MARZO 2020

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

"Cash is King": Las gestoras de pensiones españolas comenzaron el año (acertadamente) con elevados niveles de liquidez

Juan Manuel Vicente Casadevall
Socio de Fondos Directo

Por qué los bonos de alto rendimiento (High Yield) son una alternativa a las inversiones en renta variable

Carl 'Pepper' Whitbeck
Director Global de High Yield y Renta Fija Activa estadounidense en AXA Investment Managers

Inversión ESG y Precio de los Activos de Renta Variable: Nuevas conclusiones sobre antiguos desafíos

Thierry Roncalli
Director de Análisis Cuantitativo de Amundi

ANEXO
La Visión de las Gestoras de Pensiones Españolas

Santander Pensiones
Caser Pensiones

Amundi
ASSET MANAGEMENT

AXA Investment Managers

REALIZADO FONDOS DIRECTO

FONDOS DIRECTO

ENERO 2020

La encuesta fue completada a final de enero y primera quincena de febrero, justo antes de los periodos de volatilidad extrema en los mercados

"Cash is King": Las gestoras de pensiones españolas comenzaron el año (acertadamente) con elevados niveles de liquidez

Juan Manuel Vicente Casadevall
Socio de Fondos Directo

La encuesta de asignación de activos e inversiones de las pensiones privadas en España, correspondiente al primer trimestre de 2020, y que se completó por parte de las gestoras de pensiones mayoritariamente a finales de enero y primera quincena de febrero, revela un aumento en la asignación a liquidez, mientras que el resto de las clases de activos experimentan sólo ligeros movimientos.

Así, la asignación agregada media a liquidez subió hasta el 7,2% desde el 5,9% anterior o el 4,3% del primer trimestre del año pasado, uno de los niveles más altos registrados en el barómetro y sólo superado recientemente a finales del 2018, durante la última corrección severa de los activos de riesgo. Resulta importante destacar que las fuertes caídas en las bolsas de los países desarrollados y episodios de volatilidad extrema de las últimas semanas, asociados al coronavirus, comenzaron justo después de que las encuestas fueran completadas.

En lo que respecta a las principales clases de activo la exposición media a renta variable se mantuvo básicamente estable en el 38,1%, sólo marginal y progresivamente por debajo de los niveles de los trimestres anteriores. Renta fija y alternativos también experimentaron pequeñas reducciones de las exposiciones medias respecto al trimestre anterior y se situaron en el 49,6% y 5,1% respectivamente.

Por el lado de la renta variable las gestoras de pensiones españolas **parecían detectar oportunidad en las bolsas asiáticas y emergentes en general**, al calor de las caídas asociadas al coronavirus afectando a China y otras economías asiáticas, con un 47% de las mismas considerando que dichos activos se encontraban sobre vendidos. Un 35% del panel de gestoras expresaba que sería deseable aumentar exposición en los próximos meses, solamente superado ligeramente por la Eurozona, donde un 41% de las gestoras eran de dicha opinión.

LA DEUDA DEL TESORO NORTEAMERICANA SEGUÍA GANANDO ATRACTIVO

En cuanto a la renta fija les destacamos que la deuda española continuaba siendo la que un mayor porcentaje de gestores sobre ponderan en sus carteras (un 59%).

La deuda del tesoro norteamericana seguía ganando atractivo y ya un significativo 41% del panel (ver pregunta 10) pensaba aumentar su exposición a uno de los activos refugio por excelencia versus el 29% del trimestre anterior.

La renta fija corporativa seguía viéndose como claramente sobrevalorada en términos de diferenciales, nada nuevo pero que destaca por la persistencia en el tiempo de estos resultados. Finalmente, les destacamos como un casi máximo histórico de dos terceras partes del panel consideraban al dólar sobre valorado.

Por el contrario, aumentaban significativamente los gestores que veían al euro valorado correctamente, aunque siguen siendo ligera mayoría los que ven a la divisa europea como infra valorada.

Las preguntas del trimestre arrojan interesantes resultados y confirman ciertos posicionamientos del sector. En lo que respecta a la **inversión por factores** cerca de un 60% del panel afirma no utilizar actualmente dicho enfoque de inversión, pero más de la mitad de dicho porcentaje (35%) lo está contemplando.

De aquellos que lo utilizan son clara mayoría los que utilizan un enfoque multi-factor que se adapte al ciclo de mercado y minoría los que utilizan un enfoque mono-factor, eligiendo cada uno de ellos de forma estratégica o táctica. La demanda de inversión verde en la renta fija tiene su respuesta en las gestoras de pensiones españolas con **un 47% de estas ya invertidas por ejemplo en bonos verdes de impacto** y un destacado 41% que lo está estudiando.

LA DEUDA PRIVADA Y LOS PRÉSTAMOS (SENIOR LOANS) SIGUEN SIENDO LAS QUE DESPIERTAN MÁS INTERÉS

La inversión en "Green Credit Continuum", que busca financiar proyectos verdes diversificando las fuentes de rendimiento combinando diferentes activos dentro del crédito, disfruta de menor popularidad de momento (ver segunda pregunta del trimestre).

La pregunta sobre el uso de diferentes estrategias no líquidas pone de relieve una vez más que **la deuda privada y los préstamos (senior loans) siguen siendo las que despiertan más interés**, seguidas del private equity y a mayor distancia la financiación de infraestructuras.
Otros activos potencialmente diversificadores como los bonos catástrofe o cat bonds, que cubren una serie de eventos catastróficos como por ejemplo huracanes o terremotos, los fondos hedge neutrales a mercado o el inmobiliario reciben claramente menor atención.

Por último, dentro de estrategias de renta fija, la deuda emergente, incluyendo la china, recibe un interés razonable mientras que los fondos de vencimiento fijo son de mucho interés para un pequeño segmento del panel.

Por qué los bonos de alto rendimiento (High Yield) son una alternativa a las inversiones en renta variable

Como inversores, muchas veces somos responsables de pensar en determinadas clases de activos en lugar de adoptar una perspectiva más amplia del universo de inversión. Sin embargo, tomar esa visión de diferentes clases de activos puede permitir opciones de inversión y asignaciones de activos más inteligentes.

Carl 'Pepper' Whitbeck
Director Global de High Yield y Renta Fija Activa estadounidense en AXA Investment Managers

Tomemos como ejemplo los bonos High Yield y la renta variable estadounidense: Mientras que existen muchas similitudes en sus características, también existen claras diferencias– siendo la principal la distinción por clase de activo. Y dentro del mundo de la inversión, las cestas de clases de activos tienden a ser inflexibles.

Pero al observar las características de riesgo-rendimiento, los bonos High Yield y las acciones son mucho más similares de lo que la mayoría imaginan y podrían ser vistos como clases de activos que compiten entre sí. Tanto, que podríamos decir que los bonos High Yield deberían ser considerados como una alternativa a la renta variable, pero con una volatilidad menor.

Los bonos High Yield estadounidenses frente a la renta variable estadounidense: La volatilidad es el elemento diferenciador

En 2019 los bonos High Yield estadounidenses obtuvieron una rentabilidad del 14,41%[1]. En comparación, el S&P 500 obtuvo una rentabilidad del 31,48% durante el mismo período[2].

Sin embargo, si nos fijamos en un horizonte temporal mayor, los bonos High Yield estadounidenses mantuvieron en gran medida el mismo ritmo que la renta variable, mientras que obtuvieron menores caídas durante períodos de volatilidad.

[1] Fuente: ICE BofA ML US High Yield index.
[2] https://markets.businessinsider.com/index/historical-prices/s&p_500/1.1.2019_31.10.2019
[3] Fuente: Morningstar.

Gráfico 1/

RETORNOS DEL ÍNDICE US HY FRENTE AL S&P 500

Fuente: ICE BofA US High Yield index vs S&P 500. Fuente: Bloomberg a 31 de diciembre 2019. Sólo a efectos ilustrativos. Rentabilidades pasadas no son un indicador de rentabilidades futuras. Sólo a efectos ilustrativos.

LOS BONOS HIGH YIELD ESTADOUNIDENSES MANTUVIERON EN GRAN MEDIDA EL MISMO RITMO QUE LA RENTA VARIABLE, MIENTRAS QUE OBTUVIERON MENORES CAÍDAS DURANTE PERÍODOS DE VOLATILIDAD

Por ejemplo, durante la crisis financiera de 2007/2008, la mayor caída del índice de bonos High Yield estadounidense, el ICE BofA ML High Yield fue de -33,23% en comparación con el -50,95% obtenido por S&P 500[3].

Aunque la renta variable estadounidense batió al mercado de High Yield en 2019, durante los últimos 20 años los bonos High Yield estadounidenses batieron al S&P 500 (7,01% frente a 6,33% anualizado).

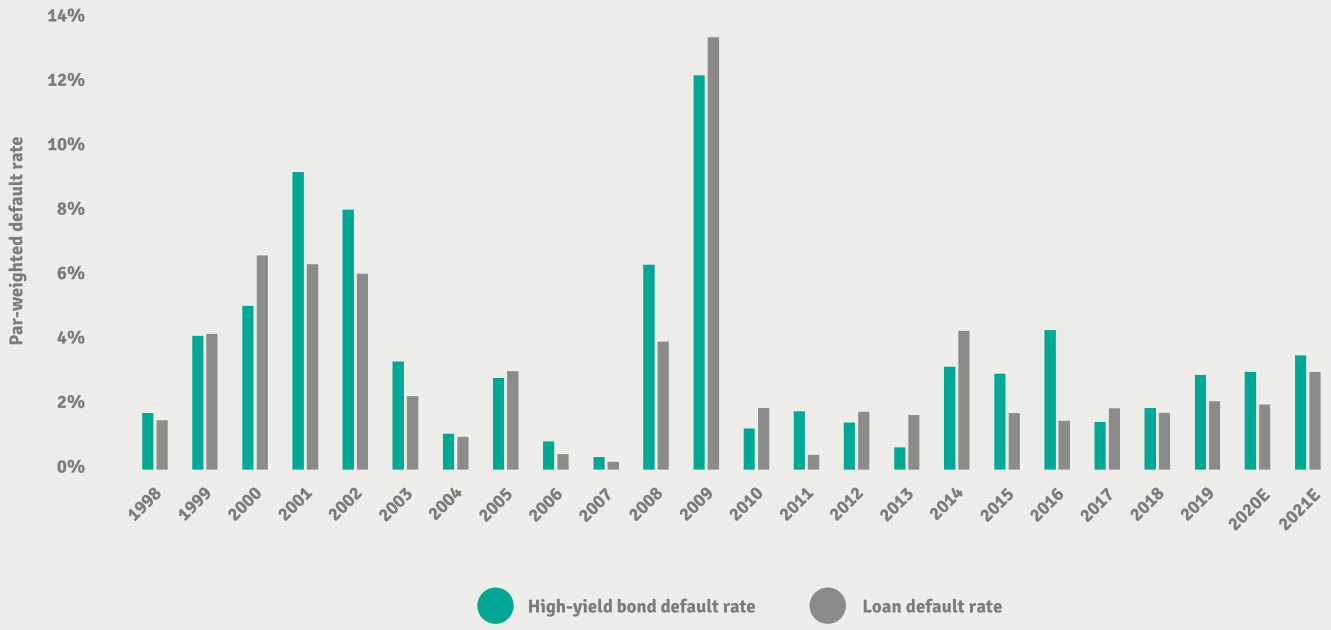
Y mientras que la correlación entre los bonos High Yield y la renta variable es extremadamente alta (0,65 durante los últimos 20 años), existen diferencias significativas en las volatilidades subyacentes de ambas – haciendo que los bonos High Yield estadounidenses sean notablemente menos volátiles: 8,96 en comparación con 14,53 de la renta variable[4].

DURANTE LOS ÚLTIMOS 20 AÑOS LOS BONOS HIGH YIELD ESTADOUNIDENSES BATIERON AL S&P 500 (7,01% FRENTE A 6,33% ANUALIZADO)

[4] Fuente: eVestment Analytics, ICE BofA US High Yield index y S&P 500. Datos de los últimos 20 años a 31 de Diciembre de 2019.

Gráfico 2/

Fuente: Fuente: J.P. Morgan, Indicador de Impagos, 2 de marzo de 2020. Tasa de impagos de los bonos High-yield a largo plazo desde 1997, tasa de impago de los préstamos apalancados desde 1998.



Para generar retornos con la renta variable, se necesita un crecimiento de beneficios o una expansión del múltiplo. Sin embargo, como inversor en bonos High Yield, su retorno será más fiable ya que proviene del pago del cupón y las tasas de impago no se acercan ni de lejos al pico de 2009 en el que llegaron a ser del 12,1% o de su máximo de 2016 que fue del 4,3%[5].

PARA GENERAR RETORNOS CON LA RENTA VARIABLE, SE NECESITA UN CRECIMIENTO DE BENEFICIOS O UNA EXPANSIÓN DEL MÚLTIPLO

Las expectativas para 2019 están en el 2,9%, con un aumento esperado al 3,0% en 2020 (Como se puede observar en el gráfico 2) – ambos permanecen por debajo de la media a largo plazo del 3,4%.

[5] Fuente: J.P. Morgan, Indicador de Impagos, 2 de marzo 2020. Tasa de impagos de los bonos High-yield a largo plazo desde 1997, tasa de impago de los préstamos apalancados desde 1998.

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.

Inversión ESG y Precio de los Activos de Renta Variable: Nuevas conclusiones sobre antiguos desafíos

Thierry Roncalli
Director de Análisis Cuantitativo de Amundi

El panorama de la inversión responsable está evolucionando extremadamente rápido a medida que más inversores integran los criterios ESG en sus procesos, adaptan sus marcos de inversión y, cada vez más, los reguladores cimentan los criterios ambientales sociales y de buen gobierno corporativo. En poco tiempo la inversión ESG ha pasado de ser un "nice to have" a un "must have".

Actuar como una institución financiera responsable es un compromiso central y un pilar fundacional de Amundi. Este compromiso se refleja en nuestros procesos de inversión responsable y se expresa en la gama de soluciones desarrolladas para los inversores.

Buscando servir mejor a nuestros clientes en este entorno rápidamente cambiante, creemos también que un mejor entendimiento de las diversas facetas de la inversión ESG es absolutamente crítico. Por eso; esto ha sido una prioridad para Amundi y sus equipos de Research. En 2018 publicamos un *paper* explorando el impacto de los criterios ESG en el precio de los activos de renta variable en el periodo 2010 a 2017. Éstas son las conclusiones a las que llegamos:

1. La inversión ESG tendió a **penalizar** a los inversores ESG tanto activos como pasivos **entre 2010 y 2013**

2. Por el contrario, los criterios ESG fueron una fuente de **mayor rentabilidad** de 2014 a 2017 en Europa y Norteamérica.

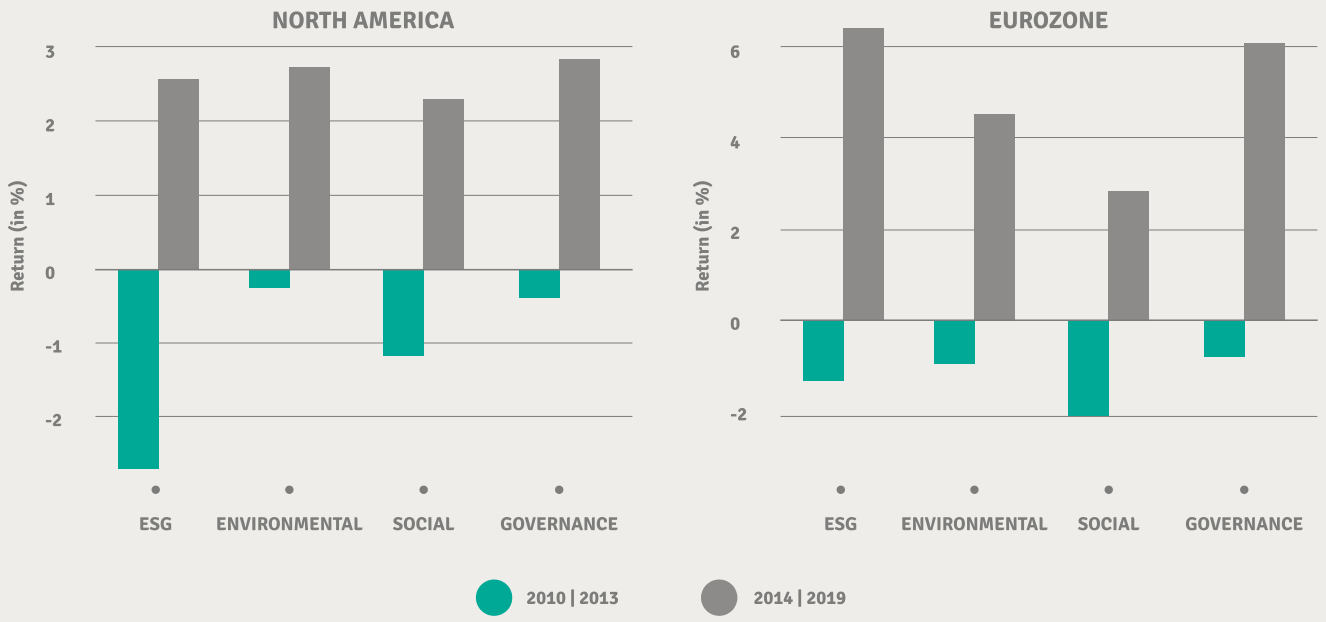
3. Observamos dos historias de éxito: el pilar **medioambiental en Norteamérica** y el de **gobernanza en la Eurozona**.

Dada la rapidez con la que los criterios ESG están cambiando el panorama de inversión, decidimos **actualizar nuestras conclusiones** con nuevos datos desde enero de 2018 hasta junio de 2019. Además de confirmar nuestras conclusiones, también aparecieron nuevas interesantes tendencias reflejando la creciente complejidad y diversidad del panorama de la inversión responsable.

Gráfico 1/

RETORNOS ANUALIZADOS DE CARTERAS LONG/SHORT BEST IN CLASS VS WORST IN CLASS

Fuente: Amundi Quantitative Reserach 2019.



"Como gestora de activos responsable es nuestro deber tomar constantemente el pulso de las dinámicas ESG, para asegurar que nos mantenemos a la vanguardia de la inversión responsable. De hecho, nuestras conclusiones demuestran que invertir con el prisma ESG es un proceso complejo pero beneficioso desde el punto de vista de rentabilidad"

Vincent Mortier | Director Adjunto de Inversiones

El "Break" de 2014

Si consideramos una estrategia y long/short entre acciones Best in Class y Worst in Class, las rentabilidades fueron negativas en ESG y en cada pilar individual para Norteamérica y la Eurozona entre 2010 y 2013. Sin embargo, son **positivas entre 2014 y 2019**. También concluimos que la generación de alfa es más importante en la Eurozona que en Norteamérica.

¿Cómo explicar este cambio?

Hemos observado una **movilización masiva de los inversores institucionales hacia la inversión ESG que ha impactado el mecanismo de oferta demanda con el efecto subsecuente en los precios de las acciones**. A pesar de preocupar más al inversor europeo que al americano, las acciones norteamericanas también se han beneficiado de esta elevada demanda, dada la exposición significativa de algunos inversores institucionales europeos a Norteamérica.

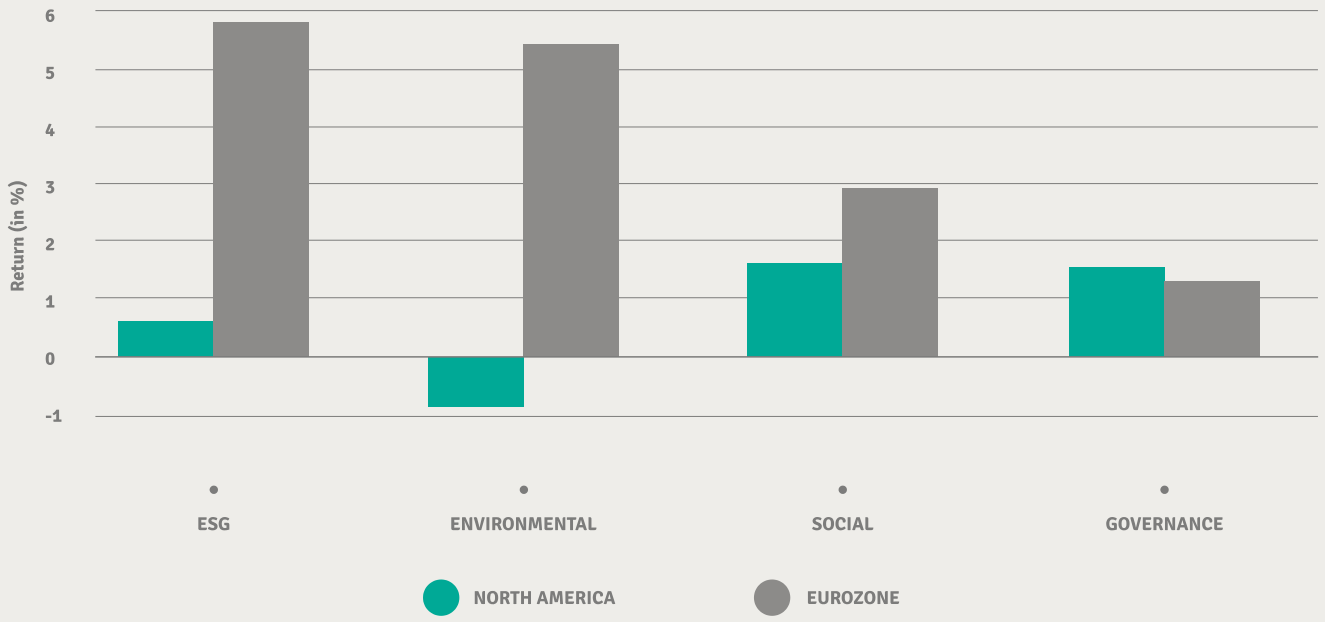
Inversión ESG en los años recientes: una "División Trasatlántica"

El periodo 2018 2019 parece ser una continuidad del periodo 2014 2017 ya estudiado, más que una nueva fase diferente. De hecho, al integrar 2018 y 2019 en el análisis previo los retornos permanecen positivos para las dos regiones con la excepción del pilar medioambiental en Norteamérica, que recogió una rentabilidad negativa. Sin embargo, el diferencial entre Norteamérica y la Eurozona se ha ampliado.

Gráfico 2/

RETORNOS ANUALIZADOS DE CARTERAS BEST IN CLASS VS WORST IN CLASS 2018 -2019

Fuente: Amundi Quantitative Research (2019).



La movilización de inversores institucionales, aunque masiva especialmente en Europa, no siempre suficiente para crear una historia de éxito.

De hecho, las inversiones sostenibles están en el centro de la inversión y la política. Los inversores afectan a la oferta y demanda cuando actúan según sus propias visiones, pero los **gobiernos pueden impulsar** resultados financieros regulando el campo ESG. Además, la **salida de Estados Unidos del acuerdo de París** puede haber influido el precio de los activos regionales en el pilar medioambiental.

Además, está aún pendiente de ver una movilización masiva de los inversores institucionales americanos. A pesar de que ambas regiones se beneficiaron de los resultados de 2014, nuestra hipótesis es la posibilidad de una **"división trasatlántica"** en inversión sostenible dados los últimos resultados.

Foco en el Pilar Social

Tras indicar que la integración del pilar social se quedaba atrás en comparación con los de gobierno corporativo y medioambiental entre 2010 y 2017, el pilar social es **el ganador desde 2018**. Por ejemplo, una cartera larga en el 20% de acciones con mejor ranking y corta en el 20% de peor ranking habría generar una rentabilidad del 2,9 % anualizado en la Eurozona y del 1,6 % en Norteamérica. Por otro lado, los índices ponderados por capitalización MSCI habrían creado un exceso de rendimiento de alrededor de 60 y 40 puntos básicos en la Eurozona y Norteamérica con un tracking error de 50 pb. Aunque es especulativo establecer por qué el pilar social es el ganador, **creemos que se vio impulsado por los desarrollos en las narrativas sociales y por los inversores sostenibles explorando nuevas fronteras**.

"Los fundamentales ESG tradicionales están aún presentes con enfoques Best in Class y Worst in Class en algunas áreas. Sin embargo, los inversores ESG han integrado enfoques dinámicos buscando un valor añadido también en la mejora en ESG. La integración ESG se ha hecho por tanto más compleja y diversa en su horizonte temporal"

Thierry Roncalli | Director de análisis cuantitativo

Inversión ESG: Creciente en Complejidad

Sería un error considerar la inversión ESG siguiendo un único camino. De hecho, la inversión ESG se hace cada vez más madura; y es integrada por una creciente diversidad de inversores, ganando también en complejidad.

Hemos observado **tendencias divergentes en diferentes geografías**, con los **actores y reguladores europeos impulsando con mayor velocidad**; y menos del otro lado del Atlántico.

Además, mientras que los **últimos cinco años** han colocado el **cambio climático** como **prioridad** número uno para los inversores responsables, están **emergiendo rápidamente nuevos temas**; y entre ellos el pilar social. De este modo, estamos viendo ciclos en los que, a medida que el mercado descuenta cada vez más determinados criterios ESG, estos dejan de suministrar una rentabilidad extra y son sustituidos por nuevos criterios no descontados aún. Resultados pasados no garantizan resultados futuros; una afirmación que se mantiene válida en el terreno de la inversión responsable. Por ello es importante identificar estos procesos para capturar el valor de la integración ESG.

En tercer lugar, la inversión ESG va **más allá de la exclusión** de las acciones *Worst in Class*. Hoy la integración completa de los criterios ESG en los procesos de stock picking es una realidad. De hecho, hemos observado qué la creciente relación entre el rating ESG y la rentabilidad algunas veces se ve perturbada; y las acciones de clase "second to worst" pueden funcionar bien. Nuestra hipótesis es que la aparente rentabilidad anormal de estas acciones responde a la **emergencia de estrategias *forward looking*; con algunos inversores apostando por la mejora de estas compañías** más que las de mejor puntuación

La emergencia de estrategias momentum ESG y este cambio hacia una visión dinámica son desarrollos positivos, pues incrementa la complejidad de la integración ESG demostrando que los inversores sostenibles entienden mejor los problemas subyacentes y se mueven más allá de una visión binaria blanca o negra sobre las compañías.

CONCLUSIONES CLAVE

Utilizando los mismos métodos que en nuestro análisis previo, estudiamos el periodo de enero 2018 a junio 2019 y encontramos algunos nuevos patrones interesantes comparados con el periodo 2014 – 2017. Algunos eran previsibles, pero otros han sido más sorprendentes.

1 | La "División Trasatlántica"

Tras ocho años de desarrollo similar, observamos una tendencia contradictoria en inversión ESG entre Norteamérica y la Eurozona desde 2018. **En Norteamérica hemos observado un decrecimiento de la generación de alfa en todas las dimensiones, e incluso una pérdida en el pilar medioambiental; mientras que en la Eurozona se mantiene se mantiene la misma dinámica con los pilares medioambiental y social proporcionando una rentabilidad superior**. Sí observamos una ralentización del pilar de gobierno corporativo, pero es natural dado que era el más dinámico de los tres pilares en el último periodo.

2 | De "estático" a "dinámico"

Observamos nuevos desarrollos en la integración ESG, con resultados sorprendentes para algunos pilares. El penúltimo quintil de nuestra cartera clasificada (con puntuaciones ESG en el cuarto quintil) obtiene resultados sorprendentemente mejores; lo que significa que el enfoque ESG es más que lineal. Lo interpretamos como un cambio hacia estrategias prospectivas (*o forward looking*), con los inversores apostando por compañías en proceso de mejora además de las mejor clasificadas. Esto significa que **los inversores ESG han ido más allá de la exclusión de Worst in Class o la selección Best in Class; y han implementado estrategias más activas integrando visiones dinámicas sobre los rating ESG**.

3 | Estrategias Pasivas: no tan fácil como antes

En el lado de la gestión pasiva, observamos una ligera reducción en el exceso de retorno, que es consecuencia de una mejor integración de los pilares ESG en la fijación de precios del mercado y un enfoque más dinámico como apuntamos arriba. Por otro lado, los costes de tracking erro de la integración ESG son estables en comparación con el período anterior, lo que implica que es necesario un **presupuesto de riesgo activo para aplicar una política ESG**.

4 | Pilar Social: de Rezagado a Líder

De 2014 a 2017 observamos que el pilar social era claramente el rezagado. Éste ya no es el caso; y observamos una **rentabilidad muy fuerte tanto en el lado activo como pasivo en el periodo 2018- 2019**, seguramente como resultado de la mayor preocupación de los inversores sobre temas sociales como las crecientes desigualdades.

5 | Silencio por el lado de factores

Por último, nuestro análisis de factores permanece sin cambios para este periodo: ESG sigue siendo una estrategia de alfa en Norteamérica, mientras que en la Eurozona es el mejor factor singular explicativo de rentabilidad de las acciones. Esto significa que, aunque la inversión ESG contiene alguna información en Norteamérica, ofrece **pocos beneficios de diversificación en un marco multifactorial**, mientras que mejora la diversificación en una cartera que ya esté bien diversificada en la Eurozona.

Puede acceder al Estudio Completo en Amundi Research Center: **research-center.amundi.com**
Para más información: **iberia@amundi.com | marketing.madrid@amundi.com | 91 436 72 20**

REALIZADO FONDOS DIRECTO

PATROCINADO Amundi ASSET MANAGEMENT ETF & INDEXING | AXA Investment Managers

Este material no será distribuido ni utilizado por ninguna persona, sea o no inversor cualificado, de ningún país o jurisdicción cuyas leyes o reglamentos prohíban dicha distribución o uso. A dicha consideración se debe dar a conocer si los riesgos que conlleva una inversión son adecuados para los posibles inversores, que deben asegurar que entienden completamente el contenido de este documento. Deberán consultar a un asesor profesional para determinar si una inversión es adecuada o no. El inversor ha de tener en cuenta que el valor de la inversión realizada podrá acrecer o decrecer. Una determinada estrategia de inversión no asegura la rentabilidad futura. Además, el rendimiento pasado no es garantía o indicador fiable de los resultados y rendimientos actuales o futuros. Los datos de rendimiento presentados en el presente documento no tienen en cuenta las comisiones y los gastos derivados de la emisión y reembolso de unidades en el caso que los haya. Este documento no constituye una oferta de compra ni una solicitud de venta en ningún país donde pueda considerarse ilegal, ni constituye publicidad o asesoramiento en materia de inversiones.

El presente documento se dirige tanto a la atención de inversores "profesionales" que operan dentro de la Unión Europea, tal como define la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros ("MIFID") como a los proveedores de servicios de inversión y cualquier otro profesional de la industria financiera. Por otra parte, en lo que respecta a la oferta en Suiza, se dirige a la atención de los "inversores cualificados" así referidos en los reglamentos locales en el sentido de las disposiciones de la ley de Organismos de Inversión Colectiva de Suiza, del 23 de junio de 2006 (CISA), así como de la ordenanza del 22 de noviembre de 2006 (CISO) sobre los Organismos de Inversión Colectiva de Suiza y en la Circular 08/8 de la FINMA sobre la publicidad pública en el marco de la Legislación sobre los planes de inversión colectiva, de 20 de noviembre de 2008. En ningún caso el citado material será distribuido dentro de la Unión Europea a "inversores no profesionales" tal como se expone en MIFID, ni a "inversores cualificados" tal como se definen en la legislación y reglamentos aplicables en Suiza.

El presente documento no constituye oferta de compra ni solicitud de venta, por lo que no se debe considerar como asesoramiento de inversión. El rendimiento pasado no es garantía o indicador fiable de los resultados y rendimientos actuales o futuros. AMUNDI S.A no tendrá responsabilidad alguna en relación a las decisiones e inversiones realizadas por el particular sobre la base de información contenida en el presente documento. La información contenida en este documento es confidencial, por lo que no se copiará, reproducirá, modificará, traducirá o distribuirá por ninguna persona o entidad de cualquier país o jurisdicción donde opere AMUNDI sin la previa autorización por escrito de la anterior. En consecuencia, el material podrá ser distribuido por las personas autorizadas y solo en el caso que las jurisdicciones lo permitan. La información contenida en el presente documento se considera fidedigna a fecha Diciembre de 2019.

Los datos, opiniones y estimaciones contenidas en el presente a Diciembre 2019, podrán verse modificadas sin previo aviso.

Documento emitido por Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée" con un capital social de 1.086.262.605 euros - Gestor de cartera regulado por la AMF con el número GP04000036 - Sede central: 90 boulevard Pasteur - 75015 París - Francia - 437 574 452 RCS París - www.amundi.com

ENTIDADES PARTICIPANTES

[POR ORDEN ALFABÉTICO]

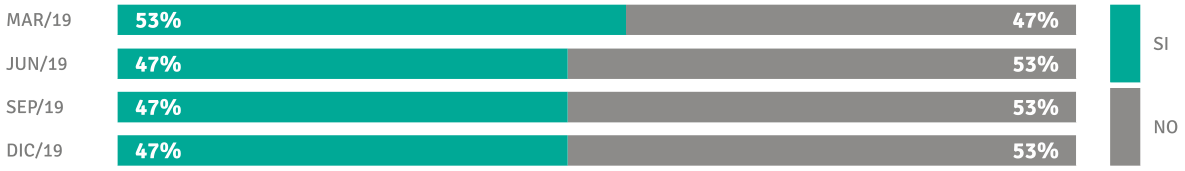
ALLIANZ POPULAR PENSIONES
BANKIA PENSIONES
BANSABADELL VIDA
BBVA AM
BESTINVER AM
CASER PENSIONES
CNP VIDA SEGUROS Y REASEGUROS
FONDITEL
GVC GAESCO GESTIÓN
IBERCAJA PENSIÓN EGFP SA
LIBERBANK GESTIÓN Y PENSIONES
MAPFRE VIDA PENSIONES
RENTA 4 PENSIONES
RURAL PENSIONES
SANTA LUCIA VIDA Y PENSIONES
SANTANDER ASSET MANAGEMENT
VIDACAIXA

REALIZADO FONDOS DIRECTO

PATROCINADO Amundi ASSET MANAGEMENT | AXA Investment Managers

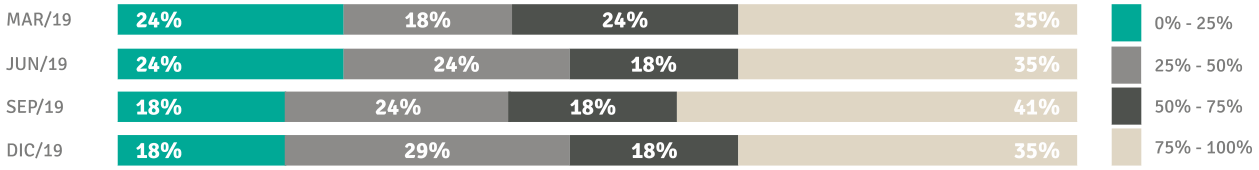
RESULTADOS

1. Pertenece a un grupo bancario

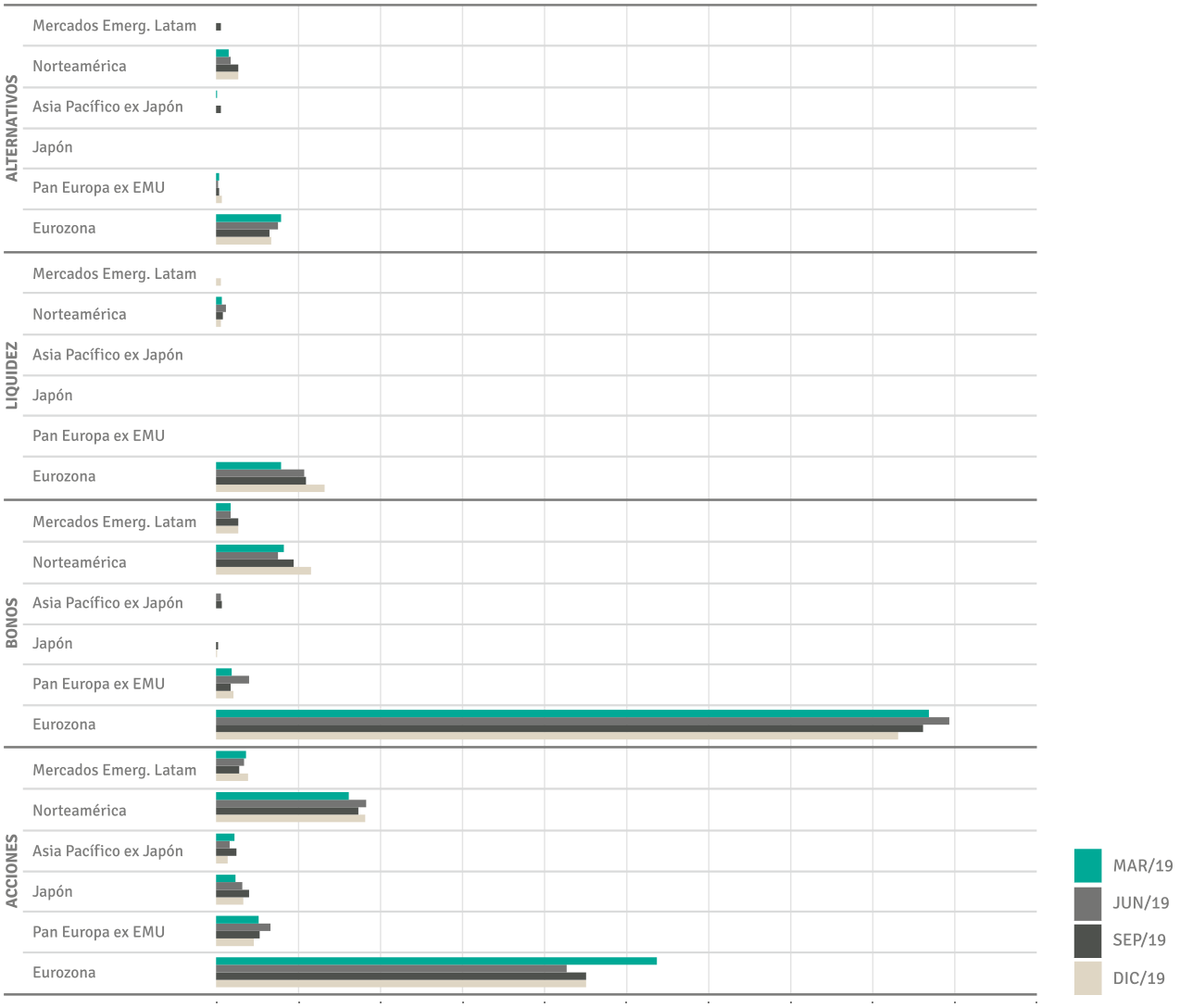


2. Activos bajos gestión (en millones de euros)

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



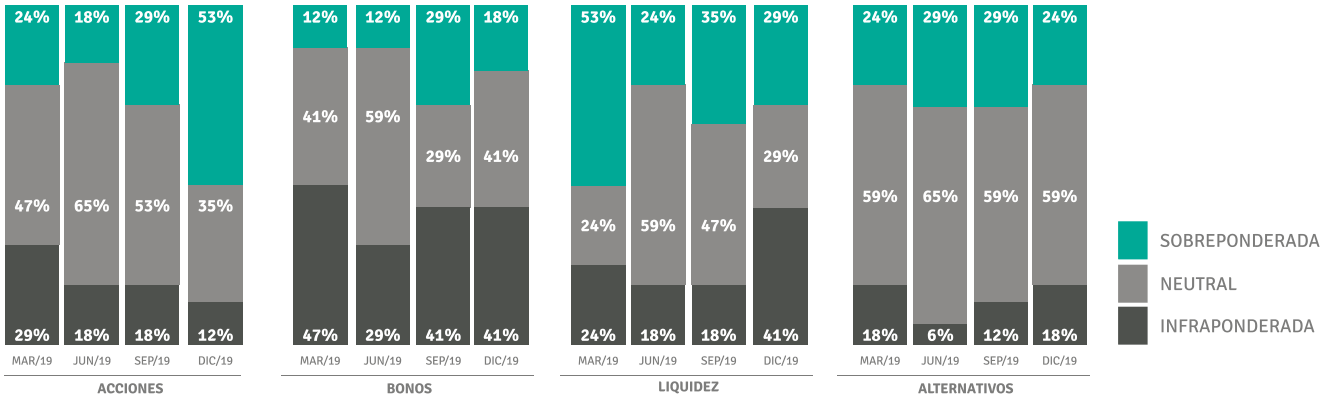
4. En referencia a su cartera equilibrada global, por favor indique para los siguientes tipos de activo la asignación agregada actual (en porcentaje) desglosada para cada una de las áreas geográficas listadas



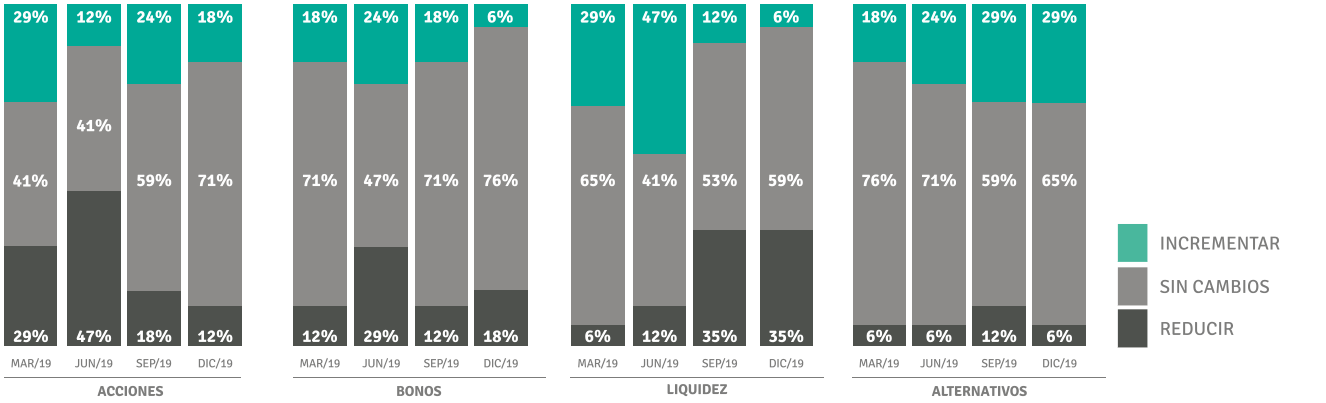
ACTIVO	ÁREA	DIC/19	SEP/19	JUN/19	MAR/19
ACCIONES	Eurozona	22,5%	22,5%	21,3%	26,8%
	Pan Europa ex EMU	2,3%	2,6%	3,3%	2,6%
	Japón	1,6%	2,0%	1,6%	1,2%
	Asia Pacífico ex Japón	0,7%	1,2%	0,8%	1,1%
	Norteamérica	9,1%	8,6%	9,1%	8,1%
	Mercados Emerg. Latam	1,9%	1,4%	1,7%	1,8%
TOTAL ACCIONES		**38,1%**	**38,4%**	**37,8%**	**41,5%**
BONOS	Eurozona	41,4%	42,9%	44,5%	43,3%
	Pan Europa ex EMU	1,1%	0,9%	2,0%	0,9%
	Japón	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,0%	0,4%	0,3%	0,0%
	Norteamérica	5,8%	4,7%	3,8%	4,1%
	Mercados Emerg. Latam	1,4%	1,4%	0,9%	0,9%
TOTAL BONOS		**49,6%**	**50,4%**	**51,5%**	**49,2%**

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

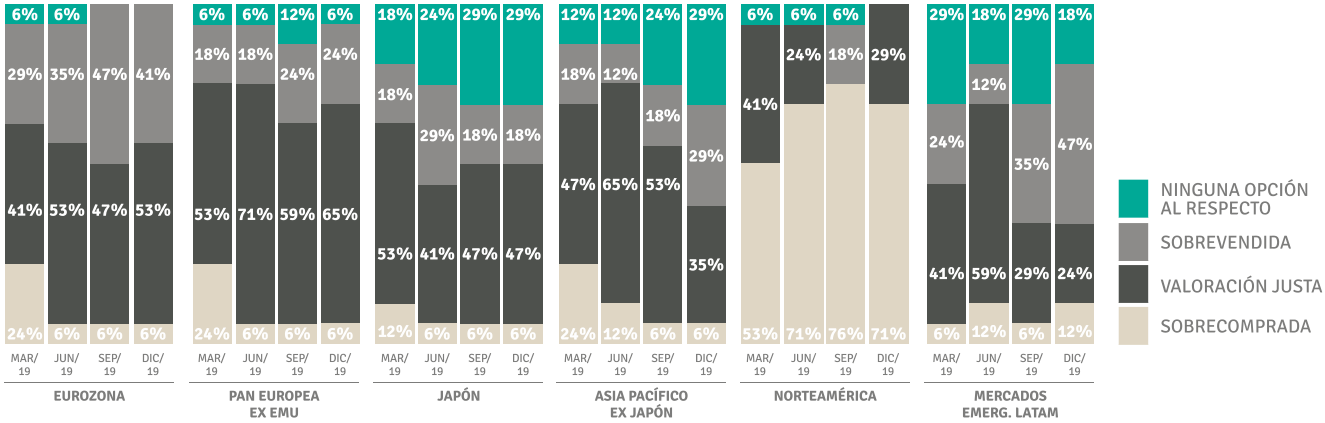
5. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si la exposición de su portafolio esta infraponderada, neutral, o sobreponderada en relación a su benchmark interna



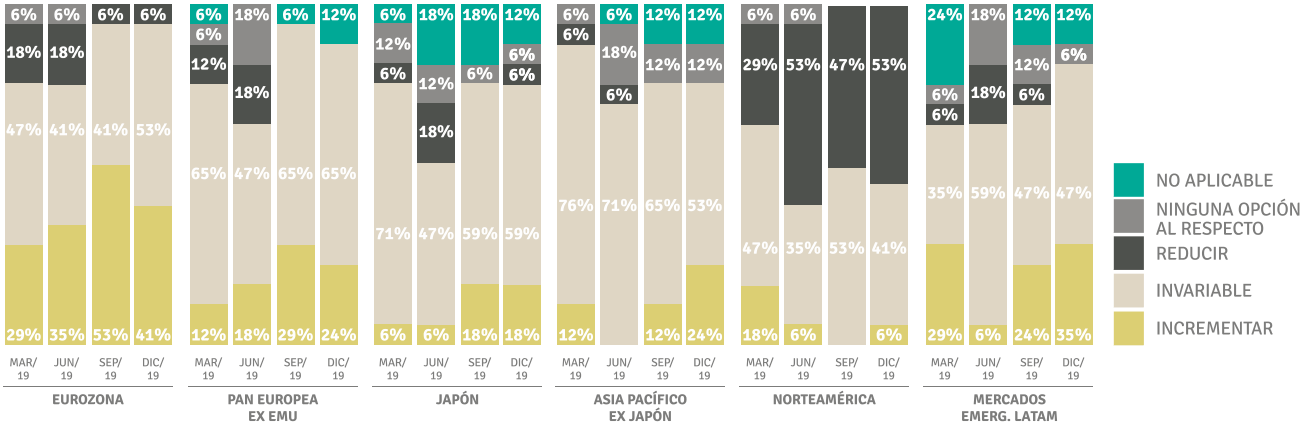
6. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si piensa incrementar, reducir, o dejar sin cambios la exposición de su cartera o portafolio en los próximos tres meses



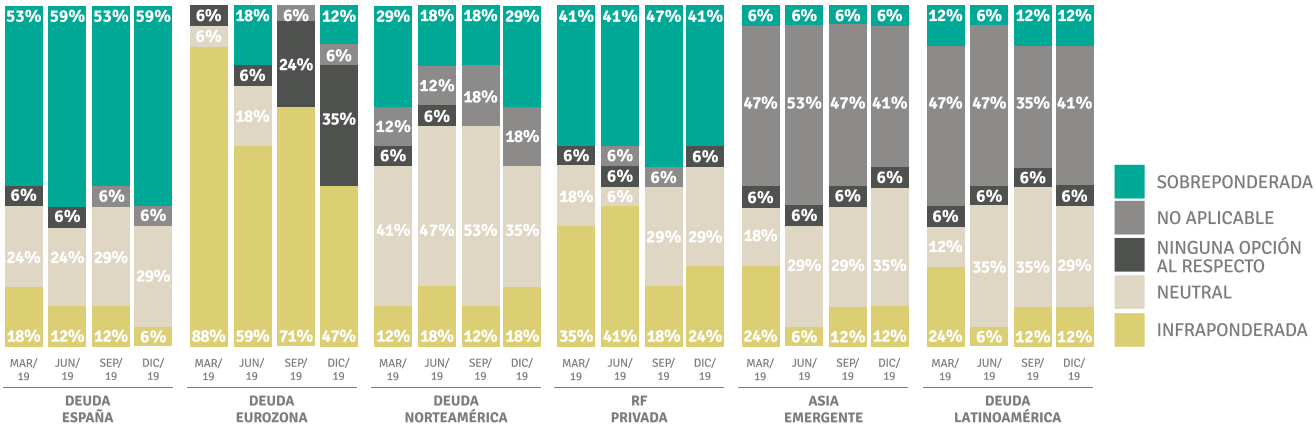
7. Con una óptica de valoración a corto plazo, ¿considera que la renta variable en las siguientes áreas geográficas esta"sobrecomprada", sobrevendida", o refleja una valoración justa?



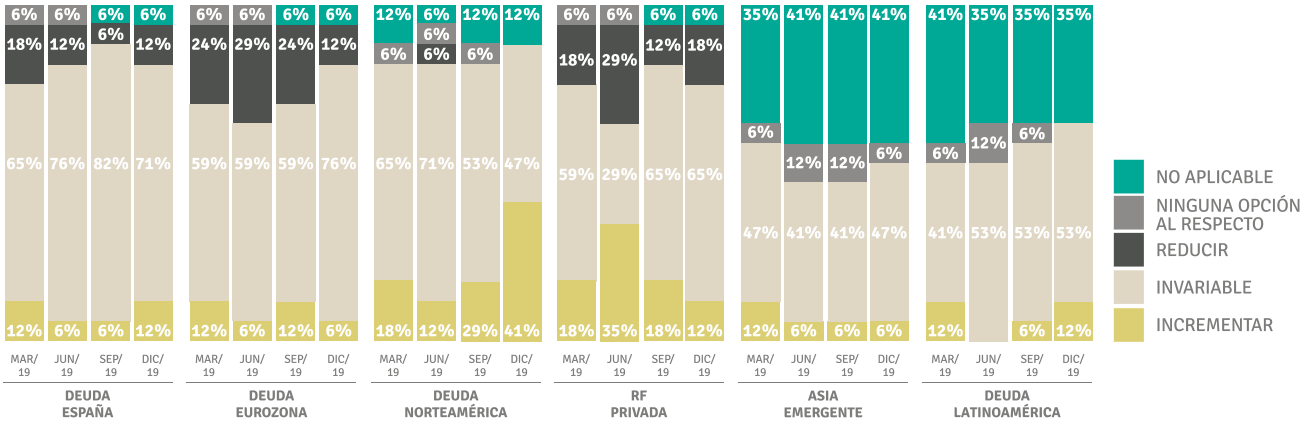
8. Por favor indique para cuál de los siguientes mercados de renta variable es deseable que la exposición de la cartera sea incrementada, reducida, o mantenida sin cambios en los próximos tres meses



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

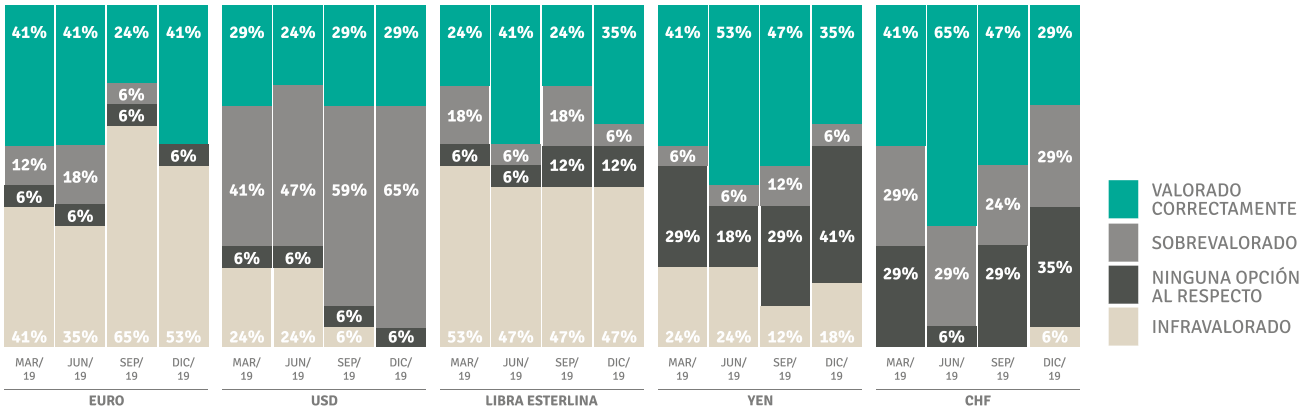


10. Por favor indique para cada una de las siguientes clasificaciones de bonos si tiene la intención de incrementar, reducir, o mantener sin cambios la exposición de su cartera en los próximos tres meses

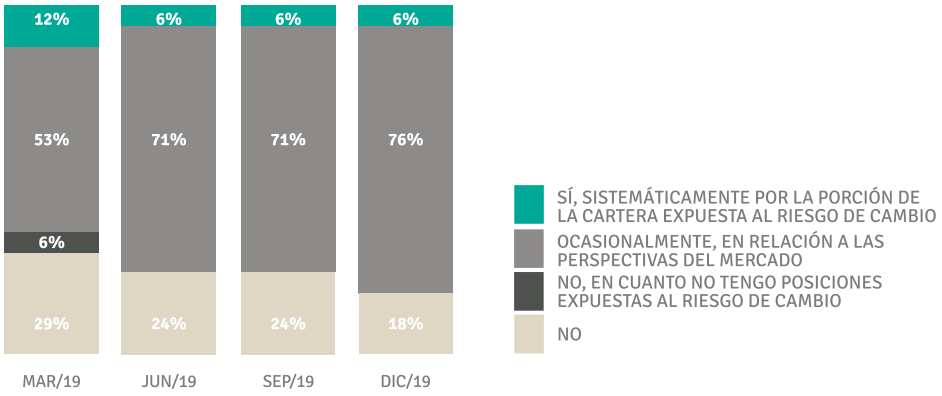


11. Con una óptica de inversión global, ¿cómo de probable piensa que es que los bonos tengan mejores retornos que la renta variable en los doce próximos meses?

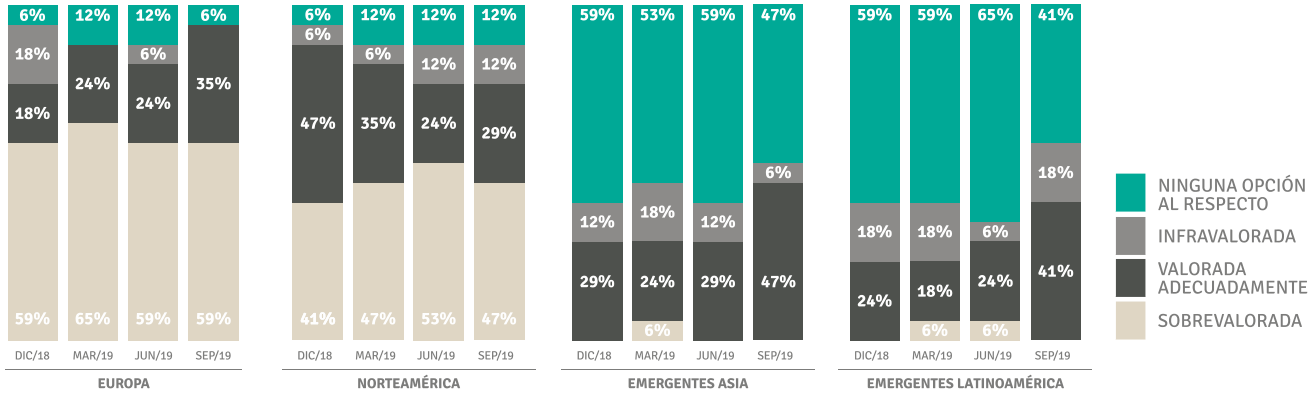
12. Según los fundamentales actuales del mercado y con una perspectiva de valoración global, ¿piensa que cada una de las siguientes monedas esta sobrevalorada, justamente valorada o infravalorada?



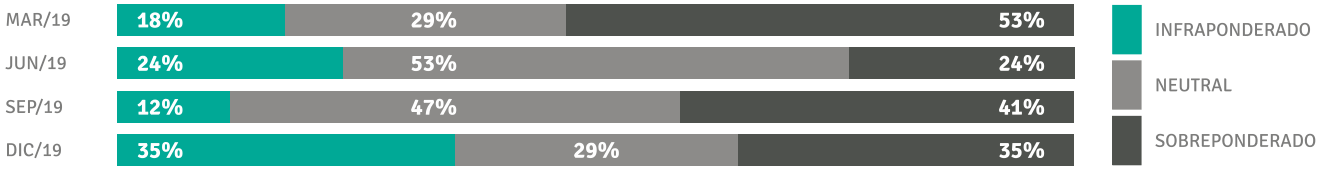
13. ¿Hace uso de estrategias para cubrir su cartera de gestión global contra el riesgo de tipo de cambio?



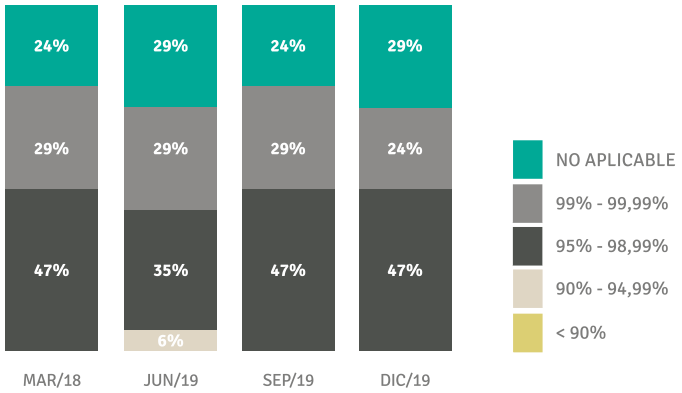
14. Para cada una de las siguientes áreas geográficas, piensa que la valoración relativa (en términos de "spread" o diferencial) de la renta fija privada con respecto a la deuda pública esta actualmente:



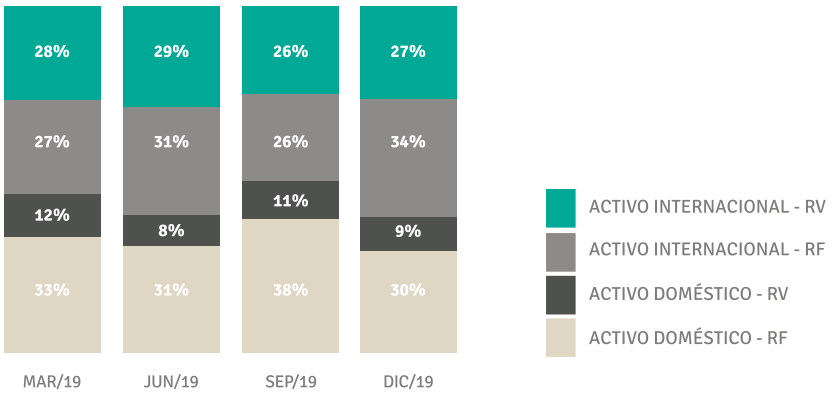
15. Por favor indique si sus activos invertidos en liquidez están sobreponderados, neutrales, o infraponderados en relación a su benchmark interno.



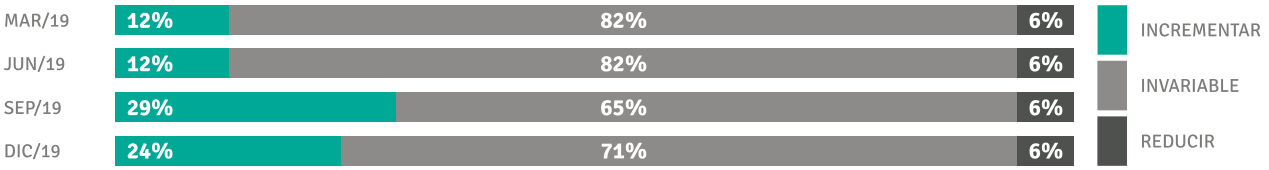
16. ¿Dentro de cuál de los siguientes intervalos de confianza ha sido calculado el último VaR (Value at Risk) a nivel agregado de la cartera globalmente gestionada?



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

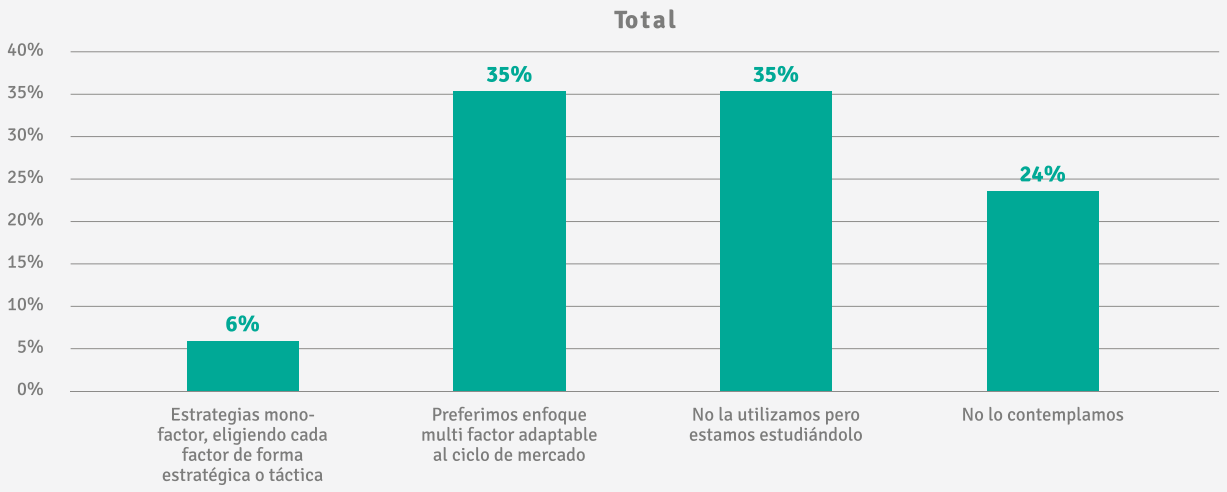


18. Por favor indique si en los próximos tres meses piensa incrementar, reducir o mantener invariable su exposición a activos domésticos.



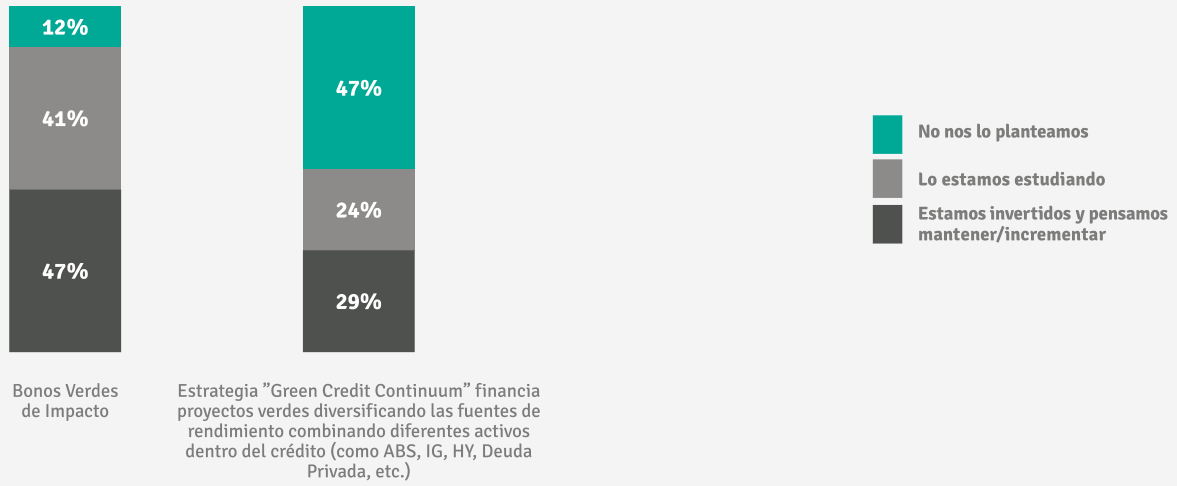
19. PREGUNTA DEL TRIMESTRE [1]

Factor Investing como herramienta en la construcción de carteras



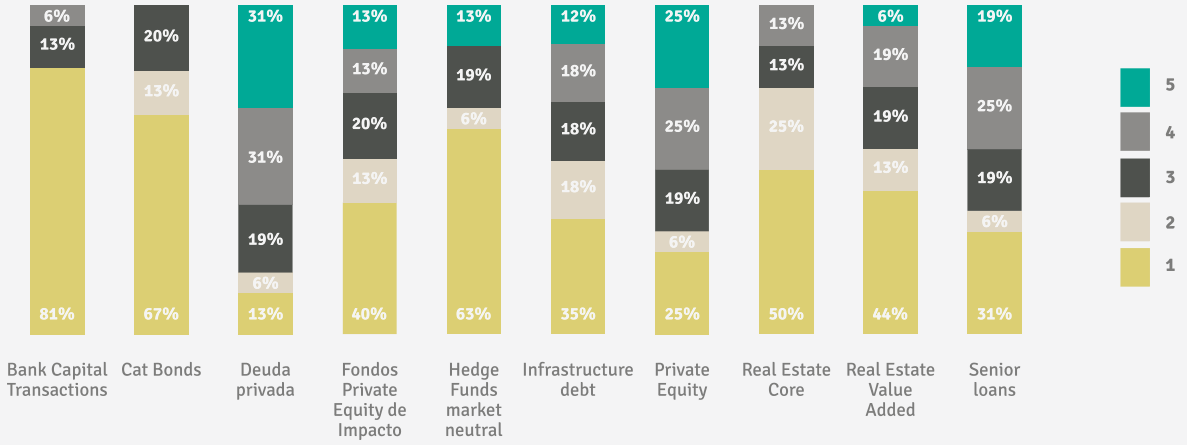
19. PREGUNTA DEL TRIMESTRE [2]

Dado el entorno de bajos tipos de interés y las crecientes necesidades y demanda de inversión verde, **¿en qué medida se está planteando la inversión en las siguientes estrategias de renta fija "verde"?**



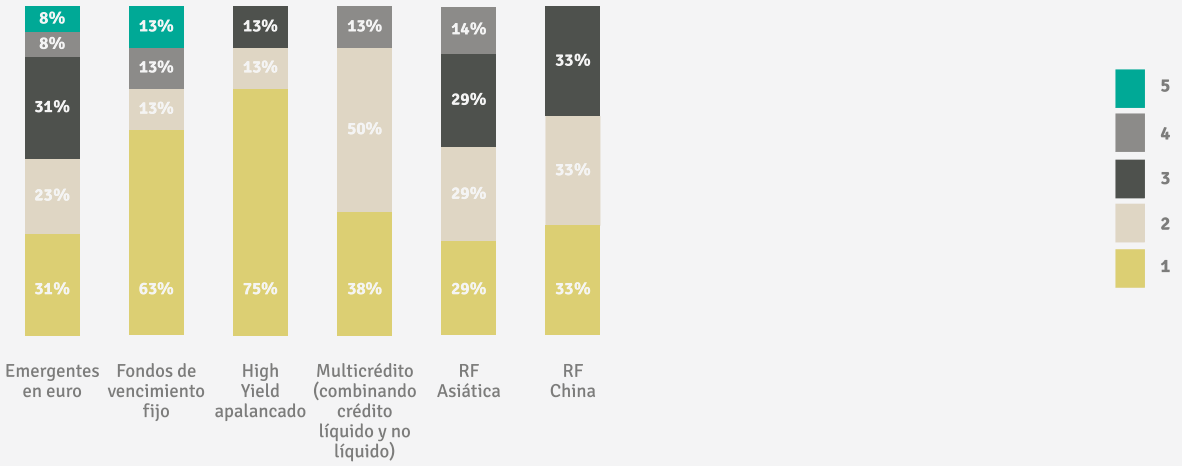
19. PREGUNTA DEL TRIMESTRE [3]

Puntúe del 1 al 5 el grado de interés para sus inversiones de las siguientes estrategias no líquidas



19. PREGUNTA DEL TRIMESTRE [4]

Puntúe del 1 al 5 el grado de interés para sus inversiones de las siguientes estrategias de renta fija



ANEXO
La Visión de las Gestoras de Pensiones españolas

Todos los semestres varias gestoras españolas pertenecientes al panel del Barómetro de Pensiones comentan una cuestión de actualidad y un resultado relevante de la encuesta.

Santander Pensiones

Philippe Muñoz
Director de Inversiones de Santander Pensiones

FD: Opinión y posicionamiento de la gestora al calor del coronavirus

PM: Un evento global y del todo impredecible como la extensión de la pandemia del coronavirus es difícil de gestionar en un entorno donde la incertidumbre prima. La acumulación de medidas paliativas de los efectos económicos que sin duda tendrá la paralización de la actividad a escala internacional no podrá evitar que tanto el primer como el segundo trimestre de 2020 registren caídas importantes del PIB en la gran mayoría de países.

Nuestro posicionamiento está siendo ciertamente cauto en el corto plazo, donde hemos reducido de forma importante nuestra exposición al riesgo, ya que el entorno es altamente volátil e impredecible. Sin embargo, de cara al medio y largo plazo, se están produciendo oportunidades en los mercados derivadas de las extremas sobrerreacciones de los inversores tanto en renta fija como en renta variable, que habrá que monitorizar muy de cerca.

Una vez más, la correcta diversificación de nuestras inversiones, así como el mantenimiento de las posiciones que siguen ofreciendo valor en un adecuado horizonte temporal, ayudará a que una vez la recuperación empiece a ver la luz, las carteras consigan retomar niveles de valoración normalizados y beneficiarse de ese posicionamiento.

Es destacable que los bonos verdes, por ejemplo, han tenido un comportamiento más favorable que sus homólogos de crédito, lo que nos lleva a seguir destacando que la inversión sostenible, como la que ofrecemos a través de la gama de pensiones **Mi Proyecto Sostenible**, seguirá aportando valor añadido a las carteras.

FD: Opinión sobre el dato: "Cash is King"

PM: Las gestoras de pensiones españolas comenzaron el año (acertadamente) con elevados niveles de liquidez"

En nuestra construcción de la cartera, la liquidez no es un residuo de nuestro posicionamiento, sino que es un atributo más que debe tener una cartera eficientemente construida. Además la liquidez hay que entenderla no solo como el "cash", sino también el mantener posiciones liquidas entre las diferentes clases de activos. Los niveles de cash en los planes de pensiones han subido desde principios de año (en algunos casos hasta el 7% o el 10% de las carteras).

La falta de oportunidades en la renta fija tanto pública como privada hizo que se dejaran subir los niveles de liquidez. Además, con valoraciones poco atractivas en muchas clases de activos era lo más prudente.

Después del movimiento que ha provocado la pandemia del Coronavirus, hemos dejado vencer todos los pagarés en lo que invertíamos porque pensamos que otras clases de activos ofrecerán mejores perfiles de rentabilidad/riesgo en los próximos meses. También esa política de cautela permite no tener que realizar ventas en los peores momentos de mercado e incluso aprovechar oportunidades.

Eva Valero
Directora de Pensiones de Caser

FD: Opinión y posicionamiento de la gestora al calor del coronavirus

EV: En estos momentos más que nunca consideramos que es importante transmitir que seguimos trabajando, que seguimos operativos y que nuestros esfuerzos se centran en continuar dando el mejor servicio a nuestros clientes.

FD: Opinión sobre el dato: "Cash is King"

Las gestoras de pensiones españolas comenzaron el año (acertadamente) con elevados niveles de liquidez". Así, la asignación agregada media a liquidez subió hasta el 7,2% desde el 5,9% anterior o el 4,3% del primer trimestre del año pasado, uno de los niveles más altos registrados en el barómetro y sólo superado recientemente a finales del 2018, durante la última corrección severa de los activos de riesgo.

EV: En nuestro caso, aproximadamente el 40% del patrimonio gestionado corresponde a planes de pensiones de empleo por lo que, en media, se trata de una inversión más conservadora que la que se suele realizar en planes de pensiones individuales.

Así, es cierto que después de las buenas rentabilidades obtenidas en 2019, nuestras carteras tenían un sesgo más líquido y conservador, dentro de lo que se recoge en la política de inversión de cada fondo de pensiones, con uno de los objetivos de preservar capital.

MARZO 2020

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

Amundi
ASSET MANAGEMENT

AXA Investment Managers