Las gestoras de pensiones españolas: Cash y Value

Juan Manuel Vicente Casadevall
Socio de Fondos Directo

La inflación ya era elevada, pero la guerra de Ucrania podría hacerla más duradera

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

Nuevas Métricas de las Emisiones de Carbono en el camino hacia el "Net Zero"

Marie BRIÈRE
Directora del Investor Research Center de Amundi

 # JUNIO 2022

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

Amundi
ASSET MANAGEMENT

AXA Investment Managers

REALIZADO FONDOS DIRECTO

FONDOS DIRECTO

JUNIO 2022

Fuerte aumento de los niveles de liquidez hasta niveles de la primavera del 2020

*Debido a la integración de Bankia Pensiones en Vidacaixa los resultados pueden tener pequeñas diferencias, en especial a efectos comparativos con semestres anteriores. El panel sigue siendo estable y representa más de 90% de los activos en pensiones privadas.

Las gestoras de pensiones españolas: Cash y Value

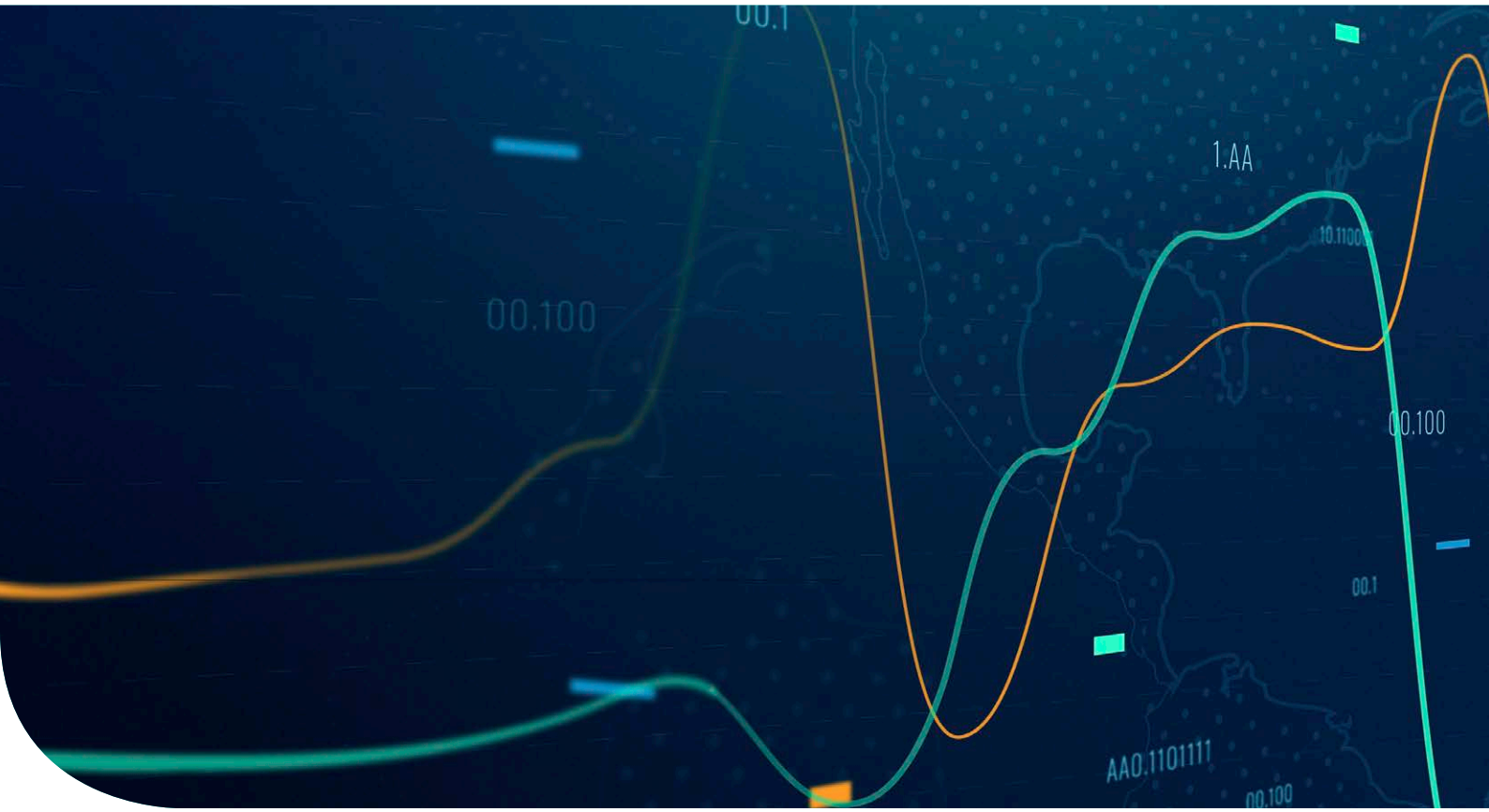
Juan Manuel Vicente Casadevall
Socio de Fondos Directo

La encuesta de asignación de activos e inversiones de las pensiones privadas en España, correspondiente al primer semestre de 2022, y que se completó por parte de las gestoras de pensiones durante el mes de mayo, **revela un aumento de los niveles de liquidez hasta niveles históricamente elevados y una potencial oportunidad en renta fija.**

Así lo reflejan los resultados agregados a varias preguntas a lo largo de la misma, aunque la deuda española no parece encontrase entre las favoritas de los gestores. Por otro lado, la visión macro es negativa como pone de manifiesto el hecho de que una mayoría observa una probabilidad de recesión alta y piensan que el conflicto en Ucrania no va a afectar a la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo. Además, **un muy elevado 81% de las gestoras participantes no creen que el estilo de inversión Growth vaya a seguir haciéndolo mejor que el Value** en este entorno macro de subidas de tipos de interés.

La distribución de activos actual (pregunta 4) **muestra un fuerte aumento de los niveles de liquidez desde el 5,8% hasta el 7,3%, lo que supone una décima más que el nivel alcanzado en la primavera del año 2020**, justo hace dos años y en medio del inicio de la pandemia del Covid. Como pudiera esperarse también la exposición agregada media de las gestoras de pensiones españolas a renta variable se ve reducida de forma significativa en algo más de dos puntos hasta el 37,4%, respecto al semestre anterior. La asignación a renta fija aumenta ligeramente, del 48,2% al 49,5%, mientras que se ve reducida ligeramente en activos alternativos, pero en un 5,9% se mantiene elevada desde un punto de vista histórico.

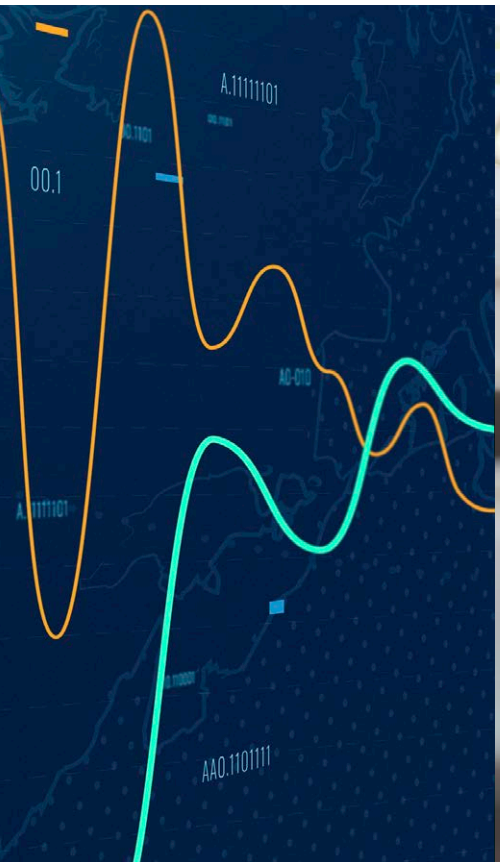
04



Las perspectivas, cara a la segunda parte del año, son claras. En primer lugar, **los bonos se ven como una oportunidad tras las caídas de los últimos meses**. Se trata del único activo donde aumenta sensiblemente el número de gestoras que piensan aumentar su exposición en los próximos meses. Por el contrario, nadie piensa aumentar su exposición a renta variable, aunque es interesante señalar que a pesar de que la renta variable estadounidense todavía se ve sobrecomprada (aunque bastante menos), hay un porcentaje de gestores que piensan que sería deseable aumentar la asignación a este activo en los próximos meses. Por último, les destacamos el **claro aumento de gestores que deciden infra ponderar la exposición a deuda española** y cómo las perspectivas para la deuda emergente a corto plazo no son favorables (pregunta 10).

FUERTE AUMENTO DE LOS NIVELES DE LIQUIDEZ HASTA NIVELES DE LA PRIMAVERA DEL 2020

Respecto a otros activos les destacamos como el dólar estadounidense es visto sobre valorado por el mayor porcentaje de gestoras en años, tras su fortalecimiento este año. Dentro de los activos alternativos lo más llamativo es cómo **las materias primas**, que ha sido un activo tradicionalmente con muy poco predicamento dentro del panel de gestoras, **ganan bastante atractivo**. Un 38% del panel declara que aumentará su exposición a las "commodities" en los próximos meses versus sólo un 12% el semestre anterior (pregunta 20). Dentro del apartado de preguntas ESG sólo les destacamos cómo la aplicación de políticas socialmente responsables en inversiones alternativas se ve reducida, posiblemente por la dificultad añadida (pregunta 27). Dentro de la gestión pasiva el ETF es el rey, utilizado ya por el 94% de los panelistas. Sobre utilización de gestión pasiva les destacamos también en una de las preguntas del semestre que su uso más popular entre varias opciones es en inversiones con criterios ASG. Le siguen estrategias de crédito y también bonos flotantes, con varias gestoras planeando su uso en los próximos meses.



Otros datos destacados que arroja la encuesta es cómo el asset allocation basado en modelos cuantitativos retrocede. Por otro lado, las estrategias Smart Beta reganan atractivo (pregunta 44). Crucialmente el análisis de la situación macro (pregunta 43) muestra una visión pesimista por parte de las gestoras sobre todas las regiones, aunque España, Europa & Emergentes y Estados Unidos es el orden registrado de mayor a menor pesimismo. Así, no sorprende observar tampoco que un mayoritario 75% del panel ha reducido su apetito por el riesgo en términos generales.

LAS MATERIAS PRIMAS GANAN EL FAVOR DE LAS GESTORAS POR PRIMERA VEZ EN AÑOS

VEN A LOS BANCOS CENTRALES SUBIENDO TIPOS A PESAR DEL PESIMISMO MACRO

Las preguntas del semestre refuerzan la visión macro pesimista, con un 69% de los gestores de la opinión de que en vista de la coyuntura actual (alta inflación, desaceleración, tipos, conflicto bélico) la probabilidad de una recesión en los próximos meses es alta. Además de forma muy mayoritaria (un 81% del panel) piensan que esta coyuntura no va a afectar a las políticas monetarias restrictivas ni de la Reserva Federal ni del Banco Central Europeo.

La inflación ya era elevada, pero la guerra de Ucrania podría hacerla más duradera

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

Aunque la guerra en Ucrania ha empujado al alza los precios de numerosas materias primas, la inflación ya afectaba a más productos que los alimentos y el petróleo, situándose las cifras de inflación subyacente en máximos de décadas en diferentes economías avanzadas. Nos decantamos por los bonos ligados a la inflación de corta duración y no creemos que el endurecimiento de la política monetaria suponga un gran riesgo para esta estrategia.

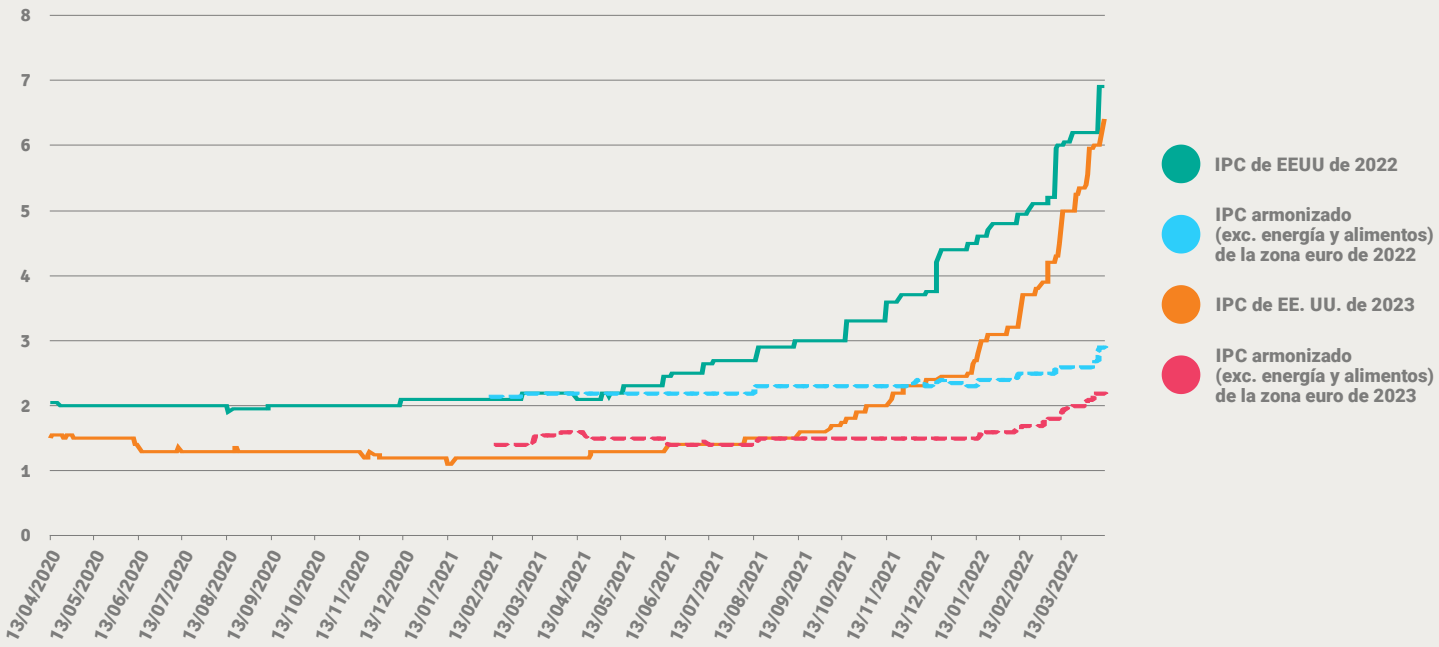
Las previsiones de inflación se siguen revisando al alza y se continúa retrasando el momento en que dicho parámetro tocará máximos.

Si bien hace un año se esperaba que la inflación estadounidense alcanzara su máximo en el 3,5% durante el verano de 2021, hoy se prevé que llegue casi al 9% antes del verano de 2022. Las previsiones de inflación no han dejado de revisarse al alza durante este año, aunque el consenso de los economistas de Bloomberg sigue considerando que la inflación será transitoria, pues las previsiones al respecto para 2023 son próximas a los objetivos de los bancos centrales.

Gráfico 1/

PREVISIONES DE INFLACIÓN DE CONSENSO DE BLOOMBERG

Fuente: Bloomberg/AXA IM



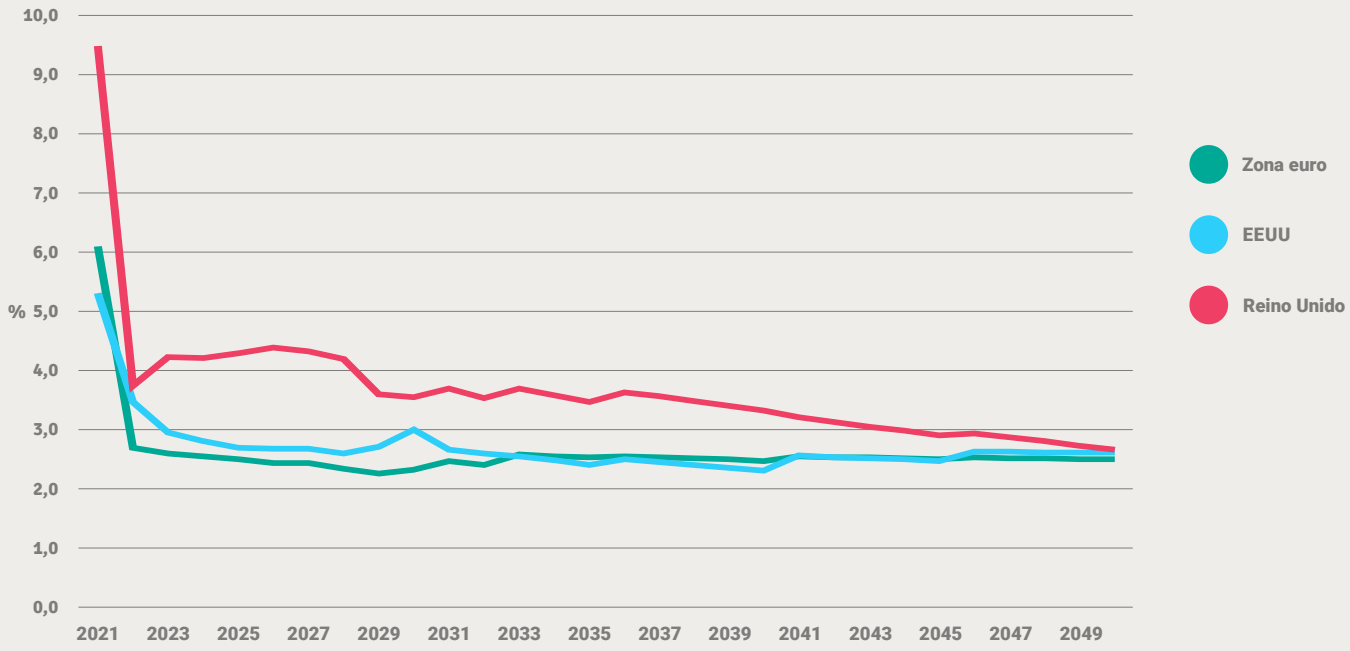
La inflación actual es muy alta debido a los problemas relacionados con la COVID-19 y los riesgos a medio plazo apuntan a una inflación persistente.

Gran parte del alto nivel actual de la inflación tiene que ver con la COVID-19. Los confinamientos actuales en China pueden provocar que sea más duradera de lo esperado, pero percibimos tres riesgos clave a medio plazo para el alza de la inflación y la guerra en Ucrania no ha hecho sino exacerbarlos. En primer lugar, un gasto fiscal estructuralmente más elevado, ni siquiera teniendo en cuenta el aumento de los presupuestos militares; en segundo lugar, guerras comerciales y relocalización de la producción; y en tercer lugar, la revolución verde o «verdeflación».

Gráfico 2/

TASAS DE INFLACIÓN ANUALES DESCONTADAS EN EL MERCADO DE SWAPS DE INFLACIÓN

Fuente: Bloomberg/AXA IM



A pesar del riesgo de que la inflación resulte ser más duradera y persistente de lo que prevén los economistas, el mercado descuenta una fuerte desaceleración a partir de 2023.

Si bien estamos convencidos de que la inflación se desacelerará en el segundo semestre de 2022, percibimos un riesgo de que la ralentización no sea tan abrupta como el mercado espera. Actualmente, los swaps de inflación auguran que dicho parámetro de Estados Unidos y la zona euro regresará a los objetivos de los bancos centrales a partir de finales de 2023. Consideramos que se trata de un augurio optimista a menos que la economía entre en recesión.

Las elevadísimas cifras actuales de inflación mensual deberían traducirse en rentas sólidas para los bonos ligados a la inflación. Por este motivo, nos decantamos por los bonos ligados a la inflación de corta duración orientados a captar un carry generoso, limitando al tiempo la exposición a duración.

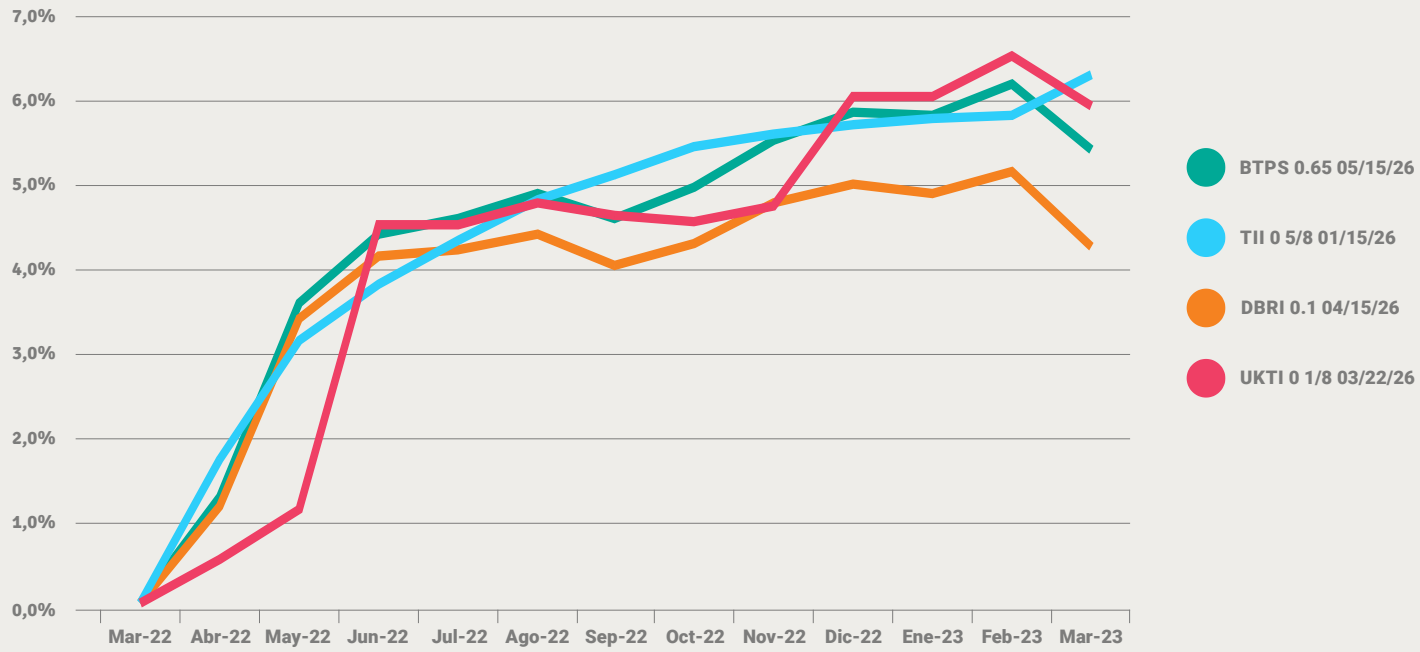
No creemos que la normalización de la política monetaria sea un obstáculo importante hoy por hoy, pues las rentas deberían ser suficientes para compensar el posible impacto negativo en los precios. Seguimos muy atentos a los precios del petróleo que, en caso de una caída significativa, podrían impulsar a la baja la inflación y las rentas.

https://www.axa-im.es/analisis-y-publicaciones/investment-institute/opiniones-por-clase-de-activo/renta-fija/la-inflacion

Gráfico 3/

ESTIMACIONES DE RENTAS CON COBERTURA EN USD A 5 AÑOS

Fuente: Bloomberg/AXA IM



Este documento tiene fines informativos y su contenido no constituye asesoramiento financiero sobre instrumentos financieros de conformidad con la MiFID (Directiva 2014/65 / UE), recomendación, oferta o solicitud para comprar o vender instrumentos financieros o participación en estrategias comerciales por AXA Investment Managers Paris, S.A. o sus filiales.

Las opiniones, estimaciones y previsiones aquí incluidas son el resultado de análisis subjetivos y pueden ser modificados sin previo aviso. No hay garantía de que los pronósticos se materialicen.

La información sobre terceros se proporciona únicamente con fines informativos. Los datos, análisis, previsiones y demás información contenida en este documento se proporcionan sobre la base de la información que conocemos en el momento de su elaboración. Aunque se han tomado todas las precauciones posibles, no se ofrece ninguna garantía (ni AXA Investment Managers Paris, S.A. asume ninguna responsabilidad) en cuanto a la precisión, la fiabilidad presente y futura o la integridad de la información contenida en este documento. La decisión de confiar en la información presentada aquí queda a discreción del destinatario. Antes de invertir, es una buena práctica ponerse en contacto con su asesor de confianza para identificar las soluciones más adecuadas a sus necesidades de inversión. La inversión en cualquier fondo gestionado o distribuido por AXA Investment Managers Paris, S.A. o sus empresas filiales se acepta únicamente si proviene de inversores que cumplan con los requisitos de conformidad con el folleto y documentación legal relacionada.

Usted asume el riesgo de la utilización de la información incluida en este documento/ material audiovisual. La información incluida en este documento/ material audiovisual se pone a disposición exclusiva del destinatario para su uso interno, quedando terminantemente prohibida cualquier distribución o reproducción, parcial o completa por cualquier medio de este material sin el consentimiento previo por escrito de AXA Investment Managers Paris, S.A.

La información aquí contenida está dirigida únicamente a clientes profesionales tal como se establece en los artículos 205 y 207 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores que se aprueba por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

Queda prohibida cualquier reproducción, total o parcial, de la información contenida en este documento.

Por AXA Investment Managers Paris, S.A., sociedad de derecho francés con domicilio social en Tour Majunga, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux, inscrita en el Registro Mercantil de Nanterre con el número 393 051 826. En otras jurisdicciones, el documento es publicado por sociedades filiales and/ or branches de AXA Investment Managers Paris, S.A. en sus respectivos países.

Este documento ha sido distribuido por AXA Investment Managers Paris, S.A., Sucursal en España, inscrita en el registro de sucursales de sociedades gestoras del EEE de la CNMV con el número 38 y con domicilio en Paseo de la Castellana 93, Planta 6 - 28046 Madrid (Madrid).

© AXA Investment Managers Paris, S.A. 2022. Todos los derechos reservados.

Nuevas Métricas de las Emisiones de Carbono en el camino hacia el "Net Zero"

El paso de las emisiones de carbono a las métricas de Carbono *Net Zero* en la construcción de carteras.

THIERRY RONCALLI
Director de Análisis Cuantitativo de Amundi

El riesgo climático es el mayor reto al que debe enfrentarse la humanidad en el siglo XXI, ya que afecta tanto a la biosfera como al paradigma económico que la sustenta actualmente. Los últimos informes publicados por el Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (IPCC) y la Agencia Internacional de Energía (AIE) enfatizan la urgencia de actuar rápidamente. El primero ofrece nuevas estimaciones sobre las posibilidades de superar el nivel de calentamiento global de 1,5°C en las próximas décadas, y concluye que, **a menos que se produzcan reducciones inmediatas y a gran escala de las emisiones de gases de efecto invernadero, limitar el calentamiento a cerca de 1,5°C o incluso 2°C estará fuera de nuestro alcance**. El informe de la AIE recalca que, **para lograr las emisiones Netas Cero, la inversión anual en energías limpias deberá alcanzar los 4 billones de dólares para 2030**, con una reducción del 40% de las emisiones de carbono para 2030 y del 62% para 2035.

Desde el Acuerdo de París de 2015 y la aparición de políticas de emisiones netas cero, el cambio climático es ahora la principal prioridad en la agenda de las instituciones financieras, los supervisores y los responsables políticos. En consecuencia, **el sector de la gestión de activos también tiene un papel clave que desempeñar**. Términos como "descarbonización de la cartera", "alineación de la temperatura", "inversión Net-Zero" o "Paris aligned benchmark" (benchmark alineado con París - PAB)[1]" se han convertido en la realidad cotidiana de los propietarios y gestores de activos. Estos términos modificarán significativamente la asignación de carteras y los marcos de inversión.

[1] PAB: La etiqueta exige una autodescarbonización interanual del 7% de media por año, basada en las emisiones de Ámbito 1,2 y 3, una reducción mínima de la intensidad de carbono del 50% y una exposición mínima a sectores muy expuestos al cambio climático. También se imponen otras limitaciones, como las exclusiones de emisores (armas controvertidas e infractores de normas sociales), un ingreso mínimo de acciones verdes o algunas exclusiones de actividades.

Los inversores institucionales se están reagrupando en la Alianza de Propietarios de Activos Cero Emisiones Netas o **Net Zero Asset Owner Alliance**, convocada por la ONU, con el objetivo de "hacer la transición de sus carteras a las cero emisiones netas de GHG para 2050". Además, los gestores de activos han formado la iniciativa **Net Zero Asset Managers**, que actualmente cuenta con 220 gestores de activos internacionales y 57 billones de dólares de activos gestionados. Los gobiernos también han puesto en marcha otras normativas para promover los esfuerzos de las empresas y los participantes en los mercados financieros en torno a la divulgación y la transparencia de los datos de las emisiones de carbono, como el **Reglamento de Divulgación de las Finanzas Sostenibles (SFDR) y la Taxonomía** de la UE.

Por tanto, el principal reto de esta normativa es el **suministro de datos relevantes en términos de frecuencia, calidad y cobertura**. Si las empresas no informan por sí mismas de estas métricas, los proveedores de datos suelen estimar sus emisiones de carbono. Sin embargo, la calidad de estas estimaciones suele ser escasa: los académicos no encuentran pruebas de que estas puntuaciones predigan futuros cambios en las emisiones. Dado que nos encontramos en una fase temprana de la carrera hacia el Net Zero, las metodologías de evaluación del riesgo climático aún no han alcanzado la madurez[2]. Numerosas iniciativas han propuesto nuevas medidas de riesgo climático que difieren de las tradicionales emisiones de carbono de alcance 1 + alcance 2 (scope 1 + scope 2) [3,4].

[2] Construcción de carteras con medidas de riesgo climático, Roncalli et. al, 2022.

[3] Alcance 1: emisiones directas de GEI que se producen a partir de fuentes que son propiedad o están controladas por la empresa.

[4] Alcance 2: emisiones indirectas de gases de efecto invernadero procedentes del consumo de electricidad, calor o vapor adquiridos. Estas emisiones pueden calcularse utilizando la combinación energética del país (basada en la ubicación) o la combinación energética de la empresa de servicios públicos que suministra la electricidad.

Recientemente hemos publicado dos documentos de trabajo que estudian las medidas de riesgo climático:

- **Construcción de carteras con medidas de riesgo climático**, realizando un estudio de las actuales medidas de riesgo climático en el sector de la gestión de activos y de cómo las prácticas de construcción de carteras utilizan estas métricas "tradicionales";

- **Métricas de Carbono Net Zero**, que define las métricas necesarias para mejorar la divulgación y el debate sobre las emisiones de las empresas en el contexto de alineación de carteras, el compromiso y las políticas de cero emisiones netas.

Principales resultados

1 Nuevas y mejoradas Métricas de Carbono Net Zero.

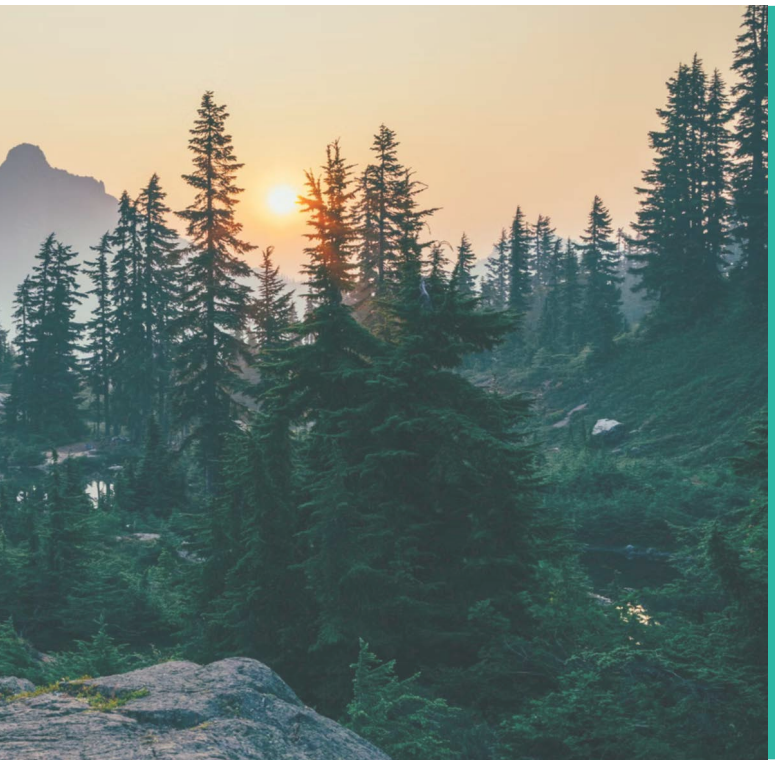
La movilización del sector de la gestión de activos hacia el Net Zero requiere el desarrollo de métricas precisas y específicas. Para ello, recientemente se han establecido nuevas medidas de riesgo climático para complementar las tradicionalmente adoptadas (emisiones de carbono e intensidad de carbono), como por ejemplo **puntuaciones de temperatura, taxonomía, ingresos verdes o valores de capex**.

Éstas conformarán la práctica de la alineación de carteras en el futuro. Paralelamente, en **Amundi hemos desarrollado tanto nuevas medidas estáticas (duración NZE, NZE gap, NZE slope y NZE budget); como métricas dinámicas (contribución temporal, escenario de velocidad cero)**. Utilizamos estas medidas en un nuevo marco de Participación, Ambición y Credibilidad para controlar las trayectorias y los objetivos de los emisores. Estas métricas proporcionarán una comprensión más precisa y dinámica de la alineación de la cartera.

Los inversores recurren cada vez más a las trayectorias de carbono, que son enfoques dinámicos, en lugar de basarse en las actuales medidas de carbono, que son en su mayoría estáticas. De hecho, las trayectorias de carbono permiten a los inversores anticipar los efectos de los riesgos directos sobre los emisores e identificar las empresas cuya alineación parece poco realista, por lo que excluyen o infraponderan los valores asociados dentro de sus estrategias Net Zero.

2 Un enfoque dinámico para la alineación de la cartera.

Mientras que la descarbonización de la cartera es un problema estático, la alineación de la cartera implica un enfoque dinámico para cumplir con una política climática determinada (por ejemplo, el enfoque de benchmark basado en París –Paris aligned- o el enfoque del objetivo de Carbono Net Zero). Por lo tanto, la **alineación de la cartera se considera más complicada que una estrategia habitual de descarbonización de la cartera, ya que requiere la introducción de nuevas métricas climáticas que se consideran más difíciles de calcular**.



El cambio climático es ahora la principal prioridad en la agenda de las instituciones financieras, los supervisores y los responsables políticos

Además, también requiere reevaluar las decisiones en función del comportamiento futuro de los emisores corporativos tanto a nivel individual como colectivo, lo que a su vez genera más incertidumbres sobre la solución de la cartera.

3 El caso de la descarbonización de la cartera.

Observamos que la pendiente de la curva de tracking error riesgo/volatilidad es más pronunciada cuando la reducción de la intensidad de carbono es elevada. Esto significa que **una mayor reducción de la intensidad de carbono implica una mayor volatilidad del tracking error**. La inclinación de la curva también aumenta cuando incluimos un mayor "número" de alcances (Scopes), por ejemplo, es más pronunciada cuando incluimos todos los alcances que cuando incluimos sólo el alcance 1.

4 Incluyendo las emisiones de carbono de alcance 3.

Nuestro análisis mostró que la **descarbonización de las carteras** (es decir, la construcción de una cartera con menores riesgos de carbono) **es más difícil cuando se consideran las emisiones de carbono de alcance 3 en su totalidad**[5]. Por ejemplo, observamos que el riesgo de tracking error es muy bajo cuando consideramos el alcance 1 + 2, mientras que puede alcanzar el 4% para la etiqueta de PAB cuando incluimos el alcance 3. Esto es un problema porque los reguladores suelen animar a los inversores a ir más allá del alcance 1 + 2 tradicional. Sin embargo, se produce un aumento del tracking error en comparación con el uso de las emisiones de carbono directas más las indirectas de primer nivel. Curiosamente, si sólo consideramos el alcance 1, 2 y 3 de primer nivel (cadena de suministro directa), el tracking error se mantiene dentro de un rango

[5] Alcance 3: otras emisiones indirectas, como la extracción y la producción de materiales y combustibles adquiridos, las actividades relacionadas con el transporte en vehículos que no son propiedad de la entidad informante ni están bajo su control, y las actividades relacionadas con la electricidad no incluidas en el alcance 2. Las emisiones de alcance 3 en sentido ascendente incluyen las emisiones indirectas que provienen del lado de la oferta, y las emisiones de alcance 3 en sentido descendente están mayormente asociadas al producto vendido por la entidad.

La mayoría de los emisores no van por buen camino, ya que la tendencia de las emisiones de carbono es positiva para más del 65% de ellos.

limitado (por ejemplo, por debajo del 2% en 2050 para un CTB-Carbon Transition Benchmark), mientras que la inclusión de todas las emisiones indirectas de primer y segundo nivel lleva a los resultados mencionados anteriormente.

Además, las etiquetas CTB[6] y PAB exigen que la exposición a sectores altamente vulnerables al cambio climático sea al menos igual a la exposición en el universo de la inversión (los llamados "sectores de alto impacto climático"). Teniendo en cuenta la inclusión de estas limitaciones, el riesgo de tracking error también se ve muy afectado. Para la etiqueta CTB, el riesgo de tracking error pasa a ser del 4,5% cuando añadimos la amplia restricción de los sectores de alto impacto climático ("HCIS"), mientras que esta cifra pasa a ser del 10% para la etiqueta PAB.

[6] CTB: La etiqueta exige una autodescarbonización interanual del 7% de media por año, basada en las emisiones de Ámbito 1,2 y 3, una reducción mínima de la intensidad de carbono del 30% y una exposición mínima a sectores muy expuestos al cambio climático. También se imponen otras limitaciones, como la exclusión de emisores (armas controvertidas e infractores de normas sociales), un ingreso mínimo de acciones verdes o la exclusión de algunas actividades.

Otra consideración relevante es la r**otación de la cartera necesaria para alcanzar la reducción requerida por las trayectorias de descarbonización de las etiquetas CTB y PAB**. Se observa una elevada rotación al principio y al final del periodo (concretamente en 2020 y 2040), lo que da lugar a carteras muy concentradas, especialmente en el caso de un PAB que incluya una restricción HCIS amplia. Estos resultados muestran que el coste para los inversores puede ser mayor cuando consideramos tanto el alcance 3 como la restricción HCIS amplia. **No obstante, podemos suponer que el universo de inversiones en las próximas décadas será muy diferente y estará más alineado con una trayectoria NZE que la actual**.

5 Lograr una Emisión Net Zero.

Para concluir nuestro análisis, aplicamos el marco a la base de datos del *Carbon Disclosure Project*. Utilizando datos de una muestra de 751 empresas, analizamos su participación, ambición y credibilidad. **La mayoría de los emisores no van por buen camino**, ya que la tendencia de las emisiones de

carbono es positiva para más del 65% de ellos. Sin embargo, la **mitad de ellas han conseguido reducir la pendiente de su tendencia en 2019 y 2020**. Al incluir los objetivos de reducción de las empresas y los escenarios sectoriales de NZE proporcionados por la AIE, observamos una correlación positiva entre la participación y la credibilidad, pero una fuerte correlación negativa entre la ambición y la participación. Por lo tanto, pudimos definir los dos **principales obstáculos** a los que se enfrentan los emisores para alcanzar las Emisiones Netas de Carbono: **la falta de ambición de los emisores respecto a su escenario NZE y la falta de alineación de los objetivos NZE con sus tendencias pasadas**. En cuanto a los sectores, observamos que los **emisores del sector eléctrico (o de generación de energía) han hecho un esfuerzo significativo** para contener sus emisiones de carbono, mientras que los **emisores del sector industrial siguen aumentando drásticamente sus emisiones de carbono** por término medio. Por último, **estimamos que hay un 50% de probabilidades de alcanzar 1,5°C antes de 2033 si se mantiene la tendencia observada entre 2013 y 2020**.

Conclusión

En esencia, la introducción de restricciones o la adición de objetivos extrafinancieros a la construcción de carteras hace que el ejercicio sea más complejo. En efecto, por construcción, **la adición de restricciones reduce el universo y, por tanto, la posible diversificación de las carteras optimizadas**. En este contexto, es importante priorizar los objetivos en una lógica de transición coherente. Estos trabajos han tratado de dar respuesta a dos cuestiones principales. En el primero, hemos propuesto métricas a nivel de activos que permiten evaluar el rendimiento de un emisor hacia el escenario NZE. **El objetivo de estas métricas es promover una información transparente y comparable** que apoye la comunicación entre inversores y empresas y un marco unificado que ayude a los propietarios y gestores de activos a definir sus políticas de compromiso y sus estrategias de inversión NZE.

Hemos visto que el **camino de la descarbonización es más difícil y puede implicar un alto grado de tracking error si incluimos las emisiones de alcance 3**. Los propietarios y gestores de activos deben tener esto en cuenta, ya que los reguladores y otras partes interesadas les animan cada vez más a ir más allá del alcance 1 + 2. Además, la alineación de la cartera requiere nuevas métricas que son más difíciles de estimar, lo que implica más incertidumbres sobre la solución óptima de la cartera. Como resultado, estos dos factores combinados tendrán un impacto significativo en los inversores en los próximos años y podemos anticipar sin duda alguna un gran reequilibrio de la cartera en el futuro.

En conclusión, los propietarios y gestores de activos deben acelerar sus políticas de compromiso si no quieren dejar que se amplíe la brecha entre la descarbonización económica y financieramente efectiva que se requiere y la vía de emisiones efectiva que siguen las empresas individuales. Un desajuste excesivo entre las dos vías de descarbonización podría convertirse en un problema importante para el sector de la gestión de activos.

Más información:

https://research-center.amundi.com/article/shift-carbon-emissions-net-zero-carbon-metrics-portfolio-construction

Construcción de carteras con medidas de riesgo climático:

https://research-center.amundi.com/article/portfolio-construction-climate-risk-measures

Métricas de Carbono Neto Zero

https://research-center.amundi.com/article/net-zero-carbon-metrics

Documento con fines informativos.

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 enero 2022.

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

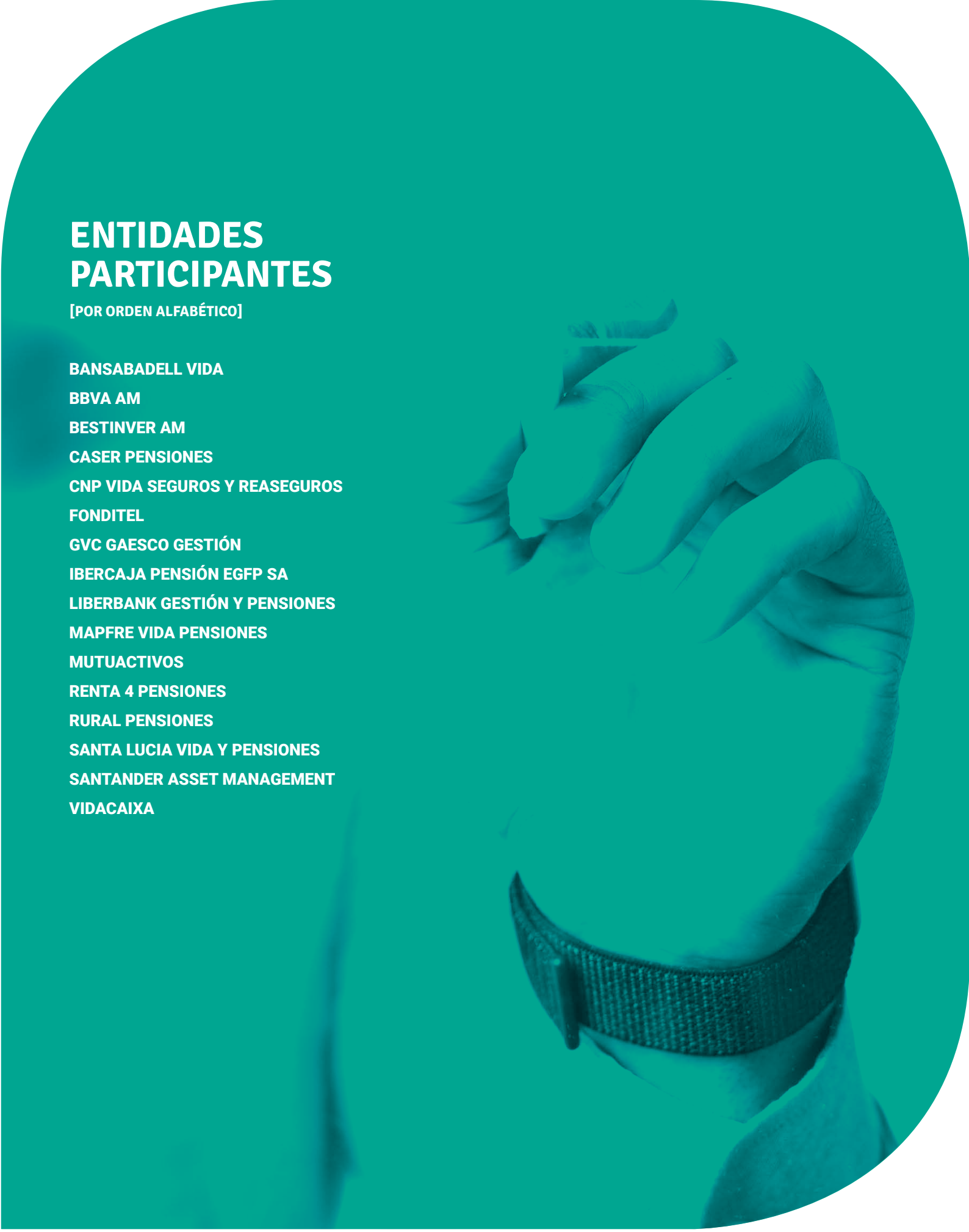
Amundi Iberia SGIIC, SAU, entidad registrada en la CNMV como Sociedad Gestora de IIC con el número 31, con domicilio social en Paseo de la

Castellana 1, Madrid 28046

ENTIDADES PARTICIPANTES

[POR ORDEN ALFABÉTICO]

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



REALIZADO FONDOS DIRECTO

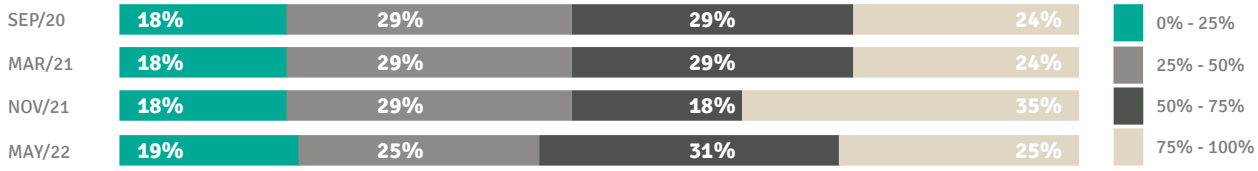
PATROCINADO Amundi ASSET MANAGEMENT | AXA Investment Managers

RESULTADOS

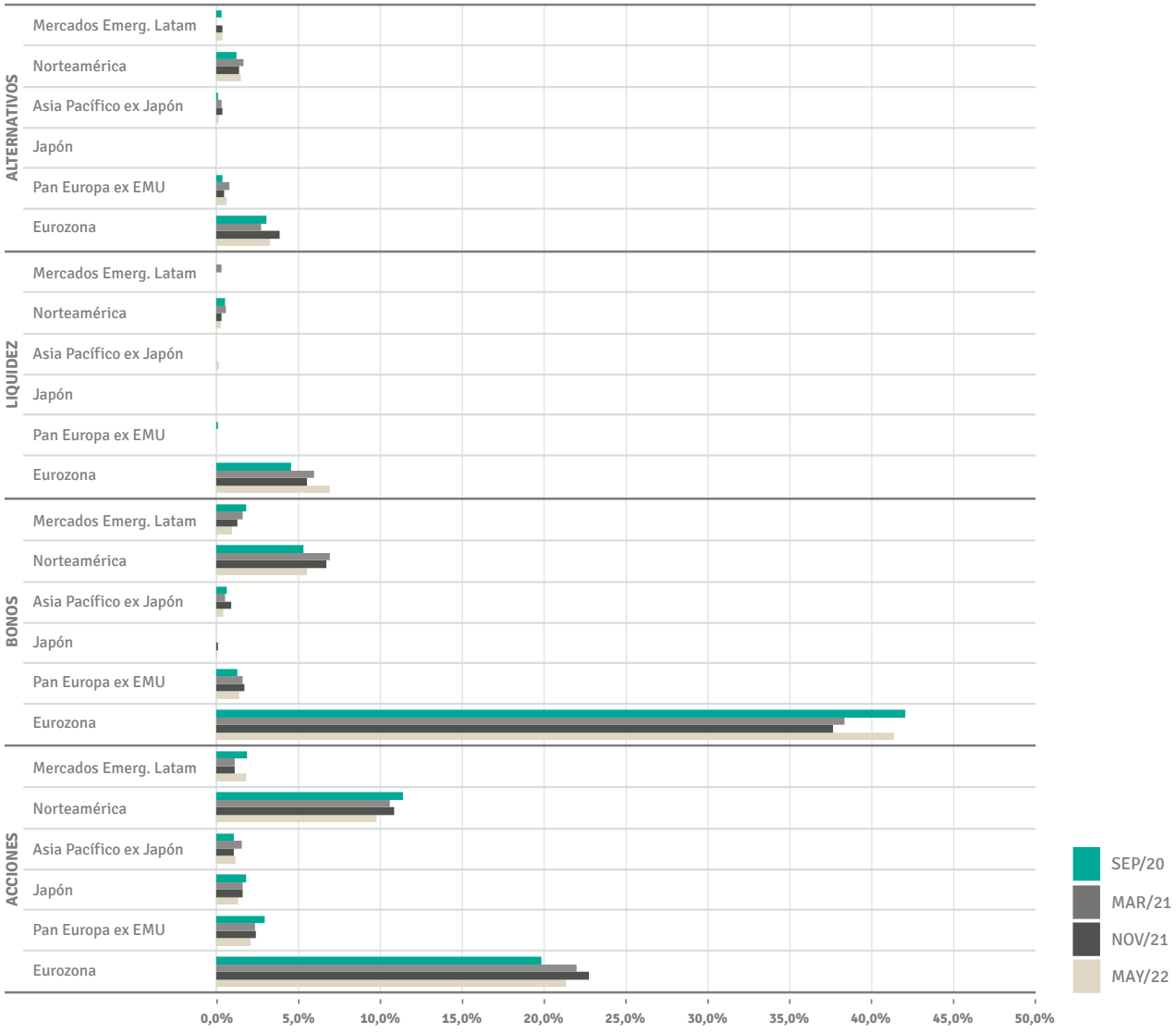
1. Pertenece a un grupo bancario

2. Activos bajos gestión (en millones de euros)

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



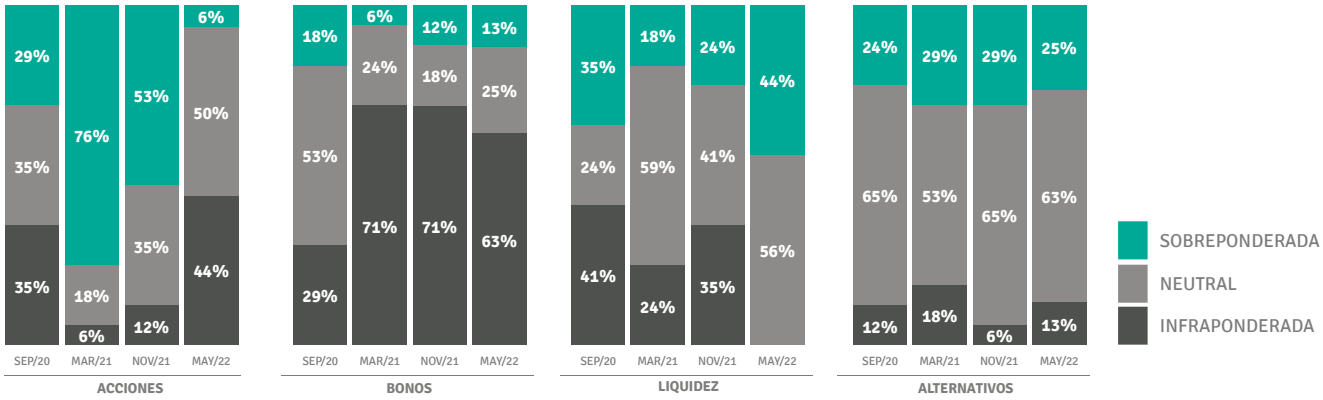
4. En referencia a su cartera equilibrada global, por favor indique para los siguientes tipos de activo la asignación agregada actual (en porcentaje) desglosada para cada una de las áreas geográficas listadas



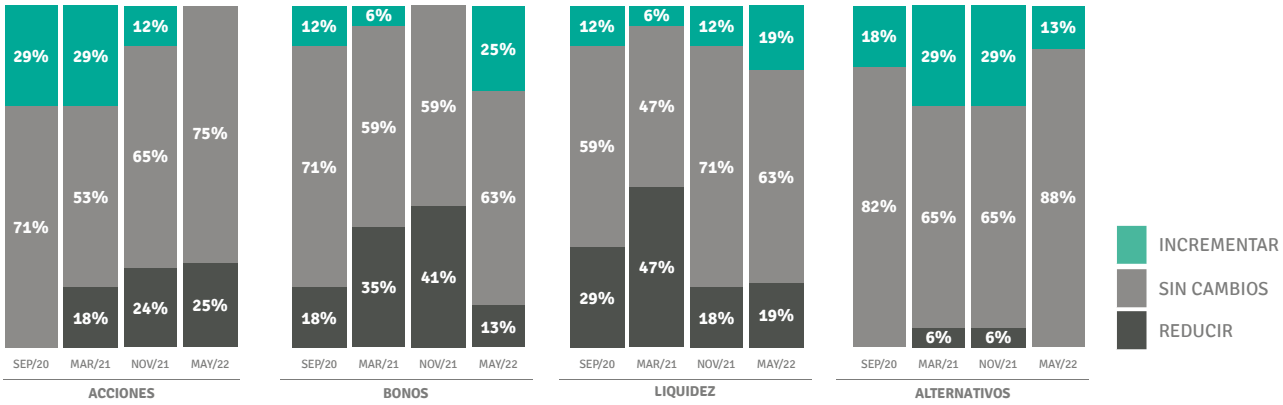
ACTIVO	ÁREA	MAY/22	NOV/22	MAR/21	SEP/20
ACCIONES	Eurozona	21,3%	22,6%	21,9%	19,8%
	Pan Europa ex EMU	2,1%	2,4%	2,4%	2,9%
	Japón	1,3%	1,6%	1,6%	1,8%
	Asia Pacífico ex Japón	1,2%	1,1%	1,5%	1,1%
	Norteamérica	9,8%	10,8%	10,5%	11,4%
	Mercados Emerg. Latam	1,8%	1,1%	1,1%	1,9%
TOTAL ACCIONES		**37,4%**	**39,6%**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

ACTIVO	ÁREA	MAY/22	NOV/22	MAR/21	SEP/20
LIQUIDEZ	Eurozona	6,9%	5,5%	5,9%	4,5%
	Pan Europa ex EMU	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
	Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
	Norteamérica	0,3%	0,3%	0,6%	0,5%
	Mercados Emerg. Latam	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%
TOTAL LIQUIDEZ		**7,3%**	**5,8%**	**6,8%**	**5,2%**
ALTERNATIVOS	Eurozona	3,3%	3,8%	2,7%	3,1%
	Pan Europa ex EMU	0,6%	0,5%	0,8%	0,4%
	Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,1%	0,4%	0,3%	0,1%
	Norteamérica	1,5%	1,4%	1,6%	1,2%
	Mercados Emerg. Latam	0,4%	0,4%	0,0%	0,3%
TOTAL ALTERNATIVOS		**5,9%**	**6,4%**	**5,4%**	**5,1%**
TOTAL		**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

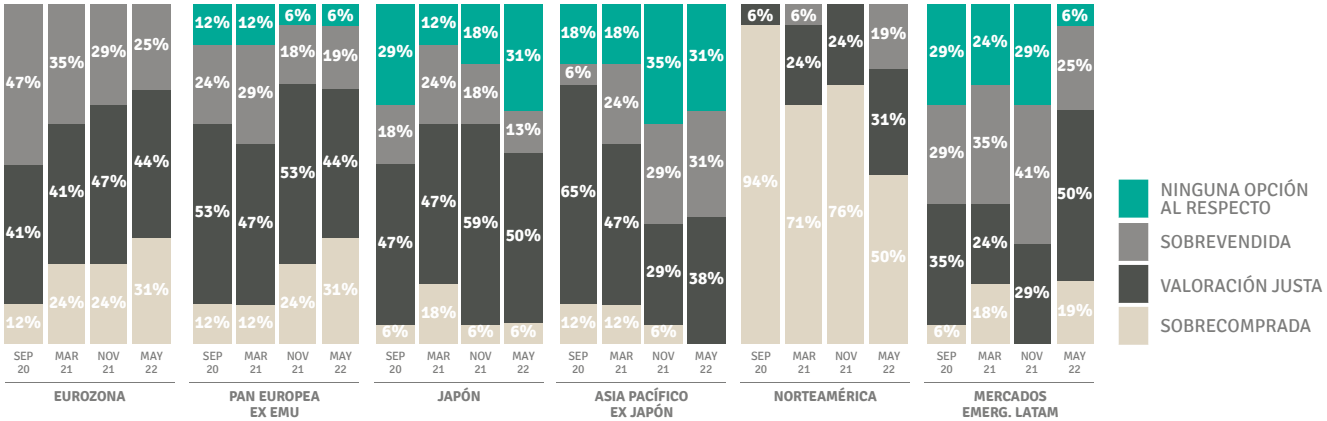
5. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si la exposición de su portafolio esta infraponderada, neutral, o sobreponderada en relación a su benchmark interna



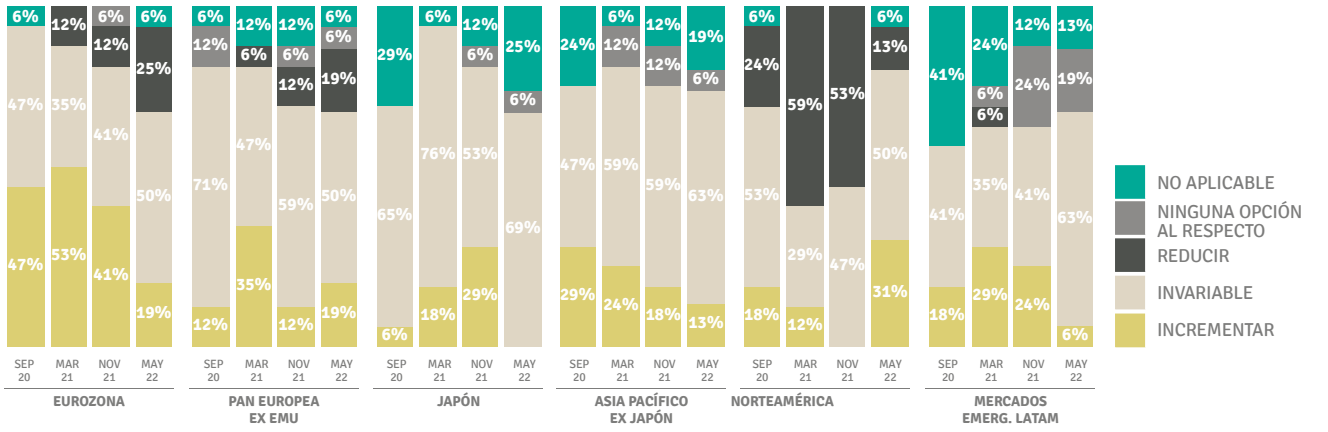
6. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si piensa incrementar, reducir, o dejar sin cambios la exposición de su cartera o portafolio en los próximos tres meses



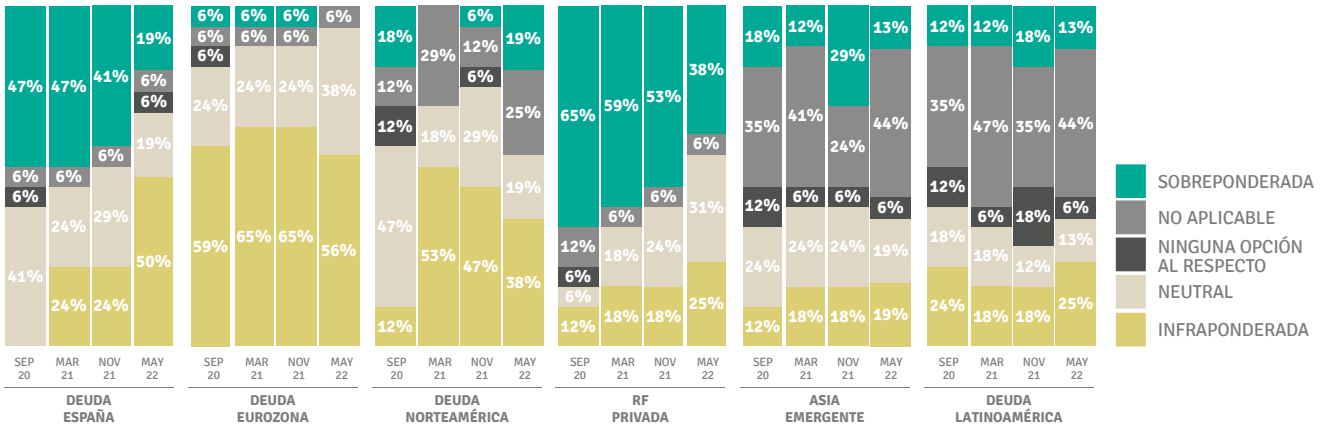
7. Con una óptica de valoración a corto plazo, ¿considera que la renta variable en las siguientes áreas geográficas esta"sobrecomprada", sobrevendida", o refleja una valoración justa?



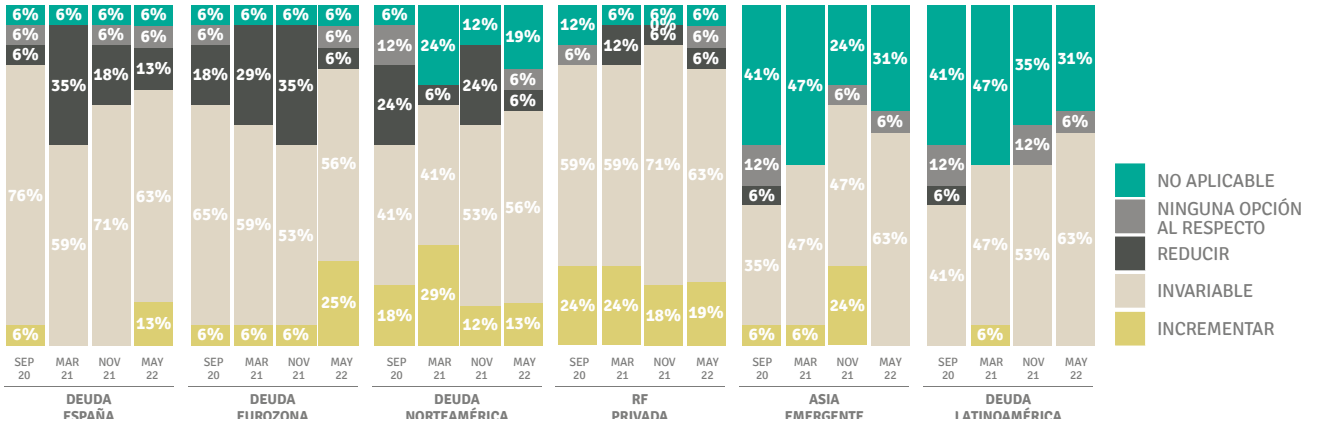
8. Por favor indique para cuál de los siguientes mercados de renta variable es deseable que la exposición de la cartera sea incrementada, reducida, o mantenida sin cambios en los próximos tres meses



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

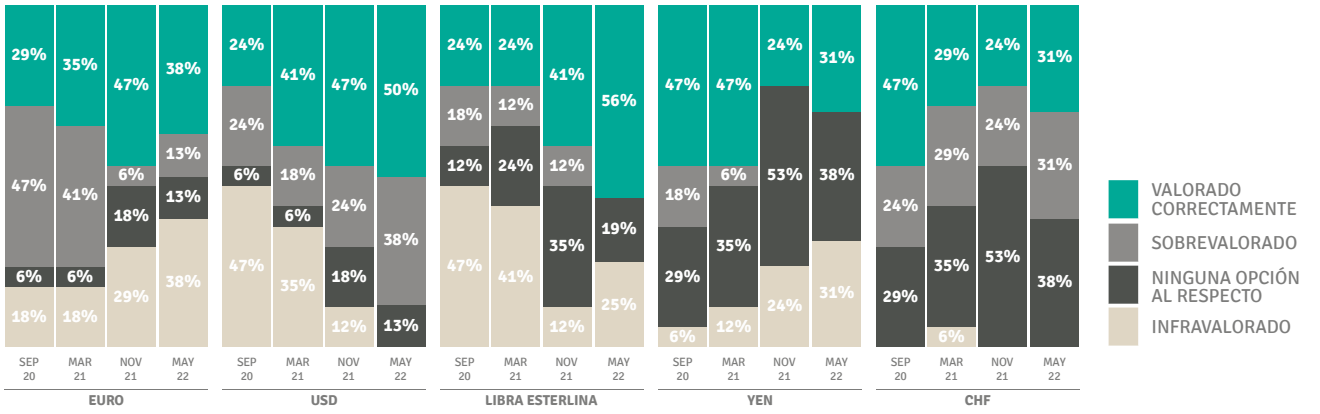


10. Por favor indique para cada una de las siguientes clasificaciones de bonos si tiene la intención de incrementar, reducir, o mantener sin cambios la exposición de su cartera en los próximos tres meses

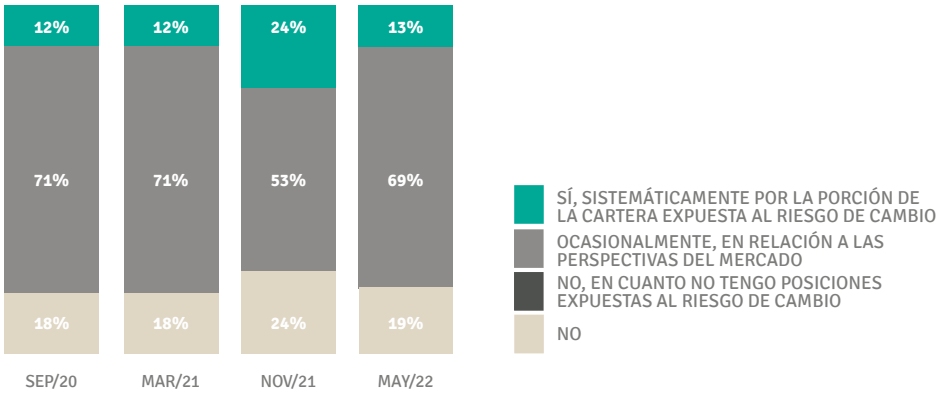


11. Con una óptica de inversión global, ¿cómo de probable piensa que es que los bonos tengan mejores retornos que la renta variable en los doce próximos meses?

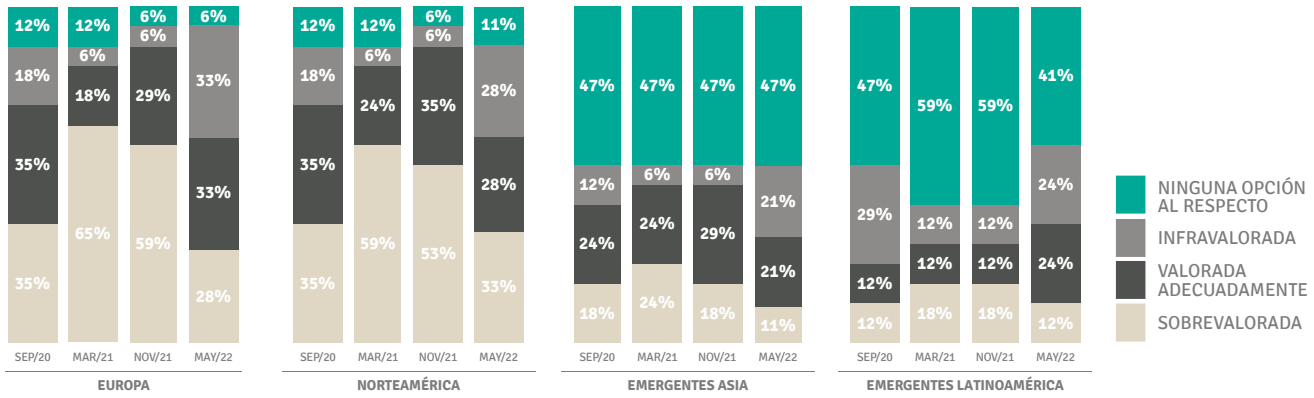
12. Según los fundamentales actuales del mercado y con una perspectiva de valoración global, ¿piensa que cada una de las siguientes monedas esta sobrevalorada, justamente valorada o infravalorada?



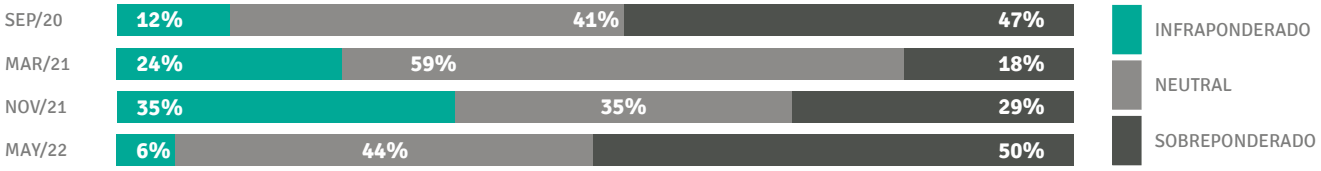
13. ¿Hace uso de estrategias para cubrir su cartera de gestión global contra el riesgo de tipo de cambio?



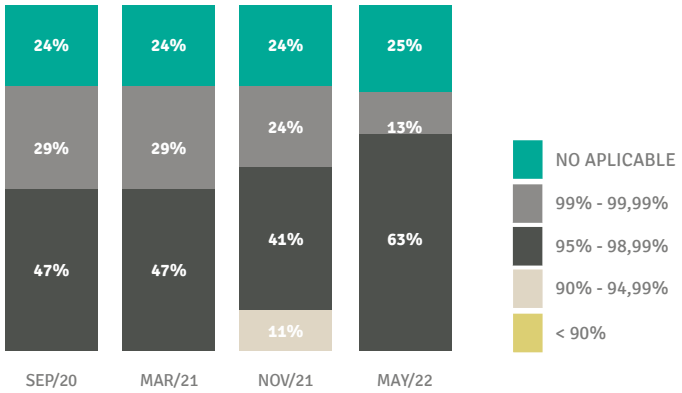
14. Para cada una de las siguientes áreas geográficas, piensa que la valoración relativa (en términos de "spread" o diferencial) de la renta fija privada con respecto a la deuda pública esta actualmente:



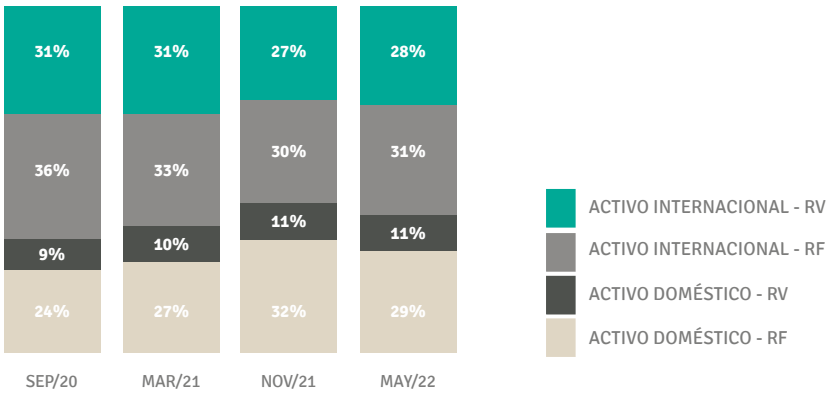
15. Por favor indique si sus activos invertidos en liquidez están sobreponderados, neutrales, o infraponderados en relación a su benchmark interno.



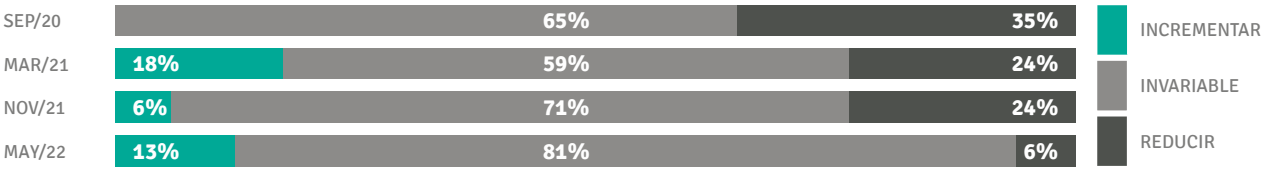
16. ¿Dentro de cuál de los siguientes intervalos de confianza ha sido calculado el último VaR (Value at Risk) a nivel agregado de la cartera globalmente gestionada?



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).

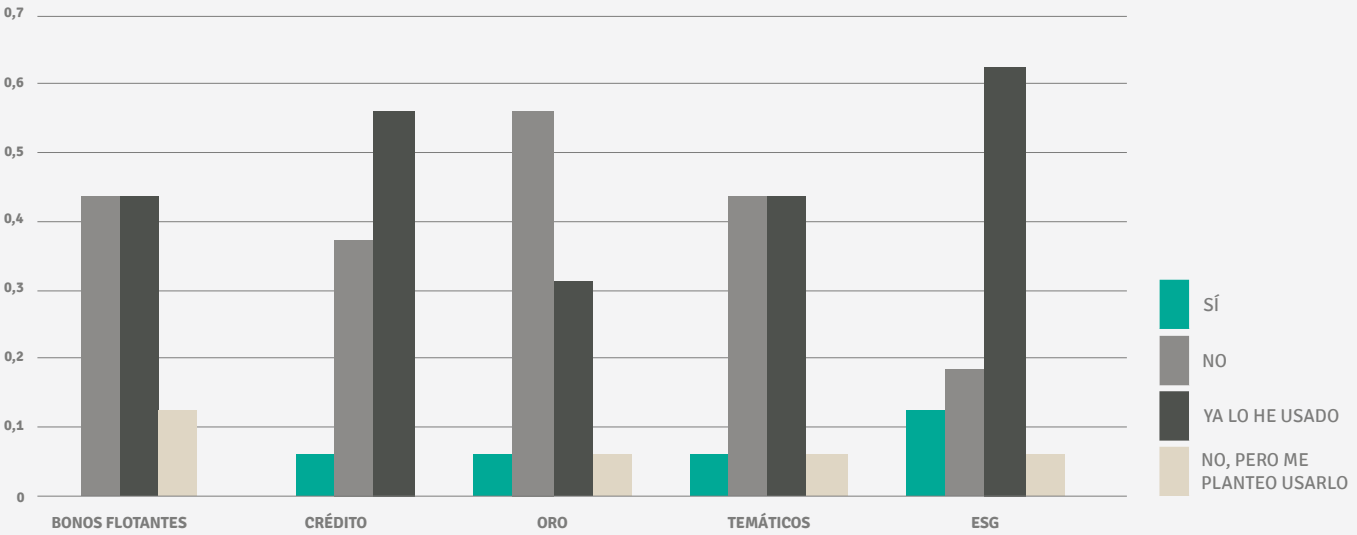


18. Por favor indique si en los próximos tres meses piensa incrementar, reducir o mantener invariable su exposición a activos domésticos.

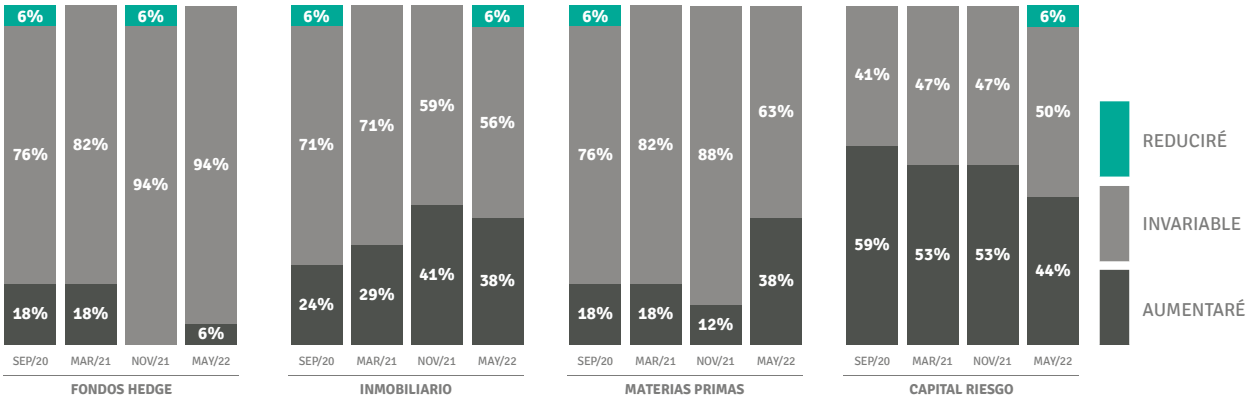


PREGUNTA DEL TRIMESTRE ADICIONAL

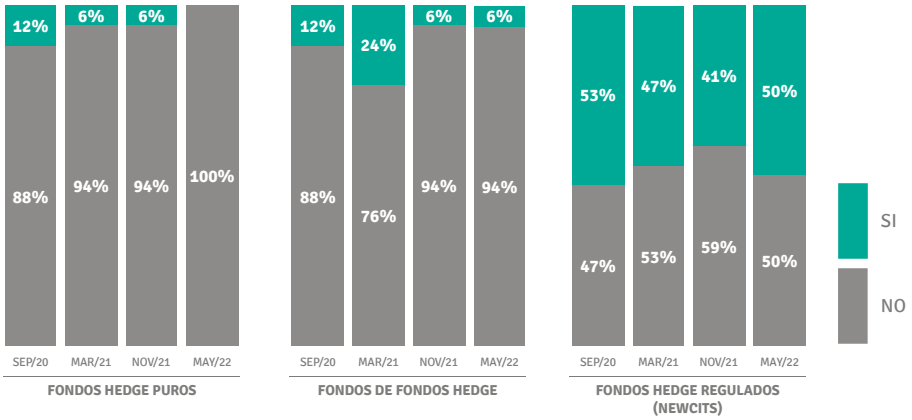
¿Se plantea usar las siguientes estrategias de gestión pasiva?



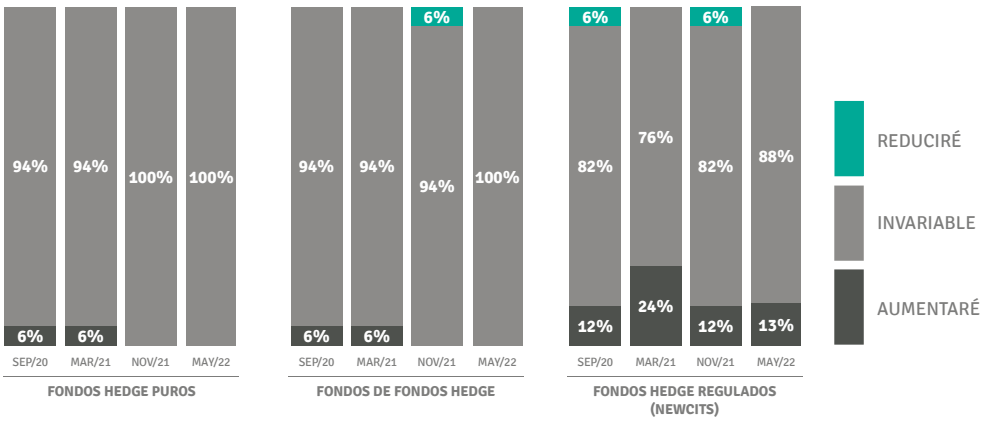
20. A un año vista piensa que aumentará o reducirá su inversión en activos alternativos.



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

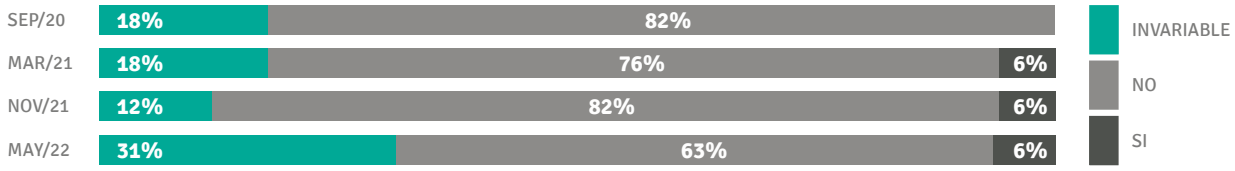


22. En lo que respecta a fondos de inversión alternativa indique si piensa aumentar, reducir o mantener estable su exposición en los próximos doce meses.



23. ¿Invierten sus fondos actualmente en productos estructurados?

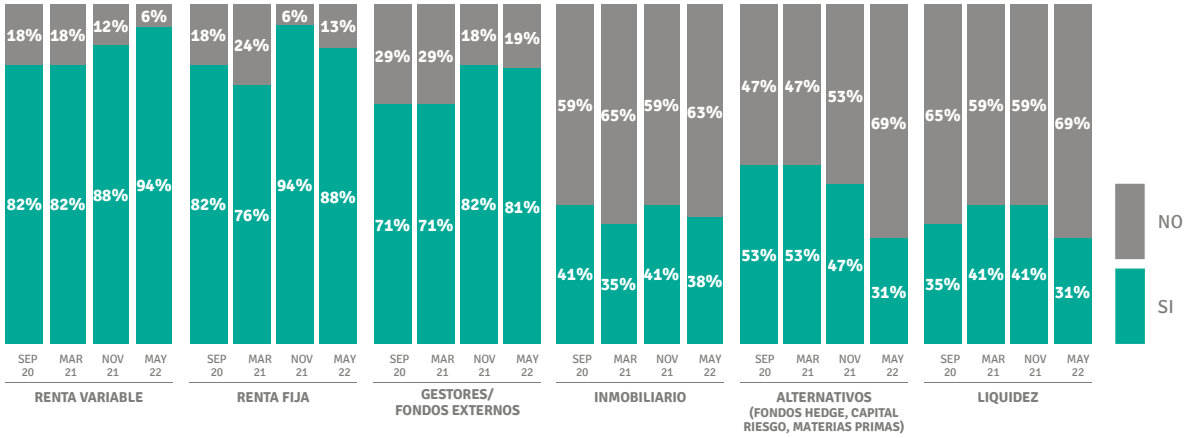
24. ¿Cree que aumentará su exposición a productos estructurados en los próximos doce meses?



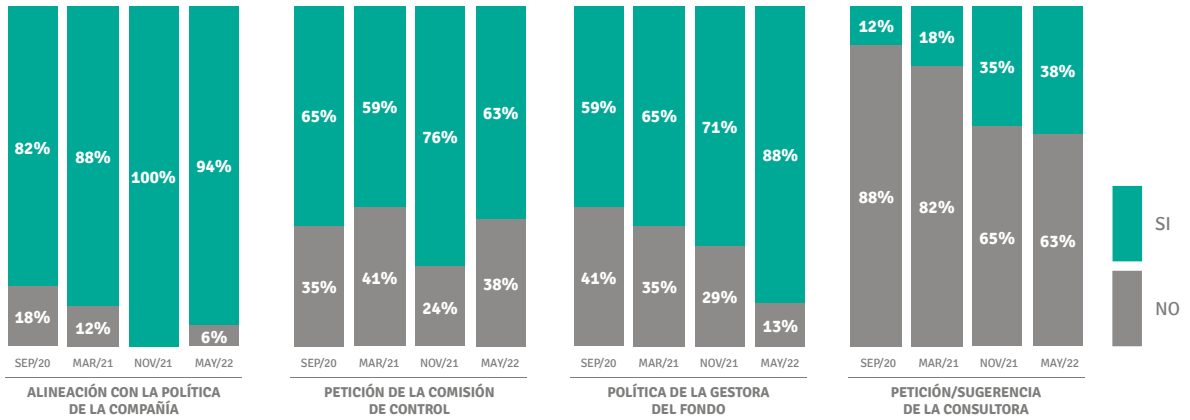
25. ¿Usa derivados OTC en sus fondos gestionados con objeto de inversión?

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

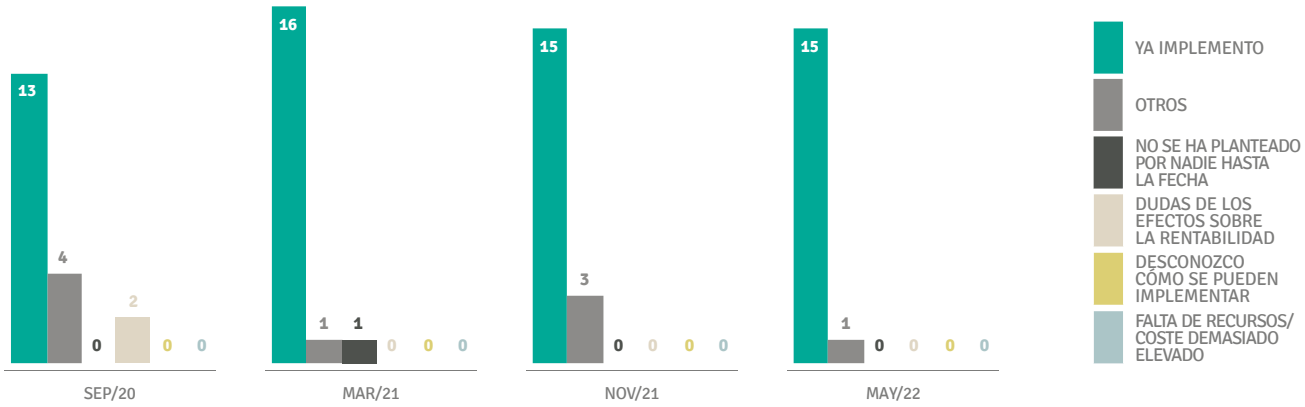


28. Indique las razones por las que ha incorporado criterios ASG (cuestiones ambientales, sociales y de gobierno empresarial) en la gestión de los fondos (sólo para aquellos que incorporán criterios ASG)

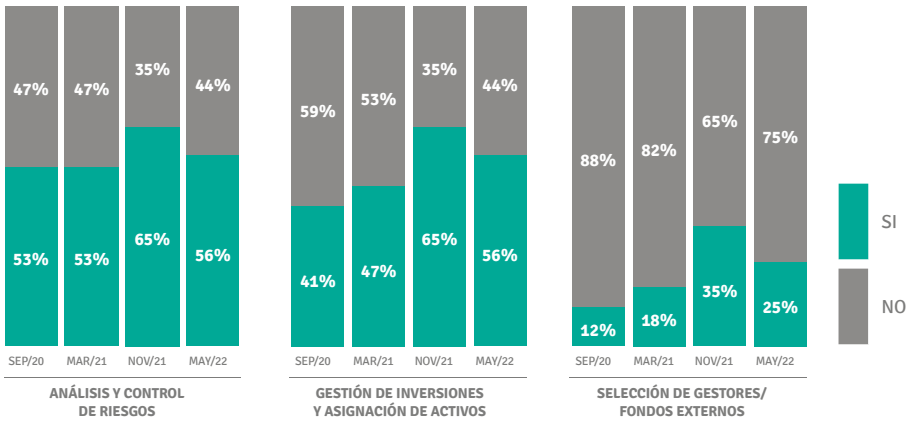


29. En caso de no implementar actualmente políticas de ISR indique si se plantea introducirlas en los próximos doce meses. Si ya las había incorporado eliga 'Ya Implemento'.

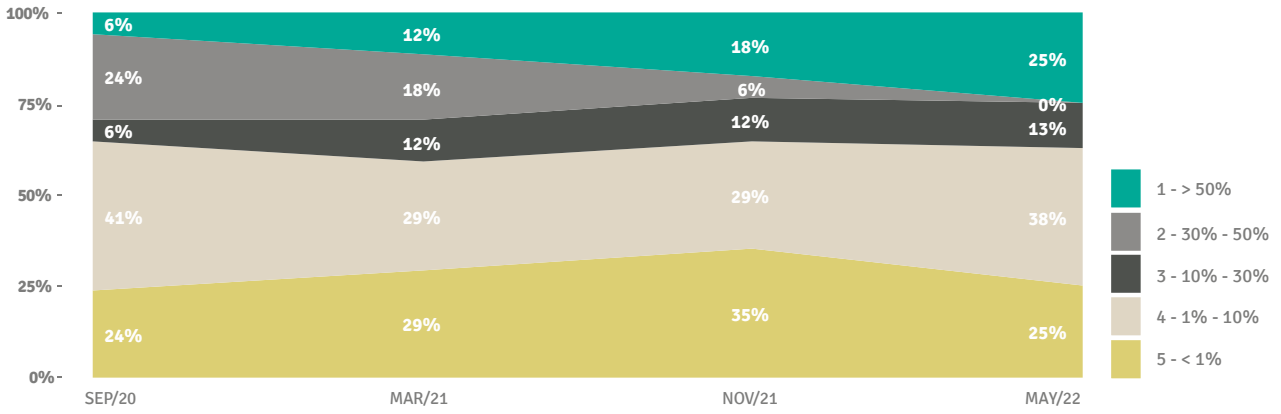
30. En caso de no implementar actualmente políticas de ISR indique las razones por las que no lo hace (marcar 2 como máximo). Si ya había incorporado las políticas de ISR eliga 'Ya Implemento'



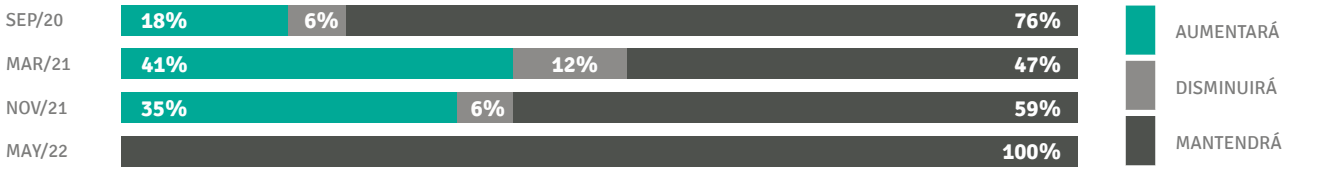
31. Indique si usted o las comisiones de control de sus fondos hacen uso de consultores de inversión externos en



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



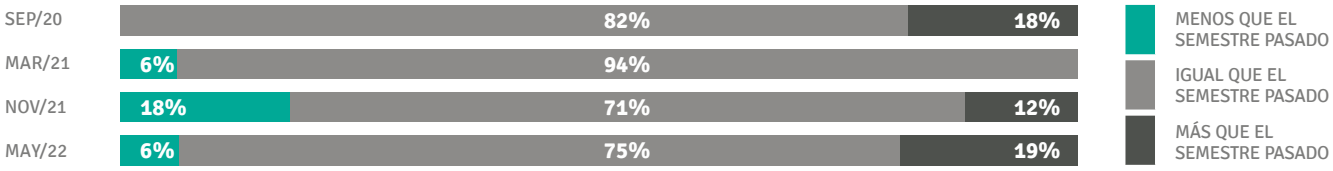
33. ¿Piensa que aumentará, disminuirá o mantendrá invariable su inversión en gestores/fondos externos en los próximos doce meses?



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:

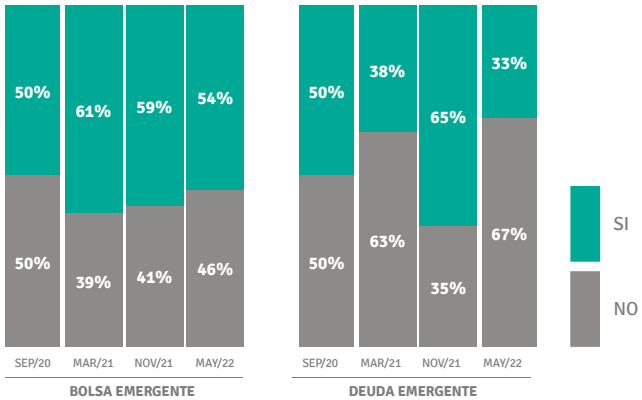


37. Aumentará el uso de

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?

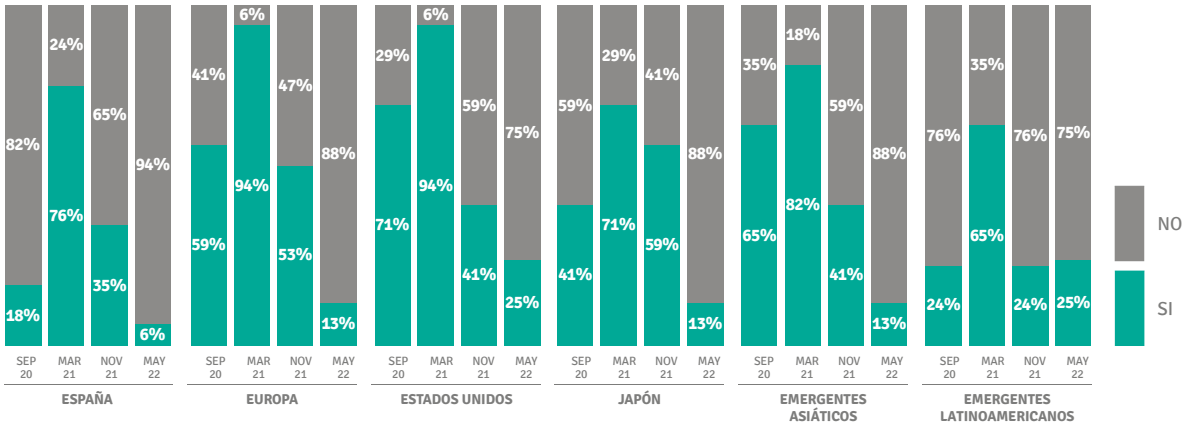
40. Desde un punto de vista de asignación de activos estratégica piensa que va a aumentar su exposición a activos emergentes en el próximo año



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:

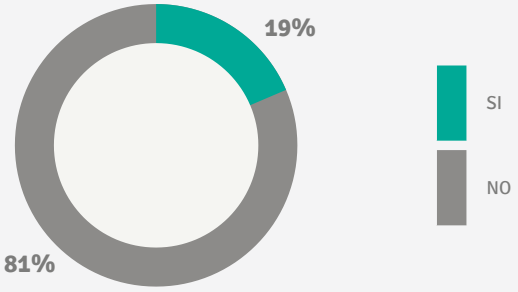


44. El concepto de "smart beta" parece que sigue ganando adeptos entre los inversores institucionales internacionales. ¿Hace uso actualmente de este tipo de estrategias de alguna manera?

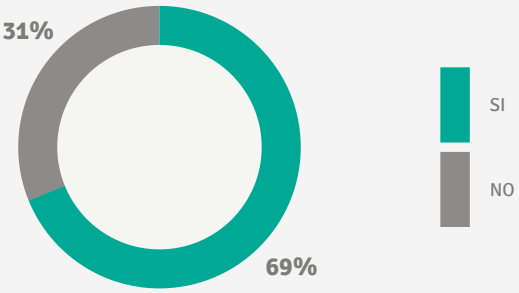
45. En caso negativo, ¿planea incorporar su uso en los próximos doce meses?

PREGUNTAS DEL TRIMESTRE

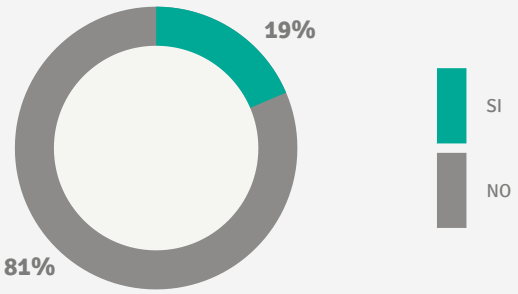
[1] En este entorno macro de subidas de tipos de interés, ¿crees que el Growth va a seguir haciéndolo mejor que el Value?



[2] ¿Piensa que en vista de la coyuntura actual (alta inflación, desaceleración, tipos, conflicto bélico) la probabilidad del inicio de una recesión económica en los próximos meses es alta?



[3] ¿Piensa que el conflicto actual en Ucrania va a reducir muy significativamente los planes de reducción de compras y de subida de tipos de interés en Estados Unidos?



Fernando Aguado
Director de Inversiones de Fonditel

fonditel Pensiones

Un presente de cambio futuro

Vivimos en un mundo en permanente cambio, cambios que en muchas ocasiones son difíciles de prever o incluso, difíciles de percibir cuando se producen.

Nuestro instinto natural nos impulsa a tratar de predecirlos o negarlos para poder tomar ventaja, una estrategia generalmente de mucho riesgo.

Como bien sabemos, la clave del éxito está en la adaptación, una adaptación rápida y eficaz nos suele proporcionar un mejor perfil de resultados a lo largo del tiempo.

Más allá de los cambios impredecibles o imperceptibles (a los que también debemos adaptarnos lo antes posible), me interesan aquellos cuyo desarrollo es más lento, generalmente perceptible y que suelen ir acompañados de un mayor impacto y potencial.

Muchas veces "despreciamos" estos cambios por su lento desarrollo, por nuestra impaciencia, por nuestro cortoplacismo, pero son estos cambios los que pueden tener un mayor impacto en el ahorro a largo plazo.

Añadirlos a nuestras carteras nos diversificará además en fuentes de riesgo, proporcionando una mayor resiliencia, enfocándonos en segmentos en crecimiento y a precios razonables si nuestra adaptación es rápida.

Digo esto, porque tengo la impresión de que estamos viviendo un presente de cambio futuro, momentos de transición en muchas tendencias económicas, políticas y sociales que van a devenir en nuevas oportunidades de inversión a largo plazo, al mismo tiempo que significará el final de otras que han venido funcionando durante los últimos años.

Es difícil negar la presencia de un fuerte cambio demográfico, menor natalidad, mayor longevidad, menor número de trabajadores en activo… con todo lo que esto significa, desde los cambios en los patrones de vida-consumo hasta la presión en los sistemas de protección.

De igual manera hay cambios sociales profundos que se están manifestando en muy diferentes ámbitos, preocupación por el medio ambiente, redistribución social, igualdad, importancia del trabajo … y que van a modelar seguramente políticas diferentes, niveles de intervencionismo estatal distintos…

La polarización del mundo, la desglobalización, la escasez de recursos naturales… van a afectar seguramente no solo a las líneas de producción y a la relocalización de estas, sino también las alianzas internacionales, al gasto en defensa, a las políticas inmigratorias, a la forma en la que se gestionan los excedentes o los inventarios…

Muchos de estos factores tienen un impacto directo en la inflación, en las políticas de los BBCC, en la senda de endeudamiento de los países, en su capacidad de repago…

Así pensamos que en los próximos años se hablará de inflación y no de deflación, de inclusión y no de desigualdad, de redistribución y no de desregulación, de polarización y no de globalización, de energía y no de tecnología, de impuestos y no de recompras, de guerras y no de tratados, de personas y no de empleados, de salud y no de dinero, de beneficio social y no de beneficio económico…

Creemos que es el momento de identificar estos cambios que se están produciendo, de adaptar nuestras inversiones, de posicionarnos de manera racional y diversificada de cara al futuro que el presente nos está mostrando. Y por supuesto, sin olvidarnos de que nos tendremos que seguir adaptando a los cambios que seguirán viniendo.

JUNIO 2022

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

Amundi
ASSET MANAGEMENT

AXA Investment Managers