

---

## Las gestoras de pensiones afrontan 2018 “forzadas” a tomar algo más de riesgo

Juan Manuel Vicente Casadevall  
Socio de Fondos Directo

---

## Tres factores ocultos que lastran la rentabilidad de la renta fija

Lionel Pernias  
Gestor senior de cartera de renta fija  
AXA Investment Managers

---

## ACTIVOS REALES: ¿Cuál es su contribución en la asignación de activos, especialmente en épocas de crisis?

Philippe Ithurbide  
Director Global de Análisis y Estrategia de Amundi

Mickael Bellaiche  
Estudios, Análisis y Estrategias

---

# FEBRERO 2018

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

# BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

**AXA** Investment Managers

REALIZADO

**FD** FONDOS DIRECTO



## # FEBRERO 2018

Las valoraciones son sólo moderadamente positivas en bolsa de la zona euro con un mayoritario 47% de la opinión que estas son justas mientras que un 29% piensa que se encuentra sobrevendida.

Nota: Este trimestre se incorpora al panel de gestoras de pensiones Santa Lucía Pensiones que sustituye a Aviva Vida y Pensiones como resultado de la reciente operación corporativa.

## Las gestoras de pensiones afrontan 2018 “forzadas” a tomar algo más de riesgo



**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 año 2017, y que se completó por parte de la gestoras de pensiones mayoritariamente a caballo entre el final de enero y el comienzo de febrero, revela un posicionamiento algo más favorable a la renta variable y también, aunque en menor medida, al riesgo de crédito pero la visión sobre las valoraciones pone de manifiesto que ello puede estar más ligado a la falta de alternativas que a la detección de grandes oportunidades o un convencimiento profundo.**

Un 94% de las gestoras piensan que la renta variable obtendrá mayores rentabilidades que la renta fija en 2018. La asignación agregada media a renta variable aumentó en casi dos puntos respecto al trimestre anterior hasta el 38,8% mientras que se redujo a la renta fija desde el 52,5% hasta el 50,2%. Los posicionamientos en liquidez y activos alternativos se mantuvieron bastante estables respecto a trimestres anteriores aunque en el caso de los alternativos ligeramente descendentes para alcanzar un mínimo de más de un año en el 5,4%.

Dentro de la renta variable tanto el posicionamiento como las preferencias por la bolsa de la zona euro se elevan. Así, la asignación aumenta en Europa, Japón y Emergentes y se reduce sólo en Estados Unidos. Dominan los posicionamientos neutrales o sobre ponderados, con sólo un 6% (una gestora) declarándose infra ponderado en renta variable. Las valoraciones son sólo moderadamente positivas en bolsa de la zona euro con un mayoritario 47% de la opinión que estas son justas mientras que un 29% piensa que se encuentra sobrevendida. Por el contrario, las valoraciones de la renta variable estadounidense alcanzan lecturas negativas extremas con un 82% del panel de la opinión que se encuentra sobrecomprada. Las respuestas a la pregunta 8 apuntan al mismo mensaje. En todo caso no debiera esperarse un movimiento hacia tomas de mayor riesgo de renta variable a

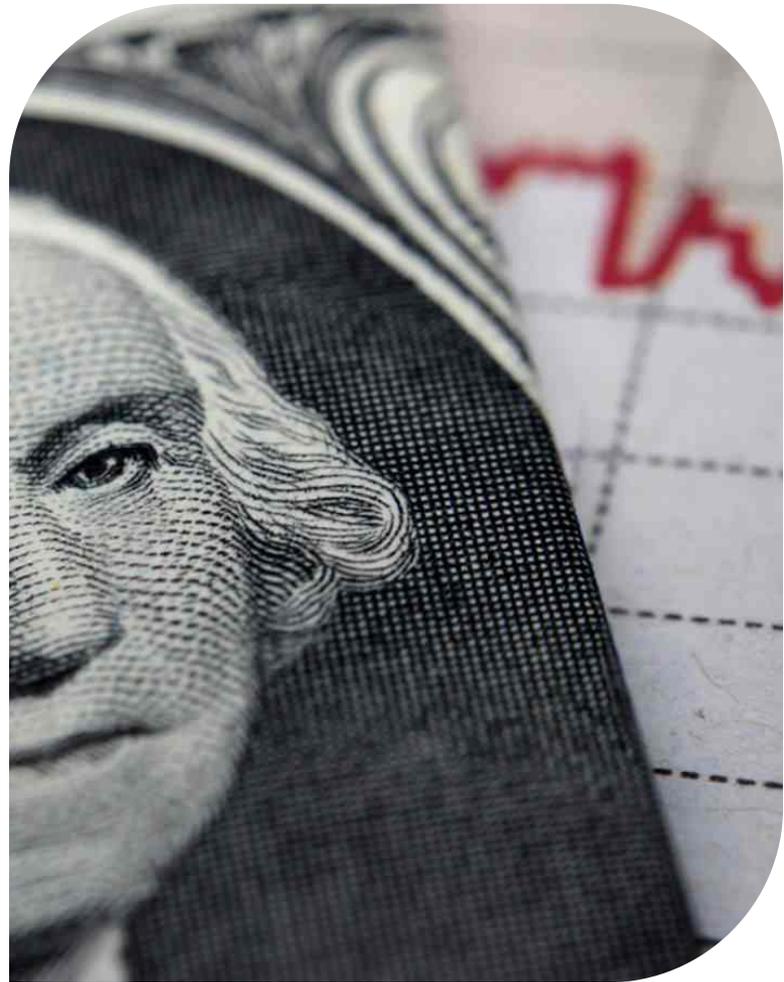
corto plazo ya que de hecho el porcentaje de gestores que declaran que piensan aumentar su exposición a bolsa en los próximos tres meses se reduce ligeramente. Habrá que observar si la corrección bursátil de los últimos días en febrero continúa y si ello tiene un impacto en este punto.

Por el lado de la renta fija la reducción de exposición se concentra sobre todo en deuda de la zona euro. El reciente movimiento de subida de rendimientos en bonos de referencia de la zona euro puede haber influido tanto en la disminución de asignación como en el hecho de que se registre un máximo de un 71% de panelistas que dicen situarse infra ponderados en deuda de la Eurozona. Sin embargo, en el caso específico de la deuda española, de las menos afectadas por las minusvalías de los bonos públicos, aumenta el nivel de sobreponderación en el panel desde el 29% hasta el 47%. La renta fija corporativa sigue siendo la otra favorita con un 41% de las gestoras sobre ponderadas. También aumenta la asignación a deuda emergente, poniendo de relieve que el riesgo de crédito sigue siendo favorecido.

**LAS VALORACIONES DE LA RENTA VARIABLE ESTADOUNIDENSE ALCANZAN LECTURAS NEGATIVAS EXTREMAS CON UN 82% DEL PANEL DE LA OPINIÓN QUE SE ENCUENTRA SOBRECOPRADA**

No obstante, se detecta una mayor preferencia hacia las deudas emergentes que hacia las corporativas. En esta última los gestores de pensiones no tienen intención de aumentar su exposición más en los próximos meses (ver pregunta 10) y desde un punto de vista de valoraciones son clara mayoría los que piensan que se encuentra sobre valorada en términos de spreads o diferenciales, en particular en la zona euro. Sin embargo, las opiniones sobre valoraciones para la deuda emergente son más favorables.

Resulta interesante observar que en lo que concierne a divisas, la depreciación del dólar respecto al euro en el último año y durante las últimas semanas, se ve por las gestoras de pensiones como un movimiento que podría estar llegando a su fin. Un mayoritario 41% (versus un 29% el trimestre



anterior) piensa que la divisa verde se encuentra infravalorada mientras que un destacado 76% opina que el euro está valorado correctamente (41%) o sobrevalorado (35%). El Yen, un claro activo refugio, también se ve infravalorado por un (creciente) 29%. Por último, les destacamos que los activos domésticos (bolsa y deuda española) vuelven a ganar algunos adeptos ya que el 18% del panel piensa aumentar su exposición a los mismos en los próximos meses versus un mínimo de interés registrado el trimestre anterior.

## Tres factores ocultos que lastran la rentabilidad de la renta fija

En el entorno actual de bajos tipos, resulta más importante que nunca maximizar la rentabilidad de las carteras de inversión, sobre todo en el ámbito de la renta fija.



**Lionel Pernias**

Responsable del equipo “Buy and Maintain” de AXA Investment Managers en Londres

Los cambios estructurales y de comportamiento experimentados estos últimos años han generado una serie de condicionantes que pueden lastrar significativamente los retornos de las inversiones en renta fija. Una forma de contrarrestar esta circunstancia y de incrementar el alpha es asumir mayores riesgos. Un enfoque alternativo sería analizar directamente las causas de esta pérdida de rentabilidad y abordarlas.

En este artículo, analizamos algunos aspectos clave que afectan a los retornos.

### 1. Los costes de transacción se han incrementado de forma drástica en proporción al rendimiento total

Desde la crisis financiera global, los costes de transacción de las operaciones de renta fija se han incrementado de forma drástica, tanto en términos absolutos como relativos.

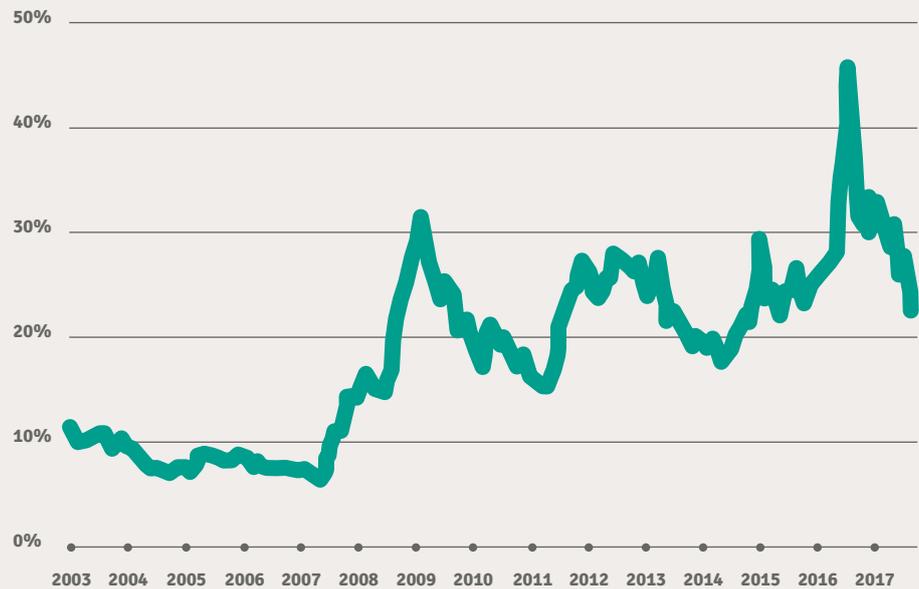
Dado que los rendimientos han caído, en parte como consecuencia de las políticas monetarias ultra expansivas, la horquilla de precios (“bid-ask spread”) se ha ampliado como proporción al rendimiento total. Hace 10 años, los costes de transacción representaban menos del 10% del rendimiento total. En la actualidad, se sitúa próximo al 25%.

No obstante, los inversores no solo se están viendo afectados por unos menores rendimientos, sino que los costes de transacción se han incrementado también en términos absolutos durante los últimos años. Un factor clave que explica este incremento del coste absoluto es la liquidez, o más bien – la falta de la misma.

## Gráfico 1/

**LOS COSTES DE TRANSACCIÓN RELATIVOS SE HAN INCREMENTADO A MEDIDA QUE SE AMPLIABA LA HORQUILLA DE PRECIOS (BID-ASK SPREAD)**

Fuente: Índice iBoxx Sterling Non-Gilts a 30 de septiembre de 2017.



### 2. Se ha agotado la liquidez en los mercados de bonos

Los cambios estructurales introducidos en el mercado tras la crisis financiera global de 2008 han tenido un impacto significativo sobre la liquidez de los bonos. La mayor regulación ha restringido de manera importante la actividad de los creadores de mercado, dado que ahora resulta más caro para los bancos mantener posiciones abiertas, lo cual a su vez ha determinado una importante reducción de los volúmenes de inventario, tal y como se muestra en el Gráfico siguiente. La falta de liquidez hace que resulte mucho más difícil – y costoso – negociar títulos en los mercados de bonos. Este cambio es estructural y a largo plazo. No hay una posible vuelta atrás.

**LA FALTA DE LIQUIDEZ HACE QUE RESULTE MUCHO MÁS DIFÍCIL – Y COSTOSO – NEGOCIAR TÍTULOS EN LOS MERCADOS DE BONOS.**

### 3. La venta forzosa detrae 25 puntos básicos<sup>1</sup> de la rentabilidad

Dados los mayores costes asociados con cada transacción, es evidente que ser capaz de minimizar el número de transacciones representa una ventaja. No obstante, ciertas soluciones 'low cost' disponibles en el mercado, tales como la réplica de índices ("index-trackers") o los ETFs, implican unos altos niveles sub-óptimos de rotación al tener que cumplir las reglas del índice de referencia, tales como la venta automática de un bono en caso de ver rebajada su calificación crediticia por una agencia de rating.

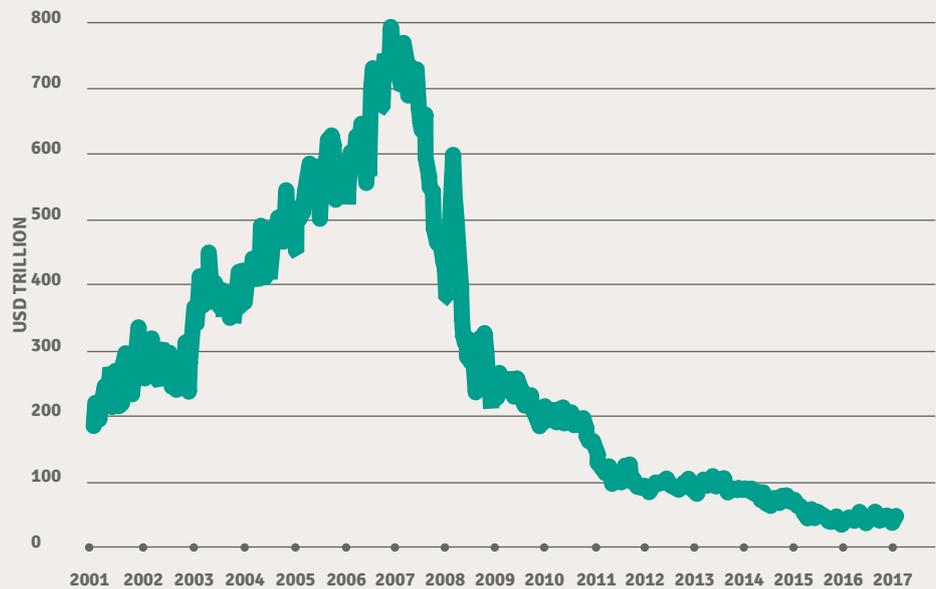
Esta venta forzosa no solo genera costes adicionales de rotación, sino que habitualmente determina que la venta del bono rebajado de rating se realice precisamente en el peor momento. En general, el precio de un bono cae cuando es excluido de un índice, pero posteriormente tiende a recuperarse porque cambia la base de inversores, pasando de aquellos que invierten en bonos 'investment grade' a aquellos otros que invierten en bonos 'high yield'.

<sup>1</sup> Fuente: Análisis de Barclays a fecha de enero de 2017, basado en el Índice US Corp IG, enero 1990 – Marzo 2016.

## Gráfico 2/

### EVOLUCIÓN DEL INVENTARIO DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS<sup>2</sup>

Fuente: AXA y Bloomberg a 30 de agosto de 2017.



Estimamos que la rotación de un índice de crédito global se sitúa en torno al 20% anual, debido a reglas tales como la venta de bonos rebajados de rating. Barclays estima que el índice de bonos corporativos de EEUU (el mayor índice del mundo) se enfrenta a un sobrecoste anual de 25 puntos básicos<sup>1</sup> como consecuencia solamente de la venta forzosa.

**ESTE ENFOQUE EVITA TAMBIÉN LAS VENTAS FORZOSAS, PERMITIENDO UNA MAYOR EFICIENCIA EN TÉRMINOS DE COSTES EN COMPARACIÓN CON UN FONDO DE BONOS DE GESTIÓN ACTIVA TÍPICO.**

Combinados, estos tres factores crean un entorno adverso para aquellos inversores que realizan operaciones con frecuencia.

#### ¿Cómo tapar la grieta y evitar estos “escapes” de rentabilidad?

Una forma de evitar los “escapes” de rentabilidad en una cartera de renta fija es adoptando un enfoque “Buy and Maintain”. No se corresponde con la estrategia aplicada por los fondos pasivos, y minimiza los costes de transacción poblando la cartera con aquellas compañías que consideremos vayan a

ser capaces de registrar un buen comportamiento a lo largo del ciclo de mercado.

Este enfoque evita también las ventas forzosas, permitiendo una mayor eficiencia en términos de costes en comparación con un fondo de bonos de gestión activa típico.

Es improbable que los cambios estructurales y de comportamiento antes reseñados vayan a desaparecer de forma inmediata. La búsqueda de rentabilidad seguirá produciéndose y será una labor cada vez más complicada. A esta circunstancia se añade la creciente incertidumbre política. El enfoque “Buy and Maintain” se ha diseñado considerando un horizonte de inversión a largo plazo, y en nuestra opinión se adapta perfectamente a la actual coyuntura de mercado.

Diversificando en términos de regiones, sectores y emisores, AXA Investment Managers invierte en compañías que el equipo considera vayan a experimentar un buen comportamiento a lo largo del ciclo de mercado, con el objetivo principal de generar rentabilidad de forma más eficiente en el mercado de crédito, minimizando los costes de transacción y atenuando al mismo tiempo el riesgo de caídas.

<sup>2</sup> Ajustado por el tamaño del mercado de bonos y medido como la suma del índice BofA Merrill Lynch US Corporate (COA0) y el índice BofA ML US High Yield (HOA0). El Inventario de Bonos Corporativos de EEUU se calcula agregando las principales posiciones netas totales en títulos corporativos de los distintos intermediarios financieros, es decir, la suma de Primary Dealer Positions Net Outright Total Corp Securities (PDPPCRP2), de Primary Dealer Positions Net Outright Non-Agency Residential MBS (PDPPGCMB), Primary Dealer Positions Net Outright Other asset-backed securities (PDPPOABS), y Primary Dealer Positions Net Outright Other CMBS (PDPPOCMB).

## RIESGO DE CONTRAPARTIDA

El incumplimiento por parte de alguna contrapartida de una transacción (por ej., derivados) con el Fondo de sus obligaciones podría afectar de forma adversa al valor del Fondo. El Fondo podrá recibir activos por parte de la contrapartida para protegerse contra cualquier efecto adverso de esta naturaleza, pero existe riesgo de que el valor de dichos activos en el momento del incumplimiento resulte insuficiente para cubrir la pérdida producida al Fondo.

## RIESGO DE CRÉDITO

Riesgo de que un emisor incumpla sus obligaciones de pago de intereses o de reembolso del capital, resultando en una depreciación del Fondo. El valor de un bono (y, subsecuentemente, del Fondo) también se puede ver afectado por cambios en el mercado respecto de la percepción del riesgo de futuros impagos. En general, se considera que es menos probable que los emisores 'investment grade' incumplan sus obligaciones de pago que los emisores de bonos 'high yield'.

## DERIVADOS

Los derivados pueden ser más volátiles que el activo subyacente, y podrían provocar mayores fluctuaciones del valor del Fondo. En el caso de derivados no negociados en una bolsa de valores, podrían estar sujetos a un riesgo adicional de contrapartida y de liquidez.

## RIESGO DE TIPOS DE INTERÉS

Las fluctuaciones de los tipos de interés afectan al valor de los bonos, impactando a su vez sobre el valor del Fondo. En general, cuando suben los tipos de interés, el valor de los bonos se reduce, y viceversa. La valoración de los bonos variará también en función de las percepciones del mercado sobre probables movimientos futuros de los tipos de interés.

## RIESGO DE LIQUIDEZ

Algunas inversiones pueden negociarse de forma infrecuente y en pequeños volúmenes. Como consecuencia de esto, el gestor del Fondo puede ser incapaz de vender en el mejor momento y en el volumen deseado o a un precio próximo al último valor cotizado. El gestor del Fondo podrá verse forzado a vender parte de dichas inversiones como consecuencia de una solicitud masiva de reembolso de acciones del Fondo. Dependiendo de las condiciones de mercado, tal circunstancia podría determinar una reducción significativa del valor del Fondo y, en casos extremos, ser incapaz el Fondo de atender las solicitudes de reembolso.

Todos los datos suministrados por AXA IM son a fecha de 30/09/2017.

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.

## ACTIVOS REALES: ¿Cuál es su contribución en la asignación de activos, especialmente en épocas de crisis?



**Philippe Ithurbide**  
Director Global de Análisis y Estrategia de Amundi



**Mickael Bellaiche**  
Estudios, Análisis y Estrategias

Sacrificar un poco de liquidez en una cartera puede resultar ventajoso. Unos yields ultra-bajos ofrecidos por los bonos, elevada volatilidad de la renta variable, considerada a veces excesivamente cara, la búsqueda de rendimientos y spreads, la búsqueda de unas mayores primas de liquidez: un escenario así incita a los inversores institucionales a asomarse al universo de los “activos reales y alternativos”.

Pero bajo la etiqueta “activos reales y alternativos” se agrupan activos muy diversos, tan diferentes entre sí como son inmuebles, préstamos, préstamos hipotecarios, proyectos de infraestructuras, inversiones en capital privado, financiación de infraestructuras, etc... Es decir, una amalgama formada por muchas y heterogéneas clases y subclases de activos.

Presentamos a continuación, en forma de Pregunta y Respuesta, las principales conclusiones de nuestro estudio.

**Activos reales y alternativos: ¿A qué nos estamos refiriendo?**

En la literatura sobre el tema, esta clase de activos comprende subclases de activos muy diferentes unas de otras. A menudo se habla de activos inmobiliarios (que a su vez incluyen muchas subclases de activos), de capital privado, de deuda privada, de fondos alternativos (“hedge funds”), así como de materias primas, recursos naturales o bonos ligados a la inflación.

**¿Qué ventajas presentan estos activos?**

Hay que mencionar varias ventajas:

- . Se trata de activos a largo plazo.
- . Son activos reales.
- . Se posicionan en distintas fases del ciclo económico y del ciclo de inflación.
- . Muchos de ellos pueden considerarse verdaderos activos de cobertura contra la inflación.
- . Algunos son considerados de baja volatilidad.
- . Los flujos de caja recurrentes que generan son a menudo un activo en sí mismos.
- . Su rentabilidad supera a la ofrecida por la mayoría de bonos.
- . A menudo su valoración resulta más compleja porque no cotizan y, por tanto, son más difíciles de vender.
- . Por último, estos activos presentan una prima de liquidez relativamente fácil de capturar.

**¿Cuáles son las principales características de los activos alternativos?**

Podemos citar los elementos esenciales siguientes:

- . En primer lugar, hay que indicar que han estado ausentes de la mayoría de carteras institucionales hasta hace solo 30 años, mientras que en la actualidad están ganando adeptos.
- . Tienen menor liquidez y, por tanto, su rotación es baja en las carteras, existiendo a menudo mayores costes y comisiones. Requieren mayores horizontes de inversión en comparación con los activos tradicionales.



- . Son menos escalables que los activos tradicionales;
- . El nivel de información en estos mercados es menor, haciéndolos menos transparentes que los activos tradicionales o, dicho de otro modo, están sujetos a información más asimétrica.
- . Los datos relativos a rentabilidades son a menudo incompletos o limitados, y en ciertas ocasiones incluso no fiables, requiriéndose en estos casos la realización de tasaciones por expertos independientes.
- . Las primas de liquidez y de riesgo y su capacidad de generar alpha son, sin embargo, factores que potencian el atractivo de estos activos, además de las ventajas de la diversificación... porque los activos tradicionales no permiten acceder a ciertos factores de riesgo y primas de liquidez.



### Activos reales: ¿Pueden ser un sustituto a las acciones y a los bonos?

Muchos inversores tienden a considerar estas clases de activos como un segmento específico de sus carteras (activos reales), o a clasificarlos en ciertos casos como clases de activos de tipos de interés o acciones. Por último, otros inversores sensibles a la inflación, tales como los fondos de pensiones, los clasifican en sus carteras como activos “de cobertura de la inflación”. Resulta por tanto muy importante definir las características y fortalezas de las distintas subclases para integrarlas correctamente en el marco de la asignación de activos. Si analizamos los ciclos de inflación y de crecimiento, comprobamos que los activos reales tienen un posicionamiento específico (en comparación con las clases de activos tradicionales).

Tal circunstancia justifica, por un lado, el especial interés que hay que prestar a estos activos y, por otro, la ventaja de no centrarse en una sola clase de estos activos. En otras palabras, debemos considerar a los activos reales de forma independiente en cada caso, y no como un conjunto homogéneo, y también debemos tener en cuenta las diferentes fases del ciclo.

### Activos reales y alternativos: ¿Unas clases especiales de activos?

La elevada heterogeneidad del universo de activos alternativos dificulta el análisis de las carteras: Deberíamos recordar, no obstante, que se trata de mercados en los cuales los precios proceden de transacciones que a menudo implican a un número reducido de inversores, y que por tanto resulta inútil fijarse en los datos históricos de precios y rentabilidades porque, simplemente, estos datos no se hacen públicos. De hecho, cuando se invierte en estas clases de activos, no se compran mercados, se compran activos y operaciones...

### ¿Qué proporción de activos reales considerar en una asignación de activos?

Nuestro estudio concluye que un 30% es un porcentaje óptimo de asignación en el caso de inversores institucionales. La distinta bibliografía académica y empírica publicada sobre el tema habla de una asignación media de entre el 10% y el 15%, referida únicamente a activos inmobiliarios. Por lo que respecta a los inversores minoristas, el porcentaje óptimo es probablemente inferior (entre el 5% y el 10%), debido especialmente a la baja liquidez y al porcentaje muy significativo ya existente que representan los activos inmobiliarios en el patrimonio financiero de las economías domésticas (2/3 en Francia).

**¿Cuál es la contribución de los activos reales en una asignación de activos?**

El atractivo de estas clases de activos es multifactorial: permiten eludir el actual contexto de bajos tipos de interés, constituyen una protección contra la inflación, permiten aprovechar interesantes correlaciones, capturar primas de liquidez, etc..., aunque nuestro estudio también muestra la importancia de integrar activos reales (activos inmobiliarios, capital privado y deuda privada) en una cartera diversificada: las carteras diversificadas que incorporan activos reales se comportan mejor en épocas de crisis.

**¿Son los valores inmobiliarios cotizados una “representación” de los activos reales?**

La respuesta no resulta ambigua. Cuando analizamos los activos reales y los activos inmobiliarios, por ejemplo, debemos fijarnos en los activos inmobiliarios físicos y tangibles, y no en los valores cotizados de empresas del sector inmobiliario (REIT, en su terminología anglosajona). Nuestro estudio demuestra con claridad que la rentabilidad obtenida por una cartera de REIT, como sustitutivo de una cartera diversificada de activos reales, es significativamente inferior a la generada por una cartera con una composición óptima de acciones y bonos, y también muy inferior a la de nuestra cartera óptima integrada por activos reales. Los valores cotizados de empresas del sector inmobiliario no generan suficiente diversificación en comparación con las acciones “estándar”, etc..., sólo generan un excedente de riesgo de la misma naturaleza.

**Liquidez: ¿Activos tradicionales frente a activos reales?**

Nuestro estudio muestra que sacrificar cierta liquidez en una cartera puede resultar ventajoso. Debemos señalar que la menor liquidez de los activos reales es una consecuencia de sus características específicas, así como del hecho de que sean activos reales a largo plazo, idóneos para aquellos inversores que tengan la capacidad necesaria y la disposición de mantener estos activos en cartera durante cierto tiempo. A menor horizonte de inversión de un inversor, mayor es el riesgo de liquidez asociado a los activos reales “menos líquidos”. Al igual que en el caso de los activos tradicionales, el riesgo de liquidez puede variar de forma significativa a lo largo del tiempo. Con mayor incidencia que respecto de los activos tradicionales, en épocas de recesión la liquidez de estos mercados puede verse reducida de forma significativa. Al igual que los activos tradicionales, el riesgo de liquidez puede proceder también de otras fuentes, tales como las coberturas de divisas y los márgenes de garantía asociados a las mismas.

**Riesgo: ¿Cuáles son los límites?**

La distribución de las rentabilidades de los activos reales a menudo no se parece nada a la de los activos tradicionales. No es una distribución normal, lo cual dificulta el análisis rentabilidad-riesgo, especialmente cuando se realizan análisis a corto plazo. Cuando se invierte en activos reales ilíquidos, es mejor razonar en términos de caídas máximas del mercado, de tiempo de recuperación de caídas de mercado, y no en términos de volatilidad ni de VaR tradicional.

**NUESTRO ESTUDIO MUESTRA CLARAMENTE QUE UNA CARTERA QUE INCLUYA ACTIVOS REALES SE COMPORTA MEJOR EN ÉPOCAS DE CRISIS QUE UNA CARTERA INTEGRADA SOLAMENTE POR ACCIONES Y BONOS. EN LOS ÚLTIMOS AÑOS, CARACTERIZADOS POR LA ALTA FRECUENCIA DE LAS CRISIS SUFRIDAS.**

### ¿Cómo se comportan los activos reales y alternativos en épocas de crisis?

Nuestro estudio muestra claramente que una cartera que incluya activos reales se comporta mejor en épocas de crisis que una cartera integrada solamente por acciones y bonos. Podemos incluso añadir que la integración de distintas clases de activos reales aporta valor a una cartera diversificada formada solamente por activos inmobiliarios, lo cual está directamente ligado al hecho de que los propios activos reales presentan un alto grado de complementariedad (distinto posicionamiento en los ciclos económicos y de inflación). El valor añadido en términos de diversificación y de captura de las primas de liquidez mejoran los indicadores de riesgo de las carteras (máxima caída, período de recuperación de las caídas del mercado, etc...). Respecto de todos los períodos de crisis

estudiados, las carteras diversificadas que incluyen aquellos activos reales menos líquidos son las que mejor han superado las distintas crisis financieras, circunstancia de enorme valor en los últimos años, caracterizados por la alta frecuencia de las crisis sufridas.

### ¿Están ya los inversores institucionales plenamente invertidos en activos reales?

La respuesta es negativa. Los inversores institucionales internacionales se encuentran en la actualidad muy por debajo de sus objetivos. Esto es cierto para todas las clases de activos reales, y especialmente respecto de las infraestructuras.

**¿Cómo se explica la actual infra-inversión en activos reales?**

La escasa inversión en activos reales y alternativos puede explicarse por varios factores:

- . Abundancia de capital.
- . Una menor tasa de utilización del capital que antes.
- . La escasez relativa (oferta frente a demanda) de operaciones.
- . Valoraciones elevadas en ciertos países importantes.
- . Países próximos al final del ciclo.
- . Las perspectivas (temores) de subida de tipos de interés en Estados Unidos.
- . Mayores riesgos geopolíticos.

**Inversores institucionales: ¿Cuáles son las tendencias futuras respecto de los activos reales y alternativos?**

Cuatro clases de activos reales deberían verse favorecidos en los próximos años: capital privado (un 48% de los inversores prevé asignar un mayor porcentaje de su cartera a esta clase de activos, frente al 6% que tiene previsto reducirlo), activos inmobiliarios (un 36% frente a un 10%), infraestructuras (un 53% frente a un 11%) y, por último – y especialmente – deuda privada (un 62% frente a un 8%). La clase de activos de fondos alternativos es la única que parece que vaya a ser relegada durante los próximos años (un 31% de los inversores prevé desinvertir frente a un 15% que pretende incrementar sus inversiones).

Si quiere recibir el informe completo puede solicitarlo en el **91 436 7200**, o enviar un e-mail a [iberia@amundi.com](mailto:iberia@amundi.com).

También puede consultarlo en el Amundi Research Center <http://research-center.amundi.com/page/Publications/Discussion-Paper/2017/Real-assets-what-contribution-to-asset-allocation-especially-in-times-of-crisis>



Documento a la atención de inversores “profesionales” tal como se definen en la Directiva 2004/39 / CE, de 21 de abril de 2004, sobre mercados de instrumentos financieros (MIFID) (o en su caso por lo dispuesto en cada normativa local), institucionales, cualificados o sofisticados y distribuidores. No se distribuirá al público en general, a clientes privados o a inversores minoristas en ninguna jurisdicción ni a «Personas Estadounidenses» tal y como se define en el Reglamento SEC bajo la Ley de Valores de Estados Unidos de 1933. Por lo que respecta a Suiza, dicho inversor deberá ser un «Inversor cualificado» en el sentido de las disposiciones de la Ley de Sociedades Colectivas de Inversión de 23 de junio de 2006 (CISA) y de la Ordenanza Suiza de Inversiones Colectivas de 22 de noviembre de 2006 (CISO). En ningún caso podrá distribuirse este material en la Unión Europea a inversores «no profesionales», tal como se definen en MIFID o en cada normativa local, ni en Suiza a inversores que no cumplan con la definición de «inversores cualificados» tal y como se indica en la legislación y regulación vigentes.

Este documento no constituye una oferta de compra o venta de ningún producto y no debe considerarse una solicitud ilegal ni asesoramiento sobre inversiones. Amundi rechaza cualquier responsabilidad directa o indirecta que pueda surgir del uso de esta información. Amundi no es responsable de ninguna decisión o inversión hecha en base a la información contenida en este material, que se revela en base confidencial y no debe ser copiado, reproducido, modificado, traducido o distribuido si consentimiento previo por escrito de Amundi a ninguna tercera persona o entidad en un país o jurisdicción donde sujetaría a Amundi o a sus productos a requerimientos de registro o donde pueda considerarse ilegal. Esta documentación se estima correcta a 30/10/2017.

Los datos, opiniones o estimaciones pueden cambiar sin previo aviso.

Documento emitido por Amundi, Sociedad Anónima con capital social de 1.086.262.605€. Sociedad Gestora de Carteras regulada por la AMF con el nº GP04000036. Sede social Bd Pasteur 90, 75015 París, Francia. RCS París 437574452. [www.amundi.com](http://www.amundi.com). Amundi Iberia SGIIC, SA, comercializador principal en España, supervisada por la CNMV e inscrita con el nº 31. Paseo de la Castellana 1.

# ENTIDADES PARTICIPANTES

[POR ORDEN ALFABÉTICO]

BANKIA PENSIONES  
BANSABADELL VIDA  
BBVA AM  
BESTINVER AM  
CASER PENSIONES  
CNP VIDA SEGUROS Y REASEGUROS  
EUROPENSIONES  
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

REALIZADO

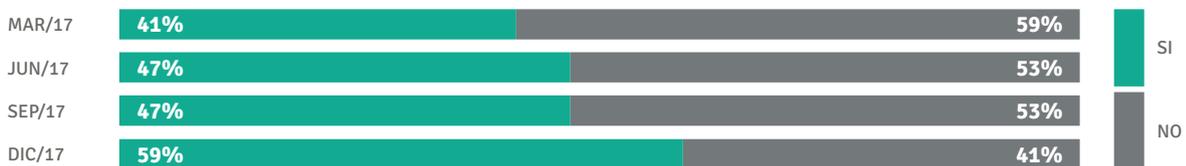


PATROCINADO



# RESULTADOS

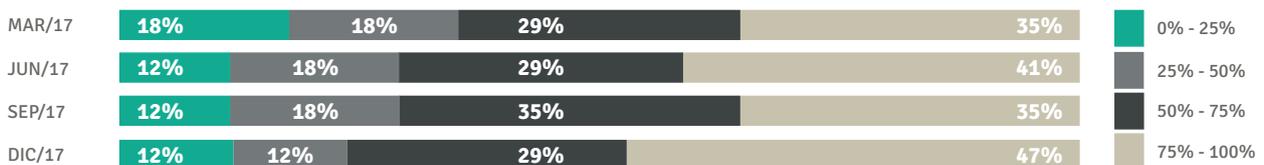
## 1. Pertenece a un grupo bancario



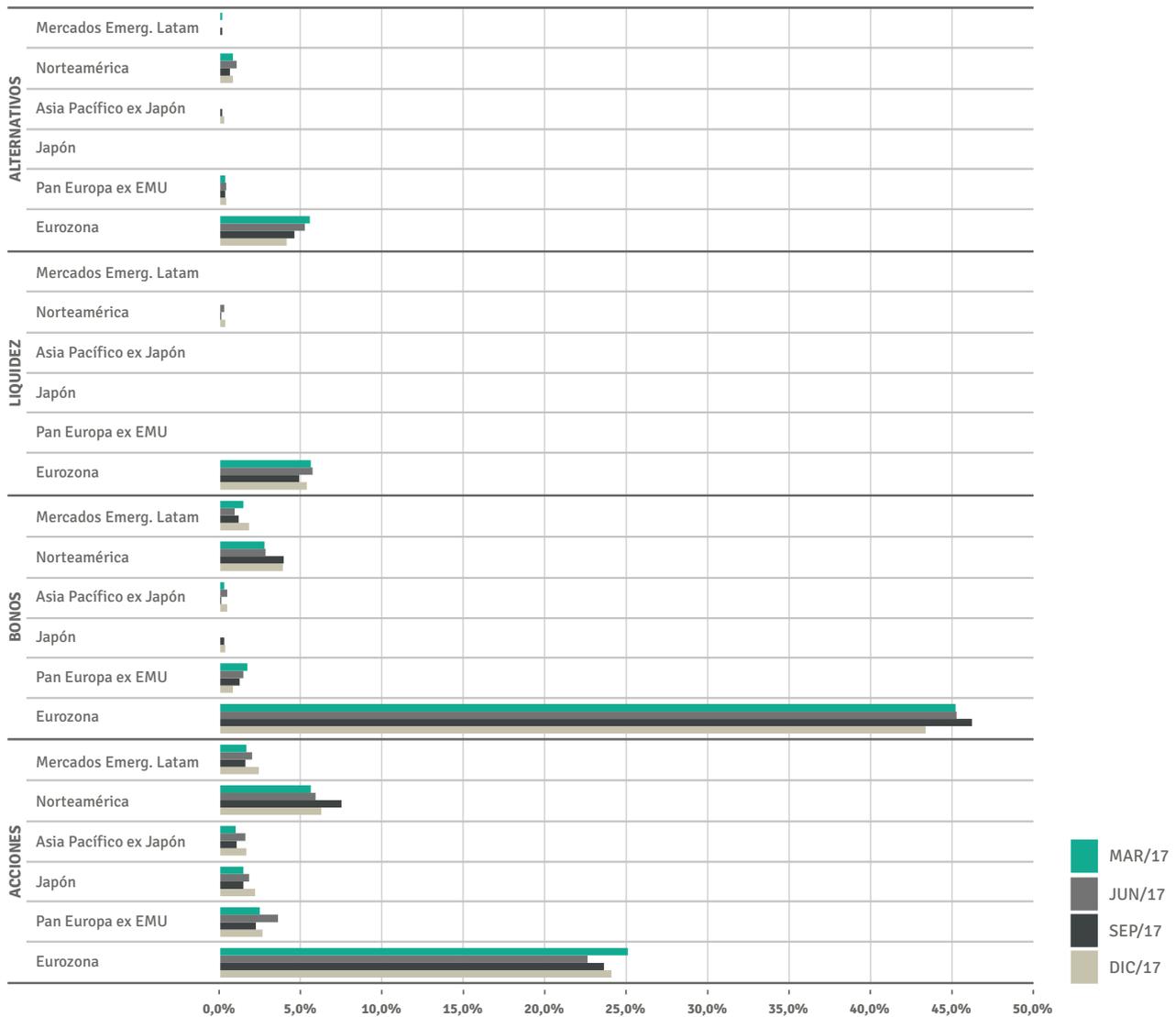
## 2. Activos bajos gestión (en millones de euros)



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



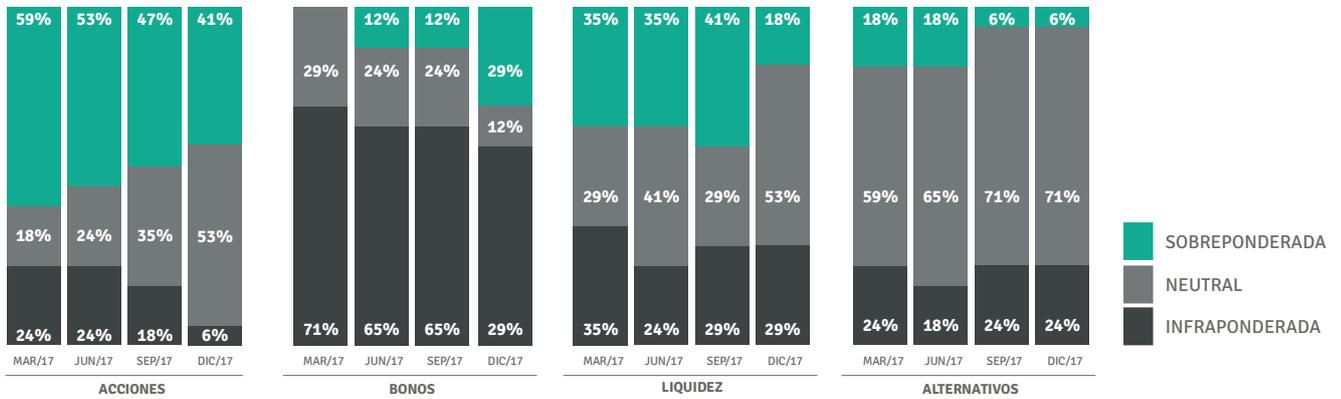
4. En referencia a su cartera equilibrada global, por favor indique para los siguientes tipos de activo la asignación agregada actual (en porcentaje) desglosada para cada una de las áreas geográficas listadas



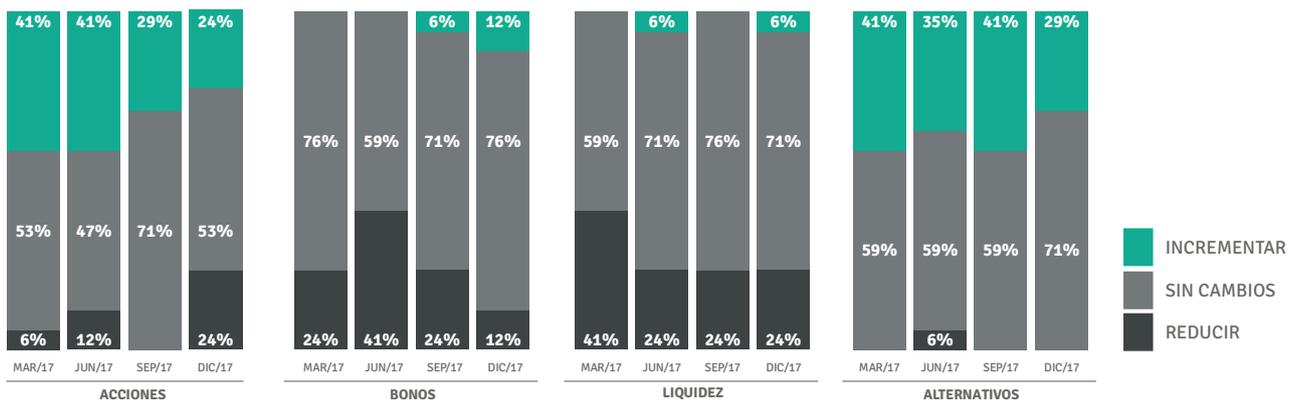
ACTIVO	ÁREA	DIC/17	SEP/17	JUN/17	MAR/17
ACCIONES	Eurozona	23,9%	23,5%	22,5%	24,9%
	Pan Europa ex EMU	2,6%	2,2%	3,5%	2,4%
	Japón	2,1%	1,4%	1,8%	1,4%
	Asia Pacífico ex Japón	1,6%	1,0%	1,5%	0,9%
	Norteamérica	6,2%	7,4%	5,8%	5,5%
	Mercados Emerg. Latam	2,4%	1,5%	1,9%	1,6%
<b>TOTAL ACCIONES</b>		<b>38,8%</b>	<b>37,0%</b>	<b>37,1%</b>	<b>36,8%</b>
BONOS	Eurozona	43,2%	46,0%	45,1%	45,0%
	Pan Europa ex EMU	0,8%	1,2%	1,4%	1,6%
	Japón	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,4%	0,1%	0,4%	0,2%
	Norteamérica	3,8%	3,9%	2,8%	2,7%
	Mercados Emerg. Latam	1,8%	1,1%	0,9%	1,4%
<b>TOTAL BONOS</b>		<b>50,2%</b>	<b>52,5%</b>	<b>50,5%</b>	<b>51,0%</b>

ACTIVO	ÁREA	DIC/17	SEP/17	JUN/17	MAR/17
LIQUIDEZ	Eurozona	5,3%	4,8%	5,6%	5,5%
	Pan Europa ex EMU	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Norteamérica	0,3%	0,1%	0,2%	0,0%
	Mercados Emerg. Latam	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>TOTAL LIQUIDEZ</b>		<b>5,6%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,5%</b>
ALTERNATIVOS	Eurozona	4,1%	4,5%	5,2%	5,5%
	Pan Europa ex EMU	0,4%	0,3%	0,4%	0,3%
	Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%
	Norteamérica	0,8%	0,6%	1,0%	0,8%
	Mercados Emerg. Latam	0,0%	0,1%	0,0%	0,1%
<b>TOTAL ALTERNATIVOS</b>		<b>5,4%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,6%</b>
<b>TOTAL</b>		<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

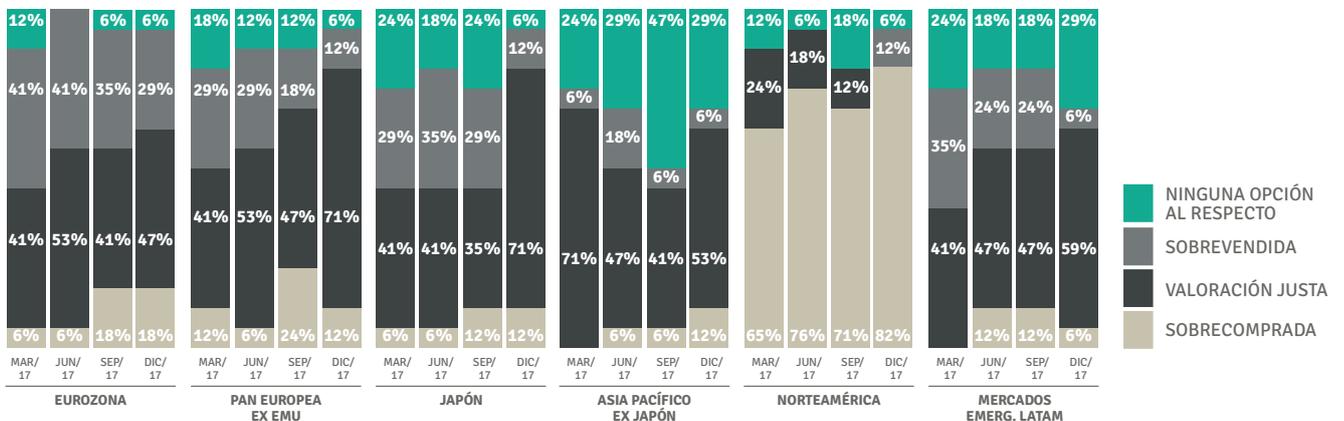
5. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si la exposición de su portafolio esta infraponderada, neutral, o sobreponderada en relación a su benchmark interna



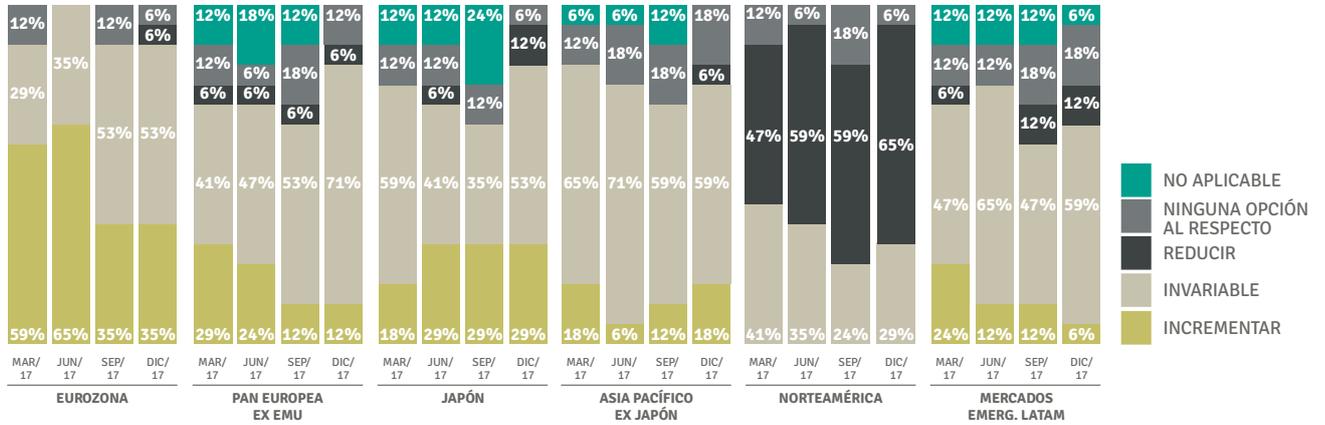
6. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si piensa incrementar, reducir, o dejar sin cambios la exposición de su cartera o portafolio en los próximos tres meses



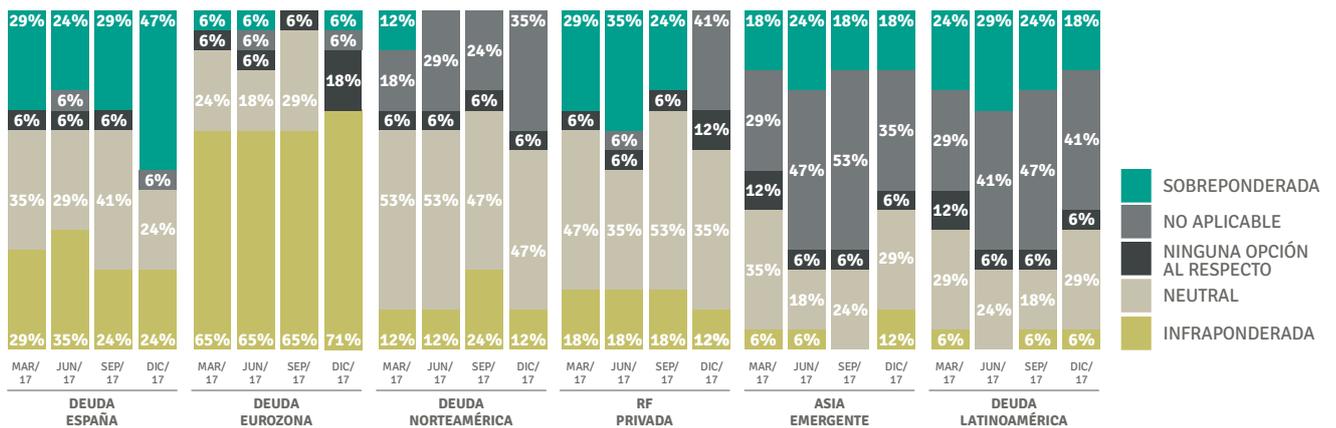
7. Con una óptica de valoración a corto plazo, ¿considera que la renta variable en las siguientes áreas geográficas esta “sobrecomprada”, “sobrevenida”, o refleja una valoración justa?



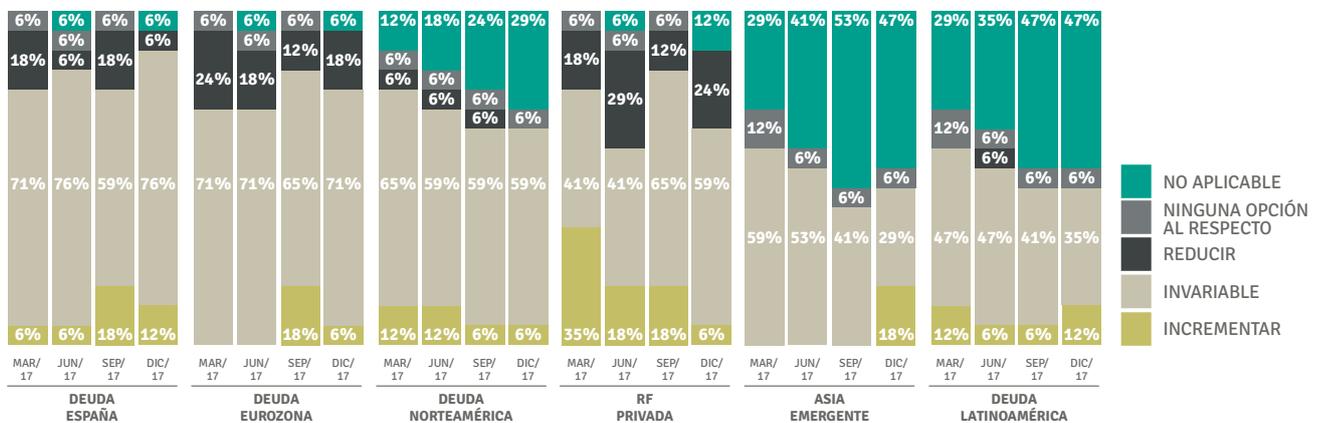
8. Por favor indique para cuál de los siguientes mercados de renta variable es deseable que la exposición de la cartera sea incrementada, reducida, o mantenida sin cambios en los próximos tres meses



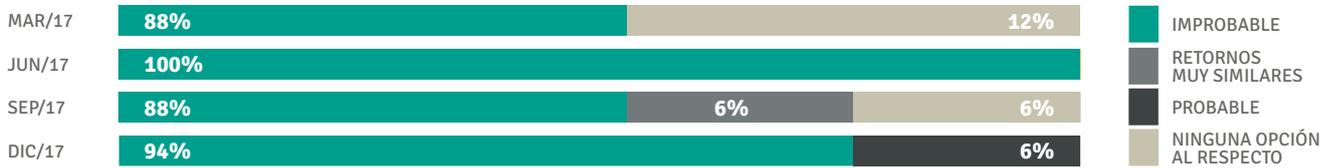
9. Por favor indique para cada una de las siguientes clasificaciones de bonos si considera que la exposición actual de su cartera se encuentra infraponderada, neutral, o sobreponderada relativa a su benchmark interno



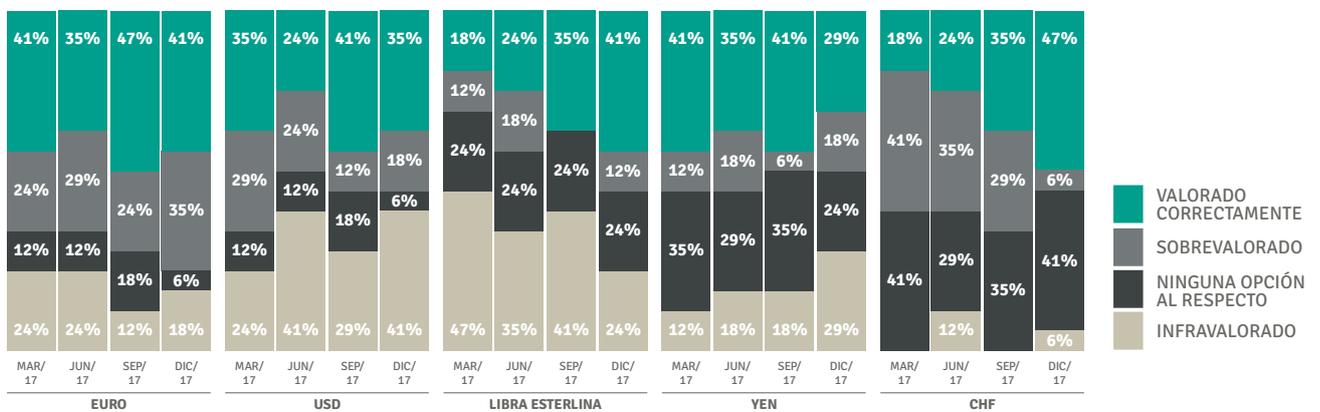
10. Por favor indique para cada una de las siguientes clasificaciones de bonos si tiene la intención de incrementar, reducir, o mantener sin cambios la exposición de su cartera en los próximos tres meses



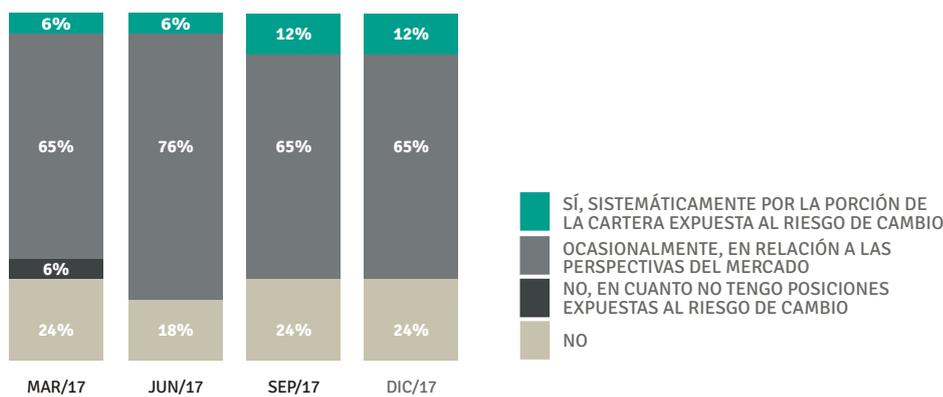
**11.** Con una óptica de inversión global, ¿cómo de probable piensa que es que los bonos tengan mejores retornos que la renta variable en los doce próximos meses?



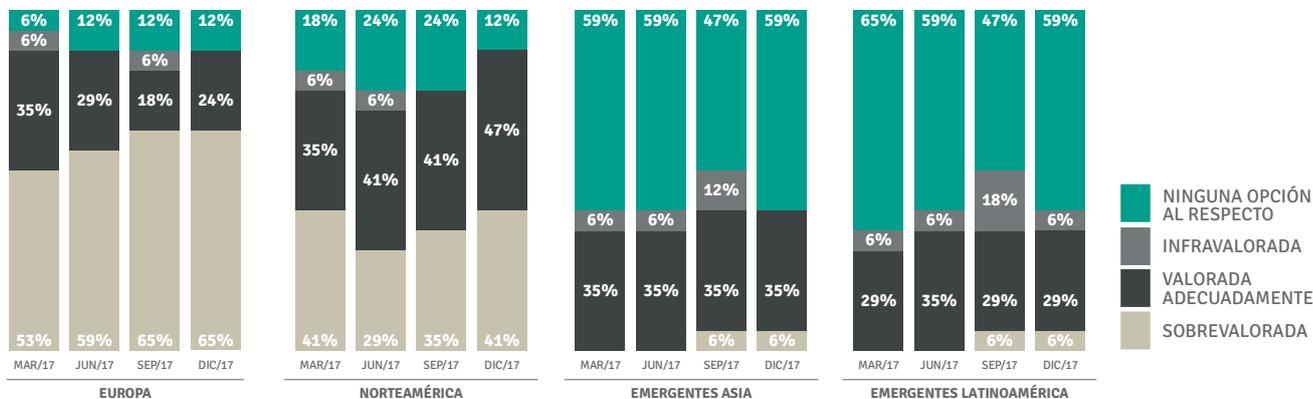
**12.** Según los fundamentales actuales del mercado y con una perspectiva de valoración global, ¿piensa que cada una de las siguientes monedas está sobrevalorada, justamente valorada o infravalorada?



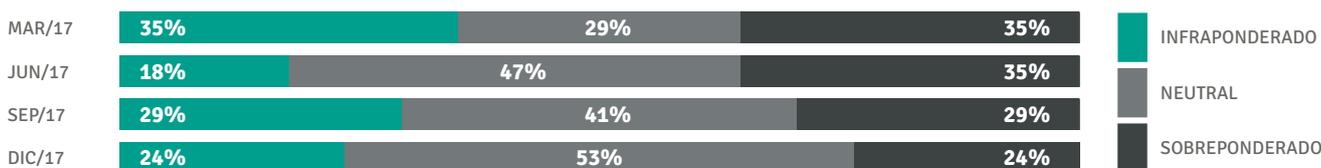
**13.** ¿Hace uso de estrategias para cubrir su cartera de gestión global contra el riesgo de tipo de cambio?



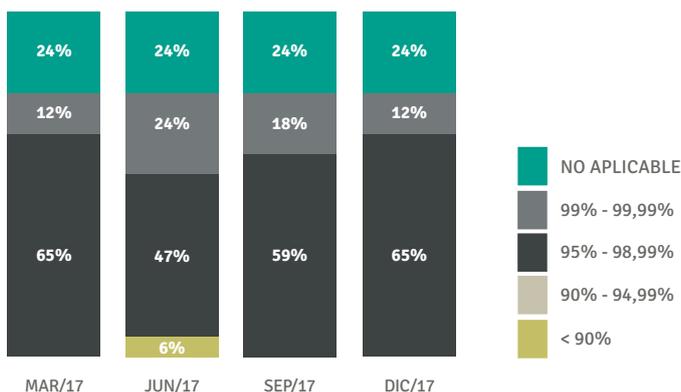
14. Para cada una de las siguientes áreas geográficas, piensa que la valoración relativa (en términos de "spread" o diferencial) de la renta fija privada con respecto a la deuda pública esta actualmente:



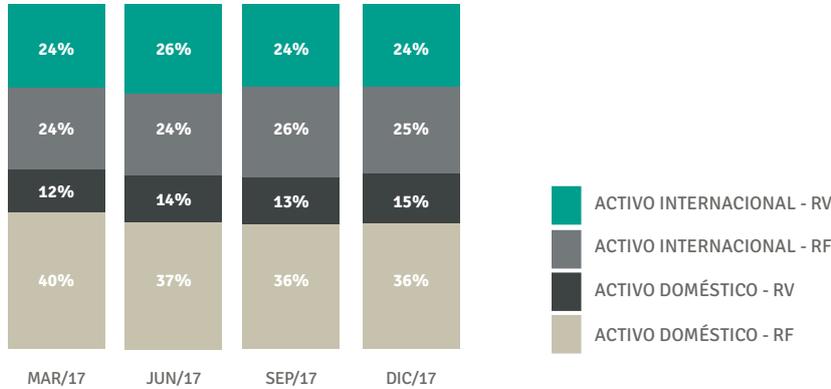
15. Por favor indique si sus activos invertidos en liquidez están sobreponderados, neutrales, o infraponderados en relación a su benchmark interno



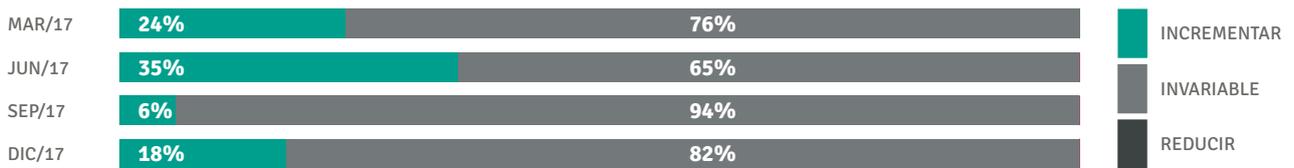
16. ¿Dentro de cuál de los siguientes intervalos de confianza ha sido calculado el último VaR (Value at Risk) a nivel agregado de la cartera globalmente gestionada?



**17.** ¿Cuál es el porcentaje actual invertido en Activos Domésticos versus Activos Internacionales y su desglose entre Renta Fija y Variable? / (%)

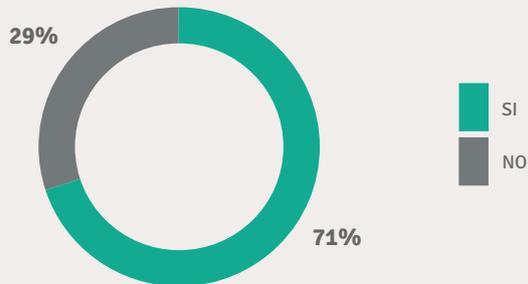


**18.** Por favor indique si en los próximos tres meses piensa incrementar, reducir o mantener invariable su exposición a activos domésticos / (%)



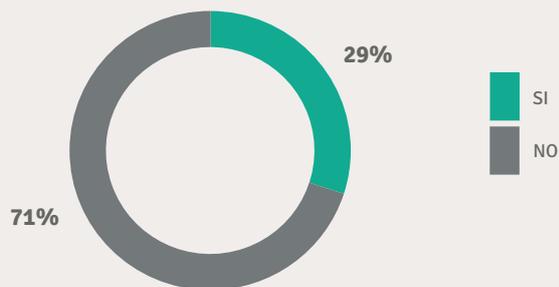
**19. PREGUNTA DEL TRIMESTRE (1)**

¿Piensa que deberíamos incluir una pregunta que desglose la asignación a deuda corporativa entre “Grado de Inversión” y “Alto Rendimiento”?



**20. PREGUNTA DEL TRIMESTRE (2)**

¿Echa en falta alguna pregunta nueva o piensa que deberíamos eliminar algunas preguntas actuales?



# FEBRERO 2018

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

# BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

 Investment  
Managers