Las gestoras de pensiones españolas: Cautas y Alternativas

Juan Manuel Vicente Casadevall
Socio de Fondos Directo

Inflación: más alta durante más tiempo, pero, aun así, transitoria

Jonathan Baltora
Rresponsable de deuda soberana, inflación y divisas de AXA IM

Estrategias de cobertura frente a la inflación: cuidado con una vuelta a los años 70

Marie BRIÈRE
Directora del Investor Research Center de Amundi

 # NOVIEMBRE 2021

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

Amundi
ASSET MANAGEMENT

AXA Investment Managers

REALIZADO FONDOS DIRECTO

FONDOS DIRECTO

NOVIEMBRE 2021

Las gestoras de pensiones españolas: Cautas y Alternativas

Juan Manuel Vicente Casadevall
Socio de Fondos Directo

La encuesta de asignación de activos e inversiones de las pensiones privadas en España, correspondiente al segundo semestre de 2021, y que se completó por parte de las gestoras de pensiones mayoritariamente durante la segunda quincena de octubre y primeros de noviembre, revela una actitud algo más defensiva y cauta que en la primavera pasada, así como una mayor apuesta por los activos alternativos.

Así lo reflejan los resultados agregados a varias preguntas a lo largo de la misma, aunque la renta variable sigue teniendo bastante predicamento en los posicionamientos de los gestores. **La inflación preocupa al no verse como un fenómeno temporal por la gran mayoría del panel** y como veremos más adelante se están tomando ciertas medidas en las carteras de los fondos de pensiones.

La distribución de activos actual mostraba de nuevo sólo un muy ligero aumento en la asignación agregada media a renta variable hasta el 39,6% desde el 39,0% anterior (pregunta 4). Este es el nivel de exposición medio más alto desde antes de la pandemia del Covid. Destaca otro ligero aumento más en acciones estadounidenses cuya asignación media roza ya el 11% de las carteras, lo que es un máximo histórico del barómetro. Como ya se esperaba en base a las intenciones expresadas en la encuesta anterior la exposición a renta fija se ha visto reducida hasta el 48,2%, principalmente en bonos de la zona euro. No obstante, **lo más destacado sin duda ha sido el aumento de la exposición a activos alternativos**, desde el 5,4% hasta el 6,4%. Esta es la exposición media más alta alcanzada en muchos años y posiblemente indica una preferencia por este activo a la hora de aumentar riesgo versus renta variable o deudas de mayor rentabilidad que se ven en general sobre valoradas. Además, previsiblemente el activo seguirá ganando algo de peso en las carteras ya que un tercio del panel de gestoras piensa seguir aumentando exposición.

Dentro de la renta fija les destacamos la reducción de la exposición a deuda española, así como un aumento del porcentaje de gestoras que piensan reducir su exposición aún más en los próximos meses. Las deudas privadas se siguen viendo con unos diferenciales muy ajustados y por tanto con poco atractivo.

En el lado opuesto **gana atractivo la deuda emergente asiática** que ve aumentar su ponderación dentro de las carteras, así como el registro de un destacado incremento del número de gestoras que piensan aumentar su asignación (pregunta 9). Crucialmente, este mayor interés en la deuda emergente parece que va a ser duradero ya que un 65% del panel, desde el 38% anterior, dice que planea aumentar de forma estratégica su exposición a este activo el próximo año (ver pregunta 40). Por el contrario, deuda latinoamericana y renta variable emergente siguen sin levantar gran interés.

LO MÁS DESTACADO SIN DUDA HA SIDO EL AUMENTO DE LA EXPOSICIÓN A ACTIVOS ALTERNATIVOS

Dentro del apartado de divisas les destacamos dos movimientos. Por un lado, aumenta el porcentaje de panelistas que piensan que el Euro está infra valorado a los niveles actuales mientras que la libra perdería atractivo ya que sólo el 12% piensa ahora que está infra valorada comparado al 41% de la primavera pasada (pregunta 12). Por otro aumenta el número de gestoras que implementa cobertura de divisas de forma permanente.

En lo que respecta a los crecientemente populares activos alternativos **es el inmobiliario el que registra el mayor incremento de ponderación en los fondos de pensiones** (pregunta 20). No obstante, el capital riesgo se mantiene todavía como el activo alternativo más popular. Los fondos hedge siguen con su bajo interés y esto incluye ahora también a los alternativos líquidos UCITs. Por último, **los productos estructurados desaparecen completamente de las carteras de las gestoras** de pensiones españolas del panel.

El apartado de preguntas ASG no arroja grandes novedades o cambios respecto al semestre anterior. Disminuye su uso dentro de fondos externos y aumenta hasta el 94% en renta fija, el activo ISR más popular dentro del panel. No sorprende constatar que por primera vez la totalidad del panel adopta algún tipo de criterio ASG en sus inversiones por alienación con la política de la propia compañía.

YA CASI LA TOTALIDAD DE LAS GESTORAS DE PENSIONES ESPAÑOLAS (UN 94%) UTILIZAN ETFS EN SUS CARTERAS

Respecto al uso de productos de inversión resulta destacable como **ya casi la totalidad de las gestoras de pensiones españolas (un 94%) utilizan ETFs en sus carteras**, lo que representa un máximo histórico de la encuesta. Además, la tendencia de mayor uso de ETFs seguirá en aumento ya que un 41% de los panelistas declaran que aumentarán su uso en los próximos meses.

Resulta interesante observar también **un aumento de la externalización de inversiones (pregunta 31), particularmente en lo que concierne a selección de gestores/fondos externos**.

La visión macro de los gestores de pensiones españoles se torna bastante más negativa respecto al semestre anterior para todas las economías. Destacan Estados Unidos por ser la que mayor cambio a peor experimenta (desde el fuerte optimismo de esta primavera) **y España por situarse como la economía con el mayor porcentaje de gestores con visión más negativa**. Esta visión macro más negativa tiene su reflejo en las inversiones también ya que se registran una fuerte reducción del apetito por el riesgo (pregunta 42) y una reducción del porcentaje de gestores que piensan que la renta variable tendrá mejor rendimiento que los bonos en los próximos doce meses.

Terminamos el repaso con las preguntas del trimestre relativas al aumento de la inflación. **Un muy mayoritario 88% del panel piensa que el repunte de las tasas de inflación no es pasajero** y han tomado alguna medida para protegerse o beneficiarse de dicho aumento. La mayoría de ellos han reducido o van a reducir la duración de las carteras de renta fija.

UN MUY MAYORITARIO 88% DEL PANEL PIENSA QUE EL REPUNTE DE LAS TASAS DE INFLACIÓN NO ES PASAJERO

Las otras decisiones de inversión inmediatamente más populares son la compra de bonos ligados a la inflación y la adquisición de más activos alternativos como el inmobiliario, lo que explicaría su repentina ganancia de popularidad apuntada anteriormente.

Inflación: más alta durante más tiempo, pero, aun así, transitoria

Jonathan Baltora
Responsable de deuda soberana, inflación y divisas de AXA IM

El aumento de la demanda de los consumidores, la escasez de materias primas y las interrupciones prolongadas en las cadenas de suministro se han combinado para que la inflación permanezca en niveles anormalmente elevados, aunque seguimos creyendo que este entorno terminará siendo breve.

Aunque los economistas pensaban que el pico de la inflación en EE.UU. había llegado en verano, ahora parece que los precios van a seguir aumentando. Los precios de los coches usados han alcanzado recientemente nuevos máximos y los precios de los alquileres, que representan el 30% de la inflación subyacente, van a acelerarse debido a la escasez del mercado de alquileres.

En la zona euro, se espera que la inflación anual aumente a más del 4% a finales de año, lo que supone un máximo de 13 años. El Banco Central Europeo ha argumentado que factores puntuales -como los cuellos de botella de la oferta- explican gran parte de este aumento, y que se espera que el crecimiento de los precios se modere a principios de 2022, pero que es probable que el choque inflacionario dure más de lo previsto[1].

> **LA ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICOS HA ADVERTIDO DE QUE ESPERA QUE LOS PRECIOS EN TODO EL G20 CREZCAN MÁS RÁPIDO QUE ANTES DE LA PANDEMIA**

Prevemos que la inflación estadounidense se mantendrá por encima de la marca del 5% antes de retroceder en

[1] **Euro zone inflation jumps to 13-year high, worsening ECB headache | Reuters**

algún momento a finales del primer trimestre (T1) de 2022. También esperamos que la inflación de la zona euro se mantenga cerca del 3% durante la mayor parte del primer semestre de 2022, y que empiece a suavizarse después, a medida que los problemas de la cadena de suministro vayan remitiendo y la demanda se normalice.

Riesgos para las perspectivas de inflación

Si bien creemos que, al final, el aumento de la inflación será transitorio, es importante estar atentos a los riesgos. Prever la evolución de la inflación es inherentemente difícil incluso para los expertos. Los precios pueden verse afectados por factores inesperados o puntuales, como fenómenos meteorológicos extremos o escasez repentina, y existen otros riesgos de alto nivel que hay que tener en cuenta.

Durante algún tiempo antes de que comenzara la pandemia de COVID-19, numerosas economías habían experimentado un periodo de crecimiento e inflación moderados. Las empresas tenían más certeza acerca de las condiciones económicas probables y, por lo tanto, los ciclos económicos eran más largos. Sin embargo, la pandemia cambió todo eso (y, a medida que las economías han dejado atrás los confinamientos, ha habido periodos de parón y expansión, lo cual ha provocado que numerosas empresas sean reacias a ampliar sus capacidades de producción), generando unas perspectivas económicas y de inflación más volátiles.

Al mismo tiempo, el esfuerzo por “construir mejor que antes” y centrarse en una transición ecológica hacia un mundo con menos emisiones de carbono podría empujar al alza los precios de algunas materias primas. Sin embargo, las medidas de inflación se ajustan para tener en cuenta el hecho de que a veces los productos

más caros pueden ser de mayor calidad, un proceso conocido como "hedónico". Por ejemplo, si los vehículos eléctricos avanzaran en mayor medida, pero su coste siguiera siendo el mismo, la inflación podría reducirse de manera efectiva.

Otro riesgo para la inflación global son los cambios normativos en China, la segunda economía más grande del mundo. A medida que el gigante asiático comience a virar de un modelo de crecimiento basado en las exportaciones a otro centrado en el consumo, su papel como fábrica del mundo podría disminuir, lo cual podría tener un impacto significativo en los precios. Mientras tanto, la actual escasez de energía en China está obligando a algunas fábricas a reducir la producción, lo cual también supone un impacto inflacionario.

EL ESFUERZO POR "CONSTRUIR MEJOR QUE ANTES" Y CENTRARSE EN UNA TRANSICIÓN ECOLÓGICA HACIA UN MUNDO CON MENOS EMISIONES DE CARBONO PODRÍA EMPUJAR AL ALZA LOS PRECIOS DE ALGUNAS MATERIAS PRIMAS

El mayor riesgo de inflación a corto plazo que veo ahora mismo es el bucle que forman salarios y precios, debido a la escasez de mano de obra, a medida que las economías van saliendo de los confinamientos. Los salarios en numerosas zonas están aumentando para traer de vuelta la mano de obra y el aumento de la renta disponible tiende a incrementar la demanda de bienes y servicios, provocando la subida de los precios. Dicha subida incrementa la demanda de salarios más altos, lo que puede crear un bucle de precios que solo podría terminar al subir los tipos de interés.

Política monetaria y estrategia de inversión

Aunque seguimos esperando que la perturbación actual de la inflación sea transitoria, hemos de admitir que el concepto de "transitorio" se ha vuelto más difícil de definir, pues la inflación ha seguido sorprendiendo al alza, lo cual está definiendo el escenario para que los bancos centrales normalicen las políticas monetarias.

De hecho, la inflación es actualmente superior a la que había en periodos anteriores de endurecimiento de la política monetaria. Se espera que la Reserva Federal anuncie la ralentización de sus compras de activos en la reunión sobre política monetaria que celebrará en noviembre; el proceso de reducción de los estímulos empezará poco después y terminará a mediados del año que viene.

También se ha producido un viraje en las expectativas para los tipos de interés por parte del comité de la Fed encargado de fijarlos, pues la primera subida podría producirse ya en 2022. Además, en su reunión sobre política de septiembre, el Banco de Inglaterra indicó que podría ser el primero de los principales bancos centrales en subir los tipos de interés, posiblemente antes de finales de año, aunque esperamos que eso ocurra más probablemente en 2022.

Dada esta situación, mi preferencia es mantener bonos ligados a la inflación del extremo corto de la curva de rendimientos (aquellos con vencimientos más cortos), que son los que potencialmente cuentan con una mejor protección frente a unos tipos de interés más elevados.

MI PREFERENCIA ES MANTENER BONOS LIGADOS A LA INFLACIÓN DEL EXTREMO CORTO DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS

También me decanto por los bonos ligados a la inflación de corta duración porque históricamente han mostrado una mayor sensibilidad a la evolución de los precios de las materias primas. Además, su retorno total guarda una correlación más estrecha con la indexación a la inflación, que esperamos que siga siendo favorable el próximo mes, pues la inflación continuará siendo un tema candente.

En la zona euro, parece que el quantitative easing ha sido una característica constante de la política monetaria, mientras que la inflación sigue siendo relativamente baja. Sin embargo, este es otro riesgo, pues, en algún momento, la política cambiará. Mantener deuda pública francesa y alemana a corto plazo puede ser una vía hacia breakevens de inflación (la diferencia entre el rendimiento nominal de una inversión a tipo fijo y el rendimiento real de un bono ligado a la inflación) más elevados, al tiempo que puede proteger frente a un cambio de política.

En EE. UU., prefiero mantener deuda pública protegida frente a la inflación (TIPS) de uno a dos años por el carry positivo de la indexación a la inflación de los bonos, pero preferiría permanecer infraponderado en TIPS a cinco años y con vencimientos más largos, que creo que están expuestos a la reducción gradual de las compras de activos.

Si nos fijamos en 2021 hasta ahora, la perturbación creada por la inflación ha sido ingente. A principios de este año, los economistas esperaban que la inflación de la zona euro alcanzara un máximo del entorno del 1,5%, mientras que ahora es probable que supere con creces el 4%.

MANTENER UN NIVEL DE PROTECCIÓN FRENTE A LA INFLACIÓN EN LAS CARTERAS DE INVERSIÓN PARECE SER UNA DE LAS ESTRATEGIAS QUE PUEDEN SER MÁS APROPIADAS INCLUSO EN VISTA DE LA FUTURA NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Aunque creemos que la inflación terminará siendo transitoria, este año demuestra que puede sorprender al alza sin previo aviso. Por ahora, mantener un nivel de protección frente a la inflación en las carteras de inversión parece ser una de las estrategias que pueden ser más apropiadas incluso en vista de la futura normalización de la política monetaria.

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 PARÍS, S.A., 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-727252, tomo 41006, folio 1; y se encuentra registrada en la CNMV bajo el número 38 como Sociedad gestora UCITS del espacio económico europeo con sucursal.

REALIZADO FONDOS DIRECTO

PATROCINADO Amundi ASSET MANAGEMENT | AXA Investment Managers

Estrategias de cobertura frente a la inflación: cuidado con una vuelta a los años 70

Marie BRIÈRE
Directora del Investor Research Center de Amundi

¿Cuál es la asignación estratégica óptima de activos para los inversores que buscan cubrir el riesgo de inflación? La respuesta a esta simple cuestión depende fundamentalmente del régimen macroeconómico. La diversificación es también clave.

Mientras que las consecuencias económicas a largo plazo de la Covid todavía son inciertas, el aumento excepcional en los déficits públicos y los enormes niveles de deuda han resurgido como riesgos potenciales para muchos países. Las discusiones sobre la represión financiera (Reinhart y Sbrancia, 2011) resurgieron tras la gran crisis financiera, y esta tendencia podría fortalecerse en el mundo post-Covid 19, ya que varios países han recurrido a políticas no convencionales, incluidas compras extensivas de deuda pública y bonos corporativos, que han contribuido a aplanar la curva de rendimiento y mantener bajos o incluso negativos los tipos de interés reales[1]. En este entorno, un reto clave para muchos inversores institucionales sigue siendo la preservación del capital en términos reales. En su lugar, los inversores individuales necesitan construir carteras en línea con el coste de la vida. Estos objetivos son esenciales para los fondos de pensiones de aportación definida.

En el caso concreto de los fondos de pensiones de prestación definida, la sensibilidad a la inflación es más compleja. Si los cálculos de pensiones no están indexados a la inflación, es probable que un aumento de la inflación provoque un aumento de los tipos nominales y, por tanto, de los tipos de descuento: abaratará los pasivos por pensiones y, por tanto, potencialmente más fácil de cumplir. Este es el caso, por ejemplo, para los fondos de pensiones corporativos de EEUU con ajustes limitados o nulos del coste de la vida, y para los fondos de pensiones holandeses con una financiación demasiado baja para ofrecer indexación a la inflación. Para los fondos de pensiones del Reino Unido, donde los pasivos suelen aumentar con la inflación, tener activos con sensibilidad a la inflación será un componente clave de una estrategia de Liability Driven Investment (LDI).

Una observación importante es que el poder de cobertura frente a la inflación de las diferentes clases de activos ha cambiado significativamente a lo largo de la historia, dependiendo del entorno macroeconómico. Los últimos 50 años pueden dividirse aproximadamente en dos regímenes. Los decenios de 1970 y 1980 se caracterizaron por una gran inestabilidad macroeconómica y por choques inflacionarios de la oferta (por ejemplo, las

Gráfico 1/

ASSETT CLASSES' CORRELATION WITH INFLATIONDEPENDING ON INVESTMENT HORIZON*

Source: Author's calculations, based on simulated asset returns dynamics (vector-auto-regresive model estimated on each economic regime: 1973-1990 and 1991-2010)
* Correlations estimated on simulated asset returns dynamics (vector-auto-regresive model estimated on each economic regime), horizons ranging from one month to 30 years

crisis del petróleo de 1973 y 1979), que tendían a ser anticíclicos. Esto implica que los choques inflacionarios tuvieron un efecto desfavorable sobre mercados de renta variable, como en los mercados de renta fija. Por el contrario, el entorno que prevalecía después de los años 90 era totalmente diferente, con choques económicos mucho más débiles (llamado "la Gran Moderación" de Alan Greenspan), que eran procíclicos. Cualquier aumento de la inflación durante este período fue un signo de sobrecalentamiento. A menudo coincidió con aceleración en los mercados de acciones, pero caídas en los mercados de renta fija, aunque menos pronunciada. Esto se debe a que, durante todo el período, la prima de riesgo de inflación descontada en los yields de los bonos se contrajo, a medida que los bancos centrales ganaban credibilidad y las expectativas de inflación se estabilizaron.

En investigaciones previas de Amundi12, abordamos el problema de un inversor que tratara de preservar su capital frente al riesgo de inflación y, cuando fuera posible, generar rendimientos por encima de la inflación. Utilizando un modelo econométrico adecuado, investigamos dinámica conjunta de seis clases de activos13, inflación y variables económicas, y utilizamos este modelo para simular los retornos a largo plazo de estos activos y la inflación. Esto nos permitió investigar la dinámica a largo plazo de los activos con inflación y determinar la asignación óptima de activos que mantendría el capital del inversor a salvo de la inflación con la menor probabilidad de déficit, para diferentes horizontes de inversión. Una observación inicial de nuestros hallazgos fue que las correlaciones con la inflación variaron ampliamente con los regímenes económicos, como se muestra en el gráfico. La renta variable, por ejemplo, a medio y largo plazo, mostró una correlación negativa con la inflación durante el primer régimen marcado por altos choques inflacionarios de la oferta, mientras que hubo una correlación positiva con la inflación durante el periodo de la Gran Moderación.

Otra investigación de Amundi 14 mostró que dentro del mercado de acciones, también hay una considerable heterogeneidad en cuanto a propiedades de cobertura frente a la inflación. Históricamente, las acciones con baja correlación con la inflación, tendían a proceder de los sectores de la tecnología y del petróleo/gas. Los sectores del petróleo/gas se benefician generalmente del aumento de los precios de las materias primas, mientras que las compañías de tecnología a menudo disfrutan la ventaja de fijar o mantener los precios de los nuevos productos. Hay también considerable heterogeneidad entre las compañías. Diferentes empresas tienen diferentes niveles de poder de fijación de precios, que es la capacidad de una empresa para fijar precios de bienes nuevos o existentes o para repercutir en los consumidores los aumentos de precios resultantes de movimientos de los precios de los insumos, como las materias primas, costes laborales y tipos de interés. También encontramos una variación pronunciada en el tiempo. Hasta el 20% de las acciones, por término medio, exhiben cambios de signo de beta de inflación de año al año. La variación sustancial de las betas de inflación hace que sea difícil encontrar acciones que sean buenas coberturas de inflación ex ante. Unas betas de inflación variables en el tiempo hacen de las carteras sectoriales e índices con solo acciones de alto dividendo peores coberturas frente a la inflación que las construidas utilizando información a nivel compañía.

LAS CORRELACIONES CON LA INFLACIÓN VARIARON AMPLIAMENTE CON LOS REGÍMENES ECONÓMICOS

Las probabilidades de déficit15 de las clases de activos individuales en estos dos períodos también difieren mucho, como puede verse en el cuadro 2. Para todas las clases de activos excepto las letras del tesoro, las probabilidades de déficit disminuyeron fuertemente con el horizonte de inversión. A corto plazo, las letras del tesoro tienen la menor probabilidad de no alcanzar la inflación en el primer régimen, mientras que los bonos nominales tienen la menor probabilidad en el segundo régimen. El excelente rendimiento de las obligaciones nominales es particular para el período prolongado de desinflación. A largo plazo, las menores probabilidades de déficit se logran mediante acciones, inmobiliario y bonos del tesoro en el primer régimen, bonos nominales, metales preciosos, bienes inmuebles y bonos vinculados a la inflación en el segundo.

La asignación estratégica óptima de cobertura contra el riesgo de inflación difiere marcadamente entre los regímenes macroeconómicos. En una un régimen macroeconómico volátil, caracterizado por fuertes shocks de inflación, como el experimentado en los años 70 y 80, un inversor con un objetivo puro de inflación debería invertir principalmente en bonos del tesoro cuando su horizonte de inversión es corto, y debe aumentar su asignación a acciones cuando su horizonte aumenta. En un entorno económico más estable (como el experimentado desde la década de 1990, durante la Gran Moderación), la cartera óptima cambia radicalmente. Aunque principalmente se invierta en bonos del tesoro cuando el horizonte de inversión es a corto plazo, el inversor debe aumentar sus inversiones en bonos nominales, pero también, en menor medida, en metales preciosos y acciones cuando su horizonte aumenta. En ambos regímenes económicos, un objetivo de retorno real (del 1% al 3%) conduce automáticamente a dedicar mayor peso a los activos de riesgo, especialmente a la renta variable, inmobiliario, y metales preciosos, que hacen posible unos mayores rendimientos (con una mayor probabilidad de déficit).

En todos los casos diversificar la cartera es clave y reduce significativamente la probabilidad de no alcanzar el objetivo de rendimiento real.

¿Qué tipo de régimen macroeconómico podemos esperar en el futuro? Desafortunadamente, nuestro análisis no responde a esta difícil pregunta. En el entorno actual marcado por gran incertidumbre económica, preservar el capital en términos reales está lejos de ser fácil. La Gran Moderación probablemente ha terminado. No cabe esperar en un futuro próximo las rentabilidades excepcionales de los bonos nominales durante el período desinflacionario experimentado en los años 90 y desde el 2000. Las propiedades de estabilidad de las letras del tesoro como una buena cobertura de inflación (los bancos centrales subían regularmente los tipos para luchar contra la inflación antes de la crisis de las hipotecas de alto riesgo) también se pondrán

Gráfico 2/

ASSETT CLASSES' REAL SHORTFALL PROBABILITIES*

Source: Authors' calculations, based on simulated asset returns dynamics (vector-auto-regressive model estimated on each economic regime: 1973-1990 and 1991-2010)
* Probability of not achieving the inflation target estimations based on simulated asset returns dynamics (vector-auto-regressive model estimated on each regime)

PANEL A: HIGH INFLATIONARY REGIME

HORIZON	2 years	5 years	10 years	30 years
T-bills	17%	21%	18%	9%
Nom bonds	38%	34%	30%	20%
IL bonds	48%	43%	39%	29%
Equities	38%	29%	21%	7%
Real estate	45%	41%	34%	22%
Precious metals	48%	47%	47%	46%

PANEL B: GREAT MODERATION

HORIZON	2 years	5 years	10 years	30 years
T-bills	22%	34%	47%	69%
Nom bonds	16%	6%	3%	0%
IL bonds	29%	22%	18%	14%
Equities	31%	31%	33%	33%
Real estate	29%	22%	15%	4%
Precious metals	25%	11%	5%	0%

en entredicho en un entorno de política monetaria no convencional y flexibilización cuantitativa. Pero esto no significa necesariamente que hayamos vuelto a caer en un régimen idéntico al de los años 70 y 80.

Dos mensajes clave a retener. En primer lugar, que las propiedades de cobertura frente a la inflación de las acciones dependen fundamentalmente de la naturaleza de los choques inflacionarios en la economía.

Segundo, que la diversificación es crucial: ninguna clase de activos puede cubrir la inflación tan eficientemente como una cartera diversificada.

Más información:
https://research-center.amundi.com/article/amundi-pension-funds-letter-ndeg11

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 agosto 2020.

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

Amundi Iberia SGIIC, SAU, entidad registrada en la CNMV como Sociedad Gestora de IIC con el número 31, con domicilio social en Paseo de la Castellana 1, Madrid 28046

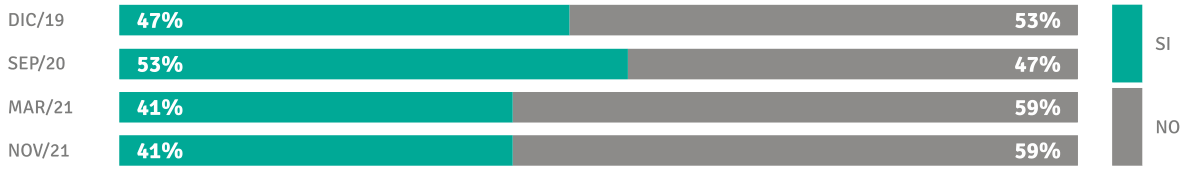
ENTIDADES PARTICIPANTES

[POR ORDEN ALFABÉTICO]

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
MUTUACTIVOS
RENTA 4 PENSIONES
RURAL PENSIONES
SANTA LUCIA VIDA Y PENSIONES
SANTANDER ASSET MANAGEMENT
VIDACAIXA

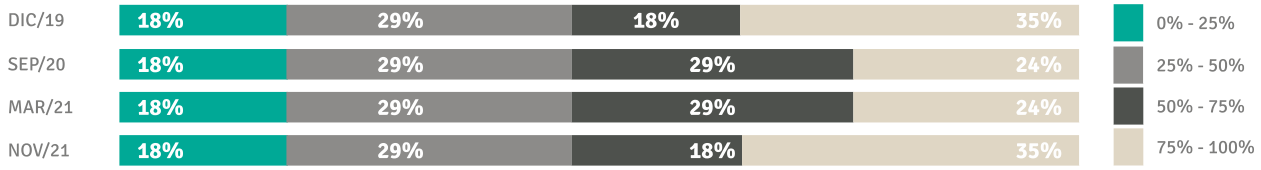
RESULTADOS

1. Pertenece a un grupo bancario

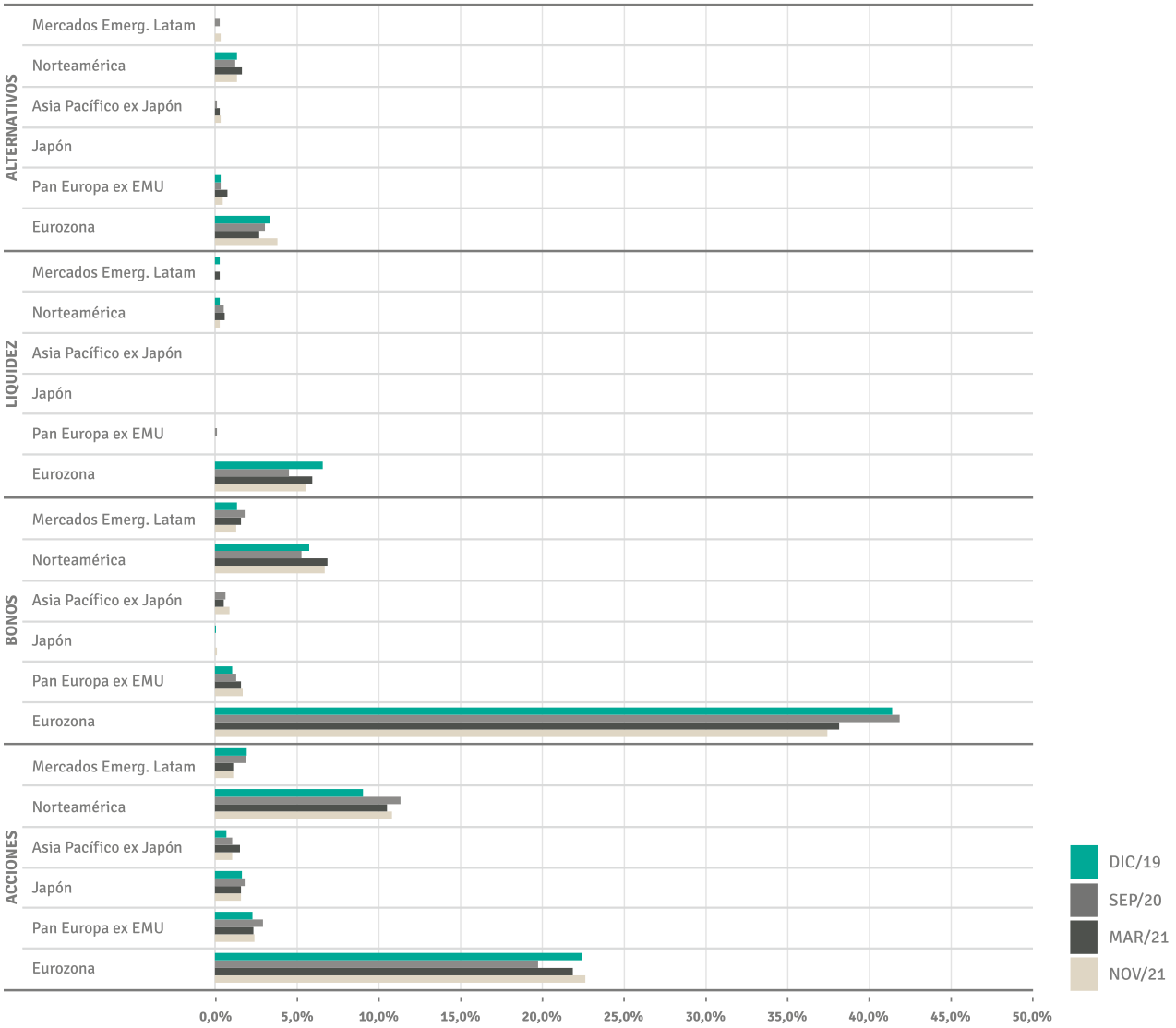


2. Activos bajos gestión (en millones de euros)

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



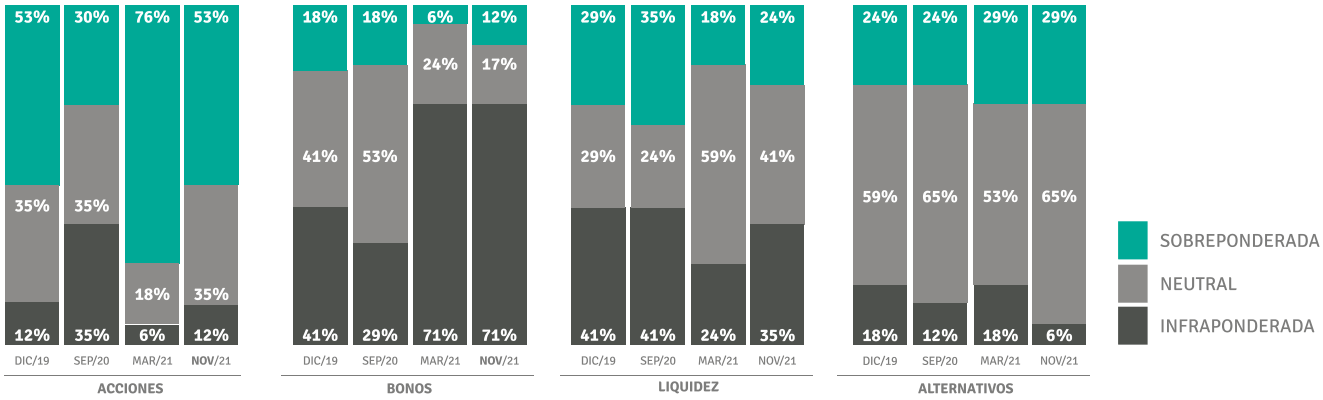
4. En referencia a su cartera equilibrada global, por favor indique para los siguientes tipos de activo la asignación agregada actual (en porcentaje) desglosada para cada una de las áreas geográficas listadas



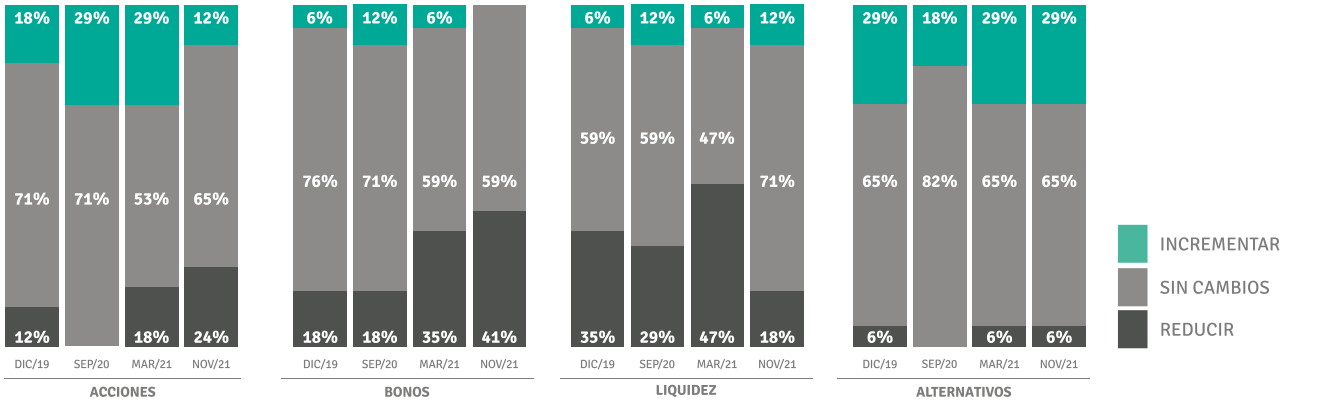
ACTIVO	ÁREA	NOV/21	MAR/21	SEP/20	DIC/19
ACCIONES	Eurozona	22,6%	21,9%	19,8%	22,5%
	Pan Europa ex EMU	2,4%	2,4%	2,9%	2,3%
	Japón	1,6%	1,6%	1,8%	1,6%
	Asia Pacífico ex Japón	1,1%	1,5%	1,1%	0,7%
	Norteamérica	10,8%	10,5%	11,4%	9,1%
	Mercados Emerg. Latam	1,1%	1,1%	1,9%	1,9%
TOTAL ACCIONES		**39,6%**	**39,0%**	**38,8%**	**38,1%**
BONOS	Eurozona	37,5%	38,2%	41,9%	41,4%
	Pan Europa ex EMU	1,7%	1,6%	1,3%	1,1%
	Japón	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
	Asia Pacífico ex Japón	0,9%	0,5%	0,6%	0,0%
	Norteamérica	6,7%	6,9%	5,3%	5,8%
	Mercados Emerg. Latam	1,3%	1,6%	1,8%	1,4%
TOTAL BONOS		**48,2%**	**48,8%**	**50,9%**	**49,6%**

ACTIVO	ÁREA	NOV/21	MAR/21	SEP/20	DIC/19
LIQUIDEZ	Eurozona	5,5%	5,9%	4,5%	6,6%
	Pan Europa ex EMU	0,0%	0,0%	0,1%	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%	0,6%	0,5%	0,3%
	Mercados Emerg. Latam	0,0%	0,3%	0,0%	0,3%
TOTAL LIQUIDEZ		**5,8%**	**6,8%**	**5,2%**	**7,2%**
ALTERNATIVOS	Eurozona	3,8%	2,7%	3,1%	3,4%
	Pan Europa ex EMU	0,5%	0,8%	0,4%	0,4%
	Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,4%	0,3%	0,1%	0,0%
	Norteamérica	1,4%	1,6%	1,2%	1,4%
	Mercados Emerg. Latam	0,4%	0,0%	0,3%	0,0%
TOTAL ALTERNATIVOS		**6,4%**	**5,4%**	**5,1%**	**5,1%**
TOTAL		**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

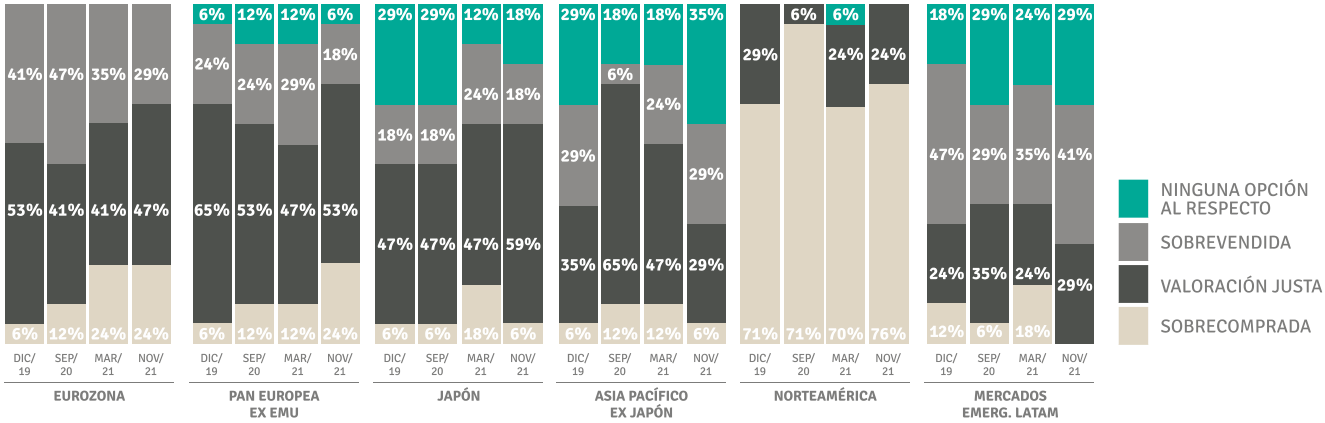
5. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si la exposición de su portafolio esta infraponderada, neutral, o sobreponderada en relación a su benchmark interna



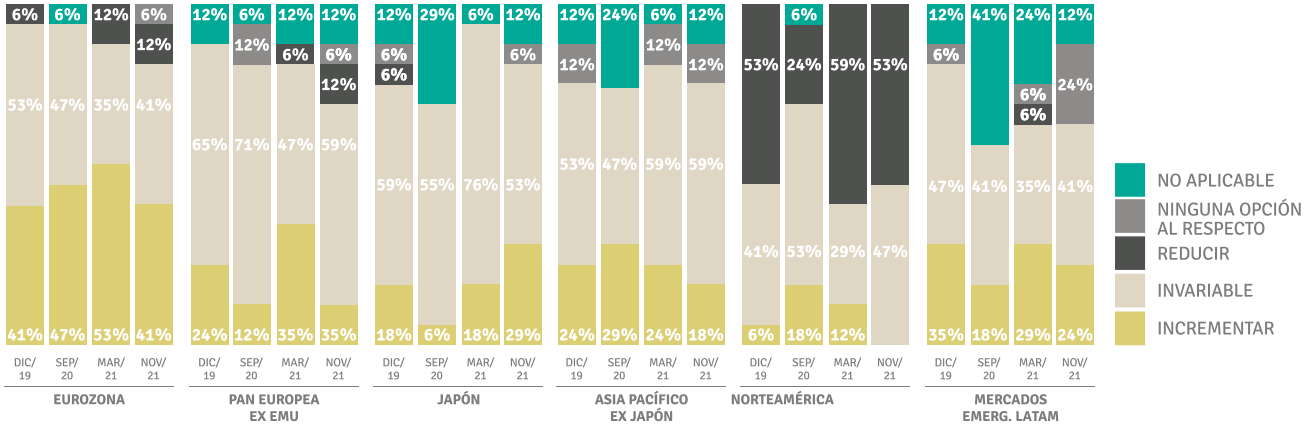
6. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si piensa incrementar, reducir, o dejar sin cambios la exposición de su cartera o portafolio en los próximos tres meses



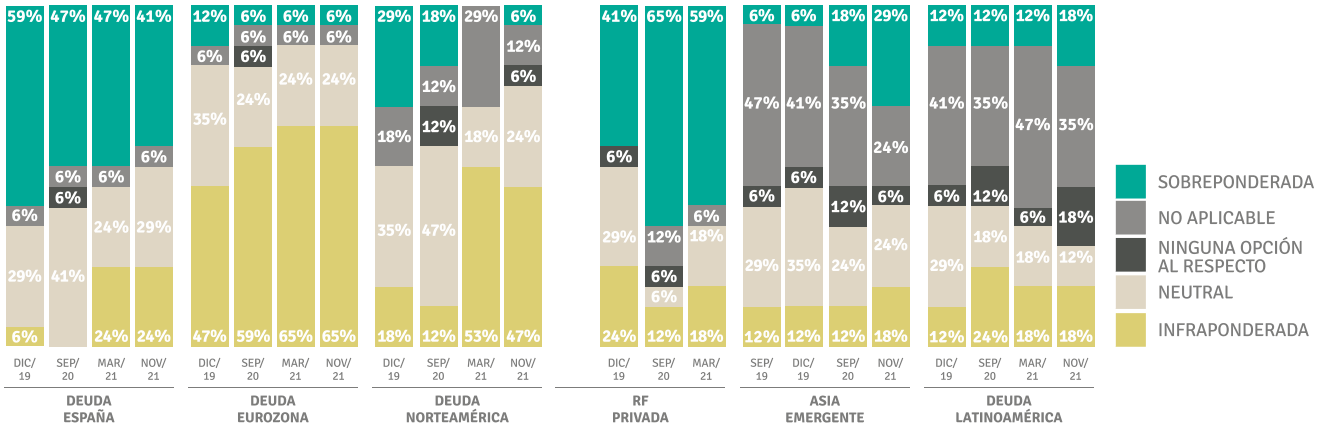
7. Con una óptica de valoración a corto plazo, ¿considera que la renta variable en las siguientes áreas geográficas esta"sobrecomprada", sobrevendida", o refleja una valoración justa?



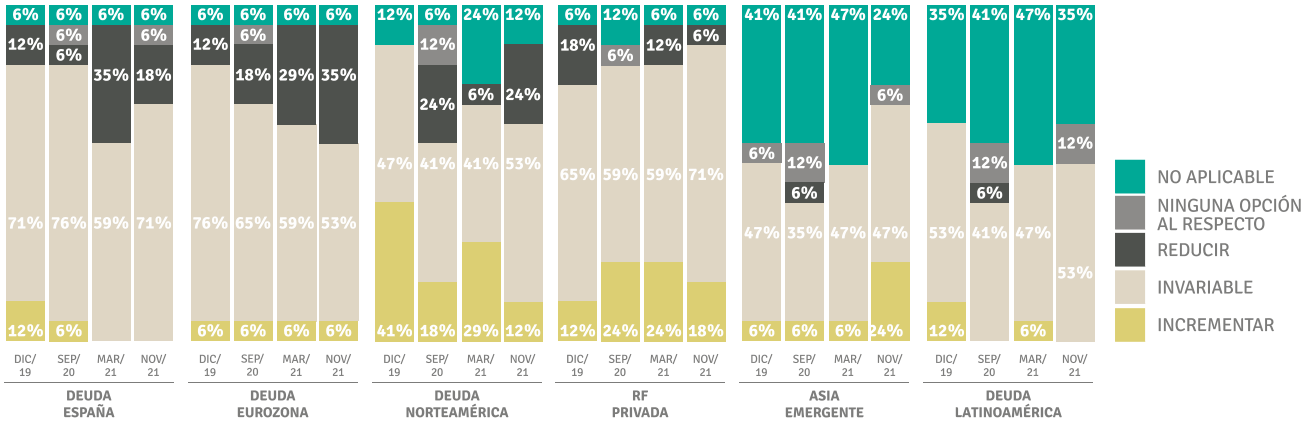
8. Por favor indique para cuál de los siguientes mercados de renta variable es deseable que la exposición de la cartera sea incrementada, reducida, o mantenida sin cambios en los próximos tres meses



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

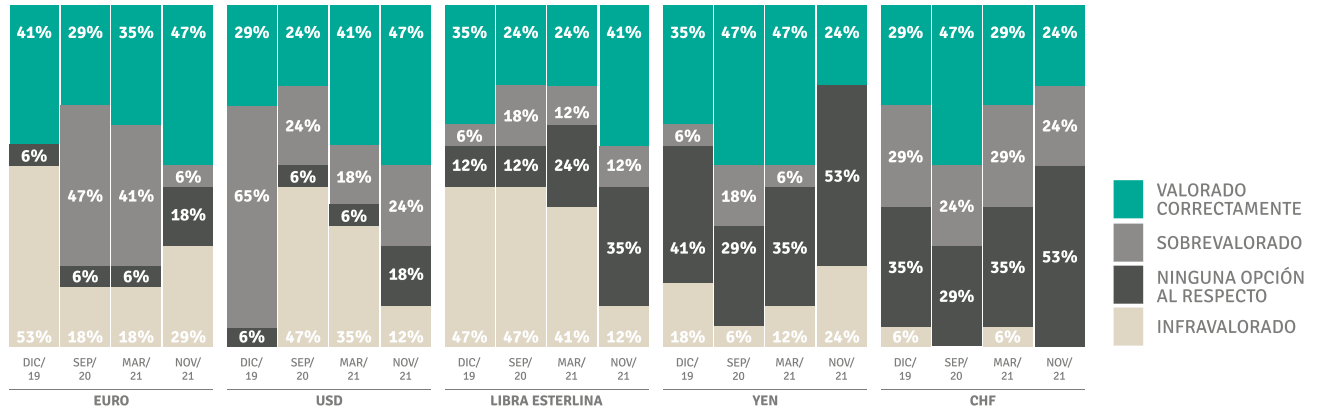


10. Por favor indique para cada una de las siguientes clasificaciones de bonos si tiene la intención de incrementar, reducir, o mantener sin cambios la exposición de su cartera en los próximos tres meses

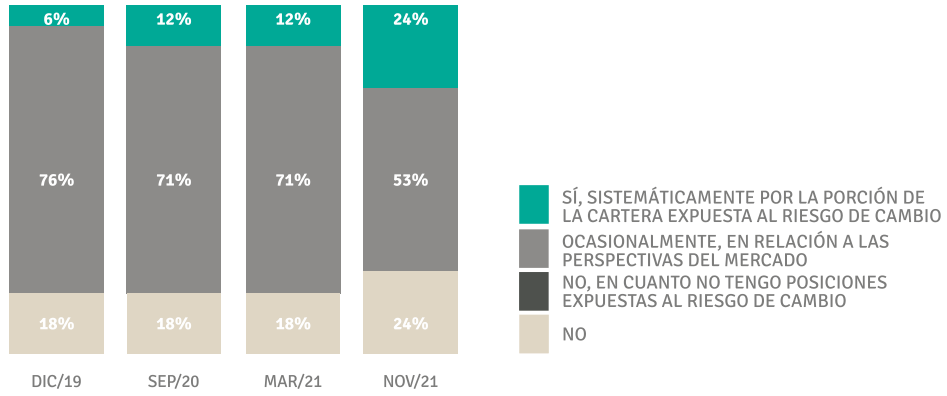


11. Con una óptica de inversión global, ¿cómo de probable piensa que es que los bonos tengan mejores retornos que la renta variable en los doce próximos meses?

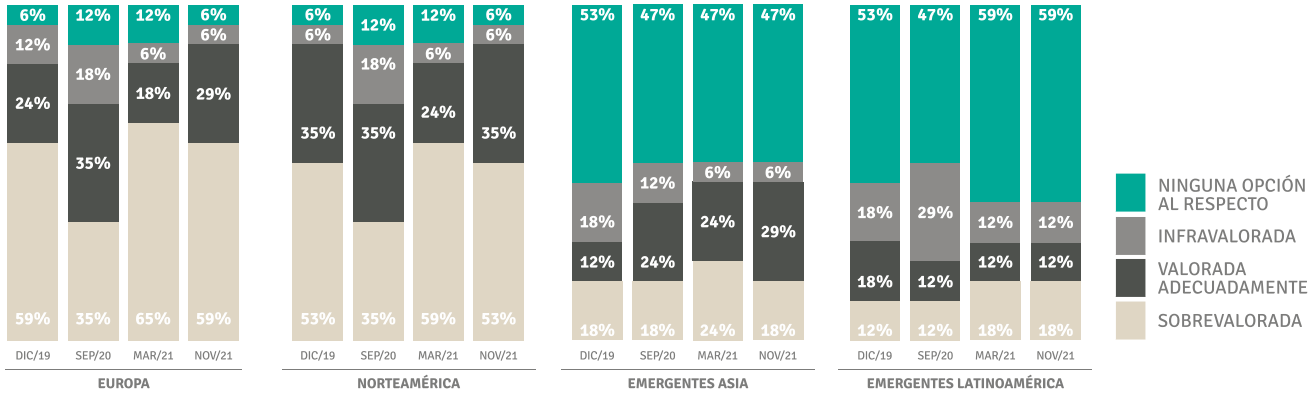
12. Según los fundamentales actuales del mercado y con una perspectiva de valoración global, ¿piensa que cada una de las siguientes monedas esta sobrevalorada, justamente valorada o infravalorada?



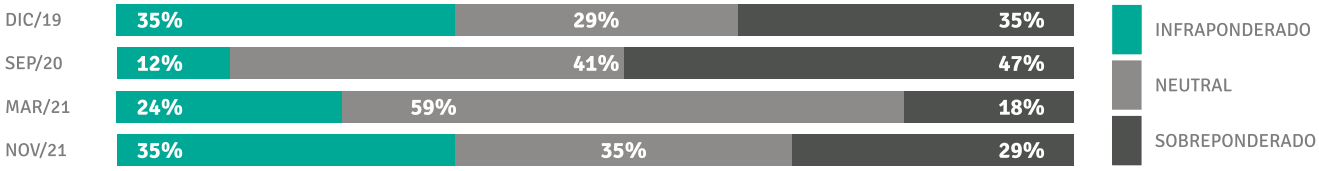
13. ¿Hace uso de estrategias para cubrir su cartera de gestión global contra el riesgo de tipo de cambio?



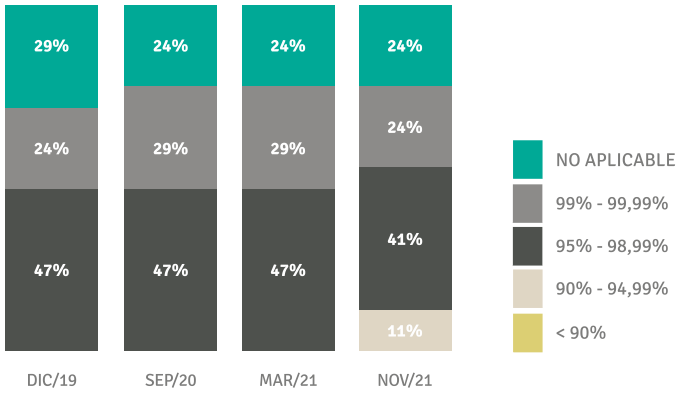
14. Para cada una de las siguientes áreas geográficas, piensa que la valoración relativa (en términos de "spread" o diferencial) de la renta fija privada con respecto a la deuda pública esta actualmente:



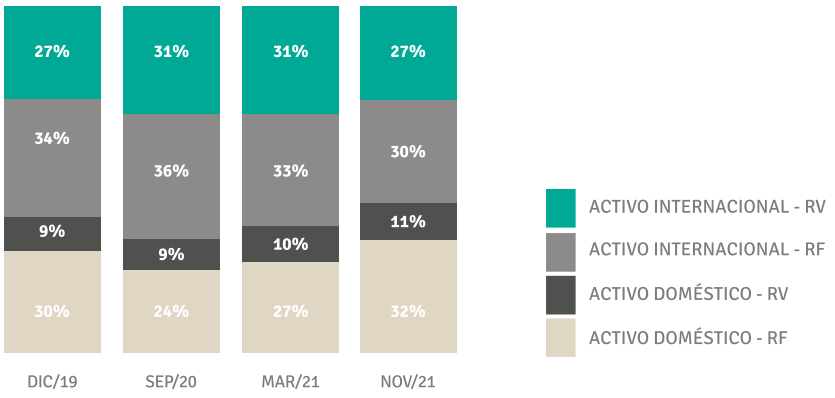
15. Por favor indique si sus activos invertidos en liquidez están sobreponderados, neutrales, o infraponderados en relación a su benchmark interno.



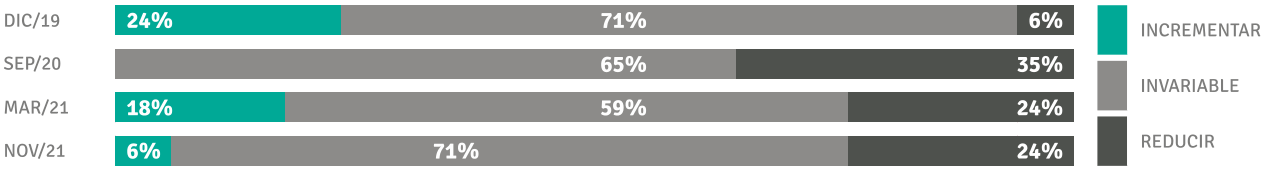
16. ¿Dentro de cuál de los siguientes intervalos de confianza ha sido calculado el último VaR (Value at Risk) a nivel agregado de la cartera globalmente gestionada?



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).

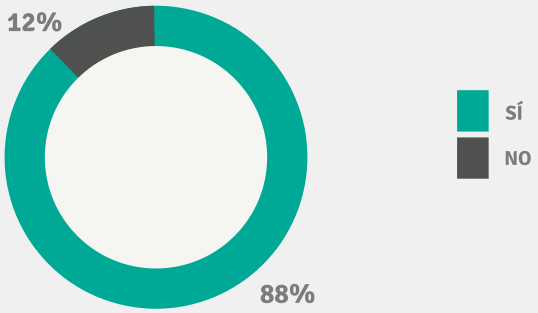


18. Por favor indique si en los próximos tres meses piensa incrementar, reducir o mantener invariable su exposición a activos domésticos.

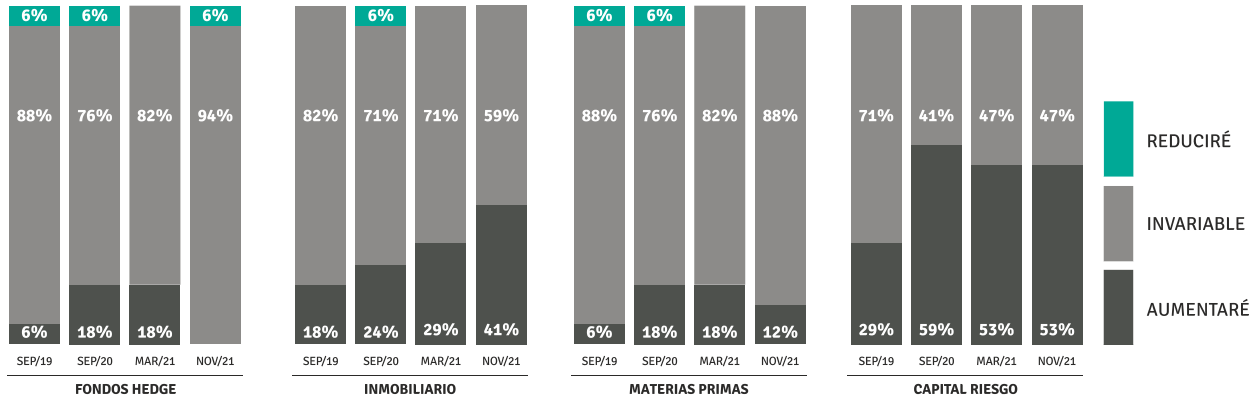


19. PREGUNTA DEL TRIMESTRE

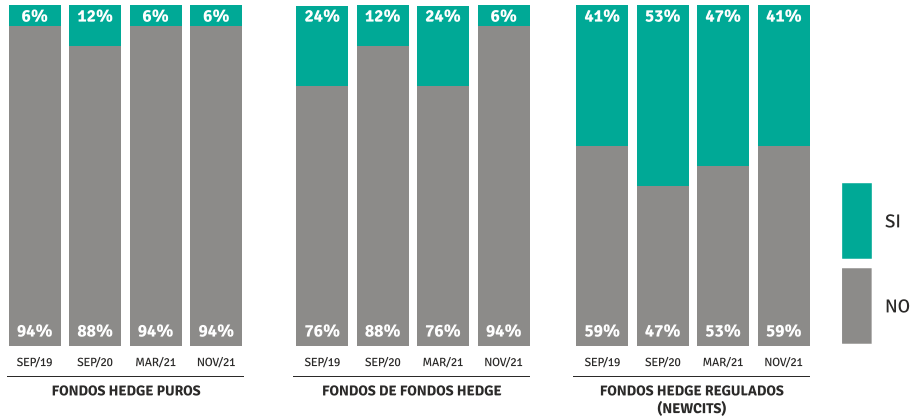
¿Alguna decisión de inversión en sus carteras para protegerse o beneficiarse del repunte de inflación?



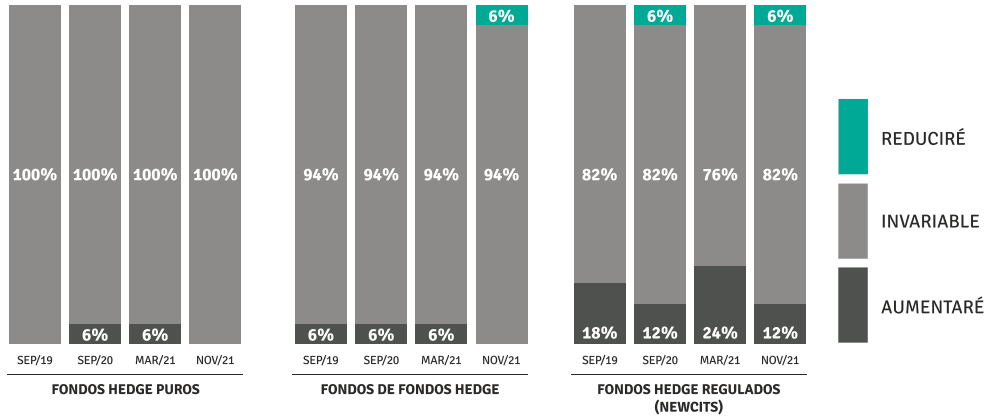
20. A un año vista piensa que aumentará o reducirá su inversión en activos alternativos.



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

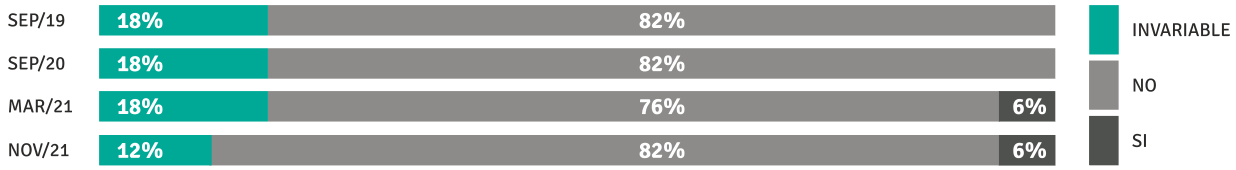


22. En lo que respecta a fondos de inversión alternativa indique si piensa aumentar, reducir o mantener estable su exposición en los próximos doce meses.



23. ¿Invierten sus fondos actualmente en productos estructurados?

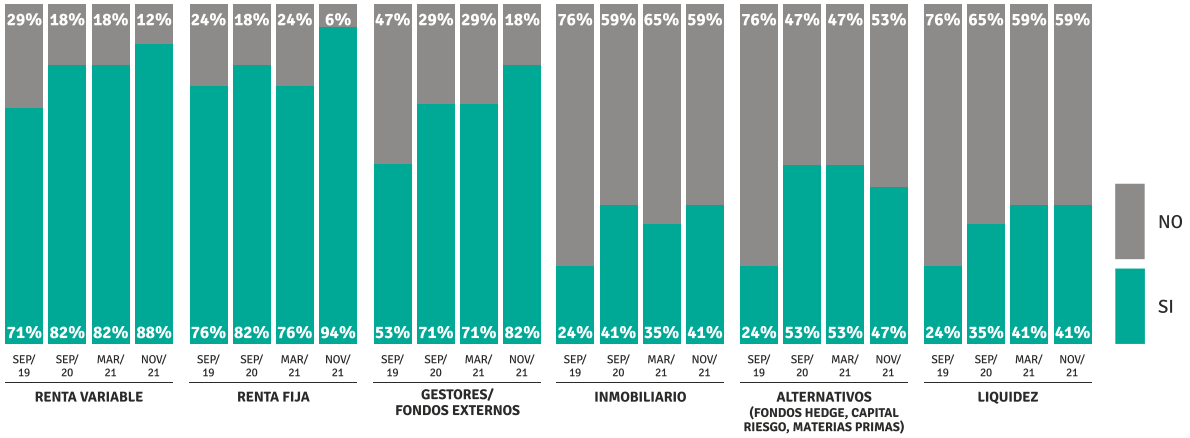
24. ¿Cree que aumentará su exposición a productos estructurados en los próximos doce meses?



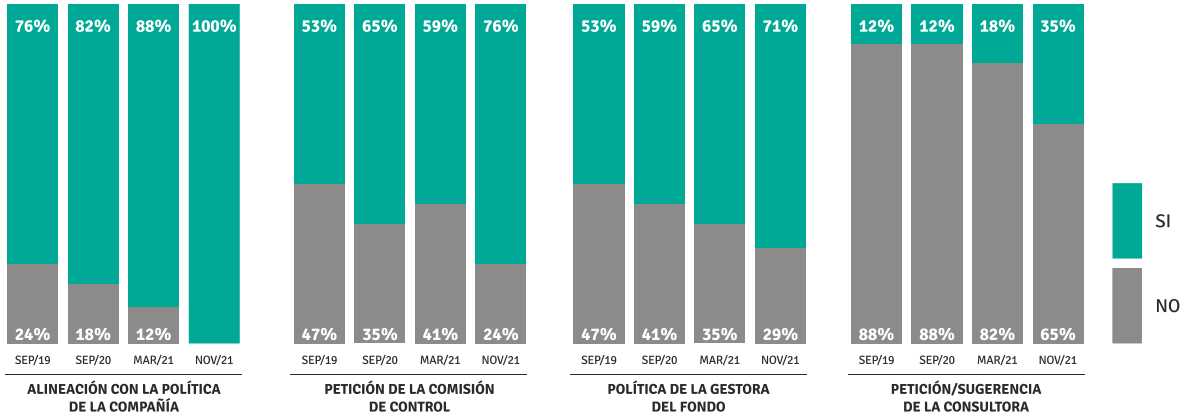
25. ¿Usa derivados OTC en sus fondos gestionados con objeto de inversión?

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

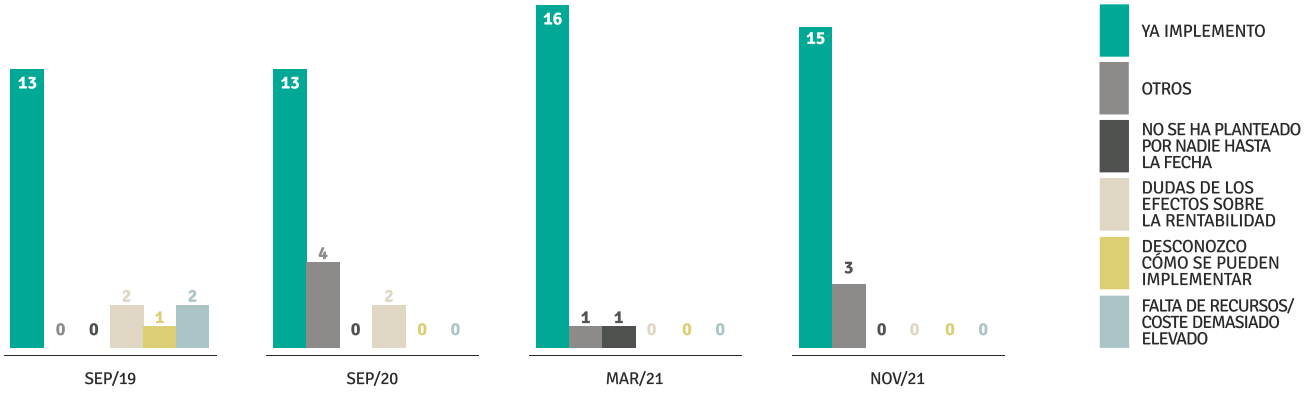


28. Indique las razones por las que ha incorporado criterios ASG (cuestiones ambientales, sociales y de gobierno empresarial) en la gestión de los fondos (sólo para aquellos que incorporán criterios ASG)

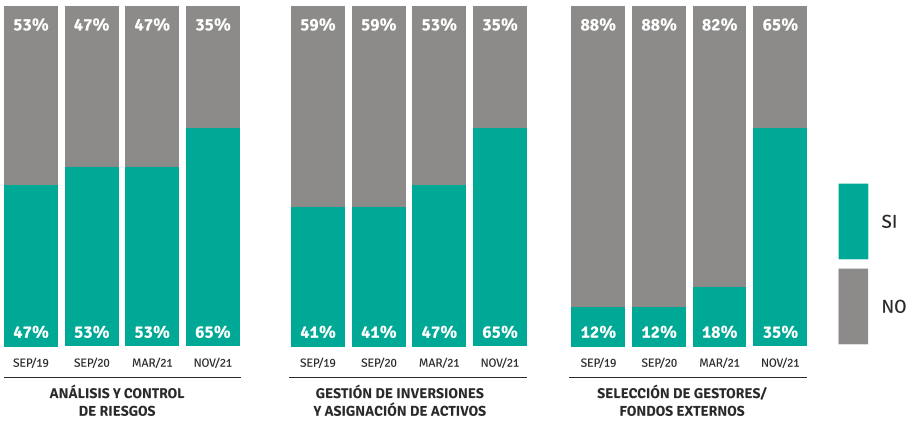


29. En caso de no implementar actualmente políticas de ISR indique si se plantea introducirlas en los próximos doce meses. Si ya las había incorporado eliga 'Ya Implemento'.

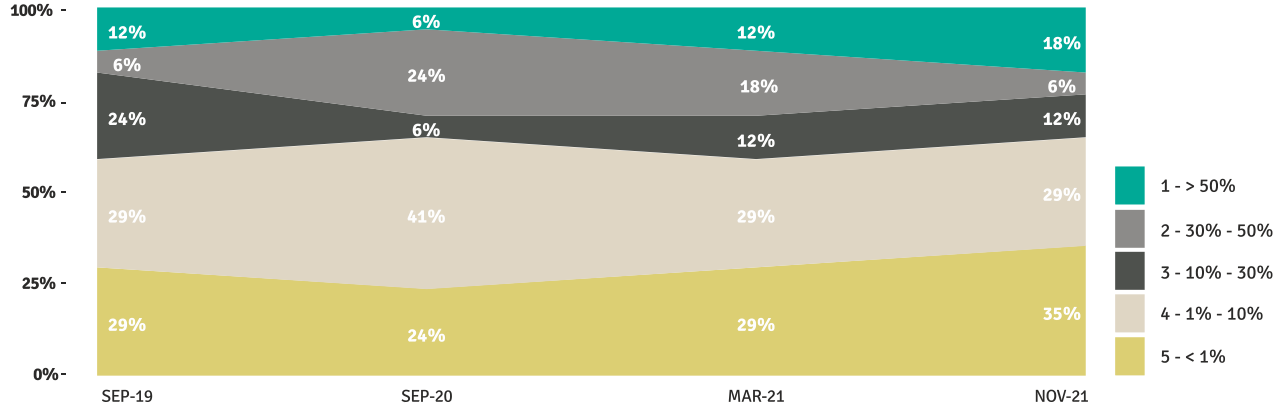
30. En caso de no implementar actualmente políticas de ISR indique las razones por las que no lo hace (marcar 2 como máximo). Si ya había incorporado las políticas de ISR eliga 'Ya Implemento'



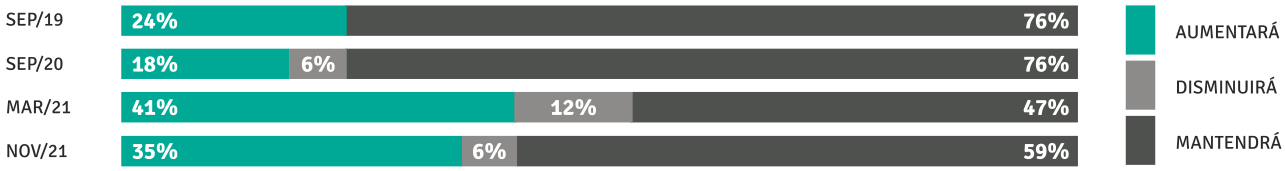
31. Indique si usted o las comisiones de control de sus fondos hacen uso de consultores de inversión externos en



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?

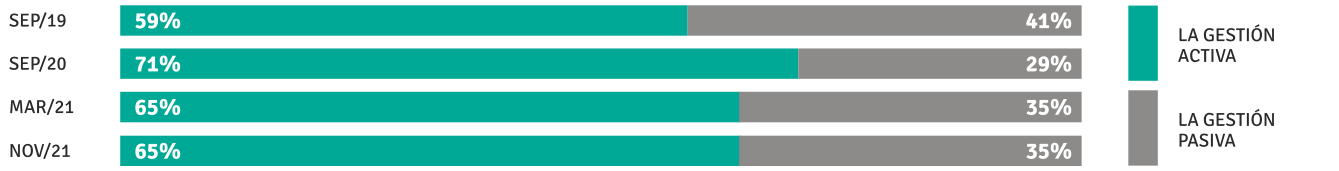


34. Su relación con las comisiones de control es actualmente

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:

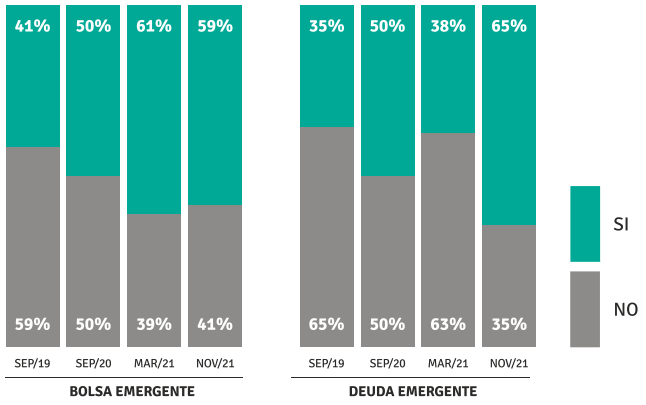
37. Aumentará el uso de



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?

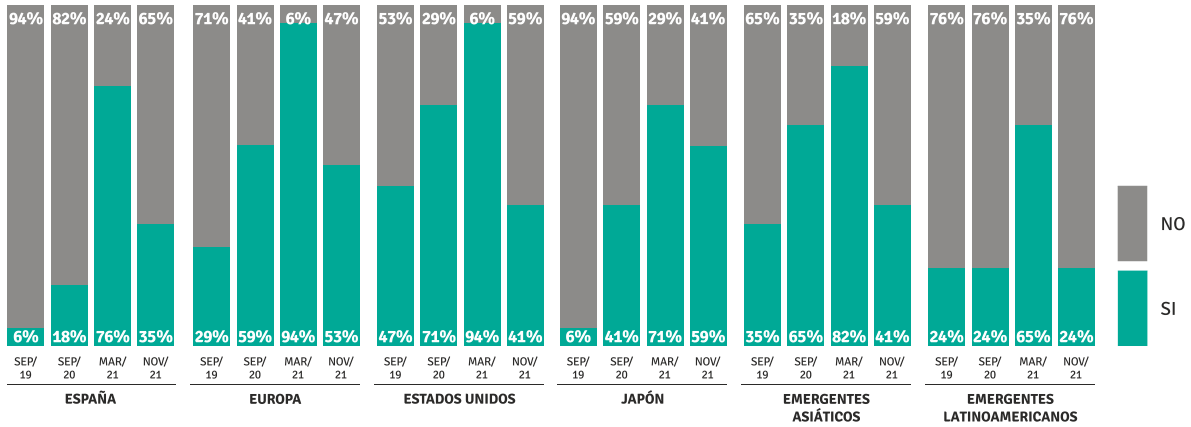
40. Desde un punto de vista de asignación de activos estratégica piensa que va a aumentar su exposición a activos emergentes en el próximo año



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:

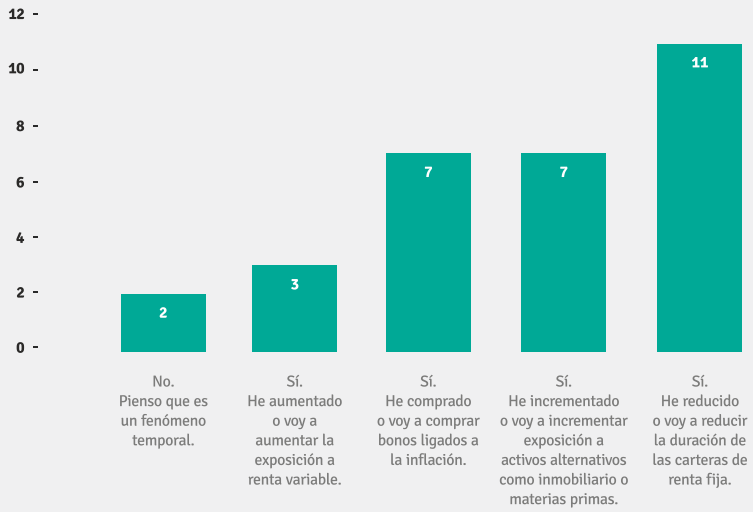


44. El concepto de "smart beta" parece que sigue ganando adeptos entre los inversores institucionales internacionales. ¿Hace uso actualmente de este tipo de estrategias de alguna manera?

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

PREGUNTA DEL TRIMESTRE [2]

¿Han tomado decisiones de inversión para protegerse de subidas de inflación en Europa y USA?



José Carlos Vizárraga Catalán
Director General de Ibercaja Pensión EGFP S.A.

Nos encontramos inmersos en un entorno económico marcado por una gran incertidumbre, fundamentalmente por tres temas: el incremento de las expectativas de inflación, la evolución de la pandemia y los cambios normativos de las pensiones en España.

Por un lado, las tensiones inflacionistas están presionando al mercado, siendo una preocupación recurrente para los inversores. Los cuellos de botella en las cadenas de suministros, el incremento de los precios de las materias primas y los precios de la energía han disparado al swap de inflación a 10 años americano a máximos de 15 años, situándose en el 2,7%. Esto está obligando a los bancos centrales a cambiar su retórica hacia un discurso más conservador. Hasta ahora su objetivo era asegurar unas condiciones de financiación favorables para impulsar la economía. Esto es relevante especialmente en Europa, para permitir que las economías de la periferia se financien a tipos bajos. Sin embargo, el repunte en las expectativas de inflación ha hecho que las autoridades monetarias deban establecer un equilibro manteniendo unas condiciones de financiación favorables y enviando señales claras al mercado de que actuarán con contundencia en el caso de que la inflación se dispare, es decir subiendo tipos de interés.

En lo que respecta a la pandemia, en octubre ha repuntado el número medio de nuevos casos diarios de Covid-19 y la tasa de reproducción se ha vuelto a situar por encima de 1, lo que implica que el virus sigue expandiéndose. En el lado positivo, se sigue observando una ruptura en la relación entre contagios y hospitalizaciones / defunciones, especialmente en aquellos países donde el proceso de vacunación está más avanzado. Su evolución en los próximos meses será determinante para la recuperación de la economía.

A este complejo escenario se suma que las previsiones sobre la sostenibilidad del sistema de pensiones, que apuntan a que se producirá una reducción del importe de la pensión pública, están generando una creciente preocupación en la sociedad. Esto pone de manifiesto la necesidad de constituir un ahorro complementario para la jubilación, y de hacerlo sin perder de vista el contexto en el que nos encontramos, que hace cada vez más imprescindible para los ahorradores invertir en productos flexibles, con una estrategia de inversión global, y que puedan adaptarse con rapidez a la coyuntura y las expectativas del mercado. Además, es necesario que las inversiones cuenten con un componente de renta variable, así como llevar a cabo una óptima selección de activos, en la que es fundamental incluir activos no tradicionales, que permita obtener rentabilidades más atractivas. Siguiendo esta línea, en Ibercaja contamos con una gama de Gestión Activa, integrada por varios planes de pensiones mixtos con diferente nivel de riesgo.

La situación que estamos viviendo a raíz de la pandemia ha acentuado la sensibilidad de las personas hacia temas sociales y medioambientales, siendo cada vez mayor la demanda de productos que inviertan siguiendo criterios de sostenibilidad. Como entidad firmemente comprometida con la inversión sostenible, contamos con una completa gama de planes de pensiones sostenibles, en la que recientemente hemos incorporado el Plan Ibercaja de Pensiones Megatrends, con una inversión orientada a las grandes tendencias actuales como mejora de calidad de vida, crecimiento digital y medioambiente.

NOVIEMBRE 2021

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

Amundi
ASSET MANAGEMENT

AXA Investment Managers