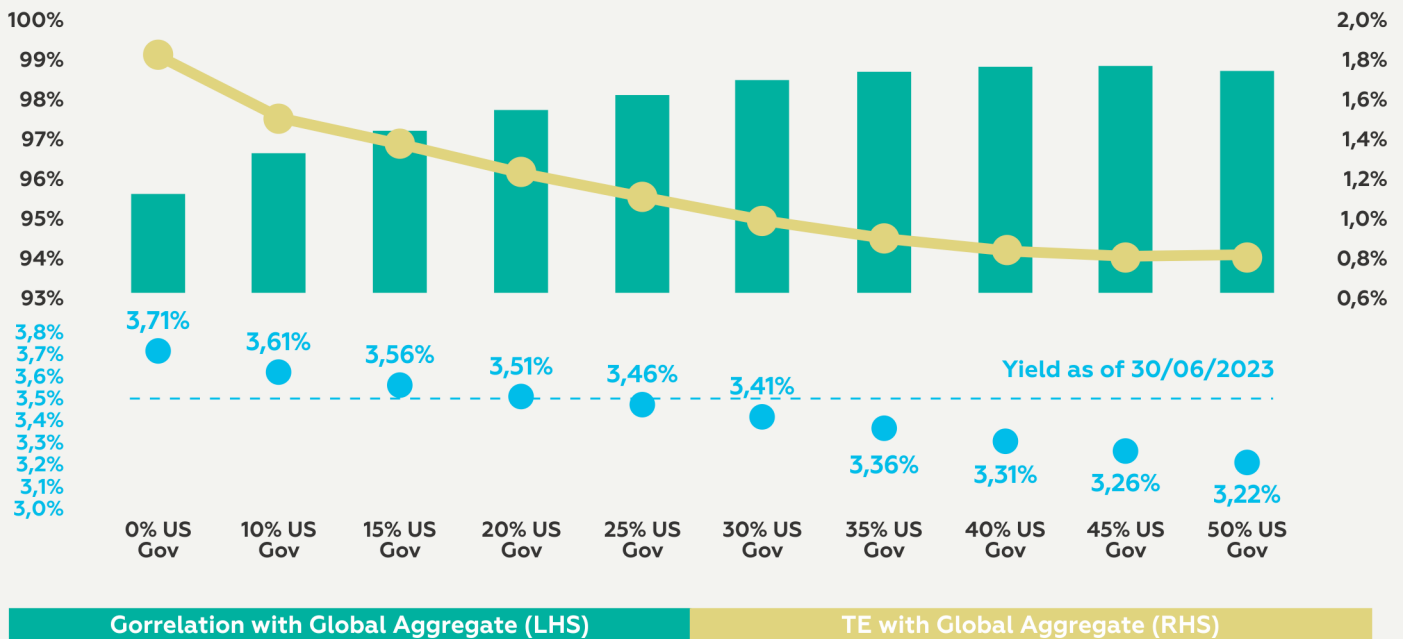
Creemos que hay una forma muy sencilla de realizar asignaciones a bonos verdes al tiempo que se aborda este dilema. Descubrimos que la combinación de bonos verdes con bonos del Tesoro estadounidense debería aumentar la correlación de rendimiento y disminuir el error de seguimiento frente a un universo agregado global. Esta combinación aborda las dos diferencias clave que destacamos entre los bonos verdes y el mercado convencional con un enfoque muy líquido y de bajo coste.

**«EL UNIVERSO DE LOS BONOS VERDES ESTÁ MÁS CONCENTRADO EN LAS DIVISAS EURO Y DÓLAR».**

Para definir la asignación más óptima, realizamos una serie de carteras que combinaban bonos verdes con hasta un 40% de bonos del Tesoro estadounidense. Los resultados demostraron que con una asignación de hasta el 25% a bonos del Tesoro estadounidense, el



## Gráfico 5



Fuente: AXA IM, Bloomberg a 31 de agosto de 2023

error de seguimiento debería disminuir y la correlación de rentabilidad mejorar, manteniendo al mismo tiempo un nivel de rendimiento superior o similar.

Sin embargo, si se sigue asignando más a los bonos del Tesoro estadounidense, es probable que la correlación alcance un tope antes de descender, y que el error de seguimiento toque suelo.

**«UNA ASIGNACIÓN DEL 75% A BONOS VERDES COMBINADA CON UN 25% A BONOS DEL TESORO ESTADOUNIDENSE SERÍA UNA FORMA POTENCIALMENTE ÓPTIMA DE OBTENER EXPOSICIÓN A LOS BONOS VERDES.»**

Creemos que una asignación del 75% a bonos verdes combinada con un 25% a bonos del Tesoro estadounidense sería una forma potencialmente óptima de obtener exposición a los bonos verdes, minimizar el error de seguimiento, maximizar la correlación y preservar el rendimiento de la asignación resultante. De hecho, estas combinaciones deberían ofrecer una correlación del 98% con un universo global agregado (frente al 91% de los bonos verdes por sí solos) con

un error de seguimiento del 1% (la mitad de lo que presentaba el universo de bonos verdes).

### Mirar al futuro

El mercado de bonos verdes es cada vez más dinámico y debería seguir ofreciendo interesantes oportunidades de inversión en el futuro. Las ventajas de la transparencia, la mensurabilidad y los rendimientos competitivos tanto en términos absolutos como relativos hacen que este universo bien equilibrado resulte especialmente interesante para los inversores que buscan valoraciones atractivas y una solución sostenible creíble. Tanto si optan por un enfoque personalizado del universo de los bonos verdes como por una estrategia combinada, creemos que los inversores pueden aprovechar el universo con enfoques innovadores a la par que sencillos.



Este documento tiene fines informativos y su contenido no constituye asesoramiento financiero sobre instrumentos financieros de conformidad con la MiFID (Directiva 2014/65 / UE), recomendación, oferta o solicitud para comprar o vender instrumentos financieros o participación en estrategias comerciales por AXA Investment Managers Paris, S.A. o sus filiales.

Las opiniones, estimaciones y previsiones aquí incluidas son el resultado de análisis subjetivos y pueden ser modificados sin previo aviso. No hay garantía de que los pronósticos se materialicen.

La información sobre terceros se proporciona únicamente con fines informativos. Los datos, análisis, previsiones y demás información contenida en este documento se proporcionan sobre la base de la información que conocemos en el momento de su elaboración. Aunque se han tomado todas las precauciones posibles, no se ofrece ninguna garantía (ni AXA Investment Managers Paris, S.A. asume ninguna responsabilidad) en cuanto a la precisión, la fiabilidad presente y futura o la integridad de la información contenida en este documento. La decisión de confiar en la información presentada aquí queda a discreción del destinatario. Antes de invertir, es una buena práctica ponerse en contacto con su asesor de confianza para identificar las soluciones más adecuadas a sus necesidades de inversión. La inversión en cualquier fondo gestionado o distribuido por AXA Investment Managers Paris, S.A. o sus empresas filiales se acepta únicamente si proviene de inversores que cumplan con los requisitos de conformidad con el folleto y documentación legal relacionada.

Usted asume el riesgo de la utilización de la información incluida en este documento. La información incluida en este documento se pone a disposición exclusiva del destinatario para su uso interno, quedando terminantemente prohibida cualquier distribución o reproducción, parcial o completa por cualquier medio de este material sin el consentimiento previo por escrito de AXA Investment Managers Paris, S.A.

La información aquí contenida está dirigida exclusivamente a inversores/clientes profesionales, tal como se establece en las definiciones de los artículos 194 y 196 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

Queda prohibida cualquier reproducción, total o parcial, de la información contenida en este documento.

Por AXA Investment Managers Paris, S.A., sociedad de derecho francés con domicilio social en Tour Majunga, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux, inscrita en el Registro Mercantil de Nanterre con el número 393 051 826. En otras jurisdicciones, el documento es publicado por sociedades filiales y/o sucursales de AXA Investment Managers Paris, S.A. en sus respectivos países.

Este documento ha sido distribuido por AXA Investment Managers Paris, S.A., Sucursal en España, inscrita en el registro de sucursales de sociedades gestoras del EEE de la CNMV con el número 38 y con domicilio en Paseo de la Castellana 93, Planta 6 - 28046 Madrid (Madrid).»

© AXA Investment Managers Paris, S.A. 2023. Todos los derechos reservados.



**MICHAEL COHEN**  
Gestor, Capital Group



**TALHA KHAN**  
Economista político, Capital Group

## Ideas principales

- **El dominio chino del sector de los vehículos eléctricos está teniendo ya ciertas repercusiones en Europa. Las autoridades políticas y las entidades de regulación europeas trabajan para proteger de la mejor manera posible su industria automovilística, tradicionalmente fuerte en la región.**
- **Europa se encuentra en una clara situación de desventaja en lo que se refiere a los costes, y será necesario un elevado nivel de inversión para alcanzar a los fabricantes chinos de vehículos eléctricos.**

## PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN

# ¿Quién ganará la carrera de los vehículos eléctricos?

En el pasado, la visita al Salón Internacional del Automóvil que se celebra en Alemania nos ofrecía la posibilidad de admirar el último modelo de Mercedes-Benz, Volkswagen o incluso Bentley. Este año, ya no. Se puede intuir que se acerca el futuro de los vehículos eléctricos. En este sentido, se plantean dos interrogantes fundamentales: ¿estarán interesados los consumidores europeos en comprar vehículos eléctricos (VE) chinos? ¿Bajarán los precios los fabricantes chinos para hacerse con cuota de mercado?

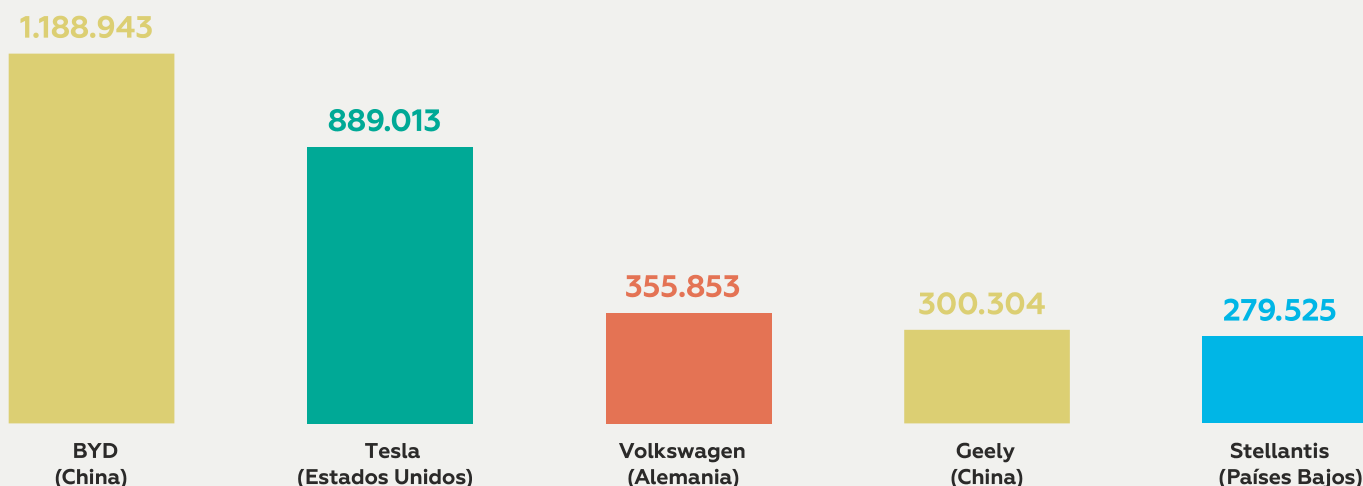
En lo que va de año, China ha superado a Japón como principal exportador de automóviles en todo el mundo, algo que era inimaginable hace diez años. Algunos de los principales fabricantes chinos de vehículos eléctricos están comenzando a introducirse en el mercado europeo, lo que supone una primera toma de contacto con la demanda de vehículos eléctricos chinos en los mercados desarrollados.

Esta actuación está teniendo ya ciertas repercusiones en Europa, donde las autoridades políticas y las entidades de regulación trabajan para proteger de la mejor manera posible su industria automovilística, tradicionalmente fuerte en la región. Aún es pronto para saber cómo va a evolucionar la situación, pero parece evidente que cambiará la dinámica operativa de los fabricantes europeos, así como la valoración de sus actividades por parte de los inversores.

## Gráfico 1

Las marcas chinas de vehículos eléctricos están entre las principales del mundo por volumen de ventas

Unidades de VE vendidas hasta junio de 2023



Información a 30 junio 2023. Fuente: Bloomberg

A partir de las conversaciones que hemos mantenido con algunos responsables del sector y directivos de las compañías durante nuestra última visita a Múnich, ofrecemos algunas de las consecuencias de la situación actual, a las que estamos prestando especial atención.

### China cuenta con la tecnología para competir a escala mundial

Cada vez resulta más evidente que China se ha situado en primera posición para dominar la tecnología de baterías y de producción de vehículos eléctricos. El país dio un fuerte impulso al desarrollo de vehículos eléctricos en 2009 y en la actualidad representa en torno al 60% de la producción mundial de este tipo de vehículos. Esta ventaja conseguida por China al haberse adelantado al resto de países se ha visto también impulsada por el fuerte respaldo financiero del gobierno, hasta el punto de que algunos de nuestros analistas señalan que los fabricantes europeos de automóviles llevan tres años de retraso con respecto a China y Tesla en sus líneas de producción de vehículos eléctricos.

El dominio del sector por parte de China también nos muestra cómo ha avanzado el país en la curva tecnológica y cómo es posible crecer a gran escala cuando el gobierno y las compañías unen sus fuerzas y se centran en un sector determinado. La reducción de los costes laborales, los avances en el desarrollo de software y la abundancia de minerales clave para las baterías de vehículos eléctricos ofrecen a los fabricantes chinos una ventaja competitiva. Por ejemplo, tienen más capacidad para construir plataformas de vehículos integradas en su propio país, en lugar de depender de proveedores extranjeros.

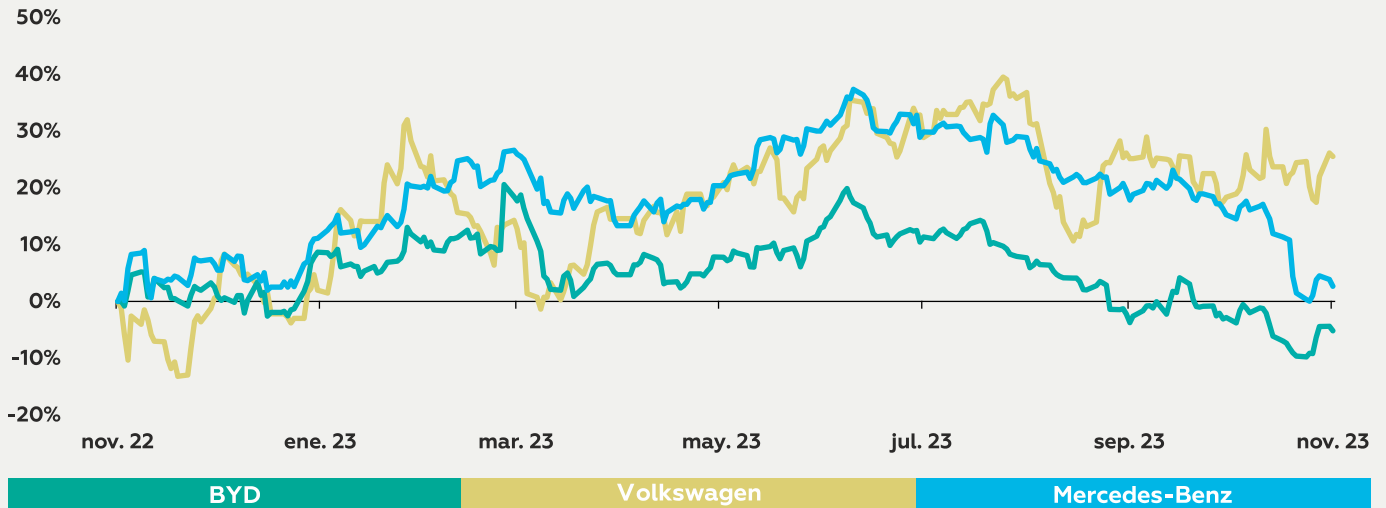
**«LA REDUCCIÓN DE LOS COSTES LABORALES, LOS AVANCES EN EL DESARROLLO DE SOFTWARE Y LA ABUNDANCIA DE MINERALES CLAVE PARA LAS BATERÍAS DE VEHÍCULOS ELÉCTRICOS OFRECEN A LOS FABRICANTES CHINOS UNA VENTAJA COMPETITIVA».**

También parece cada vez más evidente que los fabricantes europeos están en desventaja con respecto a China, al menos por el momento. Algunas marcas chinas como BYD, Li Auto y XPeng han visto incrementada su popularidad, no solo entre los consumidores nacionales, sino también en varios mercados europeos y asiáticos.

## Gráfico 2

Los fabricantes de automóviles alemanes se han visto superados por la compañía china BYD

Rentabilidad total acumulada (%)



Datos del 7 noviembre 2022 al 7 noviembre 2023. Las rentabilidades obtenidas en el pasado no garantizan rentabilidades futuras

En los últimos dos años, las compañías chinas han destacado en el diseño de sus modelos y en el software de información y entretenimiento que ofrecen a sus clientes nacionales. Los automóviles incorporan mucha tecnología: el 80% están equipados con tecnología LiDAR (Light Detection and Ranging), que mide la distancia entre varios puntos de referencia. En Europa, este sistema únicamente se incorporará a los vehículos de alta gama. Los sistemas de información y entretenimiento, que constituyen básicamente el cuadro de mandos del vehículo, también están más avanzados. Algunos coches parecen un cine con ruedas.

### Complicado entorno geopolítico para los reguladores europeos

Europa está tomando medidas para tratar de proteger su industria automovilística, que es una de las que contribuye en mayor medida al empleo y al crecimiento económico de la región. El pasado mes de septiembre, la Comisión Europea inició una investigación sobre las importaciones de vehículos eléctricos procedentes de China. Entre otras cuestiones, se estudia si los fabricantes chinos se están beneficiando de subvenciones públicas.

En nuestra opinión, la Unión Europea (UE) se está dando cuenta del gran desafío que supone su dependencia de China. En un entorno de aumento del riesgo geopolítico, es probable que la UE desee evitar una situación similar a la que se dio cuando Rusia invadió Ucrania, momento en el que se puso de manifiesto la excesiva dependencia de la energía rusa. También pensamos que la UE aún sufre las consecuencias de la retirada de los paneles solares que se produjo hace más de diez años, una medida que favoreció que los fabricantes chinos se hicieran con una parte importante del mercado mundial.

La comisión tendrá que sopesar en su justa medida los intereses de sus principales estados miembros, es decir, de Francia y Alemania, los dos países con más intereses directos en el sector.

Por el momento, el gobierno francés ha optado por una postura más dura, ya que los vehículos eléctricos chinos podrían afectar al mercado europeo de venta de automóviles de precio medio-bajo, que constituye el mercado principal de los fabricantes franceses. Además, no tienen mucha presencia en el mercado chino, así que no tienen mucho que perder.

En el caso de Alemania es diferente, porque los fabricantes del país sí están muy presentes en China, aunque han ido perdiendo cuota de mercado de manera gradual en los últimos años.

Por otro lado, entre los miembros de la UE, Hungría ha sido el país que ha mostrado un mayor respaldo a China. Algunas compañías chinas como CATL, BYD y Nio han utilizado Hungría como plataforma de lanzamiento hacia la UE. La propia Alemania ha acogido con satisfacción la inversión en la producción de baterías por parte de Gotion, socio chino de Volkswagen.

Por lo tanto, pensamos que la Comisión Europea podría optar por descartar un aumento inmediato de los aranceles sobre vehículos eléctricos chinos y centrarse en favorecer la localización de las cadenas de suministro de vehículos eléctricos. Europa y China mantienen otros importantes vínculos comerciales más allá de los automóviles, por lo que es probable que la Comisión prefiera evitar represalias futuras por parte del gobierno chino. En la actualidad, las importaciones chinas de vehículos eléctricos a la UE están sujetas a un arancel del 10%, mientras que las importaciones a China de vehículos fabricados en Europa soportan aranceles entre el 15% y el 25%, en función del modelo.

**«LA UE SE HA COMPROMETIDO A PONER FIN A LA PRODUCCIÓN DE TODOS LOS VEHÍCULOS CON MOTOR DE COMBUSTIÓN INTERNA PARA 2030».**

También podría ocurrir algo parecido a la limitación voluntaria de exportaciones que puso en marcha Japón a principios de la década de 1980, que favoreció un acuerdo que permitía la recuperación de la industria en Estados Unidos. En aquella época, la recesión de la economía estadounidense estaba afectando a la demanda en un momento en el que Japón mejoraba la eficiencia de su producción. Esta situación provocó despidos en las compañías estadounidenses del sector y se convirtió en un problema político, ya que Estados Unidos intentaba frenar el dominio japonés de la industria automovilística.



Por otro lado, la UE se ha comprometido a poner fin a la producción de todos los vehículos con motor de combustión interna para 2030. No se ha hablado mucho sobre la posibilidad de retrasar la fecha límite, pero no es algo que descartemos, ya que la fecha actual podría crear una gran dependencia de vehículos eléctricos. Todo dependerá del resultado del procedimiento antisubvenciones de la Comisión.

## Reacción de los fabricantes de automóviles europeos

Los grandes fabricantes de automóviles europeos se enfrentan al contexto empresarial más complicado de su historia. Se encuentran en una clara situación de desventaja en lo que se refiere a los costes, y será necesario un elevado nivel de inversión para alcanzar a los fabricantes chinos de vehículos eléctricos y a Tesla, el gran fabricante estadounidense de vehículos eléctricos de lujo.



Las valoraciones actuales de los grandes fabricantes europeos no reflejan un futuro demasiado esperanzador. Muchos de ellos cotizan a menos de cuatro veces los beneficios previstos para los próximos doce meses, según las estimaciones de consenso recogidas por FactSet a 8 noviembre 2023.

Los fabricantes de automóviles han comenzado a tomar medidas al respecto. Volkswagen tiene previsto invertir más de 180.000 millones de euros en los próximos cinco años en el desarrollo de su estrategia de vehículos eléctricos, Mercedes-Benz ha presupuestado más de 40.000 millones de euros para estos vehículos de aquí a 2030 y BMW y Stellantis también han anunciado importantes inversiones.

En nuestra opinión, los fabricantes alemanes de vehículos de alta gama BMW, Mercedes-Benz y Porsche parecen estar mejor posicionados para competir con éxito en el sector de los vehículos eléctricos. Mercedes, por ejemplo, ha presentado una atractiva gama de vehículos eléctricos de nueva generación que saldrá de las cadenas de montaje en los próximos dos o tres años.

Es probable que, tal y como ha ocurrido en otras ocasiones, las compañías decidan unir sus fuerzas en aquellos segmentos en los que son conscientes de que no pueden competir. Estas alianzas resultan especialmente probables entre compañías chinas y europeas. Recientemente, la compañía china de vehículos eléctricos Xpeng firmó un acuerdo con Volkswagen para aprovechar la tecnología y las cadenas de suministro. Stellantis ha invertido 1.500 millones de euros en la compra del 20% de Leapmotor, fabricante chino de vehículos eléctricos.

Los fabricantes de menor tamaño se ven más limitados por sus presupuestos y podrían optar por la creación de compañías conjuntas. El fabricante francés Renault podría convertirse en una excepción. Ha creado una nueva unidad de vehículos eléctricos y ya está cosechando éxitos con su modelo Megane E-Tech. Tiene previsto fabricar sus vehículos eléctricos en el norte de Francia y prevé que la automatización reduzca hasta un 40% los costes de producción. Al igual que otros fabricantes, Renault ha trasladado parte de la producción de sus vehículos tradicionales de gasolina a otras regiones, como la India, con el fin de reducir su estructura de costes.

### Aún es pronto para saber quién dominará el mercado

Las medidas destinadas a reducir la dependencia de los motores de combustión tradicionales, el auge de la innovación en el software y la tecnología de baterías de los vehículos eléctricos y la necesidad de alcanzar unos costes laborales que resulten competitivos están dificultando la inversión en el sector automovilístico. Los problemas de demanda a corto plazo y la incertidumbre económica han llevado a algunos fabricantes a rebajar sus optimistas perspectivas sobre los vehículos eléctricos. En la comunicación de beneficios del tercer trimestre, la compañía estadounidense Ford Motor anunció la retirada de su objetivo de producir 400.000 vehículos eléctricos para mediados de 2024. Por su parte, Tesla expresó su preocupación sobre los elevados tipos de interés y los precios de los vehículos eléctricos.



**Michael Cohen** es gestor de renta variable y cuenta con 32 años de experiencia en el sector. Tiene un MBA por la London Business School y está licenciado en contabilidad y economía por la Universidad de Tel Aviv.

**Talha Khan** es economista político en Capital Group, y cubre la eurozona y otras cuestiones políticas más amplias. Cuenta con 14 años de experiencia en el sector. Es licenciado en Ciencias Políticas y Económicas por Macalester College y tiene un máster en Economía Política Internacional por la London School of Economics and Political Science.

A pesar de los avances iniciales de China, muchos de sus fabricantes de automóviles pierden dinero. La urgencia por reducir los costes y los precios podría obligar a algunos de los fabricantes de vehículos eléctricos menos capitalizados a salir del mercado, y también es posible que asistamos a una oleada de consolidaciones.

Mientras tanto, pensamos que sería un error descartar a los fabricantes europeos. Las reducidas valoraciones y los avances tecnológicos podrían ofrecer una vía de acceso atractiva a los inversores. Estas compañías cuentan con un largo y glorioso legado sobre el que seguir creciendo. Ya han pasado por esto antes, ya han tenido que hacer frente a la competencia de los fabricantes japoneses de automóviles.

Los consumidores europeos son exigentes; históricamente, se han decantado por los fabricantes de la región, incluso a precios ligeramente más altos. No obstante, el dominio mundial de las marcas europeas, especialmente en el segmento del lujo, podría llegar a su fin a medida que los vehículos eléctricos vayan sustituyendo de manera gradual a los automóviles tradicionales con motor de combustión o tecnología híbrida.

Las declaraciones atribuidas a una persona concreta representan las opiniones de dicha persona en la fecha de la publicación, y no reflejan necesariamente las opiniones de Capital Group o de sus filiales. La información ofrecida no tiene carácter exhaustivo ni se propone ofrecer asesoramiento alguno.

Este documento, emitido por Capital International Management Company Sàrl («CIMC»), 37A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburgo, se distribuye con fines exclusivamente informativos. CIMC está regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier («CSSF», organismo de supervisión financiera de Luxemburgo) y es una filial de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group) y también sujeta a la correspondiente regulación en España a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) a través de su filial en dicho país. Si bien Capital Group ha hecho lo posible por obtener la información de fuentes de terceros consideradas fiables, la compañía no presta afirmación o garantía alguna en relación con su precisión, fiabilidad o integridad. El presente documento no pretende ser exhaustivo ni proporcionar asesoramiento de inversión, fiscal ni de ningún otro tipo.

© 2023 Capital Group.

Todos los derechos reservados. WF4945423 M ES



# ENTIDADES PARTICIPANTES

[POR ORDEN ALFABÉTICO]

- ABANTE
- BANSABADELL VIDA
- BBVA AM
- BESTINVER AM
- CAJA LABORAL PENSIONES
- CASER PENSIONES
- FONDITEL
- GVC GAESCO GESTIÓN
- IBERCAJA PENSIÓN EGFP SA
- MAPFRE VIDA PENSIONES
- MUTUACTIVOS
- RENTA 4 PENSIONES
- RURAL PENSIONES
- SANTA LUCIA VIDA Y PENSIONES
- SANTANDER ASSET MANAGEMENT
- VIDACAIXA

\* Debido a operaciones corporativas, no todas las gestoras pudieron contribuir este semestre a la encuesta y los resultados, en algunos casos, pueden no ser totalmente comparables con semestres anteriores.



# RESULTADOS

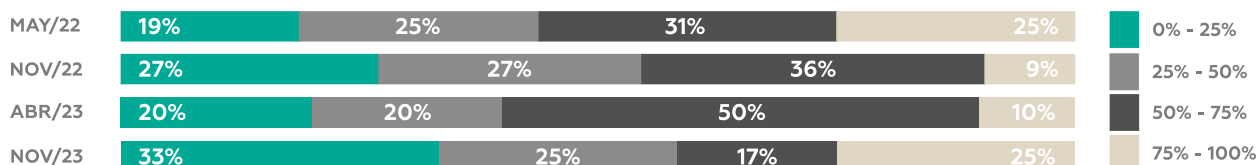
## 1. Pertenece a un grupo bancario



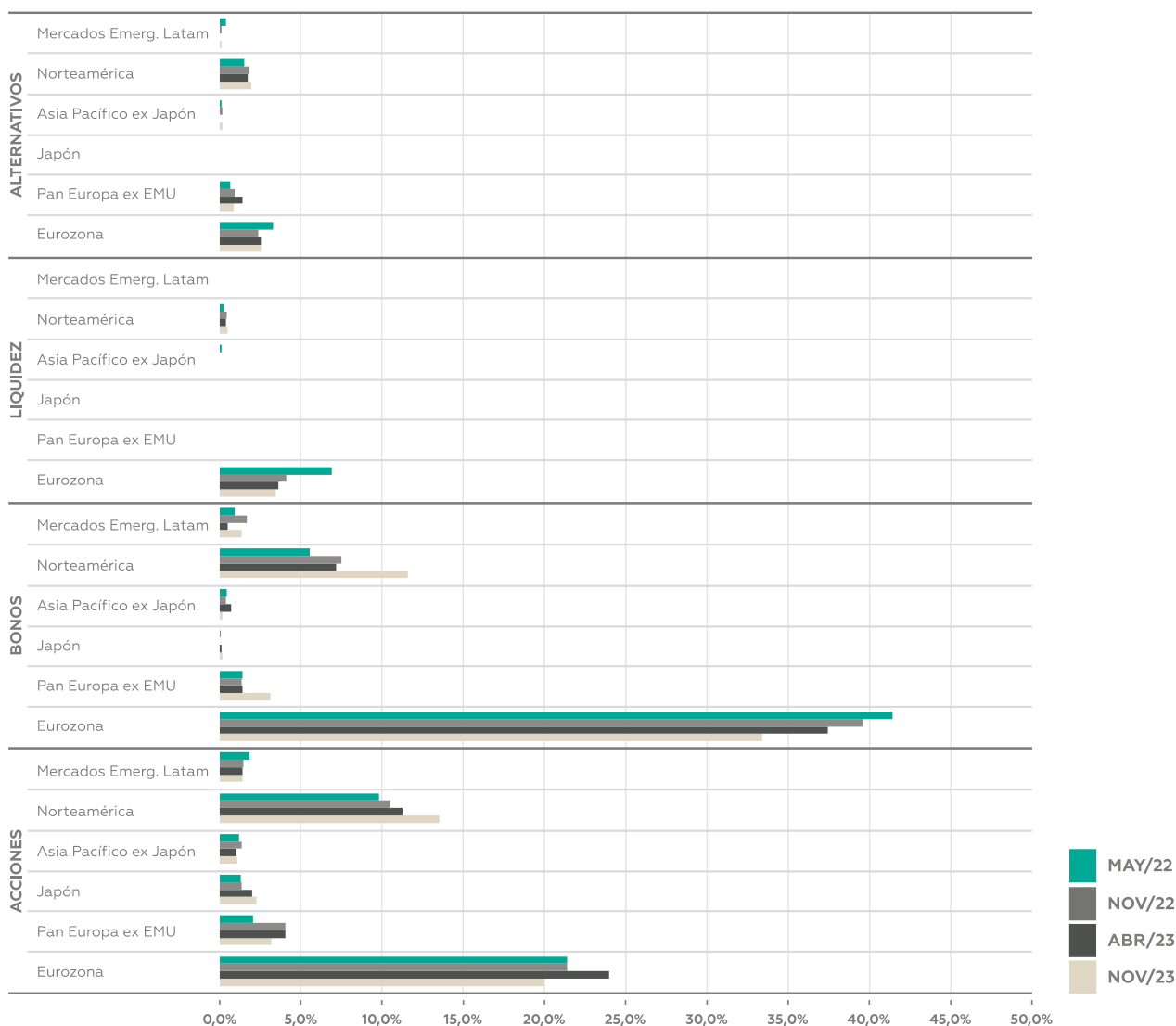
## 2. Activos bajo gestión (en millones de euros)



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



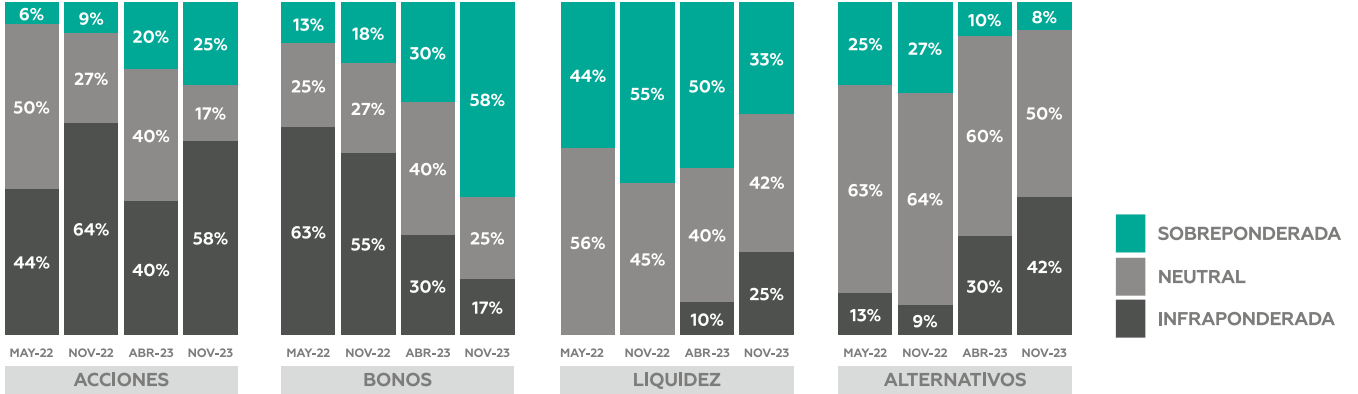
4. En referencia a su cartera equilibrada global, por favor indique para los siguientes tipos de activo la asignación agregada actual (en porcentaje) desglosada para cada una de las áreas geográficas listadas



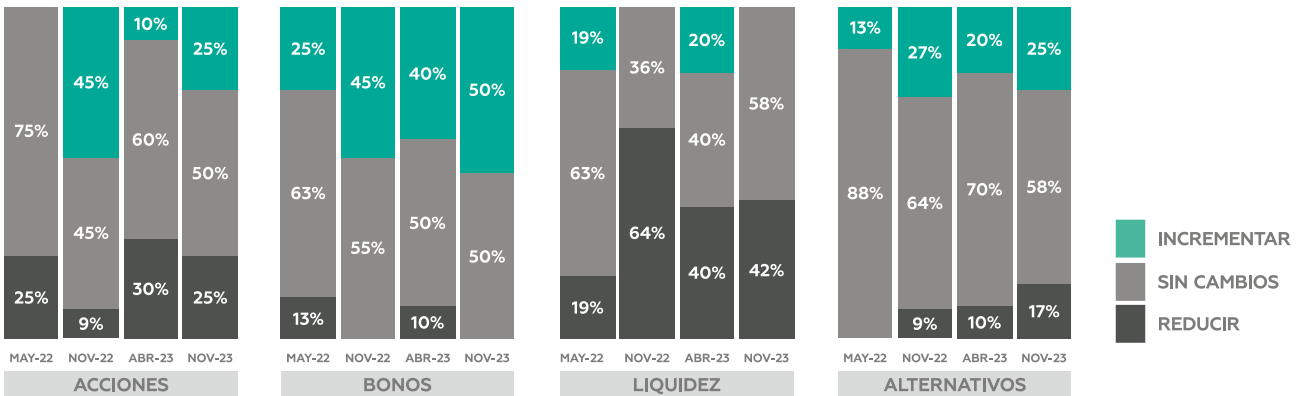
ACTIVO	ÁREA	NOV/23	ABR/23	NOV/22	MAY/22
ACCIONES	Eurozona	19,8%	23,8%	21,3%	21,3%
	Pan Europa ex EMU	3,2%	4,0%	4,0%	2,1%
	Japón	2,3%	2,0%	1,4%	1,3%
	Asia Pacífico ex Japón	1,1%	1,0%	1,4%	1,2%
	Norteamérica	13,4%	11,2%	10,5%	9,8%
	Mercados Emerg. Latam	1,4%	1,4%	1,5%	1,8%
<b>TOTAL ACCIONES</b>		<b>41,2%</b>	<b>43,4%</b>	<b>39,9%</b>	<b>37,4%</b>
BONOS	Eurozona	33,2%	37,2%	39,4%	41,2%
	Pan Europa ex EMU	3,1%	1,4%	1,4%	1,4%
	Japón	0,2%	0,1%	0,0%	0,1%
	Asia Pacífico ex Japón	0,2%	0,7%	0,4%	0,4%
	Norteamérica	11,5%	7,1%	7,5%	5,5%
	Mercados Emerg. Latam	1,3%	0,5%	1,6%	0,9%
<b>TOTAL BONOS</b>		<b>49,4%</b>	<b>47,0%</b>	<b>50,2%</b>	<b>49,5%</b>

ACTIVO	ÁREA	NOV/23	ABR/23	NOV/22	MAY/22
LIQUIDEZ	Eurozona	3,4%	3,6%	4,1%	6,9%
	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%	0,1%
	Norteamérica	0,5%	0,4%	0,5%	0,3%
	Mercados Emerg. Latam	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>TOTAL LIQUIDEZ</b>		<b>3,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>7,3%</b>
ALTERNATIVOS	Eurozona	2,5%	2,5%	2,4%	3,3%
	Pan Europa ex EMU	0,8%	1,4%	0,9%	0,6%
	Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,2%	0,0%	0,2%	0,1%
	Norteamérica	1,9%	1,7%	1,8%	1,5%
	Mercados Emerg. Latam	0,1%	0,0%	0,1%	0,4%
<b>TOTAL ALTERNATIVOS</b>		<b>5,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,9%</b>
<b>TOTAL</b>		<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

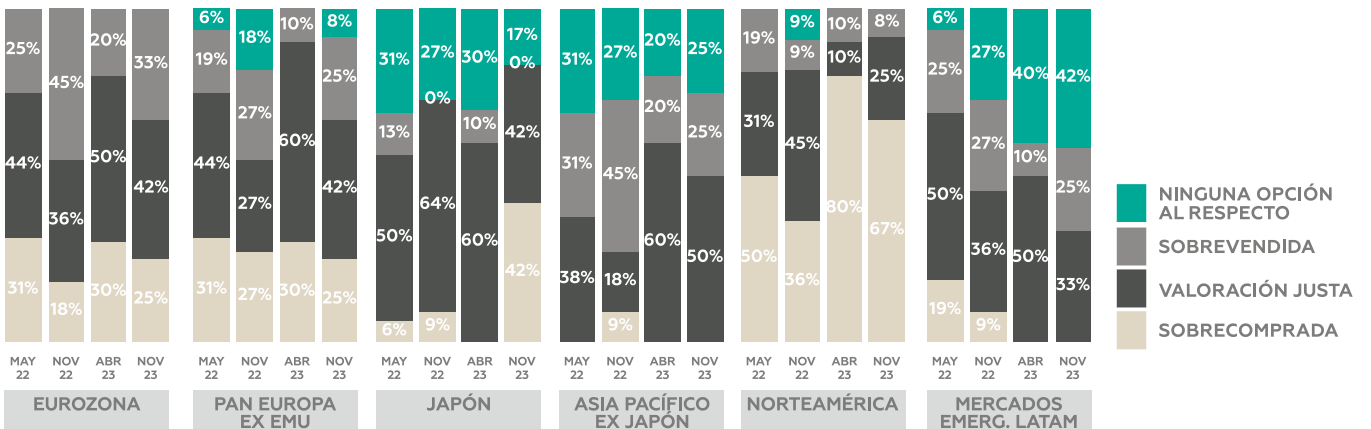
5. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si la exposición de su portafolio esta infraponderada, neutral, o sobreponderada en relación a su benchmark interna



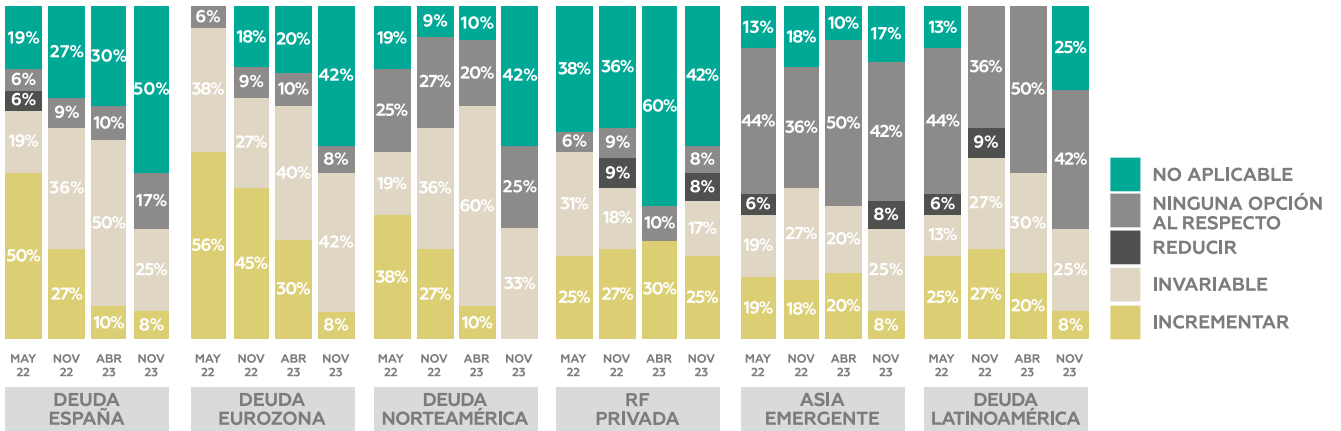
6. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si piensa incrementar, reducir, o dejar sin cambios la exposición de su cartera o portafolio en los próximos tres meses



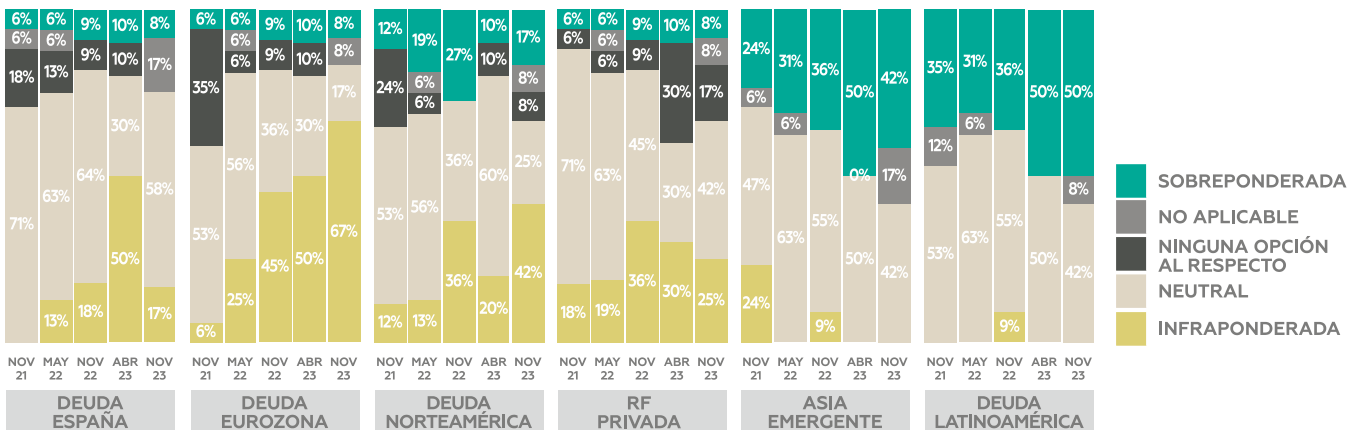
7. Con una óptica de valoración a corto plazo, ¿considera que la renta variable en las siguientes áreas geográficas esta "sobrecomprada", "sobrevendida", o refleja una valoración justa?



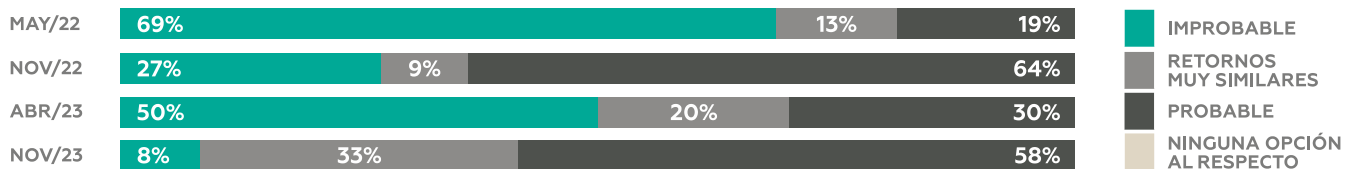
8. Por favor indique para cada una de las siguientes clasificaciones de bonos si considera que la exposición actual de su cartera se encuentra infraponderada, neutral, o sobreponderada relativa a su benchmark interno.



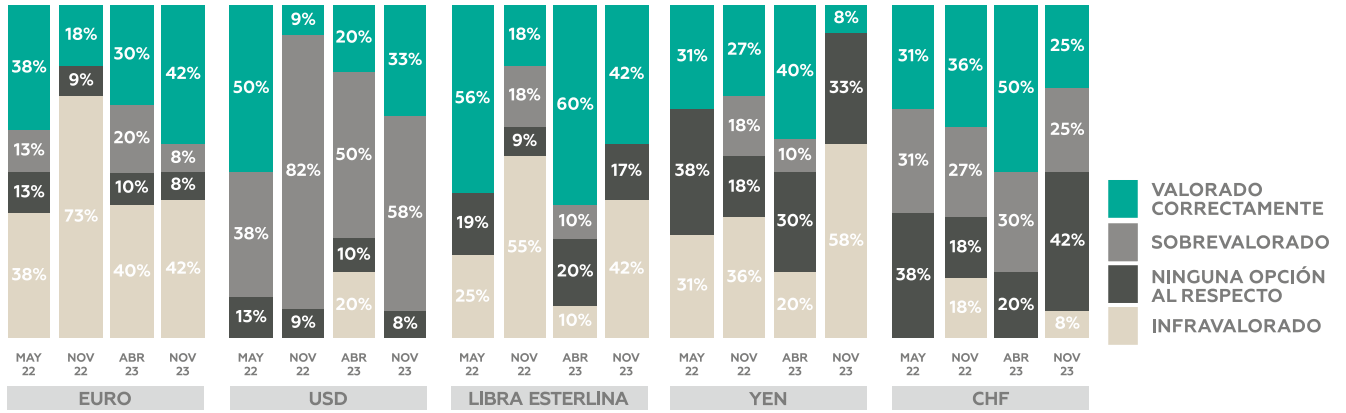
9. Por favor indique para cada una de las siguientes clasificaciones de bonos si tiene la intención de incrementar, reducir, o mantener sin cambios la exposición de su cartera en los próximos tres meses.



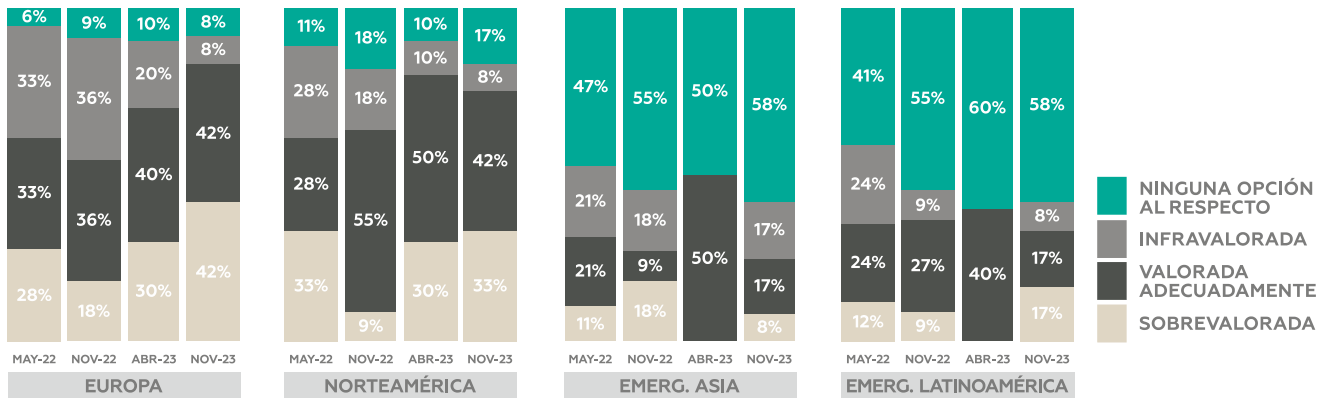
10. Con una óptica de inversión global, ¿cómo de probable piensa que es que los bonos tengan mejores retornos que la renta variable en los doce próximos meses?



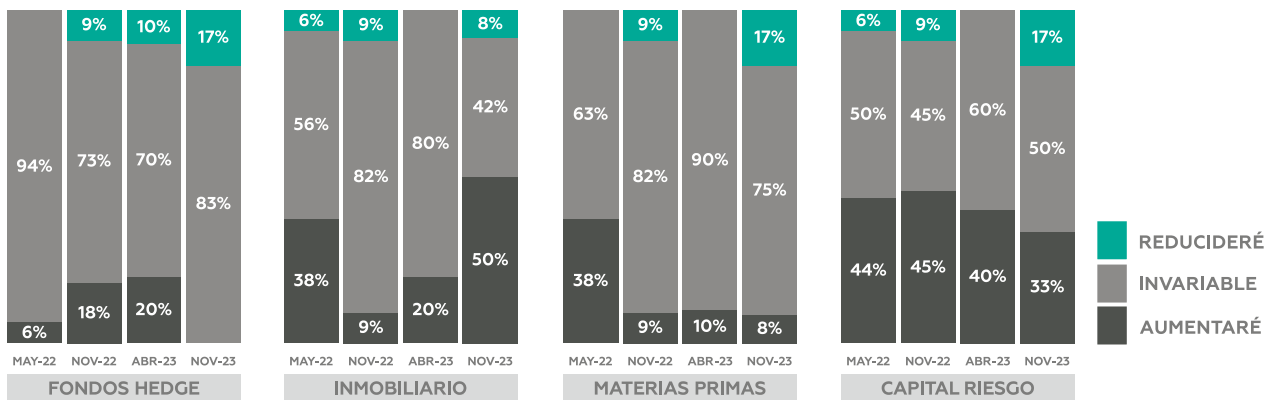
11. Según los fundamentales actuales del mercado y con una perspectiva de valoración global, ¿piensa que cada una de las siguientes monedas esta sobrevalorada, justamente valorada o infravalorada?



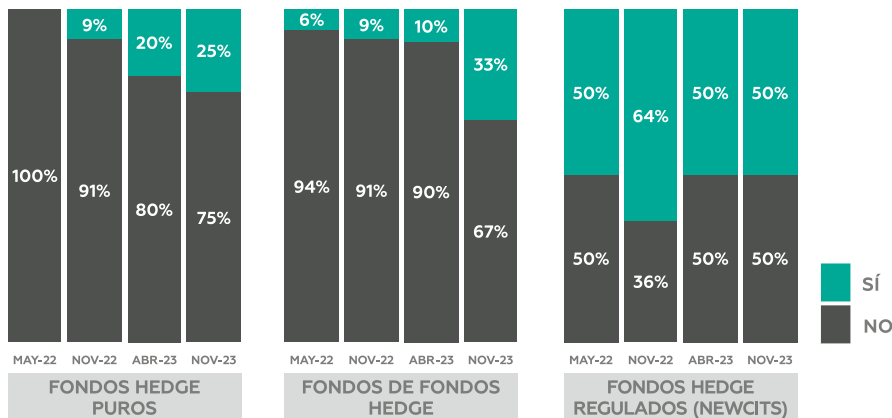
12. Para cada una de las siguientes áreas geográficas, piensa que la valoración relativa (en términos de "spread" o diferencial) de la renta fija privada con respecto a la deuda pública esta actualmente:



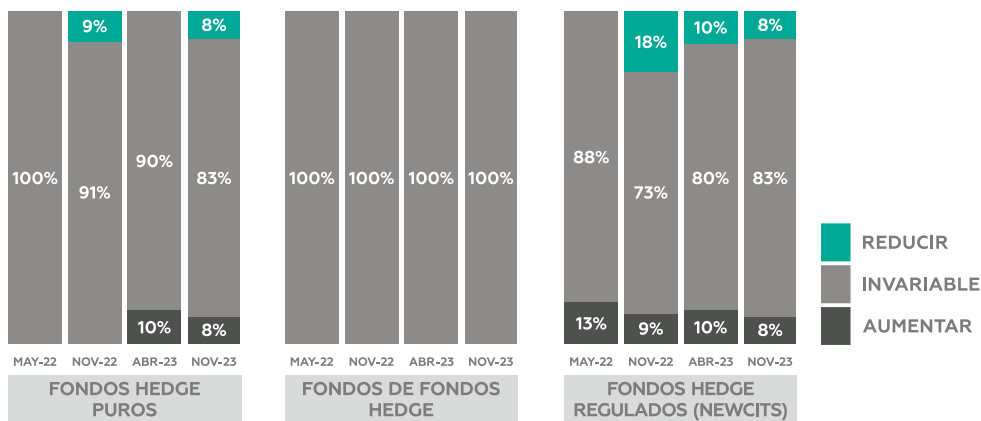
13. A un año vista piensa que aumentará o reducirá su inversión en activos alternativos



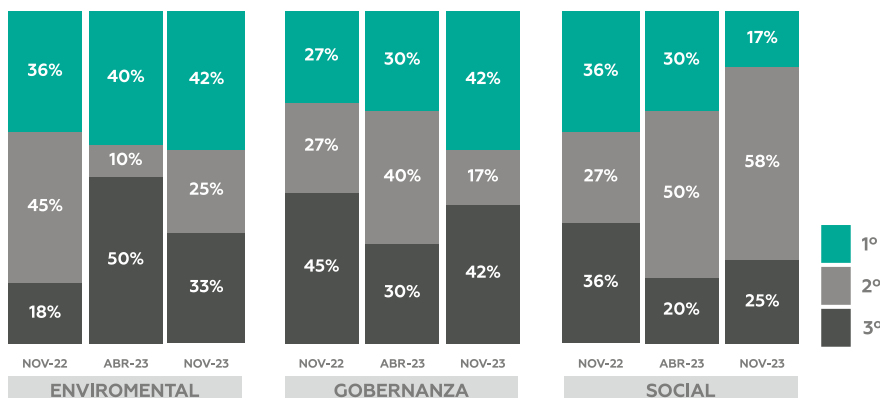
14. En lo que respecta a fondos de inversión alternativa indique si tiene actualmente posiciones en



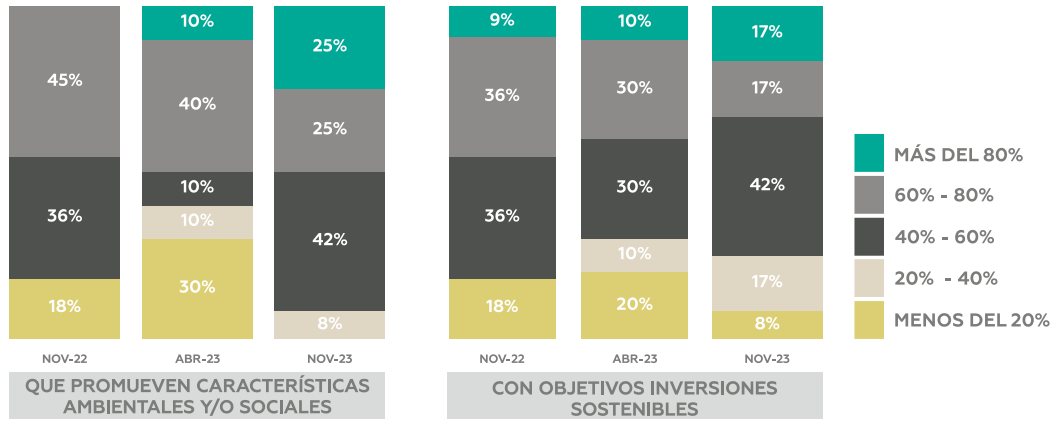
15. En lo que respecta a fondos de inversión alternativa indique si piensa aumentar, reducir o mantener estable su exposición en los próximos doce meses.



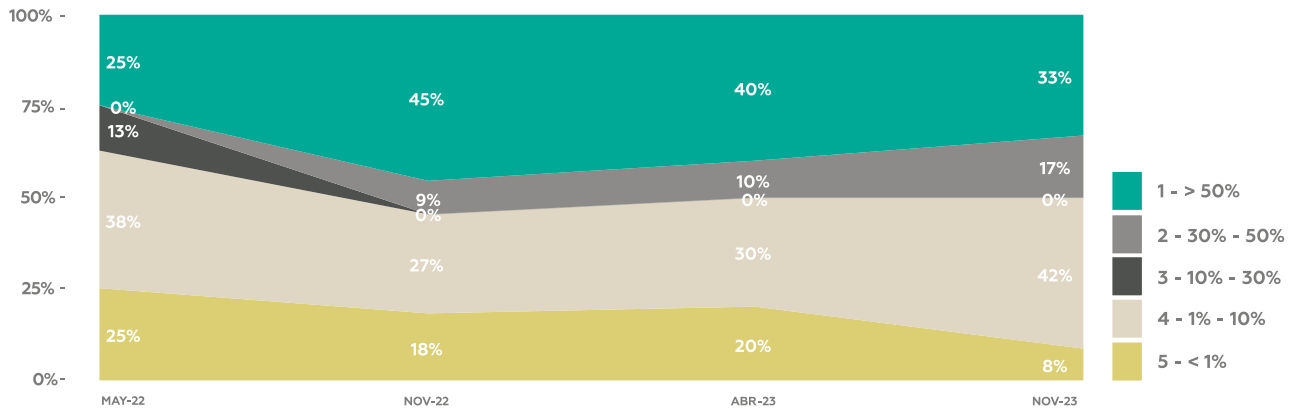
16. Indique por orden de importancia que le da a cada componente de E-S-G en su estrategia de inversión, siendo 1 el más importante.



17. Actualmente y con la información disponible, qué minino commitment necesita de un Fondo para integrarlo en productos con enfoque ESG.



18. ¿Cuál es el porcentaje de su cartera actualmente delegado a gestores/fondos externos versus inversión directa?



19. ¿Piensa que aumentará, disminuirá o mantendrá invariable su inversión en gestores/fondos externos en los próximos doce meses?



20. ¿Usa gestión pasiva (a través de ETFs, fondos índice, futuros) en la gestión de sus fondos?





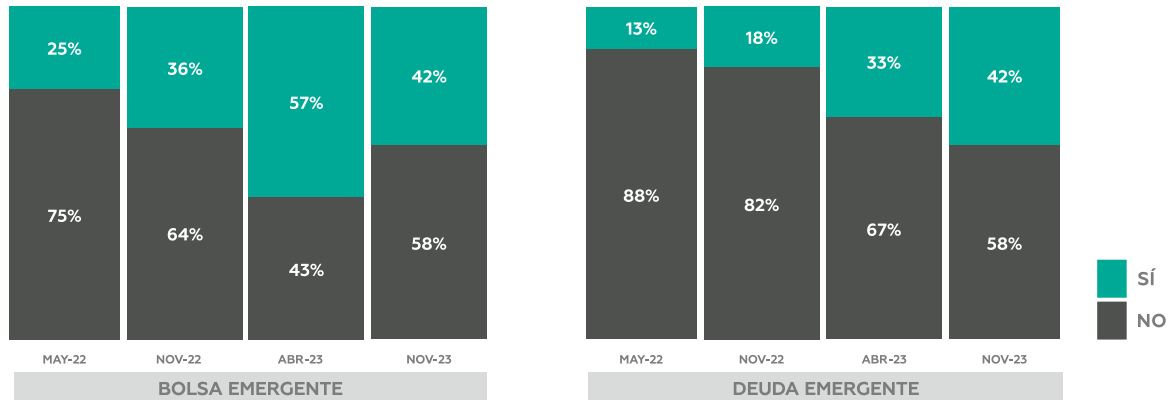
**21.** ¿Usa fondos cotizados en la gestión de sus fondos de pensiones?



**22.** ¿Espera hacer mayor uso de ETFs en este semestre que en el pasado?



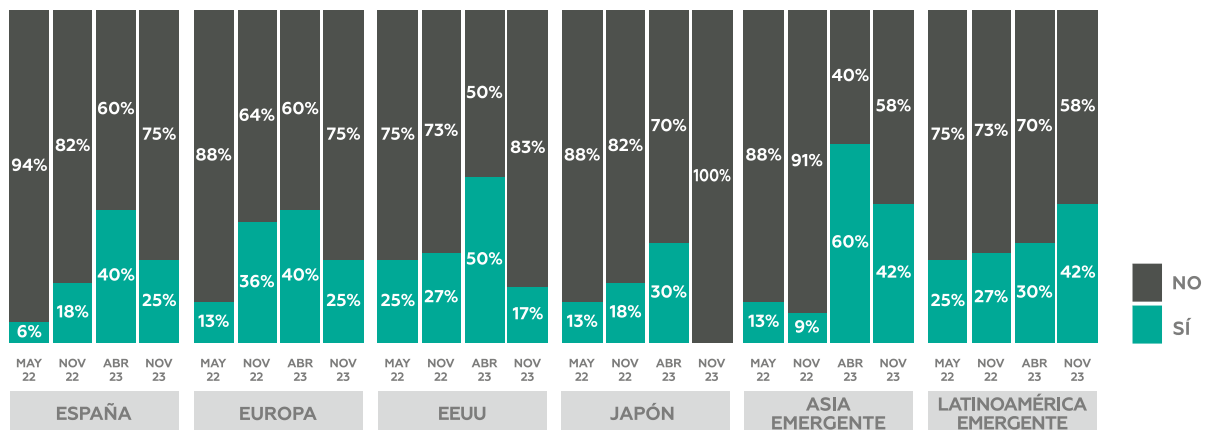
**23.** Desde un punto de vista de asignación de activos estratégica piensa que va a aumentar su exposición a activos emergentes en el próximo año.



**24.** Su apetito para la toma de mayores riesgos, con respecto al semestre pasado ha



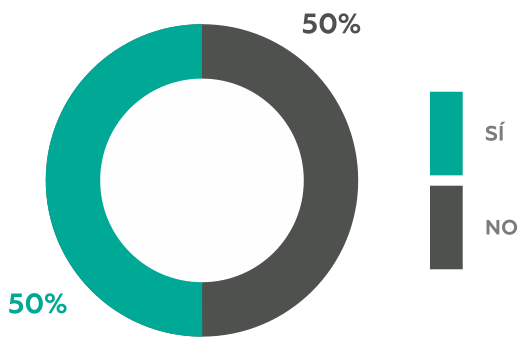
**25.** ¿Es más optimista que el semestre pasado sobre la evolución de la economía en:



# PREGUNTAS DEL SEMESTRE

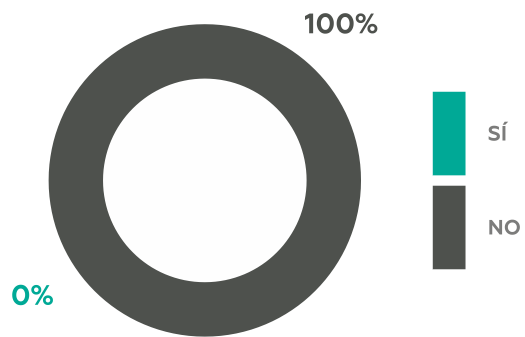
## #1

¿Planea aumentar el número de planes de pensiones calificados como artículo 8 en el próximo año?



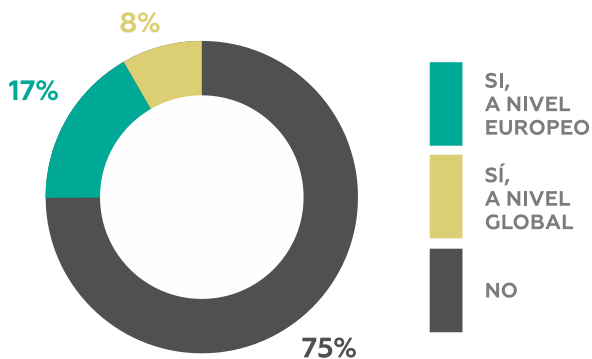
## #2

¿Planea aumentar el número de planes de pensiones calificados como artículo 9 en el próximo año?



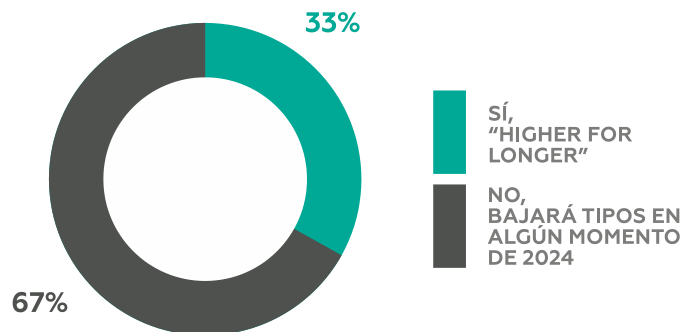
## #3

¿Está valorando incluir estrategias de dividendo en cartera?



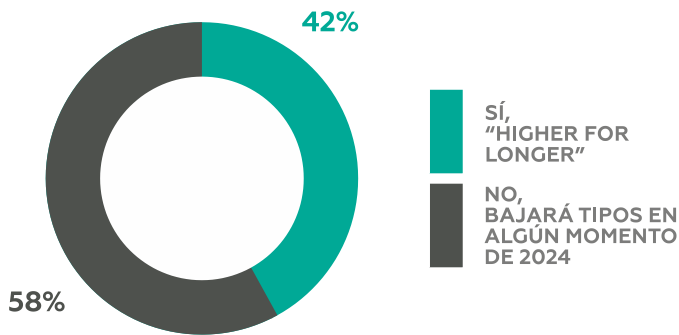
## #4

En vista de los últimos indicadores de inflación y política por parte del BCE, ¿estima que mantendrán los tipos de interés más altos por más tiempo?



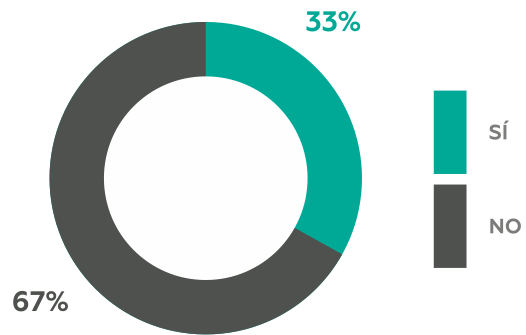
### #5

En vista de los últimos indicadores de inflación y política por parte del Reserva Federal de los Estados Unidos, ¿estima que mantendrán los tipos de interés más altos por más tiempo?



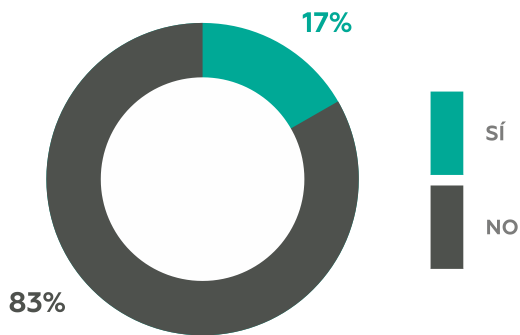
### #6

Viendo las yields y los diferenciales de los bonos de alto rendimiento, ¿está considerando la inversión para meses venideros?



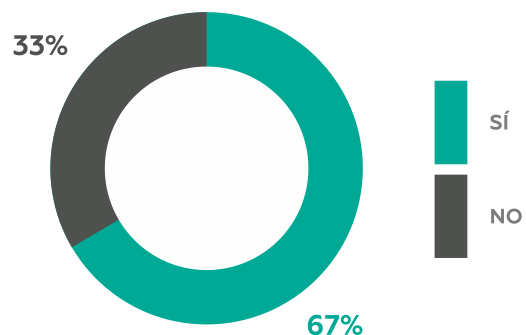
### #7

Sobre la pregunta anterior ¿Los considera bien pagados?



### #8

¿Planea lanzar nuevos planes de pensiones simplificados para autónomos durante los próximos seis meses?





**Antonio José Hernández Corona**  
Asset Allocation Institucional, BBVA

***“En tres tiempos se divide la vida: en presente, pasado y futuro. De éstos, el presente es brevísimo; el futuro, dudoso; y el pasado, cierto”.***

**Lucio Anneo Seneca (4 a.C - 65 d.C)**

En el vertiginoso panorama económico de la última década, hemos sido testigos de una serie de transformaciones que han redefinido las condiciones financieras a nivel global. Desde el caótico escenario post-crisis de 2008 hasta la actualidad, el mundo financiero ha experimentado cambios sísmicos que han forjado una nueva realidad económica.

En los albores de la década de 2010, el mundo se enfrentaba a las secuelas de la Gran Recesión. Las instituciones financieras se tambalearon, los mercados se contrajeron y la confianza de los inversores se desplomó. En cuanto a las políticas económicas, la década de 2010 estuvo caracterizada por la austeridad y la cautela. Una década interesante desde muchos puntos de vista: financiero, social y político. La desigualdad ha ido en aumento a lo largo los últimos años, con el resultado de una mayor tensión social (y la llegada de populismos en diferentes países). El entorno macroeconómico de la década de los 10's se ha caracterizado por unos crecimientos de las economías robustos, unas tasas de inflación por debajo de los objetivos de los Bancos Centrales y unos tipos de interés bajos (vimos tipos negativos en algunos países).

La década de 2020, en cambio, ha estado marcada por una resiliencia sorprendente y la capacidad de adaptación de los sistemas financieros. Para esta década en la que estamos ahora, esperamos unos crecimientos económicos (PIB) por debajo de la década anterior; unas tasas de inflación media por encima de la década anterior; y unos tipos, en todos los tramos de las curvas, por encima de la década anterior.



## Cambio

Este es un cambio significativo, que hace que la aproximación a los mercados financieros sea por tanto diferente. Estamos en un momento donde para llegar a nuestros objetivos de rentabilidad, no es necesario incrementar el nivel de riesgo de las carteras (ya no estamos en ese escenario anterior de TINA -“There Is Not Alternative”- en el que alcanzar los objetivos de rentabilidad solo se podía lograr incrementando el nivel de riesgo vía renta variable): los activos de renta fija ofrecen una rentabilidad ajustada por el riesgo mejor que otros tipos de activos, como la renta variable.

Adicionalmente, la sostenibilidad también ha emergido como una preocupación central, con un enfoque creciente en las inversiones socialmente responsables y la mitigación del cambio climático. El incremento del protagonismo de la sostenibilidad en las inversiones durante la última década ha sido un fenómeno destacado. Los inversores, cada vez más conscientes de los impactos medioambientales y sociales, han dirigido sus recursos hacia empresas que adoptan prácticas éticas y sostenibles. La inversión socialmente responsable y los criterios ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) se han convertido en puntos clave de evaluación. Los compromisos adquiridos como sociedad en su conjunto (familias, empresas y Estados) con unos objetivos definidos en fechas que se acercan día a día, nos indica que la sostenibilidad tendrá cada vez más un impacto significativo en nuestras vidas, y en las Inversiones (impactos en cambios profundos en cómo vivimos, producimos, invertimos,...).

En conclusión, la última década ha sido testigo de una transformación profunda en las condiciones financieras y económicas a nivel mundial. Desde los escombros de la crisis financiera hasta la resiliencia demostrada frente a la pandemia, el mundo financiero ha evolucionado de manera notable. Sin embargo, el desafío ahora radica en aprovechar estos avances para construir una economía más inclusiva, sostenible y resiliente en la próxima década en un entorno macroeconómico diferente.

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

# BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

# 2023

DICIEMBRE

REALIZADO

