

---

**La asignación media a liquidez se dispara a cerca de un 10%**

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

---

**Perspectivas macroeconómicas para el 2019: ¿provocará el fin del QE un cambio de ciclo global?**

**Laurent Clavel**  
Head of Macroeconomic Research en AXA Investment Managers

---

**Invertir en una Economía “Low Carbon”**

**Belén Ríos**  
Directora de negocio institucional de Amundi Iberia

**Jorge Díaz**  
Responsable de Ventas Institucionales de Amundi Iberia

---

**# FEBRERO 2019**

**ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS**

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

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

**AXA Investment Managers**

REALIZADO

**FD FONDOS DIRECTO**



## # FEBRERO 2019

los gestores se decantaron por el famoso “Cash is King” con la asignación media a liquidez disparándose a cerca de un 10%





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

## Las gestoras de pensiones españolas huyen de la renta fija

La encuesta de asignación de activos e inversiones de las pensiones privadas en España, correspondiente al cierre del cuarto trimestre de 2018, y que se completó por parte de las gestoras de pensiones mayoritariamente entre mediados enero y primeros de febrero y por tanto en medio del fuerte rebote disfrutado por buena parte de los activos de riesgo, revela algunos destacados cambios de posicionamientos.

Efectivamente, **la asignación agregada media de las gestoras españolas a renta fija se desplomó, pasando del 51,7% el pasado otoño a un mínimo histórico de la encuesta (que cumple siete años) del 45,1%.**

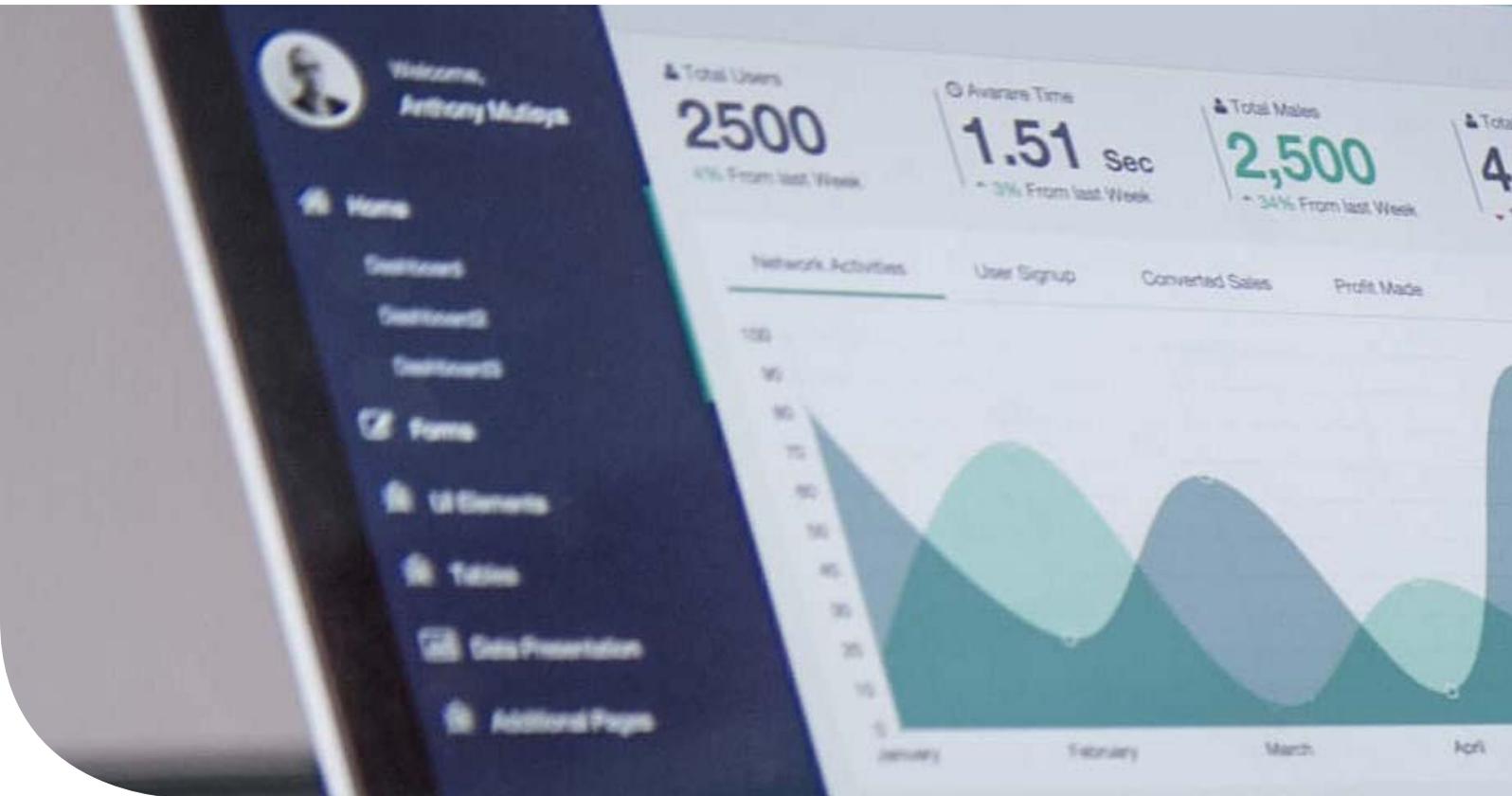
La asignación a renta variable aumentó sólo ligeramente, según podía esperarse de las intenciones declaradas por los gestores en el trimestre anterior. Entonces, ¿a dónde se destinaron las fuertes salidas de dinero en renta fija?

La respuesta es clara y los gestores se decantaron por el famoso **“Cash is King” con la asignación media a liquidez disparándose a cerca de un 10% (9,6% exactamente)**, otro nuevo máximo histórico que supera ampliamente tanto los niveles que se alcanzaron durante la última crisis de la zona euro en 2012 como durante las turbulencias asociadas al Brexit y la desaceleración económica en la primera parte del 2016.

Los alternativos, de momento, fallaron a la hora de beneficiarse de las ventas de bonos y los gestores mantienen la asignación media en un discreto 5,4%, totalmente en línea con su nivel histórico. No obstante, en la pregunta 6 se observa que a futuro cercano es la clase de activo donde más gestores piensan aumentar su exposición.

**DENTRO DE LA RENTA FIJA LES DESTACAMOS QUE PREVISIBILMENTE LAS SALIDAS SE MODEREN O NO CONTINÚEN MÁS ALLÁ POR EL MOMENTO**

**Dentro de la renta fija les destacamos que previsiblemente las salidas se moderen o no continúen más allá por el momento.** El porcentaje de gestores que planean disminuir su exposición a las dos grandes categorías de bonos en las carteras de pensiones españolas (española y zona euro) disminuye y lo hace hasta niveles muy reducidos como puede observarse en los resultados a la pregunta 10.



Por el contrario, la deuda corporativa previsiblemente va a seguir sufriendo, con un aumento hasta el 35% de gestoras que piensan reducir su exposición en los próximos meses. En dicha línea, las valoraciones de los diferenciales de crédito siguen siendo claramente negativas en los mercados desarrollados (europeo y USA en menor medida) con una mayoría del panel de la opinión que están sobrevalorados.

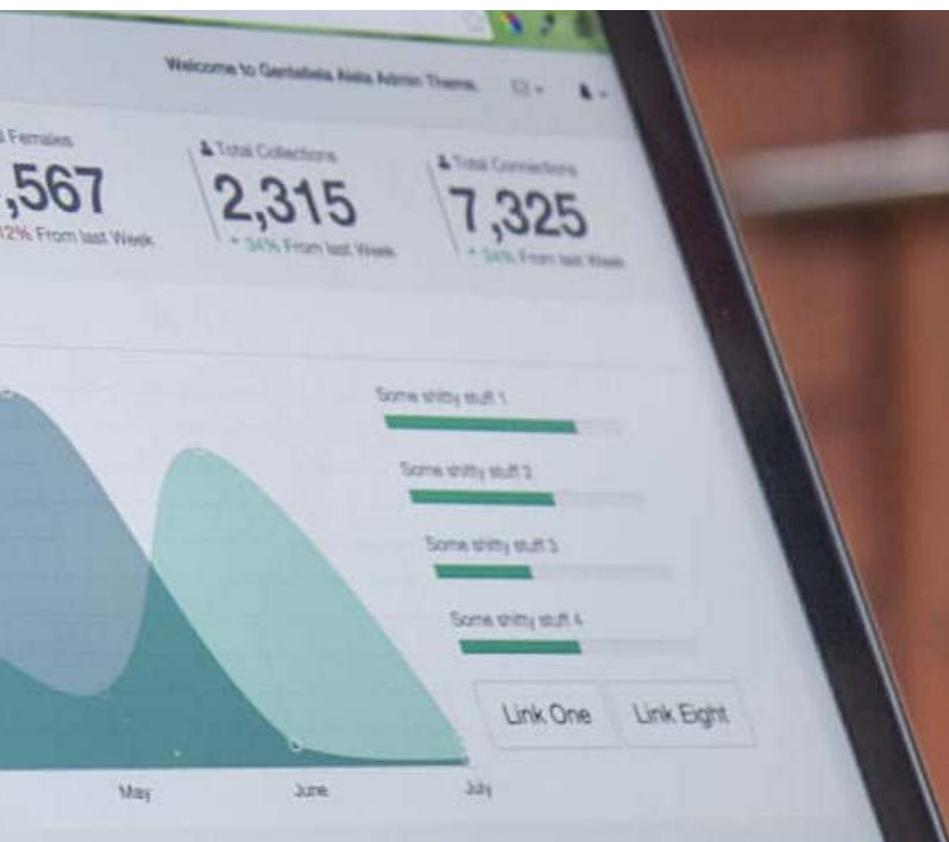
Por el contrario, si bien no se observan valoraciones particularmente positivas para las deudas emergentes, sí parece alcanzarse un punto negativo extremo en el sentido de que ninguna gestora piensa que los bonos asiáticos y latinoamericanos se encuentren sobrevalorados.

En lo que respecta a la renta variable les destacamos como la de mercados emergentes y de la zona euro se sitúan como las más sobrevaloradas para una mayoría del panel.

Más allá de indicadores de sentimiento, **se registra un aumento en el número de gestoras que piensan que sería deseable aumentar su exposición a bolsa estadounidense en los próximos tres meses mientras que se registra una disminución en el caso de la bolsa europea.**

**SE REGISTRA UN AUMENTO EN EL NÚMERO DE GESTORAS QUE PIENSAN QUE SERÍA DESEABLE AUMENTAR SU EXPOSICIÓN A BOLSA ESTADOUNIDENSE EN LOS PRÓXIMOS TRES MESES MIENTRAS QUE SE REGISTRA UNA DISMINUCIÓN EN EL CASO DE LA BOLSA EUROPEA**

En términos generales (ver pregunta 11) se reduce algo la confianza en el desempeño de la renta variable este año, al aparecer algunas gestoras versus trimestres anteriores que piensan que los retornos este año serán menores a los de la renta fija o sólo similares.



Brevemente, la visión sobre divisas no varía mucho respecto a lo que ha sido la tónica en el pasado 2018, aunque **se intensifica ligeramente la opinión mayoritaria de que el dólar se encuentra sobrevalorado** y el euro infravalorado. Al calor del desconcierto sobre el resultado final del Brexit la opinión sobre la libra esterlina se encuentra muy dispersada.

**SE INTENSIFICA LIGERAMENTE LA OPINIÓN MAYORITARIA DE QUE EL DÓLAR SE ENCUENTRA SOBREVALORADO**

Terminamos con las dos preguntas del trimestre. En la primera, a pesar de que dentro de la renta fija cotizada las rentabilidades reales del high yield americano con divisa euro cubierta se encuentran entre las únicas positivas, son minoritarios (un 25% del panel) los gestores que consideran esta inversión para los próximos trimestres.

Por el contrario, los activos reales (como préstamos e inmobiliario), en vista de la dificultad para extraer rentabilidades positivas en los activos conservadores tradicionales, merecen un aumento de la inversión para un 44% de los panelistas. Idéntico porcentaje favorable de gestoras son de la opinión que la prima de iliquidez que ofrecen justifica su sobre ponderación en las carteras.

**LOS DIFERENTES TIPOS DE PRÉSTAMOS (DIRECTOS, SÉNIOR, ETC.) VAN A SER EL ACTIVO REAL ESTRELLA EN LOS PRÓXIMOS MESES**

Los comentarios individuales registrados de los gestores sobre este punto ponen de relieve que **los diferentes tipos de préstamos (directos, sénior, etc.) van a ser el activo real estrella en los próximos meses.**



**Laurent Clavel**  
Head of Macroeconomic Research en AXA Investment Managers

## PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS PARA EL 2019:

# ¿Provocará el fin del QE un cambio de ciclo global?

### Aspectos clave

- Para 2019, esperamos que Estados Unidos experimente una ralentización cíclica, coincidiendo con el fin de las subidas de tipos por parte de la Reserva Federal en el 3% o el 3,25%.
- En la zona euro ya se observa una desaceleración económica y creemos que la política europea está contribuyendo a los riesgos a la baja. Es probable que el Banco Central Europeo mantenga la cautela y deje intactos los tipos de interés, como mínimo, hasta septiembre.
- Nuestras perspectivas sobre los activos de riesgo son menos halagüeñas, y a lo largo de 2019 pensamos que recuperaremos una posición neutral en renta variable.
- Esperamos que los rendimientos del bono alemán se mantengan en un rango de entre el 0,2% y el 0,7% en 2019 y vemos valor en los títulos del tesoro americano por encima del 3,25%.

## La última vuelta del ciclo

El crecimiento de Estados Unidos correspondiente al ejercicio 2018 se situará, al parecer, en el 2,9% —el mejor dato desde 2006—. Parte de este impulso, respaldado por una espectacular expansión fiscal procíclica, todavía debería mantenerse durante algún tiempo. Sin embargo se avecinan vientos en contra, como el fin de la política monetaria expansiva, las políticas comerciales restrictivas y, lo que es más importante a nuestro juicio, el endurecimiento de las condiciones financieras.

Esta situación debería provocar una desaceleración cíclica clásica hasta el 2,3% en 2019. Para 2020, la previsión actual consensuada y el Comité de Operaciones del Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) sugieren un ajuste suave pero, en nuestra opinión, son históricamente más habituales las ralentizaciones bruscas. De hecho, las economías que se enfrentan a una desaceleración suelen incurrir en un círculo vicioso de descenso de la confianza, reducción del gasto y de la inversión, y una marcada corrección de los inventarios. Aunque reconocemos que resulta muy difícil prever el momento exacto en el que se producirá una recesión, nuestras previsiones para 2020 estiman un nivel de crecimiento por debajo de su potencial para Estados Unidos, del 1,4%.

Por lo tanto, esperamos que la Reserva Federal (Fed) estadounidense ponga fin al ciclo de subidas antes del cierre de 2019, en un nivel de entre el 3% y el 3,25%, tras una subida ya prevista en diciembre y tres más el próximo año. Nuestra previsión es que, a finales de 2020, la Fed dé marcha atrás y entre en una fase de relajación.

## Estancamiento político y débil resiliencia en Europa

Con un retraso de unos dos años en esta expansión cíclica —debido en gran medida a errores políticos—, lamentablemente la zona euro ya está en desaceleración. Hace un año, los sondeos empresariales sugerían que se produciría una aceleración de la actividad económica pero, tras un 2018 tremendamente decepcionante, ahora parece probable que el crecimiento de la zona euro se sitúe en el 1,9%, frente al 2,5% registrado en 2017.

De cara al futuro, prevemos nuevas caídas en el crecimiento de este bloque, hasta situarse en el 1,4% en 2019, y en el 1,2% en 2020. Aunque el consumo y la construcción deberían mantenerse relativamente estables, la inversión empresarial debería disminuir debido a la pérdida de confianza de las empresas (situándose la demanda de crédito empresarial en niveles mínimos desde principios de 2014) y beneficios a la baja. Un aspecto aún más importante sería la incidencia del comercio neto en el crecimiento ante la ralentización de la demanda externa, principalmente de Estados Unidos y China, así como el descenso de la competitividad y la considerable solidez de las importaciones.

Esta menor flexibilidad debería bastar para que el Banco Central Europeo (BCE) situase el tipo para depósitos en el 0% para la primavera de 2020. Incluso con la inflación a una distancia no desdeñable del objetivo, esperamos que este movimiento se presente como una normalización y no como un endurecimiento de las condiciones, alegando que los efectos colaterales de una política de tipos de interés negativos están contrarrestando progresivamente sus beneficios. También esperamos operaciones de refinanciación específicas a más largo plazo, durante la primera mitad del próximo año.

Con todo, y a pesar de un panorama ya de por sí gris, creemos que la política europea está contribuyendo a los riesgos a la baja. En primer lugar, la saga del presupuesto italiano continúa y existe un riesgo potencial de que se produzca un contagio financiero. Tal como esperábamos, la Comisión Europea ha sugerido la apertura de un procedimiento de exceso de déficit. Si nuestra evaluación macroeconómica es correcta, en los próximos meses las entidades de crédito deberían revisar sus perspectivas y valoraciones a la baja ya que, con la disminución del crecimiento, llevará a la deuda pública a recuperar la tendencia alcista.

En segundo lugar, la incertidumbre política en Reino Unido sigue siendo visiblemente elevada y somos conscientes de que es muy posible un escenario de Brexit “sin acuerdo” en el mes de marzo.

Por último, aunque la administración estadounidense ha limitado sus ataques proteccionistas a China, sigue existiendo la posibilidad de que en 2019 se impongan aranceles al sector automovilístico de la Unión Europea.



## China en la cuerda floja, tendencias regionales e intrarregionales divergentes en los mercados emergentes

En 2018, hemos sido testigos del cambiante efecto provocado por el conflicto comercial entre Estados Unidos y China, que ha pasado de repercutir en los mercados a influir en el crecimiento. Nuestro escenario principal es que los aranceles subirán del 10% al 25% el próximo año, abarcando 250 mil millones de USD de productos chinos. Esta escalada proteccionista constituye un factor clave de la desaceleración económica que esperamos registre China en 2019 (6,1% desde el nivel de entre un 6,5% y un 6,6% de este año). La repercusión comercial quedará contrarrestada en parte por una “cauta” relajación monetaria por parte de Pekín, centrada en ayudas fiscales a las familias y al sector privado.

Ante los giros estructurales experimentados por la coyuntura externa, esperamos que los responsables políticos de China “prediquen con el ejemplo” respecto a las reformas estructurales, reforzando la protección de la propiedad

intelectual, liberalizando los mercados financieros, abriendo la cuenta de capital y reformando el sector empresarial. Estas transformaciones (que prevemos den lugar al primer déficit por cuenta corriente anual de China desde 1993) serán beneficiosas a largo plazo y, en 2019, contribuirán además a aplacar las tensiones con Estados Unidos.

Mientras tanto, los mercados emergentes han venido sufriendo un endurecimiento de las condiciones financieras globales (apreciación del dólar y aumento de las tires en Estados Unidos), agravado por importantes salidas de capitales. Con todo, el crecimiento económico ha demostrado una considerable resiliencia. Así, a pesar de que la retórica de guerra comercial de Estados Unidos, los sobresaltos en el ámbito de las divisas y el nuevo endurecimiento monetario son todos factores que deberían limitar la expansión de los mercados emergentes en 2019, esperamos que la demanda interna aguante y alivie parte de las presiones generadas por un descenso de los volúmenes comerciales. En particular, la demanda acumulada de grandes mercados emergentes como Brasil e India debería redundar en un crecimiento estable del

PIB de las economías emergentes, del 4,6%, como en 2018. Sin embargo, esta flexibilidad global esconde tendencias regionales e intrarregionales divergentes, ya que Argentina y Turquía se encuentran en recesión, mientras que Brasil ha registrado una considerable aceleración económica.

## Asignación de activos: reduciendo una marcha

El año 2018 ha sido frustrante para los inversores. A pesar de una coyuntura económica razonable y un fuerte crecimiento de los beneficios en la mayor parte del mundo, la rentabilidad de los mercados globales ha sido deficiente. En el momento de redactar este artículo, todas las principales clases de activos líquidos habían obtenido retornos totales anuales negativos.

En nuestras Perspectivas para 2018, una de las explicaciones que dimos a tales resultados era que la tendencia a un QE había comenzado a remitir, lo que ejercería presión a la baja sobre los precios de los activos y, al alza, sobre las correlaciones. Desde la segunda mitad de 2018 ha descendido de manera global el número de activos en manos de los bancos centrales, lo que ha dado inicio a una corrección que podría prolongarse durante varios años.

Si se cumple este pronóstico, 2019 podría resultar igual de difícil que 2018, motivo por el cual vamos a reducir el riesgo de la asignación de activos. Nuestras perspectivas sobre los activos de riesgo son menos positivas, y a lo largo de 2019 bajaremos nuestra posición a neutral en renta variable. En la actualidad, también mantenemos una posición infraponderada en crédito y posiciones neutras en deuda pública y efectivo.

Debido a la cauta postura adoptada por el BCE, una inflación que sigue siendo decepcionante (breakeven estable) y la intensificación del riesgo político en Italia, los rendimientos de los bonos alemanes deberían mantenerse en un rango de entre el 0,2% y el 0,7%. La situación de Italia ha empeorado y nuestra expectativa es que los rendimientos de sus bonos a diez años aumenten y se sitúen por encima del 4%. Vemos valor en los títulos del tesoro americano por encima del 3,25%, especialmente como diversificador en caso de una ralentización macroeconómica más pronunciada.

Los diferenciales de crédito probablemente sigan bajo presión en 2019 debido a un elevado número de factores macroeconómicos desfavorables y a factores técnicos menos ventajosos. En particular, nos preocupa el porcentaje récord de créditos con calificación BBB dentro del sector con grado de inversión, que amplía el espectro del riesgo de rebaja de la calificación a alto rendimiento (high yield).

Por lo que respecta a la renta variable, se espera que nuestro escenario principal de desaceleración de la actividad económica rebaje el crecimiento de ventas y que los márgenes de beneficios estén sometidos a una presión cada vez mayor. Nuestra expectativa es que el crecimiento de los beneficios por acción alcance cerca de un 7% en el caso de la renta variable global. Sin embargo, la disminución del exceso de liquidez, los tipos a corto en Estados Unidos al alza, y el posible incremento de las primas de riesgo de la renta variable, impulsados por una mayor volatilidad y por una confianza de los inversores más débil, son todos factores que sugieren posibilidades limitadas de que se produzca una expansión de múltiplos.

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.



**Belén Ríos**  
Directora de negocio institucional de Amundi Iberia



**Jorge Díaz**  
Responsable de Ventas Institucionales de Amundi Iberia

## Invertir en una Economía “Low Carbon”

El Acuerdo de París sobre el Cambio Climático y los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas, junto con iniciativas de empresas e inversores como RE100, los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas y la Coalición para la Descarbonización de Carteras (PDC), han estimulado a gobiernos y empresas por igual.

**El capital privado nunca ha tenido un papel tan importante en la lucha contra el cambio climático y la descarbonización de la economía.** Como dice Philippe Le Houérou, CEO de IFC (International Finance Corporation, entidad perteneciente al Banco Mundial), “el sector privado tiene la clave”, señalando que “cuenta con la innovación, la financiación y las herramientas”.

Añade que para una mayor apertura de la inversión del sector privado se necesitan reformas gubernamentales y modelos empresariales innovadores, que juntos crearán nuevos mercados y atraerán la financiación necesaria. Existe el potencial para atraer billones de euros de inversión en energías renovables, redes inteligentes, edificios ecológicos, transporte sostenible y otros sectores ecológicos.

### Financiación de la descarbonización

Hasta hace poco, las opciones para financiar la transición energética eran limitadas. Amundi, la mayor gestora de activos de Europa, está tratando de abordar esta limitación mediante la creación de **soluciones innovadoras** para aportar nuevos fondos a gran escala destinados a la financiación de la economía de bajas emisiones de carbono o *low carbon*.



Según Alban de Faÿ, Gestor de Carteras de Crédito y Responsable del proceso ISR de Renta Fija de Amundi: “Comenzamos analizando nuestra estrategia de carbono en renta variable, intentando optimizar el rendimiento de nuestras carteras en relación al benchmark, reduciendo a la vez el riesgo de carbono. Es una forma de integrar los riesgos del cambio climático en las inversiones en renta variable”.

Hace cuatro años, Amundi se asoció con el fondo de pensiones sueco AP4, el proveedor de índices MSCI y el Fondo francés de Reserva de las Pensiones Públicas (FRR: “Fonds de Réserve pour les Retraites”), para desarrollar una gama de índices low carbon y las consiguientes estrategias de inversión pasiva para un nuevo mercado de inversores que buscan gestionar y mitigar su exposición al riesgo de carbono. Los índices MSCI Global Low Carbon Leaders Index están compuestos por compañías con una exposición al carbono significativamente inferior a la media del mercado.

Muchos sectores intensivos en emisiones ya proporcionan datos de buena calidad, pero otros sectores están muy poco avanzados. Amundi está empujando activamente a las principales compañías para que proporcionen más información y aprendan a evaluar los riesgos de la exposición al riesgo de carbono.

Según De Faÿ: “Los índices de bajas emisiones de carbono son una buena manera de aprender sobre estos temas y ayudar a los inversores de renta variable a reducir su riesgo. Realmente necesitamos mejorar la calidad de los datos; estandarizar este tipo de riesgo y construir nuevos índices es una buena manera de mejorar la cantidad y calidad de los datos disponibles”.

### Expansión del mercado de Bonos Verdes

Amundi también está a la vanguardia de los esfuerzos para expandir el mercado de bonos verdes; lanzando su primer fondo abierto de bonos verdes en 2015, y su primer fondo de bonos 100% verdes en 2016, cuyo objetivo es medir el impacto ambiental positivo de los fondos que presta.

Según De Faÿ, “El enfoque en renta fija es muy diferente de nuestro enfoque en renta variable. Nuestro enfoque principal es cómo podemos **financiar proyectos con bajas emisiones de carbono y ayudar a los emisores a acelerar su transición hacia una economía low carbon**. Queremos ofrecer a los inversores soluciones para innovar y financiar más proyectos verdes. El desarrollo del mercado de bonos verdes nos ayudará a lanzar varias estrategias con nuevas oportunidades para que los inversores participen en la financiación de la transición con bajas emisiones de carbono”.



Los dos fondos de bonos verdes mantienen estrategias diferentes para cumplir con los requisitos de los inversores que buscan financiar la transición low carbon. El primer fondo tiene por objeto financiar a los principales agentes que intervienen en la transición energética. Su estrategia apalanca los bonos verdes como un mecanismo de financiación de elevada transparencia y amplía este universo a otros emisores que se adhieren a la transición hacia la energía sostenible.

“Además de los bonos verdes, también financiamos a compañías que son “jugadores puros” que tienen más del 50% de su facturación dedicada a actividades con bajas emisiones de carbono, como por ejemplo una empresa líder en eficiencia energética y aplicaciones de redes inteligentes. Existe un gran diferencial entre la energía que producimos y la que está disponible para ser utilizada debido a las pérdidas de transmisión, motivo por el que pueden marcar una importante diferencia real”.

“Hay asimismo muchos sectores que se enfrentan a grandes retos en relación con su huella de carbono, donde realmente es necesario inversores innovadores que ayuden a los emisores a transformarse en emisores de bajas emisiones de carbono. Se trata tanto de riesgos como de oportunidades. En el sector de la automoción, por ejemplo, hay muchas cosas que se pueden hacer para mejorar los motores y hacer que los materiales sean

más ligeros para mejorar la eficiencia del combustible, aparte de las oportunidades que ofrecen los vehículos eléctricos. En el caso de los productos químicos, hay muchas maneras de reducir la contaminación y las emisiones, e incluso la banca tiene un papel clave que jugar en la financiación del cambio energético hacia un uso bajo de carbono”. El fondo también financia emisores identificados como líderes en esos sectores clave debido a su enfoque proactivo en términos de mitigación del cambio climático.

El segundo fondo de bonos verdes de Amundi utiliza una estrategia de inversión de impacto. Sólo invierte en bonos verdes en los que el emisor aporta pruebas sobre indicadores medioambientales clave, como las emisiones de CO2 evitadas. Esto permite a los inversores financiar sectores que podrían considerarse arriesgados para el medio ambiente si estos sectores demuestran que están realizando mejoras.

En renta variable, los inversores quieren reducir su exposición al riesgo de carbono y pueden tratar de evitar sectores de altas emisiones, como los servicios públicos. Sin embargo, para los inversores en renta fija que deseen invertir de forma sostenible, estas compañías pueden resultar atractivas, ya que los bonos verdes son una herramienta eficaz para ayudar a los generadores de electricidad a innovar y a dejar de lado las centrales de elevadas emisiones de carbono.



“Queremos dirigir la financiación hacia donde más se necesita, incluso si las empresas implicadas tienen una mayor huella de carbono. Financiar proyectos de energía renovable es una forma de que los inversores apoyen las enormes necesidades de financiación para mantener el escenario objetivo de los 2 grados centígrados”.

### Retos por delante

Cuando se creó el mercado de bonos verdes, existía la preocupación de cómo los inversores podían estar seguros de que su dinero financiaba proyectos de baja emisión de carbono. Esto se ha visto facilitado por una **mayor transparencia**. Hoy en día, los inversores pueden tener más confianza en la calidad de la emisión y en la capacidad del emisor para influir.

El siguiente reto es crear una **definición única y estandarizada de lo que es y lo que no es “verde”**. Por ejemplo, en China, los proyectos de carbón limpio pueden considerarse verdes, pero en Europa no. De Faÿ cree que el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la UE, que incluye una taxonomía de sostenibilidad, será de “gran ayuda”.

Del mismo modo, los niveles de transparencia siguen variando de un emisor a otro. En el sector de los servicios públicos, la información tiende a ser exhaustiva porque son los propios activos del sector los que generan los datos; en el sector bancario, las métricas pueden ser más opacas porque el sector depende de más información de terceros.

Se necesita más diversidad en los tipos de emisores y en los rendimientos que ofrecen. Hasta la fecha, el mercado de bonos verdes ha estado compuesto principalmente por emisiones de los bancos multilaterales de desarrollo, que ofrecen una gran seguridad a los inversores, pero bajos rendimientos.

“Muchos inversores buscan un mayor yield, y los bonos verdes no pueden ofrecerlo todavía”, reconoce De Faÿ. “El mercado necesita más emisores corporativos que proporcionen mayores rendimientos para satisfacer las necesidades de todo tipo de inversores. Si podemos desarrollar un mercado high yield, impulsará más inversiones bajas en carbono”.

## La Iniciativa de los Bonos Climáticos

La Iniciativa de Bonos Climáticos establece que los bancos necesitan emitir más bonos y préstamos verdes, y aumentar su apoyo en la suscripción para el sector. Esto también ayudaría al mercado a financiar algo más que instalaciones de energía renovable a gran escala y carteras de préstamos verdes para los bancos. **Amundi tiene la capacidad de cooperar con los bancos en estas cuestiones, para ampliar el mercado verde a todos los segmentos del mercado de renta fija** gracias a la experiencia de equipos especializados en estos segmentos específicos, como préstamos, bonos más pequeños y colocaciones privadas.

Según De Faÿ, “Sería bueno imaginar que algún día tendremos un mercado verde para todo tipo de soluciones, como los valores respaldados por activos (ABS) y las obligaciones de préstamo garantizadas (CLO). Si lo hacemos, tendremos un mercado que responda a los diferentes tipos de necesidades de financiación de las empresas y a las necesidades de los inversores en materia de riesgo y rentabilidad. Está empezando a suceder, pero por el momento, no somos capaces de desplegar todas estas “armas” de renta fija”.

En la primavera de 2018, Amundi lanzó una estrategia verde en **asociación con el Banco Mundial** para apoyar la demanda de bonos verdes (a través de un fondo de 1.500 millones de euros que invierte en bonos verdes de mercados emergentes) y la oferta de bonos verdes (a través de IFC, International Finance Corporation, organización hermana del Banco Mundial

que busca apoyar la emisión de bonos verdes en mercados emergentes). Esta estrategia es **el mayor fondo de bonos verdes centrado en los mercados emergentes del mundo**, y su objetivo es aumentar la capacidad de los bancos de los mercados emergentes para financiar inversiones inteligentes para el clima.

Cabe esperar que el largo plazo y el gran tamaño del fondo aumenten significativamente la escala y el ritmo del financiación para el cambio climático en los mercados emergentes, atrayendo capital tanto de inversores locales como internacionales, y creando nuevos mercados. Se espera que invierta 2.000 millones de dólares en bonos verdes de mercados emergentes a lo largo de su vida útil, ya que sus ingresos se invertirán íntegramente a lo largo de siete años en bonos verdes.

El mercado de productos financieros sostenibles sigue siendo pequeño. El interés de los inversores es fuerte y creciente, y a medida que se disponga de más productos que satisfagan los requisitos de una amplia gama de inversores, la financiación sostenible irá en aumento, lo que dará un nuevo impulso a la transición hacia una economía “low carbón”.

**Artículo ofrecido por Belén Ríos, Directora del Negocio Institucional de Amundi Iberia y Jorge Díaz, Responsable de Ventas Institucionales de Amundi Iberia.**

**Artículo escrito por Mike Scott para Bloomberg Media Studios. Originalmente publicado en Bloomberg.com.**

Este documento no está dirigido a ciudadanos o residentes de los Estados Unidos de América o a cualquier “persona estadounidense” tal y como se define en la regulación de la bajo la “US Securities Act de 1933”.

Amundi rechaza toda responsabilidad de cualquier tipo, ya fuera directa o indirecta, que pudiera derivarse del uso de la información contenida en este documento. Amundi no podrá considerarse de ninguna forma responsable de ninguna decisión tomada o inversión realizada en base a la información contenida en este material. La información contenida en este documento se facilita de forma confidencial y se prohíbe su copia, reproducción, modificación, traducción o distribución sin el consentimiento previo y por escrito de Amundi, a terceras partes o a entidades en ningún país o jurisdicción en los cuales estuvieran sujetos Amundi o cualesquiera de “los Fondos” a requisitos de registro en dichas jurisdicciones o cuando pudiera considerarse ilegal. En consecuencia, este material solo será objeto de distribución en aquellas jurisdicciones donde estuviera permitido y a personas que pudieran recibirlo sin incumplir ningún requisito legal o reglamentario.

La información contenida en este documento es adecuada a 30 de Diciembre de 2018. Los datos, las opiniones y los análisis pueden ser modificados sin previo aviso.

Amundi Asset Management, SAS (“sociedad por acciones simplificada”) con capital social de 1.086.262.605 € y aprobada por la AMF, nº GP 04000036 como sociedad gestora de carteras, 90 Bd Pasteur, 75015 París-Francia - 437 574 452 RCS París.

Amundi Iberia SGIIC, SAU, registrada con el nº31 en el registro de SGIIC de CNMV (Pº de la Castellana 1, Madrid 28046).

# 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

Nota: La tasa de respuestas del panel es normalmente del 100%. Este trimestre de forma excepcional los resultados de Ibercaja Pensiones se repitieron por lo que la interpretación de la evolución de los resultados agregados respecto a trimestres anteriores puede verse ligeramente afectada

REALIZADO



PATROCINADO

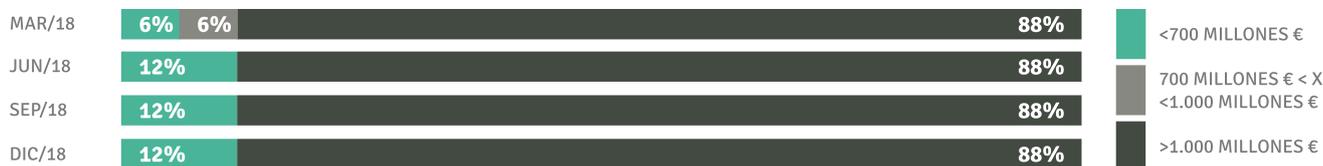


## RESULTADOS

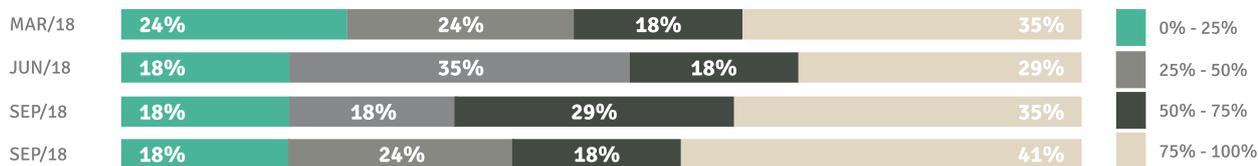
### 1. Pertenece a un grupo bancario



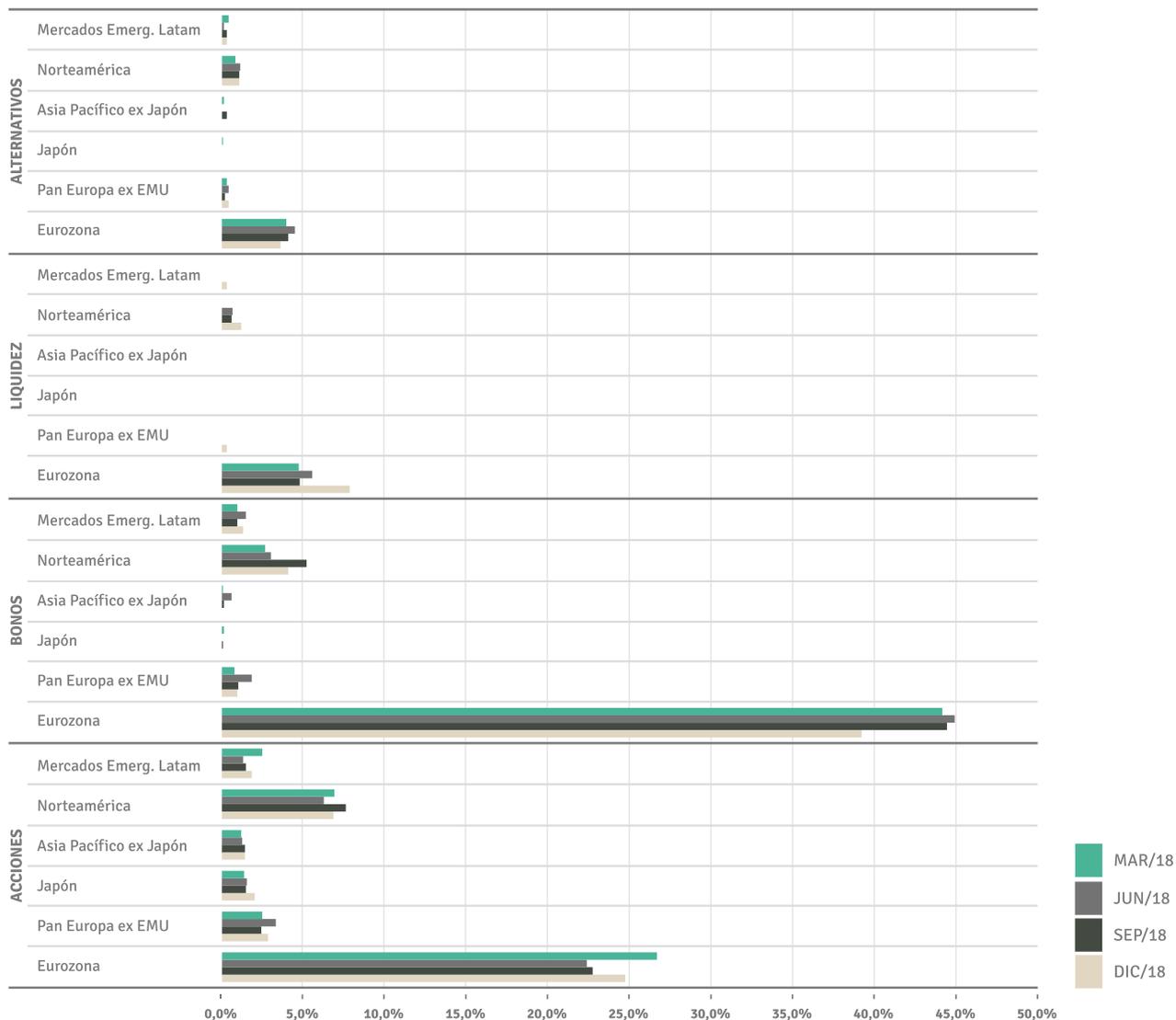
### 2. Activos bajos gestión (en millones de euros)



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



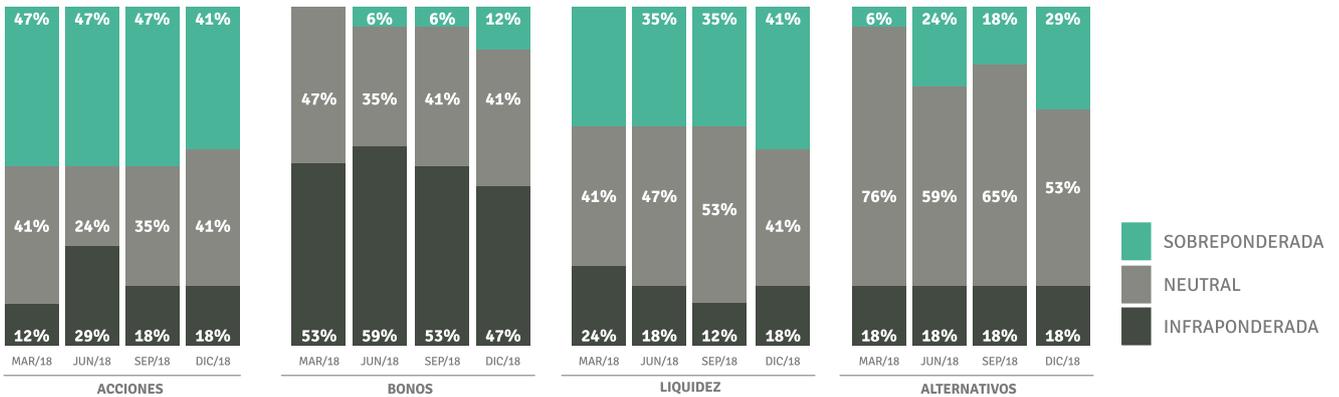
4. En referencia a su cartera equilibrada global, por favor indique para los siguientes tipos de activo la asignación agregada actual (en porcentaje) desglosada para cada una de las áreas geográficas listadas



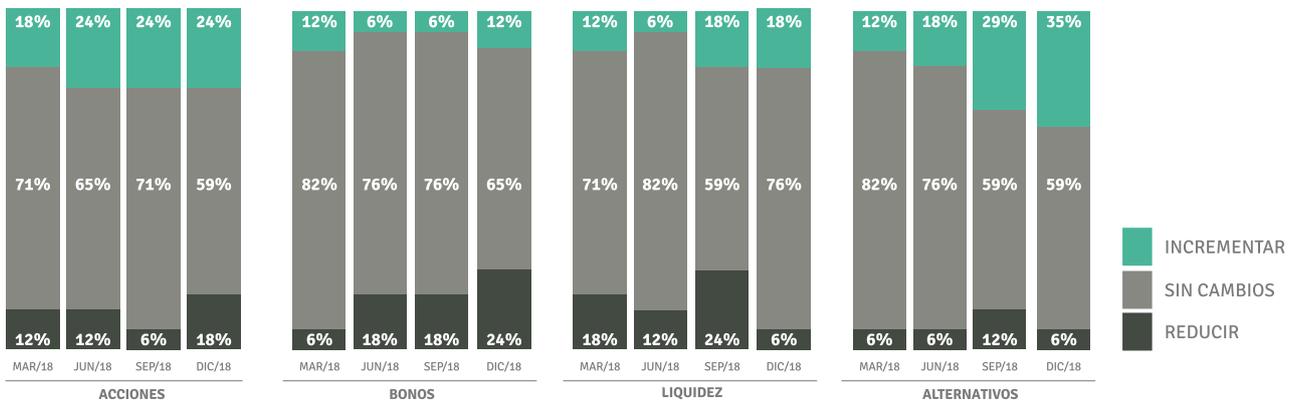
ACTIVO	ÁREA	DIC18	SEP/18	JUN/18	MAR/18
ACCIONES	Eurozona	24,7%	22,7%	22,4%	26,6%
	Pan Europa ex EMU	2,8%	2,4%	3,3%	2,5%
	Japón	2,0%	1,5%	1,5%	1,4%
	Asia Pacífico ex Japón	1,4%	1,4%	1,2%	1,2%
	Norteamérica	6,8%	7,6%	6,2%	6,9%
	Mercados Emerg. Latam	1,8%	1,5%	1,3%	2,5%
<b>TOTAL ACCIONES</b>		<b>39,6%</b>	<b>37,1%</b>	<b>35,9%</b>	<b>41,0%</b>
BONOS	Eurozona	39,2%	44,4%	44,9%	44,1%
	Pan Europa ex EMU	0,9%	1,0%	1,8%	0,8%
	Japón	0,0%	0,1%	0,0%	0,1%
	Asia Pacífico ex Japón	0,0%	0,1%	0,6%	0,1%
	Norteamérica	4,1%	5,2%	3,0%	2,6%
	Mercados Emerg. Latam	1,3%	0,9%	1,5%	0,9%
<b>TOTAL BONOS</b>		<b>45,5%</b>	<b>51,7%</b>	<b>51,8%</b>	<b>48,6%</b>

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

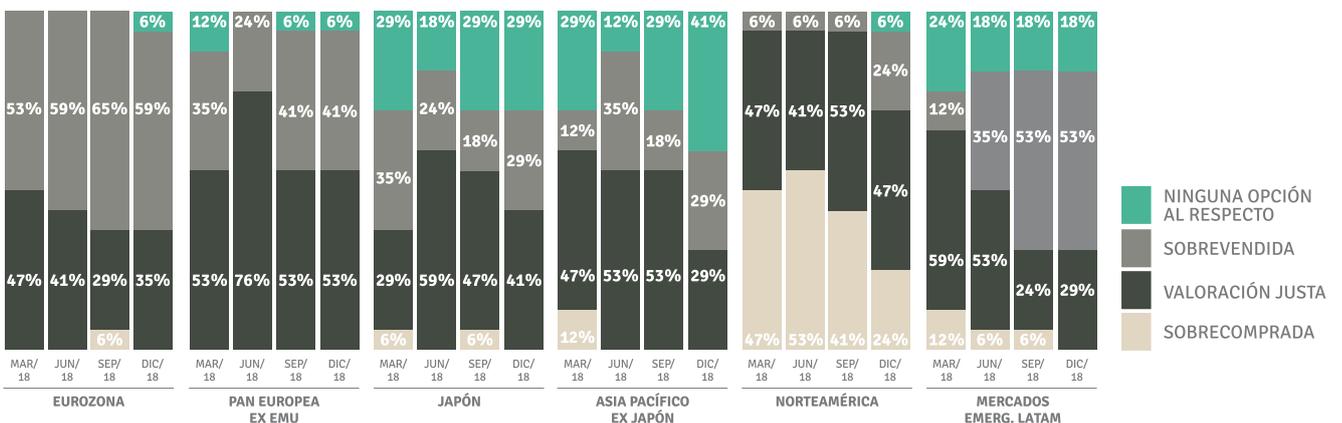
5. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si la exposición de su portafolio esta infraponderada, neutral, o sobreponderada en relación a su benchmark interna



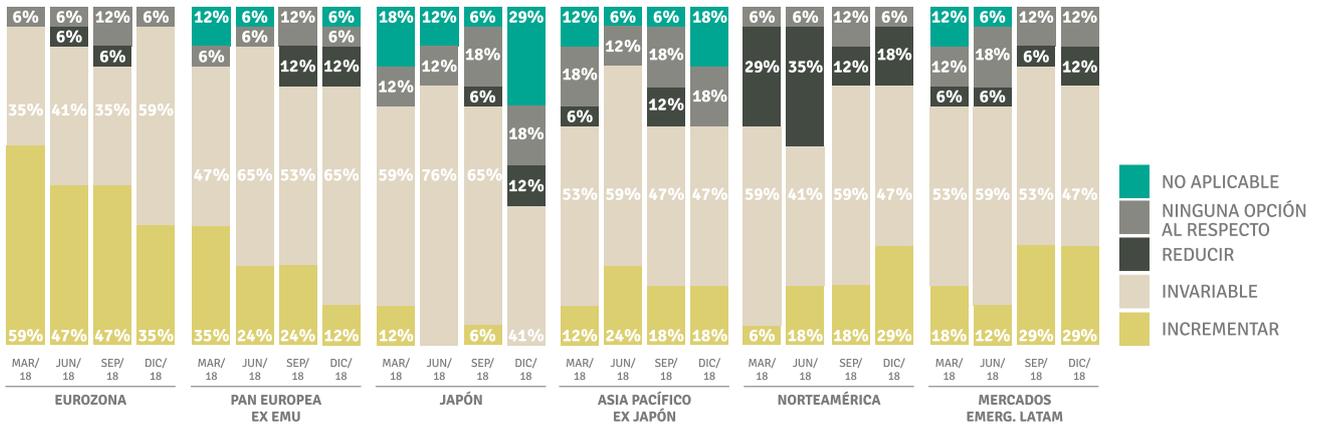
6. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si piensa incrementar, reducir, o dejar sin cambios la exposición de su cartera o portafolio en los próximos tres meses



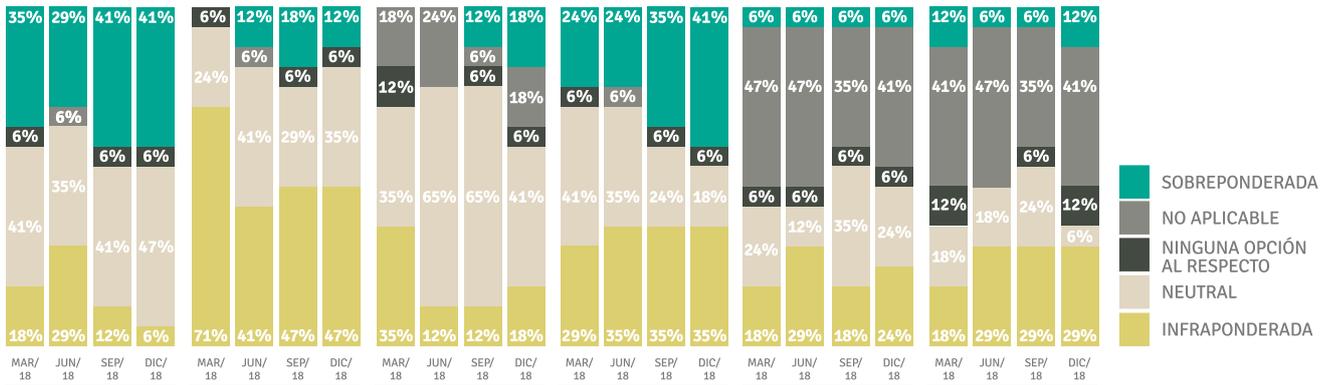
7. Con una óptica de valoración a corto plazo, ¿considera que la renta variable en las siguientes áreas geográficas esta "sobrecorada", sobrevendida", o refleja una valoración justa?



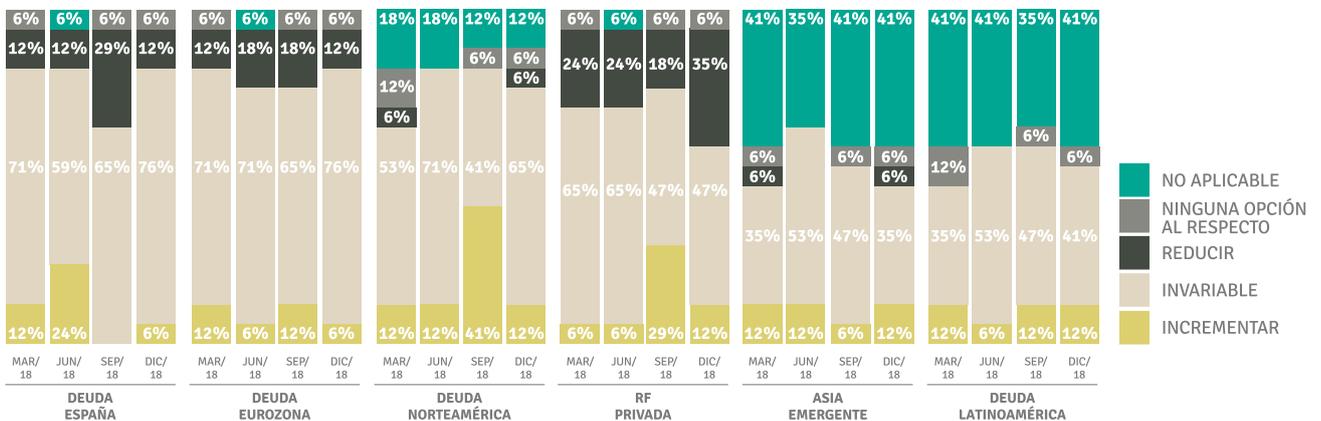
8. Por favor indique para cuál de los siguientes mercados de renta variable es deseable que la exposición de la cartera sea incrementada, reducida, o mantenida sin cambios en los próximos tres meses



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



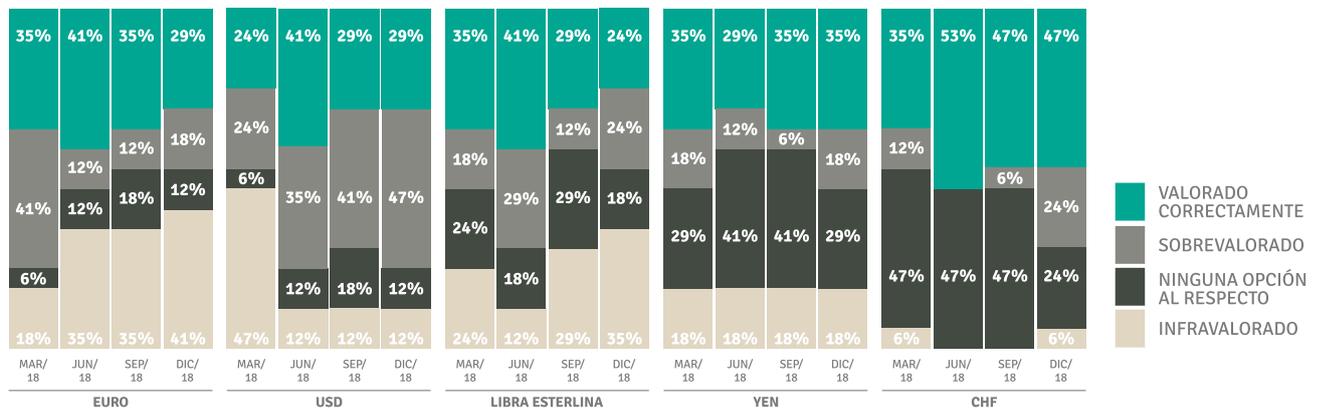
10. Por favor indique para cada una de las siguientes clasificaciones de bonos si tiene la intención de incrementar, reducir, o mantener sin cambios la exposición de su cartera en los próximos tres meses



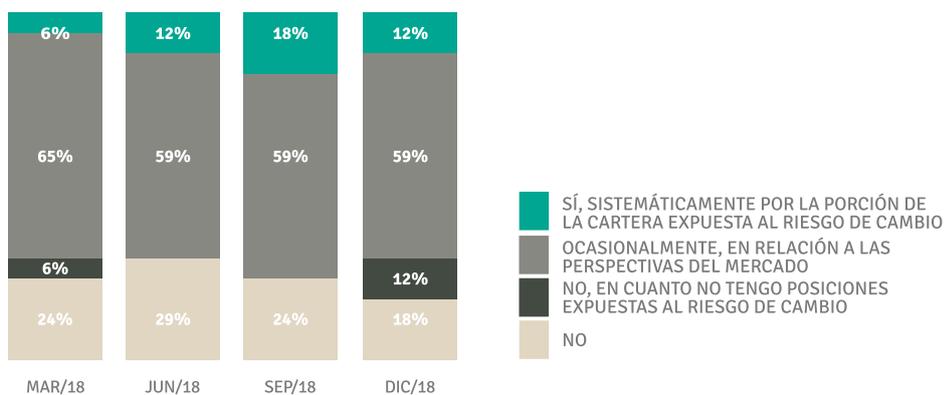
**11.** Con una óptica de inversión global, ¿cómo de probable piensa que es que los bonos tengan mejores retornos que la renta variable en los doce próximos meses?



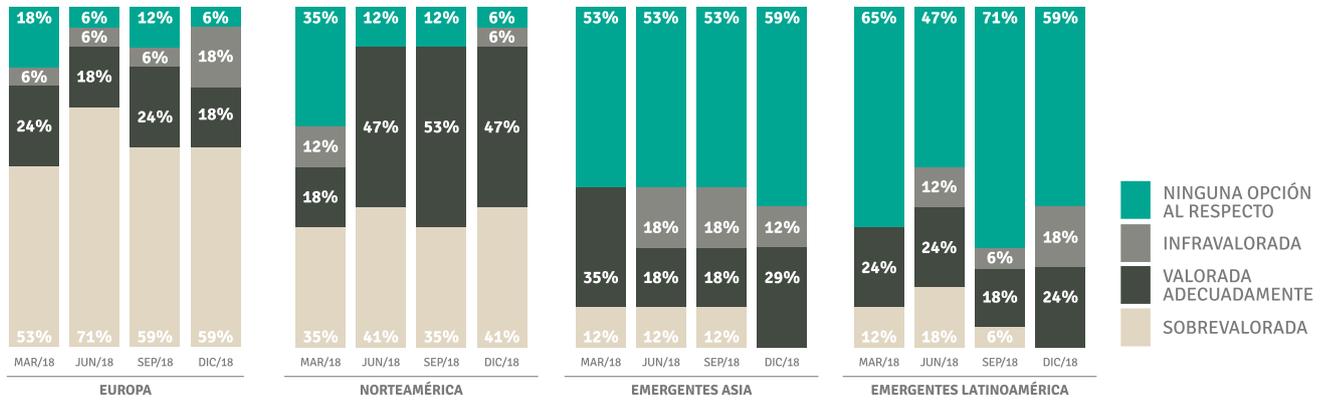
**12.** Según los fundamentales actuales del mercado y con una perspectiva de valoración global, ¿piensa que cada una de las siguientes monedas esta sobrevalorada, justamente valorada o infravalorada?



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



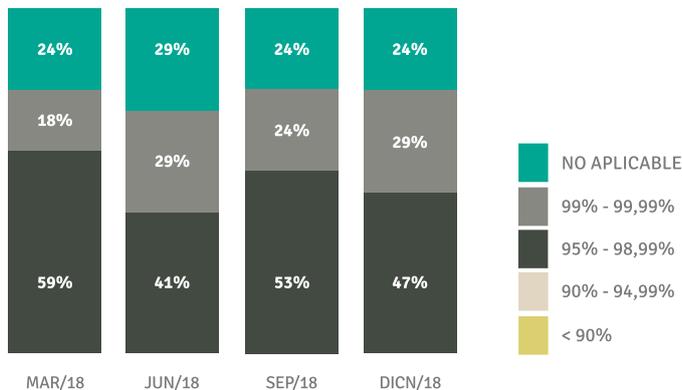
14. Para cada una de las siguientes áreas geográficas, piensa que la valoración relativa (en términos de “spread” o diferencial) de la renta fija privada con respecto a la deuda pública esta actualmente:



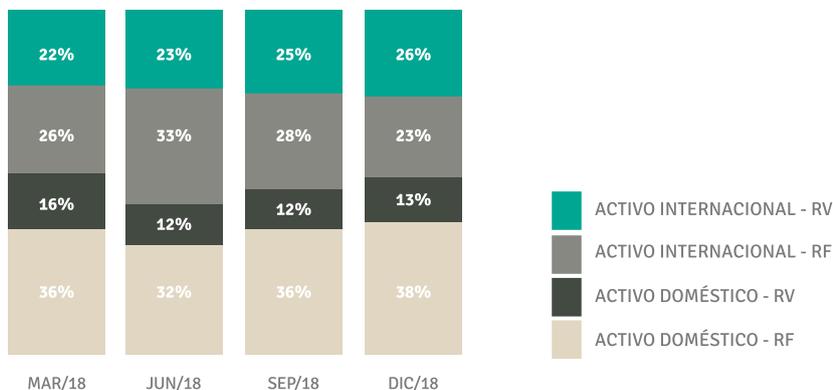
15. Por favor indique si sus activos invertidos en liquidez están sobreponderados, neutrales, o infraponderados en relación a su benchmark interno.



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).

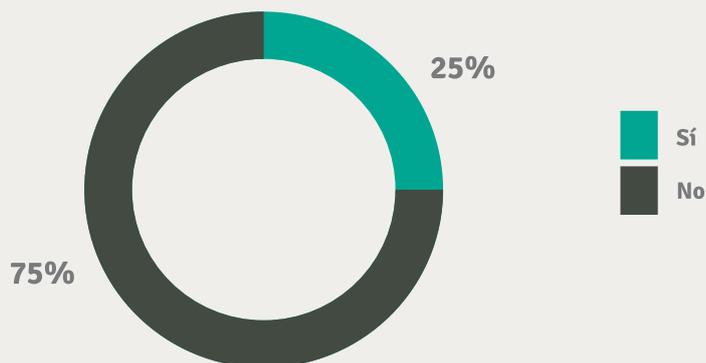


**18.** Por favor indique si en los próximos tres meses piensa incrementar, reducir o mantener invariable su exposición a activos domésticos.

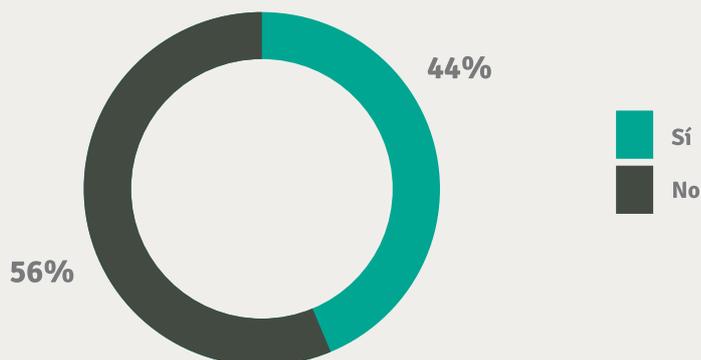


**19. PREGUNTA DEL TRIMESTRE**

¿Siendo el high yield americano el único activo de renta fija que tiene rentabilidad positiva en euros con divisa cubierta; teniendo en cuenta que las probables subidas de tipos del año que viene ya están descontadas en la curva, y que aunque se está produciendo una pequeña desaceleración el crecimiento sigue siendo positivo en casi todas las áreas. **¿estaría considerando esta inversión para los próximos trimestres?**

**20. PREGUNTA DEL TRIMESTRE**

¿Teniendo en cuenta el entorno de mercado tan complicado para “arañar” rentabilidades positivas en los activos conservadores tradicionales, **¿considera adecuado incrementar el peso de los activos reales (prestamos, real estate), en sus carteras a lo largo del 2019?**



# FEBRERO 2019

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

# BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

 Investment  
Managers