Las gestoras de pensiones confían en la renta variable

Juan Manuel Vicente Casadevall
Socio de Fondos Directo

¿Qué implica el actual fin de ciclo económico para los bonos ligados a la inflación?

Jonathan Baltora
Gestor de carteras de bonos ligados a la inflación y Responsable del equipo de tipos e inflación en AXA Investment Managers París

Cómo ha influido la Inversión ESG en los precios de los activos de Renta Variable

Thierry Roncalli
Director de Análisis Cuantitativo de Amundi

 # MAYO 2019

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

Amundi
ASSET MANAGEMENT

AXA Investment Managers

REALIZADO FONDOS DIRECTO

FONDOS DIRECTO

MAYO 2019

La incorporación de políticas ISR alcanza un máximo histórico, con un 82% del panel adoptándolas de algún modo.

Las gestoras de pensiones confían en la renta variable

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 primer trimestre de 2019, y que se completó por parte de las gestoras de pensiones mayoritariamente entre finales de abril y primeros de mayo, pone de relieve lo que venían apuntando las dos últimas encuestas, esto es, confianza en el desempeño de la renta variable en medio de las turbulencias y las idas y venidas de los índices bursátiles en los últimos dos trimestres

Así, **la exposición agregada media a bolsa de los gestores de pensiones españoles aumentó de nuevo desde el 39,6% hasta el 41,5%, en lo que ha sido una tendencia progresiva imparable desde finales del 2017**. En el caso de la renta fija y como ya avisaba la encuesta del trimestre anterior, las ventas han dejado lugar a las recompras de bonos y vuelven a niveles más acordes con su nivel histórico, rozando ya el 50% de las carteras. El origen de estos movimientos ha sido la liquidez que retorna a niveles "normales", apenas por encima del 4%, mientras que los movimientos en activos alternativos son mínimos.

Dentro de la renta fija les destacamos como los gestores ante las caídas de los rendimientos de los últimos meses y teniendo en cuenta su foco en bonos domésticos y de la zona euro, estiman que las valoraciones pueden haber alcanzado niveles delicados, lo que los lleva a situarse mayoritariamente infra ponderados en la clase de activo y con perspectivas de reducción de la exposición en los próximos meses (ver resultados preguntas 9 y 10). Por el lado de la renta variable lo más destacado es cómo la mayoría de las gestoras piensan que las valoraciones de las diferentes regiones (excluyendo la estadounidense) se encuentran en niveles justos y como es previsible que tras el fuerte rebote en lo que va de año las asignaciones a bolsa se detengan o incluso puedan retroceder algo desde los niveles actuales.

> **LA EXPOSICIÓN AGREGADA MEDIA A BOLSA DE LOS GESTORES DE PENSIONES ESPAÑOLES AUMENTÓ DE NUEVO DESDE EL 39,6% HASTA EL 41,5%, EN LO QUE HA SIDO UNA TENDENCIA PROGRESIVA IMPARABLE DESDE FINALES DEL 2017**

En lo que respecta a divisas se mantienen relativamente estables los posicionamientos sobre euro y dólar desde que este último hiciera un suelo de varios años a finales del año 2017.

04

Donde si observa un cambio y **lo que sería una oportunidad de compra es en la libra esterlina con un 53% del panel expresando la opinión de que está infravalorada versus un 35% el trimestre anterior o sólo un 12% hace un año**.

Las inversiones alternativas ganan atractivo y se espera que un porcentaje significativo de gestoras aumenten posiciones durante el próximo año, pero se observa una enorme dicotomía entre los diferentes tipos. Mientras capital riesgo e inmobiliario en este orden deberían verse beneficiados con flujos por parte del sector de las pensiones españolas el apetito por la inversión en materias primas y fondos de gestión alternativa es básicamente inexistente. La inversión en productos estructurados sigue teniendo una presencia mínima.

La incorporación de políticas ISR de algún modo alcanza un máximo histórico del 82% del panel en lo que ha sido un constante e imparable crecimiento durante los últimos años. Por clases de activo un 76% de las gestoras españolas que participan en la encuesta lo incorporan en sus inversiones en renta variable y renta fija, dato que se mantiene estable respecto al semestre anterior. Ello es seguido por la inversión en gestores externos con un 53% del panel utilizando algún tipo de criterio ISR en su selección.

> **LA INCORPORACIÓN DE POLÍTICAS ISR DE ALGÚN MODO ALCANZA UN MÁXIMO HISTÓRICO DEL 82% DEL PANEL**

Las políticas a nivel de compañía o de la propia gestora han sido el gran impulsor detrás de este movimiento de extensión de los criterios ISR, seguido por las comisiones de control en los planes de empleo. A futuro, dentro de las 17 gestoras que forman parte del panel de la encuesta, no se prevé un aumento del ISR en general desde el punto actual, siendo la falta de recursos la principal razón aducida.

El uso de consultores externos o de gestores externos se mantiene en niveles bastante estables respecto a semestres

anteriores y tampoco se prevén movimientos significativos en los próximos doce meses. Por el contrario, **el uso de gestión pasiva alcanza un máximo histórico con un 88% del panel utilizándola de algún modo**, sea vía ETFs, futuros o fondos. Este dato se apuntaba con precisión en los resultados del barómetro del semestre anterior. A futuro se espera una estabilización de esta tendencia o incluso ligero retroceso. Los ETFs siguen siendo un producto estrella en la gestión pasiva de las gestoras (un 76% los usa activamente) aunque tampoco se esperan aumentos a futuro. Por último, el uso de modelos cuantitativos en la asignación de activos pierde terreno e intensifica su adopción más bien testimonial en la gestión de pensiones en España.

EL USO DE GESTIÓN PASIVA ALCANZA UN MÁXIMO HISTÓRICO CON UN 88% DEL PANEL UTILIZÁNDOLA DE ALGÚN MODO

Desde un punto de vista estratégico les destacamos como la exposición a activos emergentes (un activo que hasta la fecha tiene una clara infra presentación en las carteras) va a ganar espacio en los próximos meses. Esto aplica tanto a la renta variable como a la renta fija, aunque es la deuda emergente la que en principio va a ser la mayor beneficiada de este movimiento, con un 53% de los gestores planeando aumentar su asignación.

El apetito por la toma de riesgos en general disminuye de forma radical respecto al otoño del año pasado. La visión macro por regiones mejora ligeramente para Europa y España (que venía de un pesimismo máximo) pero disfruta de un salto en emergentes y Estados Unidos. Terminamos con los resultados a la pregunta del trimestre donde se puede observar que el sentimiento sobre activos ilíquidos y su incorporación en las carteras se mantiene dentro de unos rangos bastante delimitados en los últimos trimestres, aunque las infraestructuras son las que más destacan, con más de un 40% de las gestoras teniéndolas incorporadas en sus carteras y planeando aumentar más dicha exposición.

¿Qué implica el actual fin de ciclo económico para los bonos ligados a la inflación?

Jonathan Baltora
Gestor de carteras de bonos ligados a la inflación y Responsable del equipo de tipos e inflación en AXA Investment Managers París.

Creemos que las condiciones actuales de la última fase del ciclo económico (desaceleración del crecimiento e inflación estable), junto con el cambio acomodaticio de las políticas monetarias desde principios de 2019, están creando una coyuntura favorable para los bonos ligados a la inflación. En nuestra opinión, a pesar de la reciente subida de los precios del petróleo, las valoraciones son atractivas y los bonos ligados a la inflación representan una herramienta interesante para ir incrementado la duración de las carteras desde una perspectiva cíclica.

Creemos que nos encontramos en la última fase de ciclo, no en recesión

Durante los últimos meses, los distintos datos macroeconómicos publicados (aunque los más recientes resultan tranquilizadores) confirman la desaceleración del crecimiento económico. Los indicadores ISM en EEUU o PMI en Europa reflejan una moderación del crecimiento. Algunos analistas hablan de un posible escenario de recesión, ya que se está invirtiendo el diferencial entre las Letras del Tesoro de los EEUU a 3 meses y los bonos a 10 años (considerado históricamente como un indicador fiable de recesión). En AXA Investment Managers (AXA IM) no prevemos una recesión, ya que los bancos centrales han actuado inmediatamente cambiando sus estrategias de normalización monetaria para adoptar de nuevo un sesgo más acomodaticio.

Fin de ciclo implica estabilidad de la inflación

Aunque generalmente se entiende que en un escenario de recesión la inflación debería reducirse, es probable que los bancos centrales prolonguen aún más sus políticas acomodaticias. La coyuntura de última fase de ciclo económico nos sugiere que aunque se esté produciendo una desaceleración económica, la tasa de crecimiento debería seguir siendo positiva y la inflación debería mantenerse estable en general.

La inflación sigue siendo un fenómeno global

Una idea equivocada y ampliamente difundida sobre la inflación es que ésta será mucho mayor en EE.UU. en comparación con

Gráfico 1/

INFLACIÓN INTERANUAL PARA ESTADOS UNIDOS, ZONA EURO Y REINO UNIDO

FUENTE: AXA IM, Bloomberg a 15/04/2019

la Zona Euro. Lo que ocurre es que la inflación subyacente, tasa de inflación preferida de los economistas (es una tasa que excluye alimentos y energía), no se calcula utilizando la misma metodología a ambos lados del Atlántico. En EE.UU., el componente de la inflación subyacente con mayor ponderación es el "Coste del Alojamiento": en EE.UU. la ponderación de los alquileres es muy importante en el cálculo de la inflación, mientras que en la zona euro éstos no se tienen en cuenta.

Si comparamos en términos equivalentes las inflaciones subyacentes de la zona euro y de EE.UU., la diferencia se reduciría solamente al 0,5% de media, lo cual significa que al margen de las divergencias a corto plazo y del ruido estadístico, sigue existiendo una fuerte correlación positiva de las tendencias de inflación en las economías avanzadas.

En nuestra opinión, la inflación debería mantenerse estable, en general, durante los próximos años, y el pesimismo a corto plazo probablemente resulte exagerado, a pesar del fuerte incremento de los precios del petróleo producido a principios de 2019, recuperando niveles de hace un año.

El mercado es bastante pesimista sobre la inflación futura

De acuerdo con nuestra experiencia en el mercado de bonos ligados a la inflación, mientras que las tendencias a largo plazo de la inflación son difíciles de predecir, el mercado refleja bastante bien, en general, las evoluciones a corto plazo de la misma.

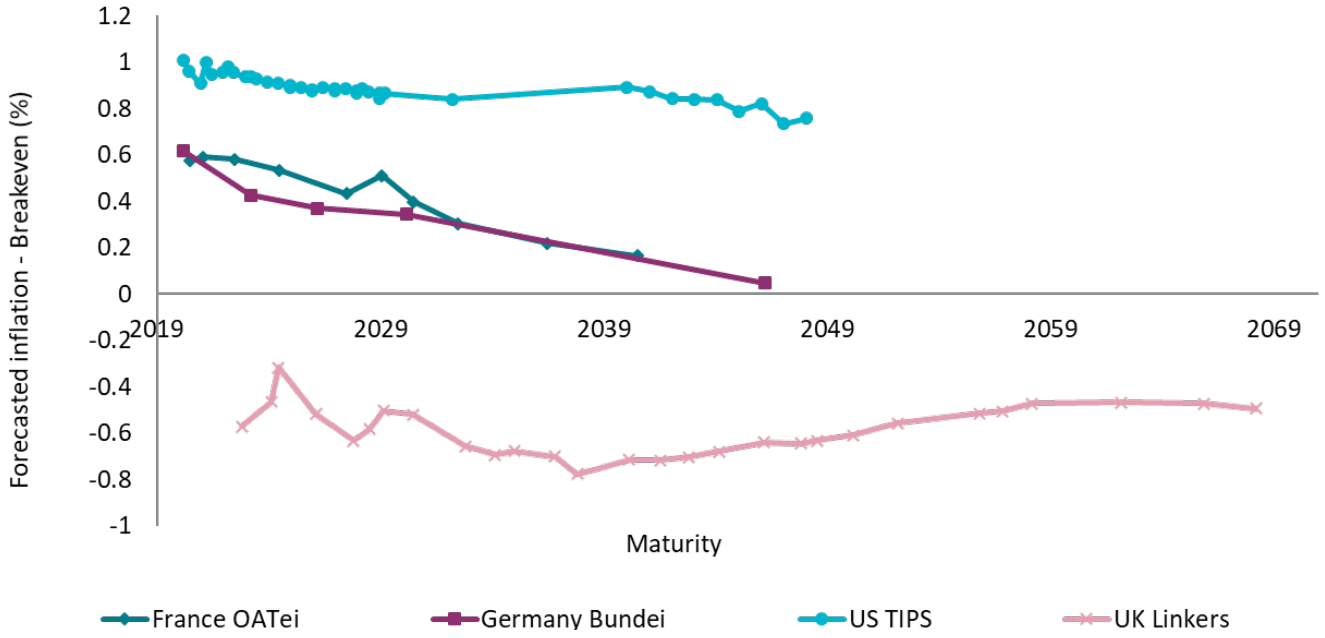
No obstante, el sentimiento del mercado respecto a la inflación puede pesar, pudiéndose generar oportunidades para los inversores. Un indicador que solemos analizar para evaluar de forma simple las valoraciones es el diferencial entre el descuento de la inflación futura reflejado en los precios de mercado (también llamados "breakevens' de inflación) y las previsiones de los economistas (a menudo usamos las previsiones del FMI por razones de transparencia y consistencia).

Este indicador debería mostrar que los bonos ligados a la inflación de EE.UU. y de la Zona Euro están descontando una menor tasa de inflación para el próximo año en relación con la que reflejan las previsiones del FMI.

Gráfico 2/

DIFERENCIAL ENTRE LAS PREVISIONES DE INFLACIÓN DEL FMI PARA 2019 Y LA INFLACIÓN FUTURA REFLEJADA EN LOS PRECIOS DE MERCADO

FUENTE: AXA IM, Bloomberg a 10/04/2019. Previsiones de inflación del Fondo Monetario Internacional para el 2019, última actualización abril de 2019



El mercado de bonos ligados a la inflación británico constituye la excepción a esta regla, donde las valoraciones son en nuestra opinión demasiado caras debido a la prima de riesgo vinculada al 'Brexit'.

¿Dónde encontramos valor?

El relativamente bajo nivel de los breakeven de inflación en comparación con las previsiones de los economistas constituye en nuestra opinión un signo fiable de que los bonos ligados a la inflación resultan atractivos desde una perspectiva de valoración.

Lo que sugiere este indicador es que los inversores en mercados de bonos ligados a la inflación de EE.UU. y de la Zona Euro pueden obtener potencialmente una renta adicional comprando bonos ligados a la inflación en lugar de bonos soberanos nominales.

Lo que resulta realmente importante para los inversores no es tanto el nivel absoluto de inflación, sino el diferencial entre la tasa real de inflación y el nivel negociado en los mercados.

A este respecto, la situación actual representa una potencial oportunidad para sacar provecho de las bajas expectativas de inflación, en un momento de fuerte incremento de los precios del petróleo, así como para obtener una renta adicional en comparación con los bonos del Estado para un mismo nivel de riesgo soberano.

¿Qué significa esto para la cobertura?

Un eterno debate en el ámbito de las inversiones en bonos ligados a la inflación es si los inversores deberían mantener o realizar la cobertura de las exposiciones a la duración implícita de los bonos ligados a la inflación.

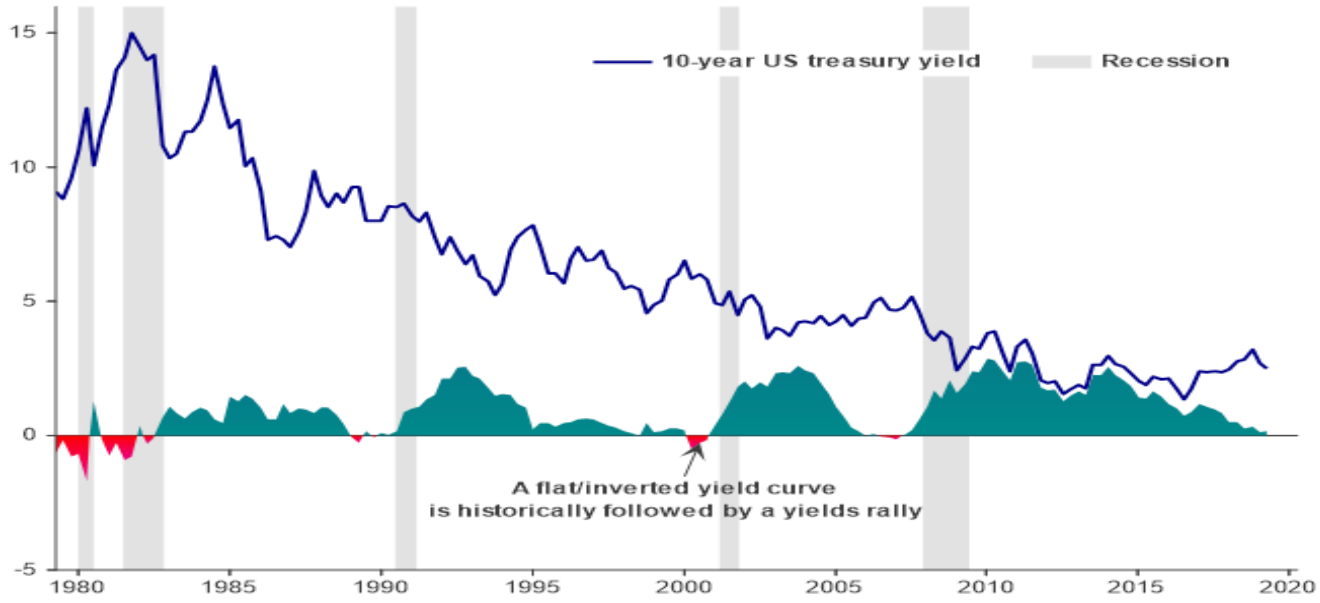
Creemos que en el entorno actual, en el cual los bancos centrales están preocupados por dar soporte al crecimiento económico, las políticas monetarias deberían conservar su sesgo expansivo durante algún tiempo.

Nuestra preferencia consiste simplemente en comprar bonos ligados a la inflación sin realizar la cobertura de la duración para obtener potencialmente beneficio del efecto de la

Gráfico 3/

UNA CURVA DE RENDIMIENTOS DE LAS LETRAS DEL TESORO DE LOS EE.UU. PLANA REPRESENTA UNA SEÑAL DE "COMPRA" DE DURACIÓN

FUENTE: AXA IM, Datastream a 09/04/2019



indexación a la inflación, así como del 'carry' y del 'roll-down' (evolución del precio del bono en el tiempo a medida que se aproxima a su vencimiento).

¿Qué implica una curva de rendimientos plana para la duración?

Desde una perspectiva cíclica, una curva de rendimientos plana ha representado históricamente una señal fiable de que es momento de añadir duración a las carteras.

En nuestra opinión, añadir duración con bonos ligados a la inflación constituye una estrategia atractiva que puede ayudarnos a generar cobertura frente a la complacencia de los bancos centrales y a la desaceleración del crecimiento económico.

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.

Puede leer el artículo completo aquí:

https://www.axa-im.es/content/-/asset_publisher/qxx9OlkAqLWg/content/what-does-the-current-late-economic-cycle-mean-for-inflation-linked-bonds-/23818

Cómo ha influido la Inversión ESG en los precios de los activos de Renta Variable

Thierry Roncalli
Director de Análisis Cuantitativo de Amundi

La inversión con criterios ESG –por sus siglas en inglés; Environment, Social and Government– ha aumentado considerablemente en los últimos años y, junto con la inversión smart beta, el factor investing y las primas de riesgo alternativas, es una de las tendencias del momento en la gestión de activos.

Sin embargo, a pesar de que las grandes instituciones, como las compañías de seguros, fondos de pensiones y los fondos soberanos han invertido de forma significativa en las estrategias de ESG en los últimos años, y estamos observando un aumento sustancial y creciente de interés de otros inversores, tales como gestores de patrimonios o inversores minoristas, **la cuestión del rendimiento sigue siendo un tema polémico** y un rompecabezas para la comunidad financiera. De hecho, los **estudios académicos al respecto han sisd mixtos** y han relevado un pricing en forma de "U" de las acciones en el mercado, lo que significa que ambas acciones *best in class y worst in class* según criterios ESG han sido recompensado por el mercado de valores en el pasado.

El principal inconveniente de estos estudios es que se basan en datos históricos a largo plazo, típicamente de los últimos 25 años. En cambio, **las herramientas que se han desarrollado para el análisis extrafinanciero** de las compañías cotizadas son **relativamente recientes**. De forma similar, podemos considerar que con anterioridad a la crisis financiera global en 2008,la inversión con criterios ESG era más bien una idea de inversión anecdótica y experimental, limitada a un pequeño número de actores. Por eso estamos convencidos de que **la investigación académica sobre el precio de los activos ESG debe centrarse en los últimos años,** con el objetivo de beneficiarse de una mayor confianza respecto a los datos ESG empleados, **evitando ruido y resultados poco sólidos** que a fin de cuentas no reflejan el actual comportamiento del mercado financiero.

Como resultado, hemos enfocado nuestro análisis en el periodo de **enero de 2010 hasta diciembre de 2017.** En lo que respecta a los datos de ESG, hemos usado las métricas proporcionadas por el departamento de análisis de Amundi ESG. Para cada compañía y cada fecha, accedemos a la puntuación ESG y sus tres componentes: E (Medioambiente), S (Social) y G (Buen Gobierno Corporativo). El único inconveniente es que usamos datos de propiedad exclusiva, ya que los datos públicos no siempre son satisfactorios. La gran ventaja es que el sistema de puntuación depende en los datos de **cuatro proveedores externos,** una vez limpiados, normalizados y verificados con los analistas especializados; siendo la calificación final revisada y validada por los analistas ESG. Asimismo, es importante destacar que las puntuaciones son neutras desde el punto de vista sectorial. En el estudio, hemos considerado **cinco universos de inversión** cubiertos por los índices MSCI: MSCI Norteamérica, MSCI EMU, MSCI Europe ex EMU, MSCI Japan y MSCI World. Además, definimos **tres tipos de estrategias** que corresponden a los principales enfoques de la inversión ESG: **gestión activa** (o carteras de stock picking), **pasiva** (o carteras de índices optimizados) y ***factor investing*** (o carteras multifactoriales). Para ser realistas, la cartera de cada estrategia se rebalancea trimestralmente con el fin de obtener un turnover aceptable.

Desde un punto de vista general, **los resultados muestran que el impacto de un screening ESG en la rentabilidad, la volatilidad y el *drawdown*[1] depende en gran medida del periodo de observación, el universo de inversión y la estrategia de inversión.** En concreto, observamos un cambio radical en el comportamiento de la selección de valores basada en criterios ESG de **enero de 2010 a diciembre de 2017.** Concretamente, la primera mitad del período es menos favorable para los inversores ESG frente a la segunda mitad. **No encontramos muestras evidentes de recompensa en la integración de los criterios ESG en los precios de las acciones entre 2010 y 2013;** al contrario, observamos que la introducción de las calificaciones ESG en las estrategias de selección de valores habrían conducido a resultados neutros o negativos. Los resultados del estudio de Amundi también confirman el comportamiento en forma de U de la inversión de ESG en la Eurozona. Por su parte en Norteamérica, ser un el inversor ESG habría sido una desventaja en términos de generación de beneficios durante este periodo. En las demás regiones (Europa sin la UEM y Japón), los resultados son más favorables o neutrales.

[1] Drawdown: Caída de una cartera desde que un máximo es registrado hasta que vuelve a ser superado.

Desde la perspectiva de la gestión de riesgos, observamos un impacto negativo del cribado ESG sobre los drawdown en la eurozona[2] y un impacto neutro en Norteamérica. Sólo la integración del componente ambiental parece reducir el riesgo de la cartera en América del Norte durante el periodo 2010-2013.

El periodo más reciente marca un cambio radical, ya que la mayoría de los indicadores se tornaron positivos entre 2014 y 2017. En Norteamérica, comprar las acciones *best in class* y vender las *worst in class* habría generado un exceso anualizado del 3,3%. Observamos resultados similares para los tres pilares, especialmente para el pilar medioambiental. Para los componentes ESG y E, el exceso de rentabilidad positivo se explica por un rendimiento superior al de las acciones *best in class,* y un rendimiento menor de las acciones *worst in class.* Para los componentes S y G, el exceso de rentabilidad positivo se debe claramente a los malos resultados de las compañías worst in class. Los resultados son aún más convincentes para la eurozona. De hecho, comprar las acciones best in class y vender las worst in class habría generado un exceso de rentabilidad anualizado del 6,6% durante el periodo de 2014-2017.

[2] Durante este período, el riesgo soberano dominó otras formas de riesgo. Hasta cierto punto, este factor puede explicar este resultado.

El principal cambio de tendencia se refiere al pilar del Gobierno Corporativo; tanto en términos de exceso de rentabilidad como de reducción del *drawdow*[3]. Sin embargo, también observamos que la integración del pilar Social en el pricing es diferente de lo que observamos para los screening **E**, **G** o **ESG**. De hecho, la proyección **S** (social) parece haber sido recompensada sólo desde 2016 en la Eurozona, así como en Norteamérica. Los resultados son mixtos cuando se trata de Europa sin la UEM y Japón. En Europa fuera de la eurozona, el exceso de rentabilidad debido al cribado con criterios ESG no es significativamente diferente a cero. En Japón, el exceso de rentabilidad es ligeramente negativo a pesar de reformas Abenomics y la compensación riesgo/rentabilidad no es estable a lo largo del tiempo entre 2014-2017.

> **COMPRAR LAS ACCIONES BEST IN CLASS Y VENDER LAS WORST IN CLASS HABRÍA GENERADO UN EXCESO DE RENTABILIDAD ANUALIZADO DEL 6,6% DURANTE EL PERIODO DE 2014-2017**

Mientras que los gestores activos se centran más en las carteras de selección de valores, un gran número de inversores institucionales prefieren aplicar la inversión ESG usando carteras de benchmarking optimizadas para adaptar su política de asignación de activos estratégica (SAA "Strategic Asset Allocation").

[3] Drawdown: Caída de una cartera desde que un máximo es registrado hasta que vuelve a ser superado.

Por ejemplo, generalmente definen una cartera SAA en base a índices de capitalización de mercado, y monitorizan sus inversiones mediante el tracking error entre la cartera invertida y la cartera estratégica. En este caso, aceptan un nivel máximo de tracking error. Esta es la razón por la que **hemos creado carteras optimizadas basadas en ESG** minimizando el *tracking error* respecto al índice ponderado por a capitalización para un determinado exceso de puntuación ESG[4]. En el caso del MSCI World Index, mostramos que mejorando la calificación ESG[5] en 0,5 implica aceptar tracking error de 32 puntos básicos de media. Este resultado demuestra claramente que no todo es gratis. **Ser un inversor ESG requiere asumir un riesgo de tracking error. Este resultado pone de manifiesto la necesidad de desarrollar una política SAA basada en criterios ESG y en desarrollar índices de renta variable ESG.** Esta es la única manera de evitar estar constreñido por el marco de referencia tradicional de ponderación por capitalización.

LAS CARTERAS REFERENCIADAS A UN BENCHMARK ESG TIENEN UN EXCESO DE RENTABILIDAD CON RESPECTO AL ÍNDICE PONDERADO POR CAPITALIZACIÓN, QUE ES NEGATIVO PARA EL PERÍODO 2010-2013 Y POSITIVO PARA 2014-2017

Las rentabilidades de las carteras optimizadas están en línea con las obtenidas con la estructura de selección de valores. Por ejemplo, las carteras referenciadas a un benchmark ESG tienen un exceso de rentabilidad con respecto al índice ponderado por capitalización, que es negativo para el período 2010-2013 y positivo para 2014-2017. Este resultado es válido para los universos de inversión del MSCI North America, el MSCI Europe y el MSCI World. Si consideramos los tres pilares, observamos grandes diferencias. Durante el período 2010 - 2013, la optimización de las carteras da lugar a un exceso de rentabilidad negativo, sea cual sea el sistema de puntuación (E, S o G) en Norteamérica. En Europa, el exceso de rentabilidad es positivo para el pilar medioambiental, neutro para el pilar del Buen Gobierno Corporativo y negativo para el pilar Social.

[4] También requerimos que la asignación sea neutral para la región. Dado que las puntuaciones son neutras para cada sector, la optimización realiza un efecto de selección y no un efecto de asignación de región/sector.

[5] Las puntuaciones se normalizan para tener un rango entre -3 y +3.

La historia es completamente diferente durante 2014 y 2017, ya que **todos los pilares produjeron un exceso de rentabilidad positiva**, a excepción de la puntuación Social que presenta resultados más neutrales. **En Norteamérica, el gran ganador es sin duda la puntuación Medioambiental; mientras que la Buen Gobierno Corporativo en Europa domina en gran medida los otros dos pilares** (E y S).

IMPONIENDO UN EXCESO DE PUNTUACIÓN ESG DEMASIADO FUERTE, LA CARTERA OPTIMIZADA ESTÁ CADA VEZ MÁS LIMITADA, LO QUE IMPLICA QUE LA DIVERSIFICACIÓN DISMINUYE

Analizando la relación entre el exceso de puntuación, el tracking error y el exceso de rentabilidad obtenemos un interesante hallazgo por productos. De hecho, observamos que el aumento infinito de la puntuación ESG de la cartera optimizada podría ser perjudicial. Por ejemplo, cuando el exceso de puntuación es superior a 1,0, vemos una relación decreciente entre el rendimiento y el ESG durante el período 2014 - 2017. La razón principal es el impacto de la diversificación en las carteras de benchmarking optimizadas. Imponiendo un exceso de puntuación ESG demasiado fuerte, la cartera optimizada está cada vez más limitada, lo que implica que la diversificación disminuye. Por lo tanto, hay un punto óptimo, un límite por debajo del cual la inversión de ESG realmente añade valor con poco impacto en la diversificación. Por encima de este límite, la inversión de ESG transforma una cartera indexada optimizada en una cartera activa restringida.

La relación entre ESG y diversificación se traduce en un marco de *factor investing* y plantea la cuestión fundamental de si el ESG es un nuevo factor de riesgo. Tradicionalmente, las carteras de *factor investing* se construyen en torno a cinco factores de riesgo: tamaño, valor, momentum, baja volatilidad y calidad. Analizando la desviación de sección transversal de las devoluciones de stock, el enfoque mono-factor muestra que el ESG ha desafiado a los factores mercado, valor y calidad desde 2014 en Norteamérica y la Eurozona.

Si consideramos el análisis de series cronológicas de los índices MSCI, el enfoque multi-factor subraya que el ESG es significativo en la Eurozona, pero no en Norte América durante el mismo período. Para confirmar estos resultados, utilizamos un método de selección estadística para clasificar los factores de estilo.

En la Eurozona, el enfoque de selección de factores muestra que el ESG parece ser el primer factor seleccionado antes que los factores de riesgo valor y momentum. En el Norte América, ESG es el segundo factor seleccionado por detrás de calidad, pero antes de que momentum. Al introducir más factores, la participación del ESG se reduce en el desglose de desviaciones de series cronológicas. **Este análisis demuestra la interacción entre los criterios ESG y los factores de riesgo tradicionales.** Por último, el estudio de correlación confirma que el **ESG ayuda a mejorar la diversificación de carteras multi-factor en la zona euro.** En América del Norte, los resultados son ambivalentes.

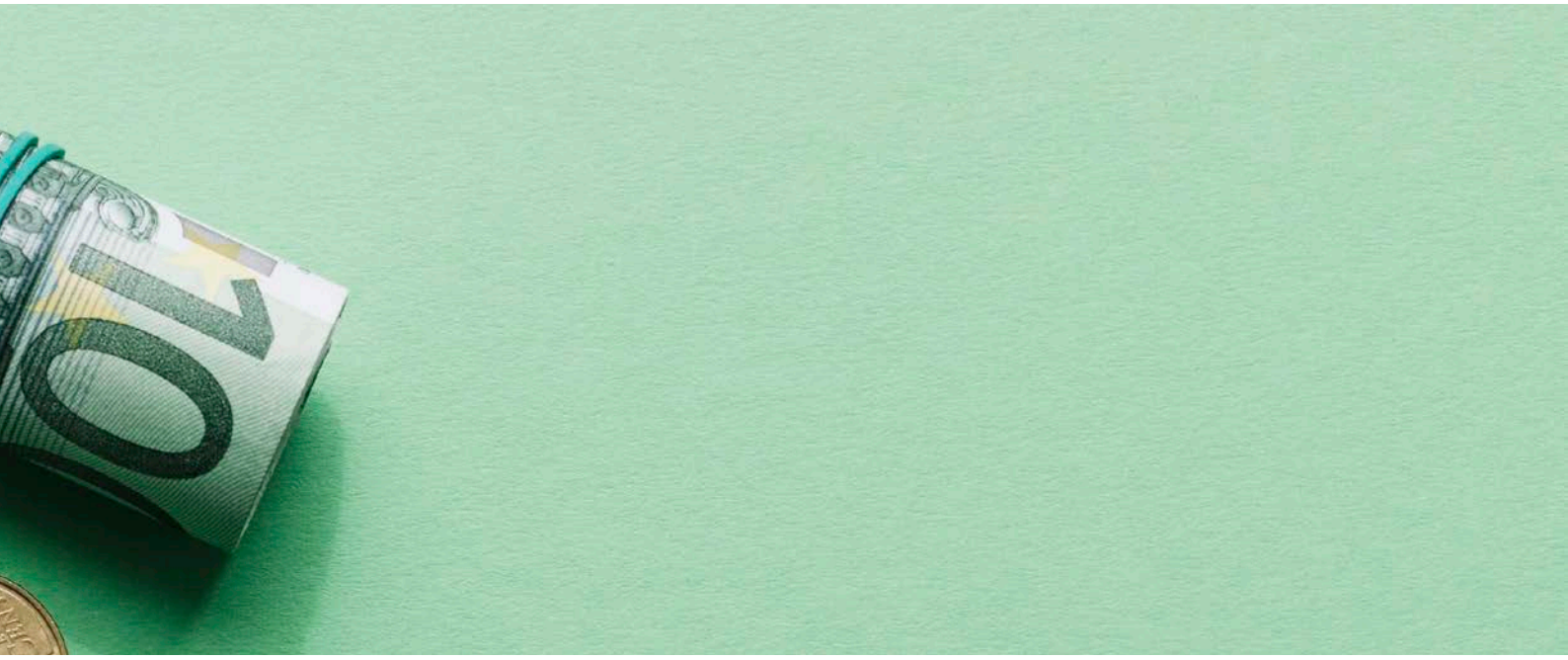
> **LA INVERSIÓN ESG TIENE MUCHO SENTIDO TANTO PARA LA GESTIÓN ACTIVA COMO PARA LA PASIVA**

Todos los resultados anteriores muestran que el mercado bursátil integró el análisis extrafinanciero de manera diferente en el período 2010-2017. Especialmente, observamos un cambio claro durante estos ocho años, lo que implica que el periodo 2010-2013 no puede compararse con el periodo 2014-2017. Durante el primer subperíodo (2010-2013), encontramos pocas pruebas de que la inversión en ESG realmente añade valor en términos de rendimiento, riesgo y drawdown. Es todo lo contrario en Norteamérica y en la Eurozona.

Estos resultados contrastan con los obtenidos en el segundo subperíodo (2014-2017). De hecho, la inversión ESG habría sido recompensada por el mercado durante este período, especialmente en la Eurozona, seguida de América del Norte. Los resultados son positivos tanto para las carteras de selección de valores como para las de carteras optimizadas con un índice de referencia. De ello se deduce que la inversión ESG tiene mucho sentido tanto para la gestión activa como para la pasiva. La integración de criterios ESG en un contexto de *factor investing* es más desconcertante. Mirando hacia atrás, el ESG no parece ser un nuevo factor de riesgo en Norteamérica, mientras que podría mejorar la diversificación de carteras multi-factor en la Eurozona[6]. Mirando hacia el futuro, el ESG parece ser un candidato serio para unirse al exclusivo club de los factores de riesgo que explican la sección transversal de las devoluciones de stock.

Nuestros resultados se pueden relacionar con el panorama de ESG y la importancia regional de la inversión ESG. De acuerdo con la Global Sustainable Investment Alliance (2017), **Europa es el primer mercado de ESG y representa más de la mitad de los activos globales que se gestionan mediante Estrategias de ESG.**

[6] En otras palabras, la inversión ESG sigue siendo una estrategia alfa en América del Norte, mientras que se ha convertido en una estrategia beta en la eurozona.



Le sigue Norteamérica, y ambas regiones están muy por delante de Japón, Australia y Asia Pacífico ex Japón. No es ninguna coincidencia que nuestros resultados reflejen la mentalidad de los inversores. Dado que el ESG es una cuestión importante para los inversores europeos y que la inversión ESG ha sido integrada en gran medida por inversores institucionales europeos, empresas europeas, las cotizaciones bursátiles deben estar influenciadas por esta gran tendencia. En el Norteamérica, nuestro estudio muestra que la tendencia ha comenzado claramente. En otras regiones, la inversión ESG aún no es lo suficientemente importante como para tener un impacto en la fijación de precios de activos. Dado que observamos un bucle de retroalimentación entre los riesgos extrafinancieros y el precio de los activos, también podemos preguntarnos si el término "extra" es relevante, porque **en última instancia, podemos anticipar que estos riesgos no pueden ser ya extrafinancieros, sino simplemente financieros.**

Finalmente, los resultados del estudio promovido por Amundi también pueden estar relacionados con la cuestión del impacto a la hora de invertir. Si bien es extremadamente difícil medir el impacto de una institución o un inversor, podemos, sin embargo, ampliar esta cuestión teniendo en cuenta a toda la comunidad de inversores ESG. **¿La inversión con criterios ESG está teniendo un impacto en las empresas corporativas? Para el mercado financiero, la respuesta es definitivamente es sí.**

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 dónde 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 simplicada") 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).

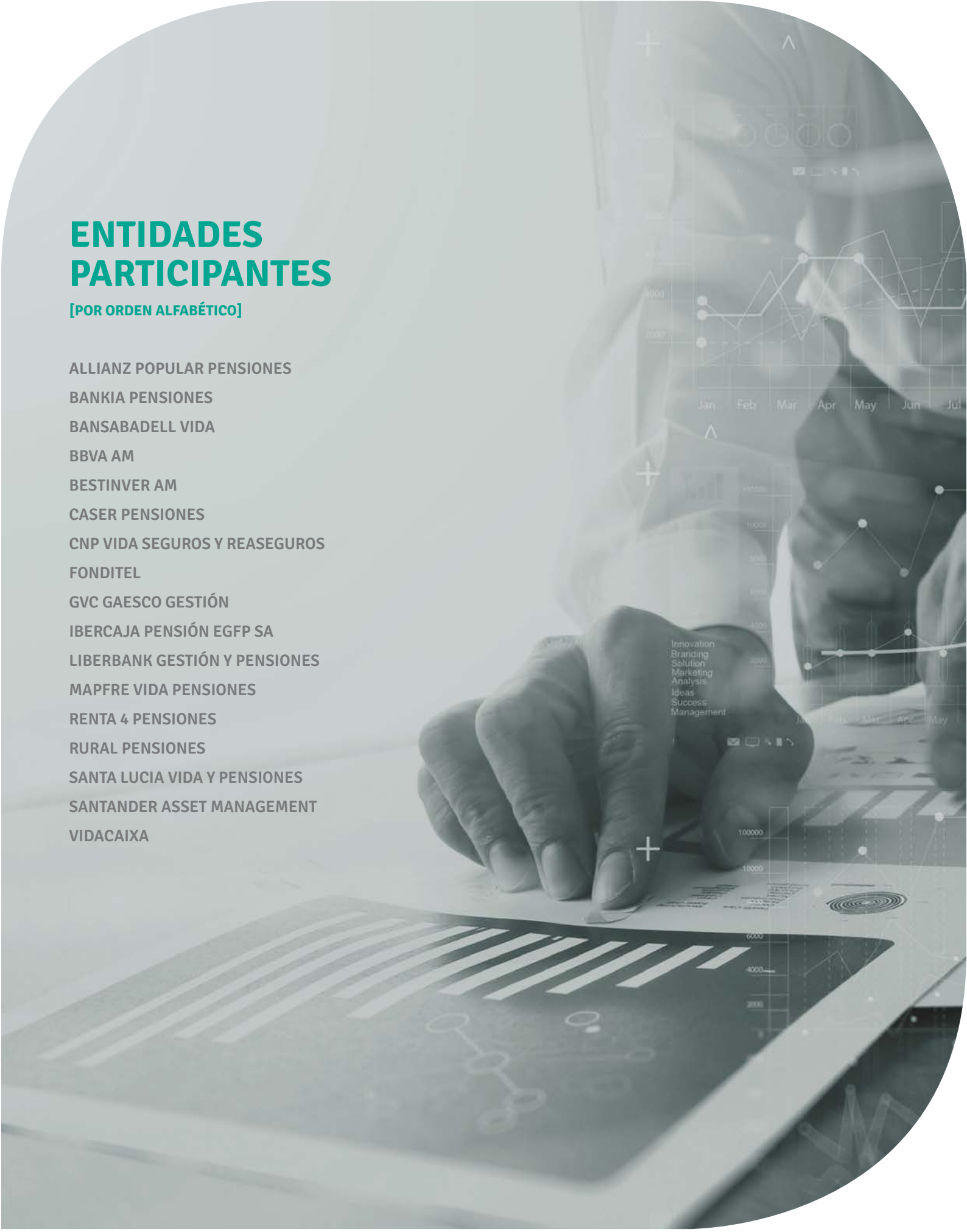
Para más información contacte con el equipo de Amundi Iberia
iberia@amundi.com
+34 91 436 72 00

Más información en Amundi Research Center:
http://research-center.amundi.com/page/Article/2019/01/The-Alpha-and-Beta-of-ESG-investing

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

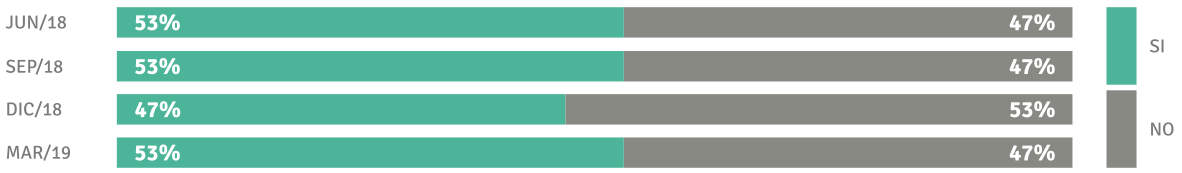


REALIZADO FONDOS DIRECTO

PATROCINADO Amundi ASSET MANAGEMENT | AXA Investment Managers

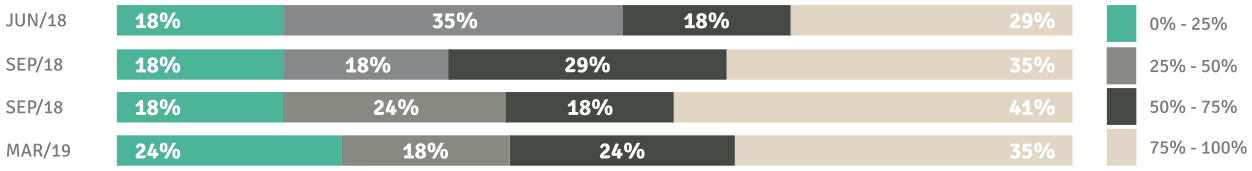
RESULTADOS

1. Pertenece a un grupo bancario

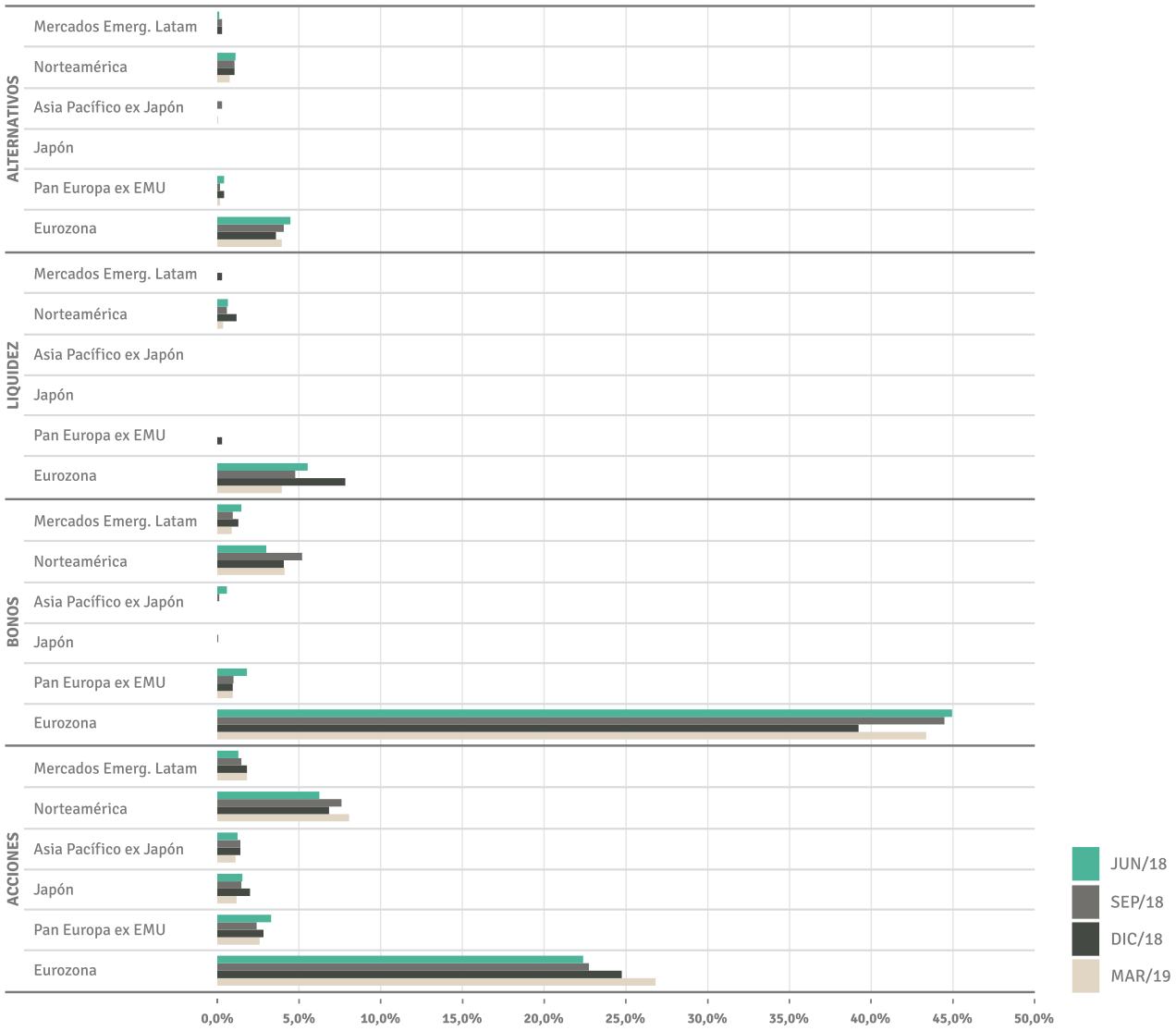


2. Activos bajos gestión (en millones de euros)

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



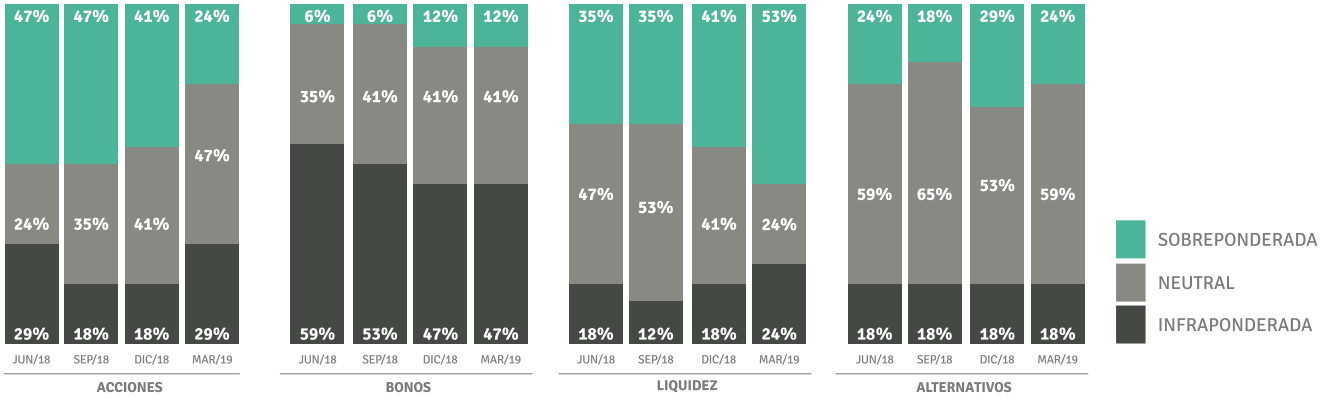
4. En referencia a su cartera equilibrada global, por favor indique para los siguientes tipos de activo la asignación agregada actual (en porcentaje) desglosada para cada una de las áreas geográficas listadas



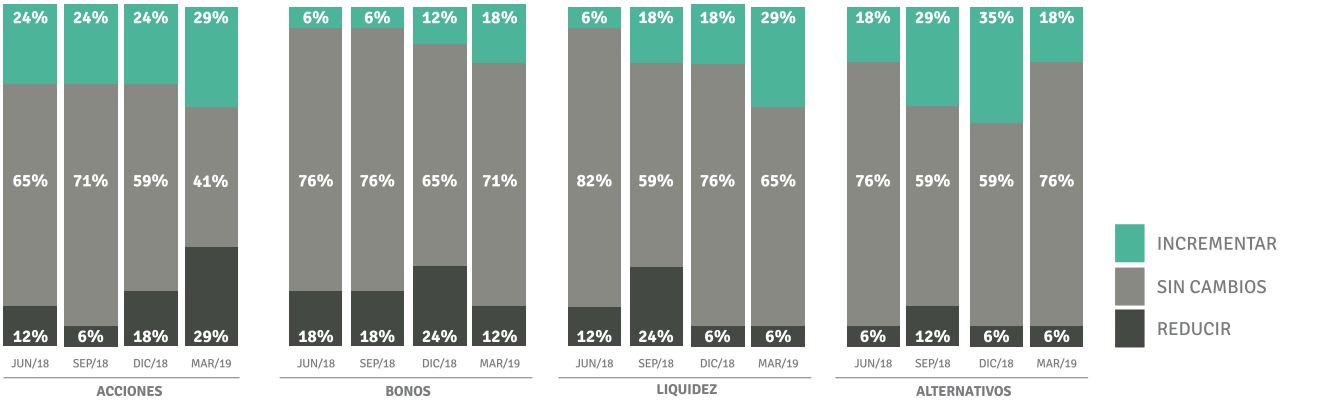
ACTIVO	ÁREA	MAR/19	DIC/18	SEP/18	JUN/18
ACCIONES	Eurozona	26,8%	24,7%	22,7%	22,4%
	Pan Europa ex EMU	2,6%	2,8%	2,4%	3,3%
	Japón	1,2%	2,0%	1,5%	1,5%
	Asia Pacífico ex Japón	1,1%	1,4%	1,4%	1,2%
	Norteamérica	8,1%	6,8%	7,6%	6,2%
	Mercados Emerg. Latam	1,8%	1,8%	1,5%	1,3%
TOTAL ACCIONES		**41,5%**	**39,6%**	**37,1%**	**35,9%**
BONOS	Eurozona	43,3%	39,2%	44,4%	44,9%
	Pan Europa ex EMU	0,9%	0,9%	1,0%	1,8%
	Japón	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,0%	0,0%	0,1%	0,6%
	Norteamérica	4,1%	4,1%	5,2%	3,0%
	Mercados Emerg. Latam	0,9%	1,3%	0,9%	1,5%
TOTAL BONOS		**49,2%**	**45,5%**	**51,7%**	**51,8%**

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

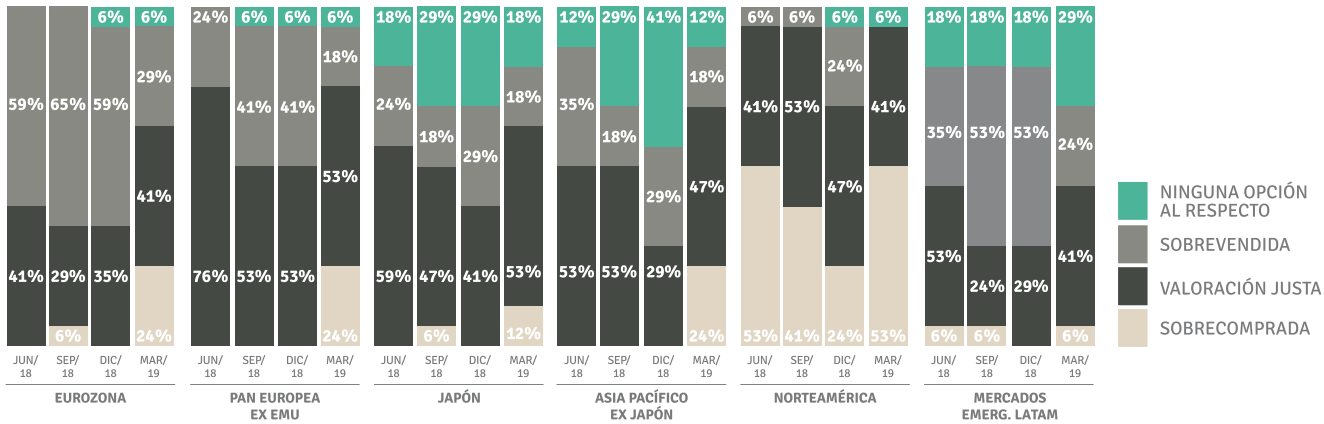
5. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si la exposición de su portafolio esta infraponderada, neutral, o sobreponderada en relación a su benchmark interna



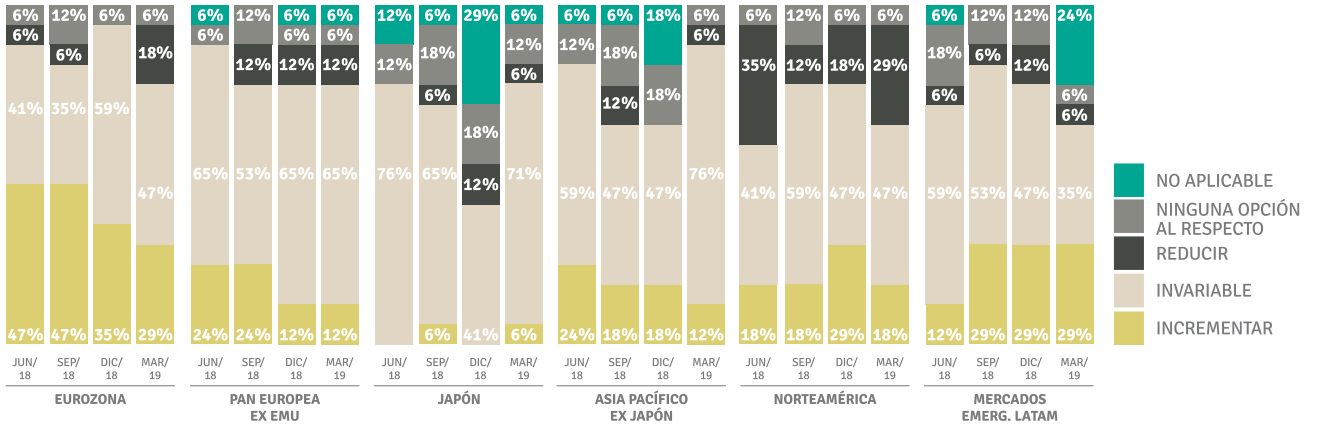
6. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si piensa incrementar, reducir, o dejar sin cambios la exposición de su cartera o portafolio en los próximos tres meses



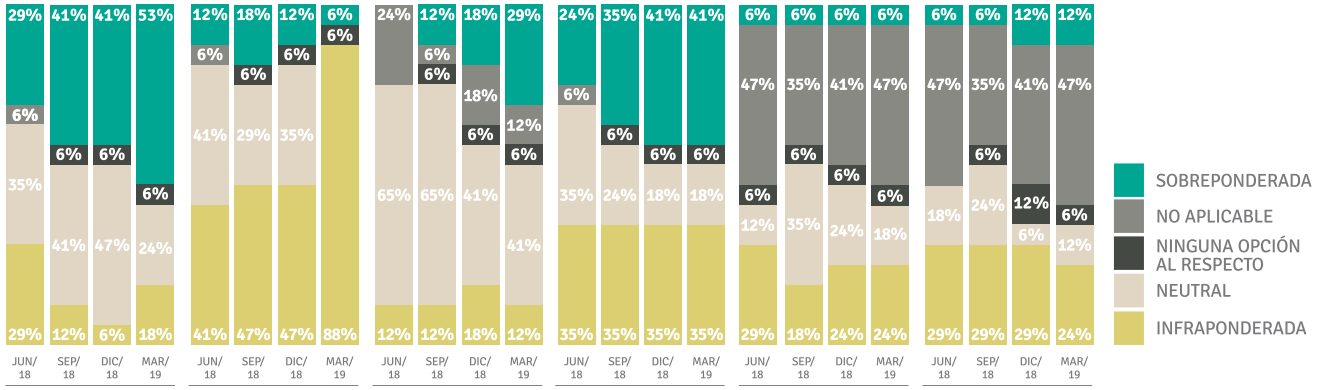
7. Con una óptica de valoración a corto plazo, ¿considera que la renta variable en las siguientes áreas geográficas esta"sobrecomprada", sobrevendida", o refleja una valoración justa?



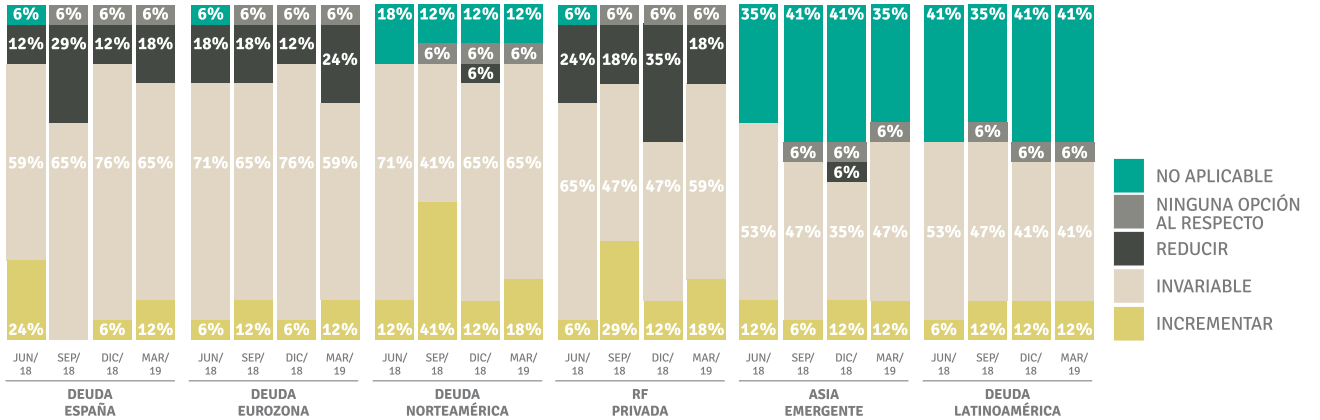
8. Por favor indique para cuál de los siguientes mercados de renta variable es deseable que la exposición de la cartera sea incrementada, reducida, o mantenida sin cambios en los próximos tres meses



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

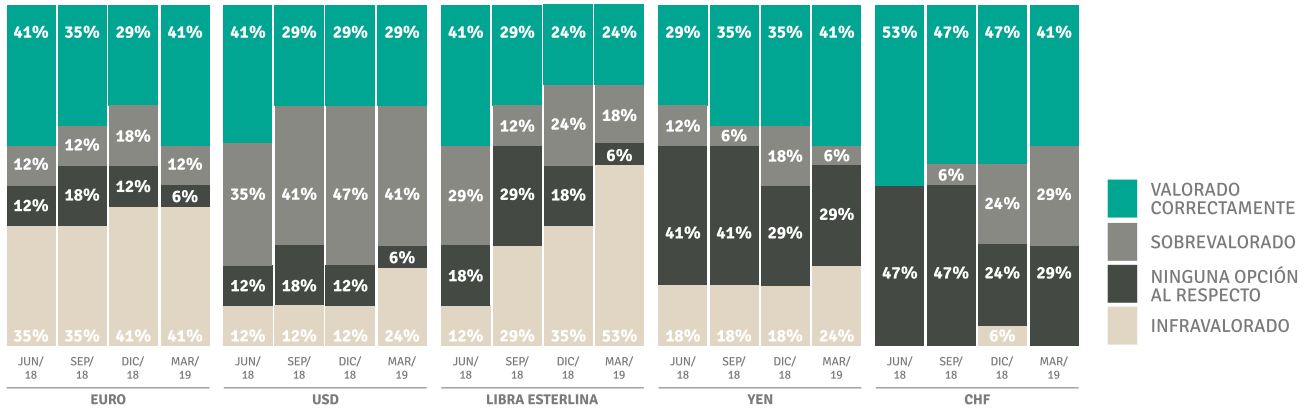


10. Por favor indique para cada una de las siguientes clasificaciones de bonos si tiene la intención de incrementar, reducir, o mantener sin cambios la exposición de su cartera en los próximos tres meses

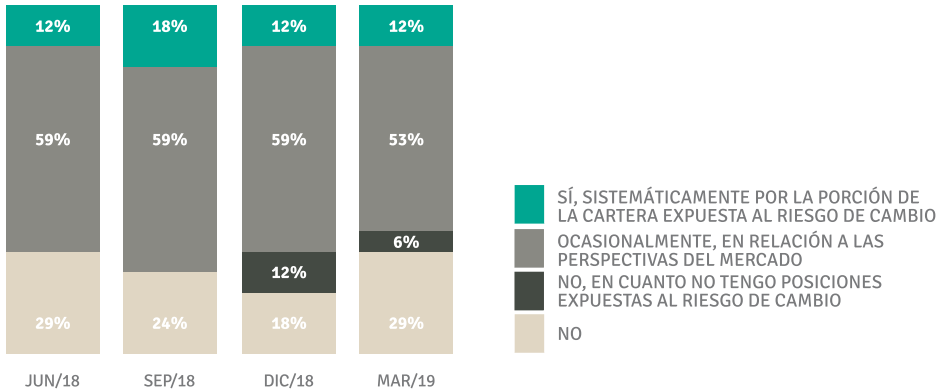


11. Con una óptica de inversión global, ¿cómo de probable piensa que es que los bonos tengan mejores retornos que la renta variable en los doce próximos meses?

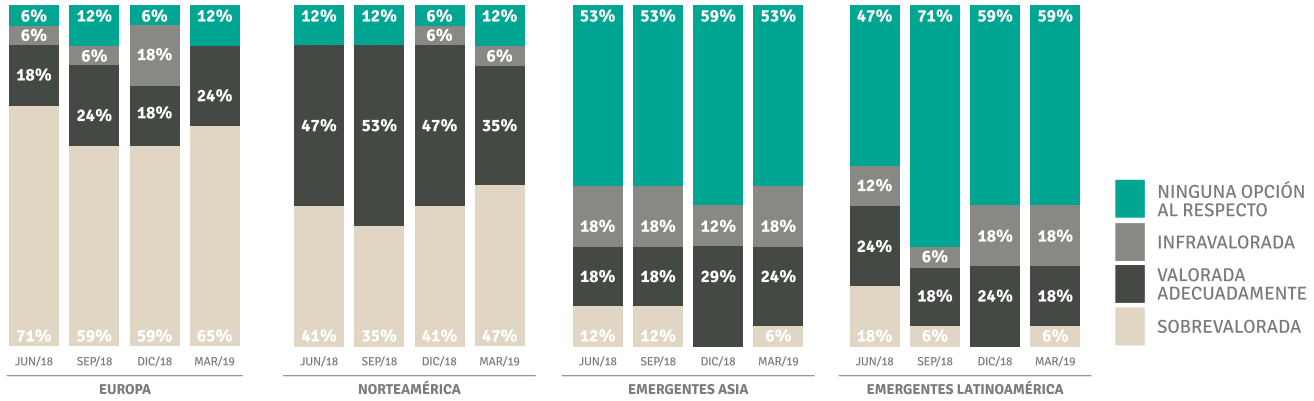
12. Según los fundamentales actuales del mercado y con una perspectiva de valoración global, ¿piensa que cada una de las siguientes monedas esta sobrevalorada, justamente valorada o infravalorada?



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

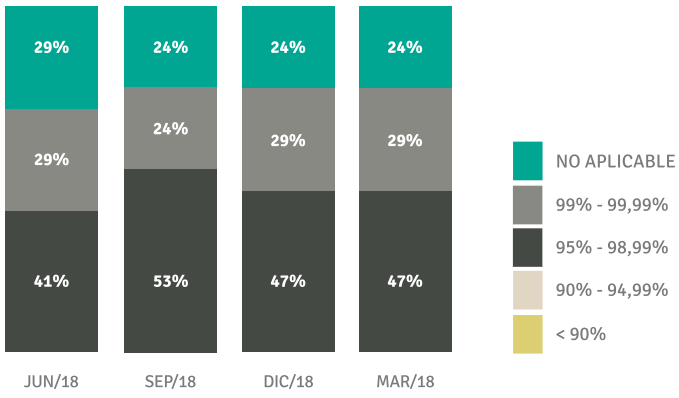


14. Para cada una de las siguientes áreas geográficas, piensa que la valoración relativa (en términos de "spread" o diferencial) de la renta fija privada con respecto a la deuda pública esta actualmente:

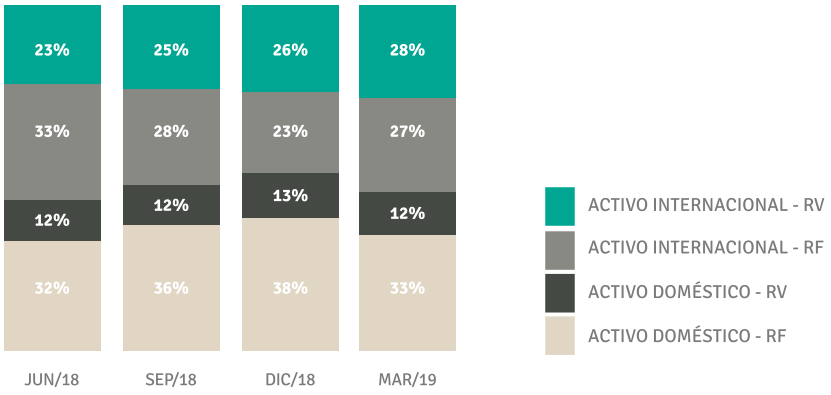


15. Por favor indique si sus activos invertidos en liquidez están sobreponderados, neutrales, o infraponderados en relación a su benchmark interno.

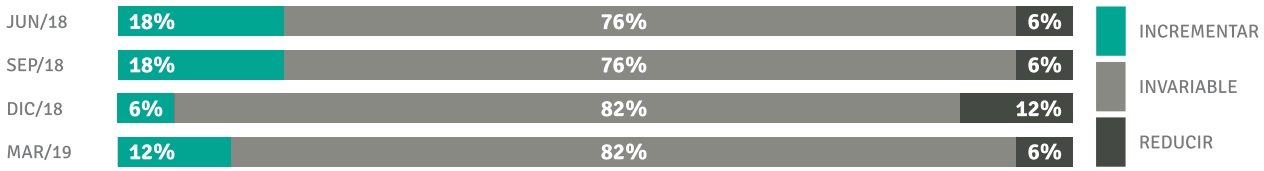
16. ¿Dentro de cuál de los siguientes intervalos de confianza ha sido calculado el último VaR (Value at Risk) a nivel agregado de la cartera globalmente gestionada?



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

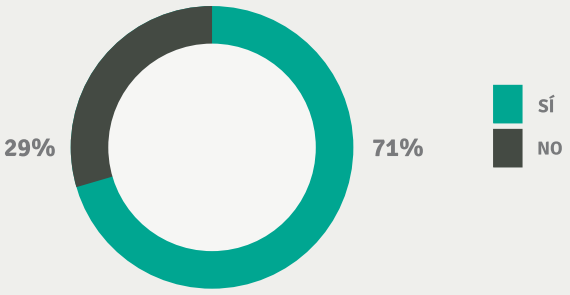


18. Por favor indique si en los próximos tres meses piensa incrementar, reducir o mantener invariable su exposición a activos domésticos.



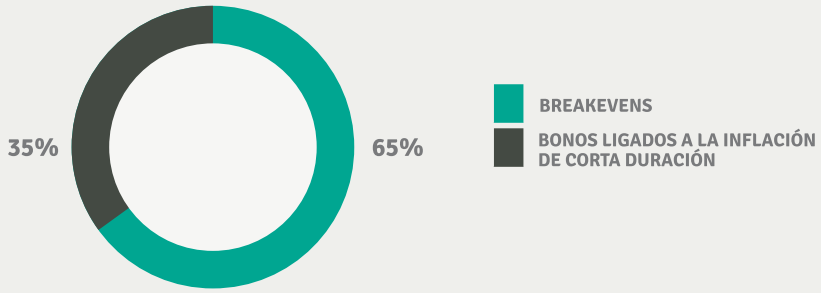
19. PREGUNTA DEL TRIMESTRE (1)

Con el auge de la Inversión Socialmente Responsable, **¿considera que la inversión ESG puede considerarse como un nuevo factor de inversión?**

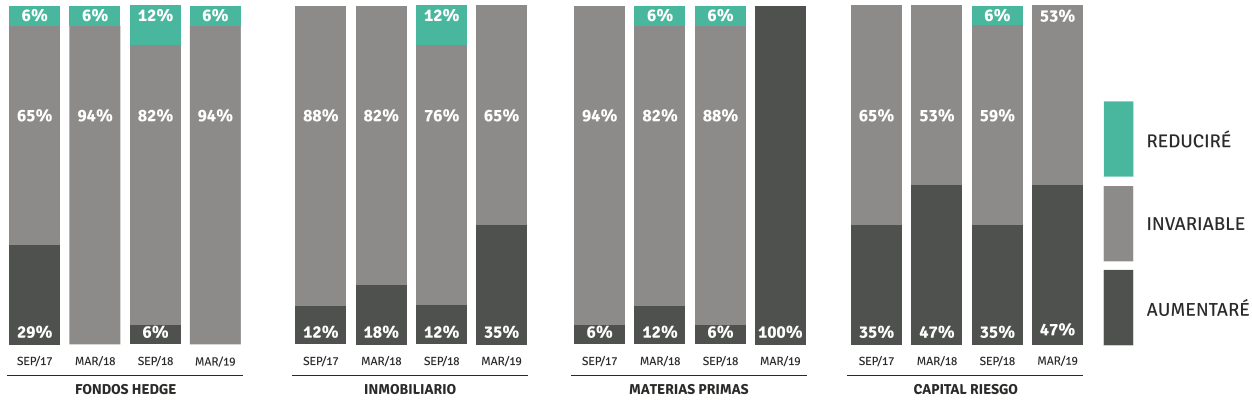


19. PREGUNTA DEL TRIMESTRE (2)

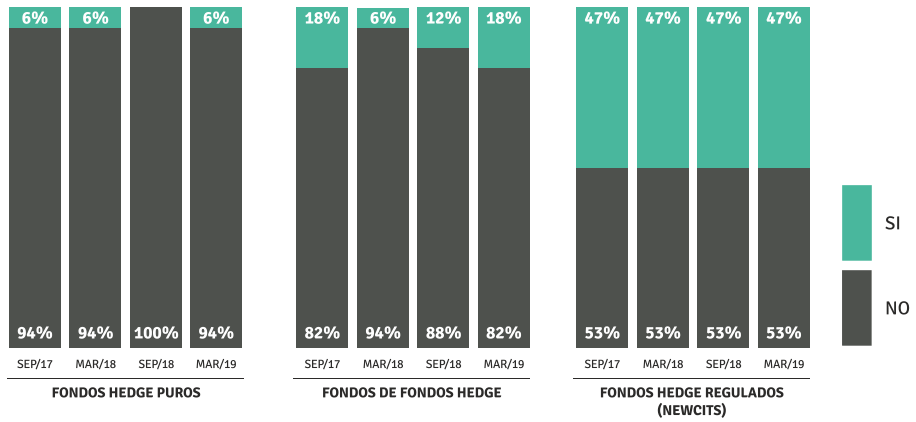
Con el nuevo discurso de los bancos centrales **¿qué estrategia cree que es la más adecuada para recoger ese incremento de inflación?**



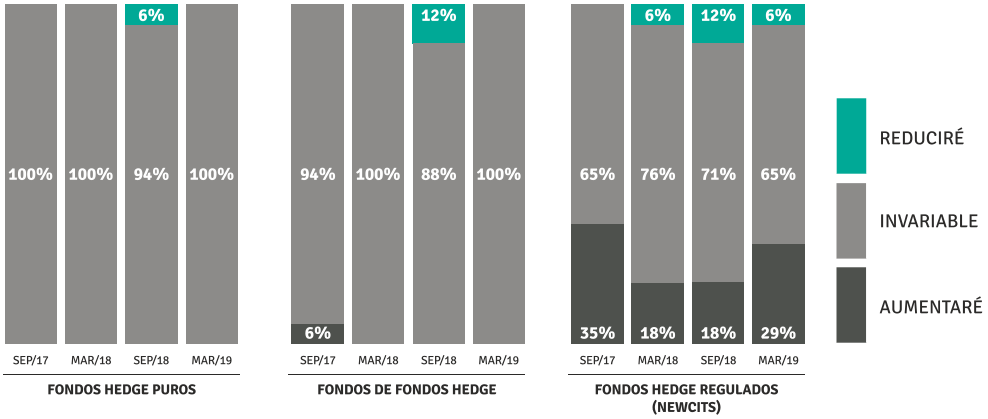
20. A un año vista piensa que aumentará o reducirá su inversión en activos alternativos.



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

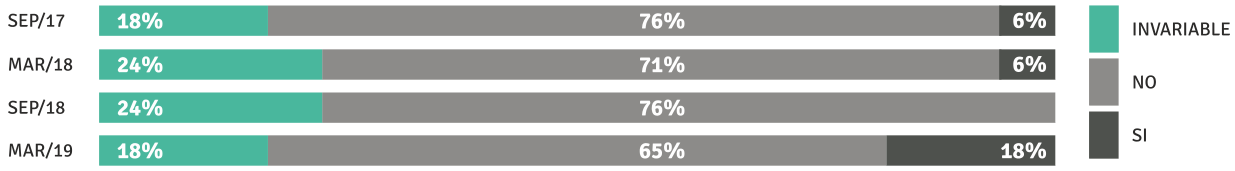


22. En lo que respecta a fondos de inversión alternativa indique si piensa aumentar, reducir o mantener estable su exposición en los próximos doce meses.



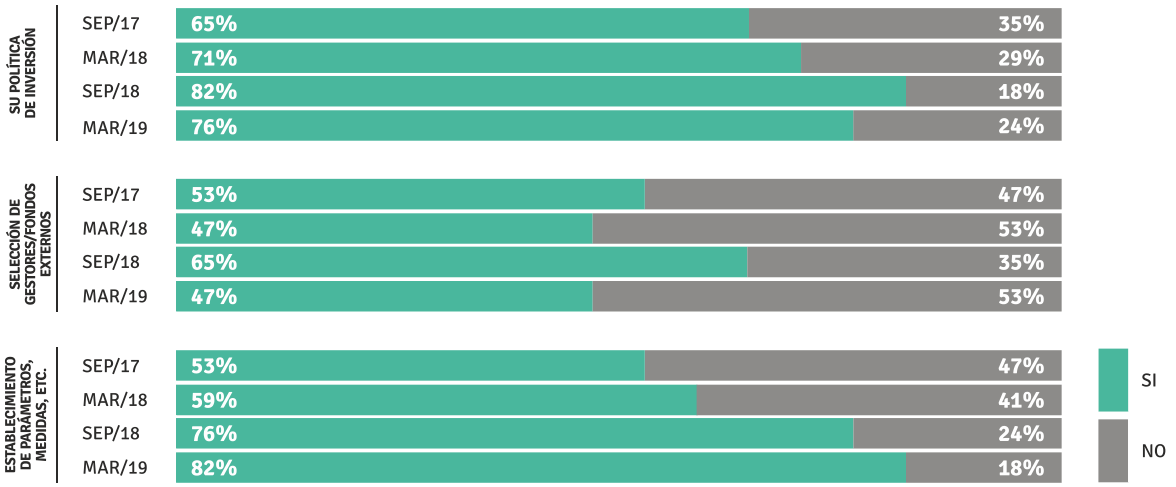
23. ¿Invierten sus fondos actualmente en productos estructurados?

24. ¿Cree que aumentará su exposición a productos estructurados en los próximos doce meses?

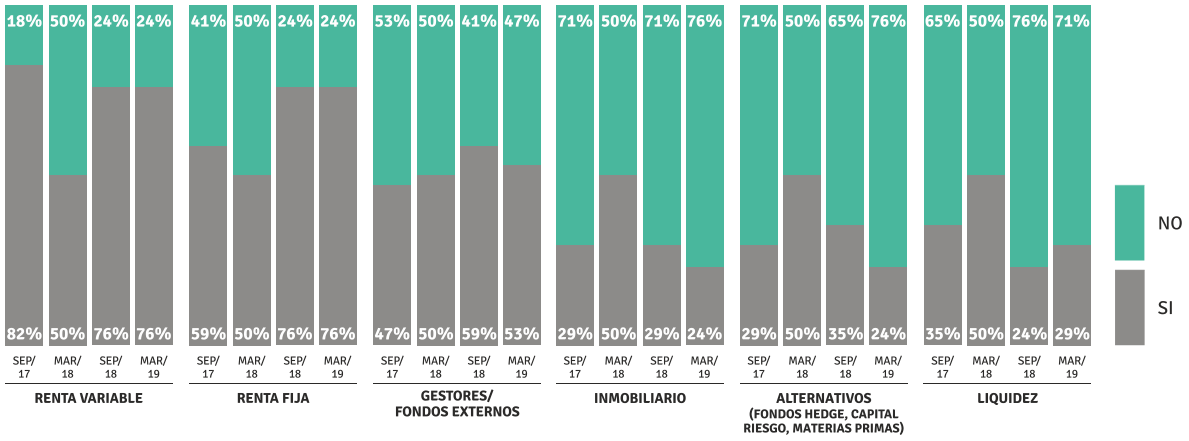


25. ¿Usa derivados OTC en sus fondos gestionados con objeto de inversión?

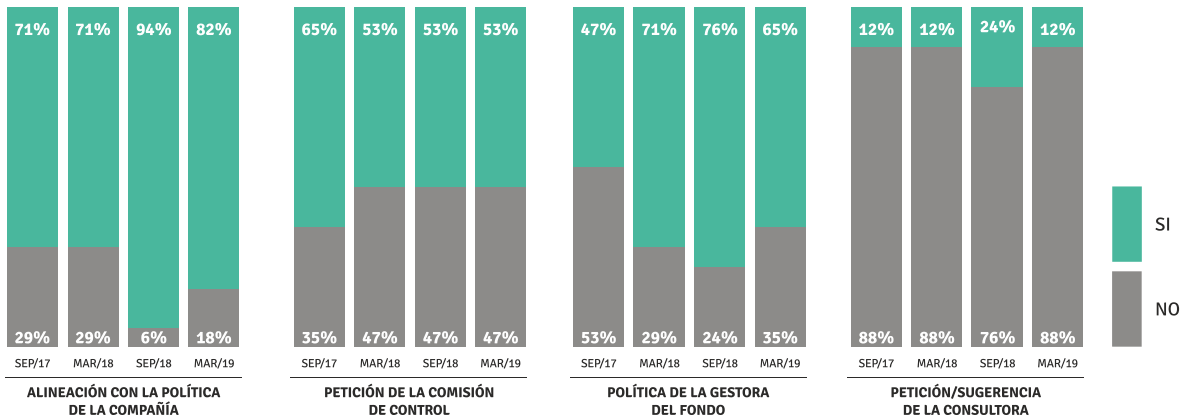
26. Incorpora actualmente políticas de Inversión Socialmente Responsable (ISR) en:



27. Incorpora actualmente Políticas de Inversión Socialmente Responsable (ISR) en las siguientes clases de activo

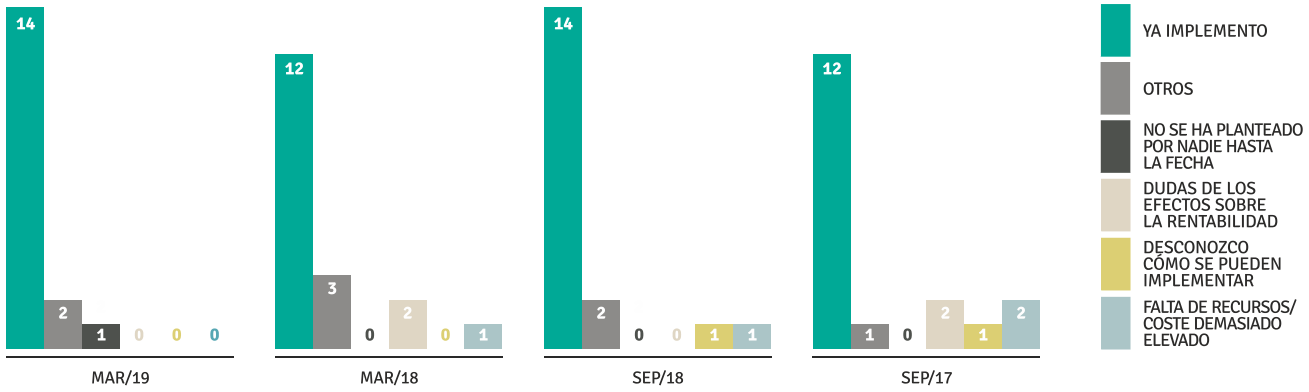


28. Indique las razones por las que ha incorporado criterios ASG (cuestiones ambientales, sociales y de gobierno empresarial) en la gestión de los fondos (sólo para aquellos que incorporán criterios ASG)

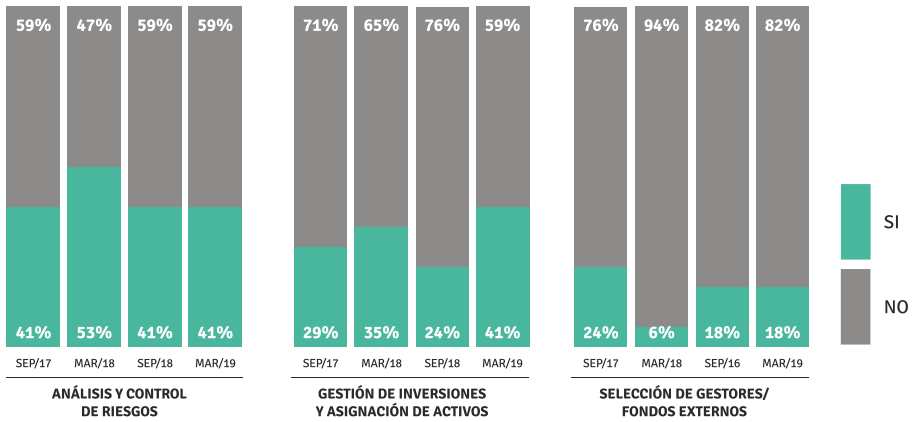


29. En caso de no implementar actualmente políticas de ISR indique si se plantea introducirlas en los próximos doce meses. Si ya las había incorporado elija 'Ya Implemento'.

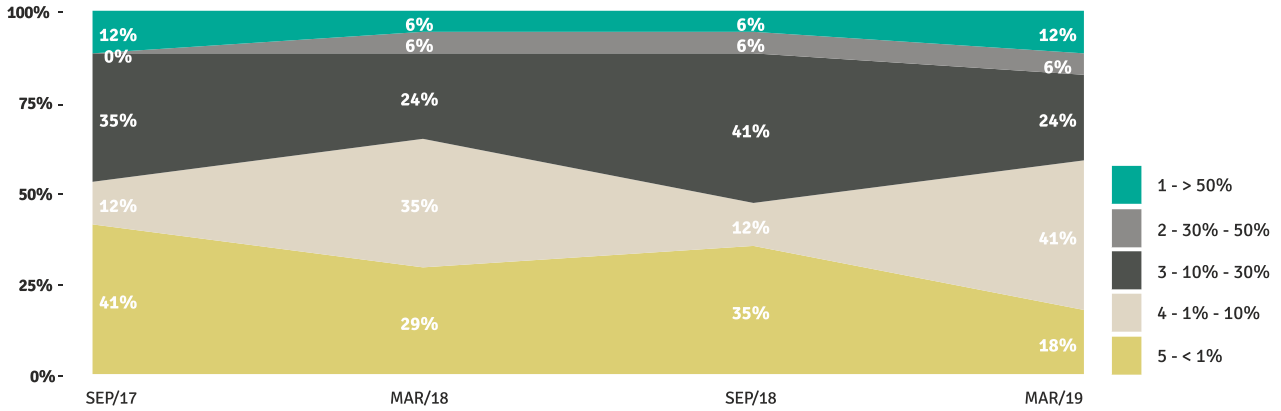
30. En caso de no implementar actualmente políticas de ISR indique las razones por las que no lo hace (marcar 2 como máximo). Si ya había incorporado las políticas de ISR eliga 'Ya Implemento'



31. Indique si usted o las comisiones de control de sus fondos hacen uso de consultores de inversión externos en



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



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

34. Su relación con las comisiones de control es actualmente

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

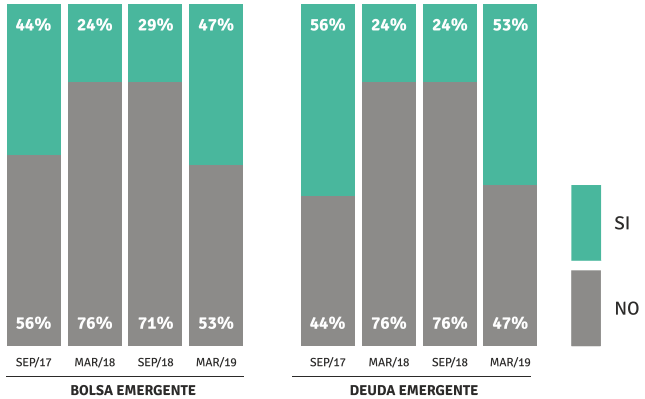
36. Usa gestión pasiva en las carteras de sus fondos:

37. Aumentará el uso de

38. ¿Usa fondos cotizados en la gestión de su/s fondos de pensiones?

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

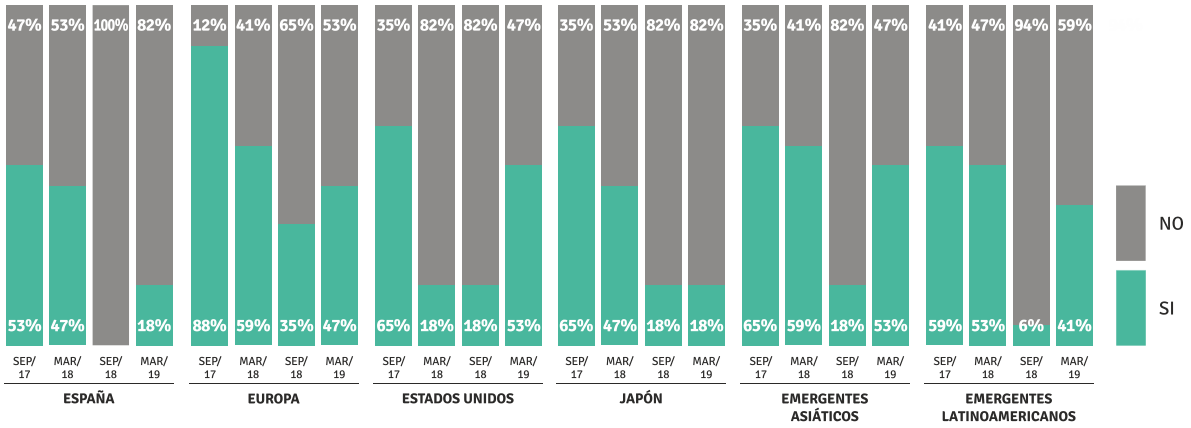
40. Desde un punto de vista de asignación de activos estratégica piensa que va a aumentar su exposición a activos emergentes en el próximo año



41. Para el establecimiento y gestión de su asignación de activos usa principalmente

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

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

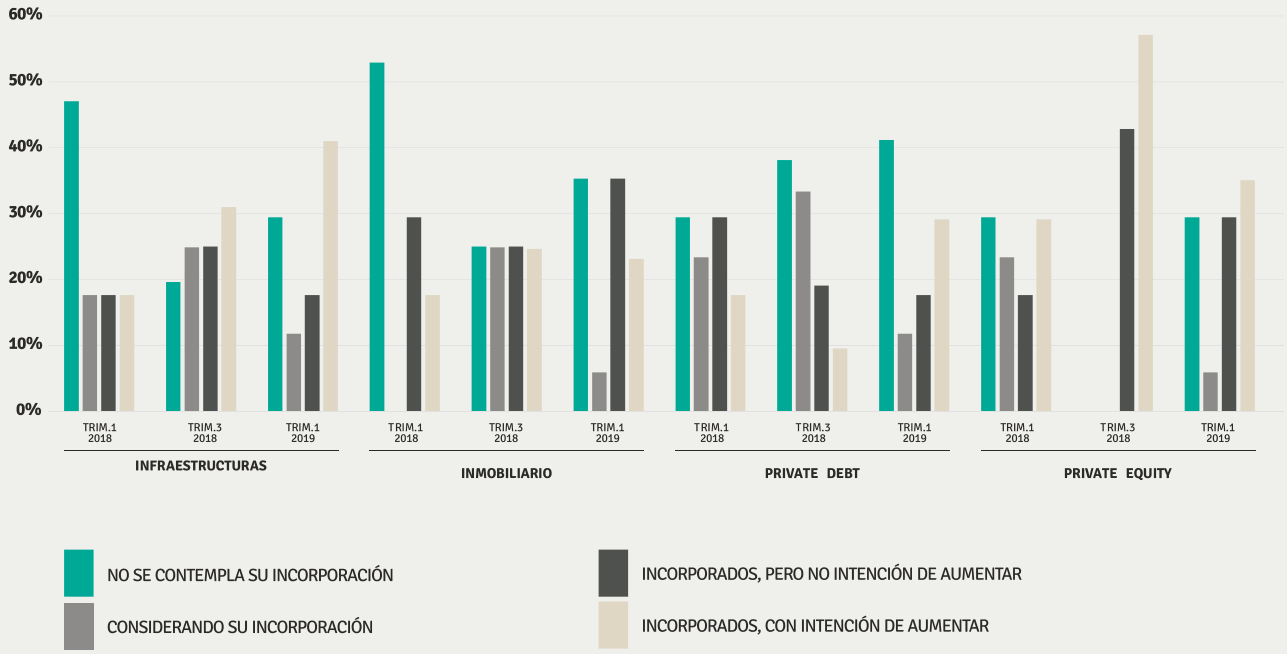


44. El concepto de "smart beta" parece que sigue ganando adeptos entre los inversores institucionales internacionales. ¿Hace uso actualmente de este tipo de estrategias de alguna manera?

45. En caso negativo, ¿planea incorporar su uso en los próximos doce meses?

46. PREGUNTA DEL TRIMESTRE (1)

¿Cuál es su sentimiento respecto a los siguientes activos ilíquidos?



MAYO 2019

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

Amundi
ASSET MANAGEMENT

AXA Investment Managers