
Las gestoras de pensiones españolas: Bonos mejor que acciones

Juan Manuel Vicente Casadevall
Socio de Fondos Directo

Correlación negativa: Por qué los inversores no deben perder la confianza en la renta fija

Jack Stephenson
Especialista en Inversiones Core de AXA IM

Crisis de LDI (Liability Driven Investment) en Reino Unido: análisis y lecciones aprendidas para los fondos de pensiones corporativos europeos

Karin Franceries
Head of OCIO Advisory, Amundi

NOVIEMBRE 2022

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

Amundi
ASSET MANAGEMENT

 Investment Managers

REALIZADO

 **FONDOS DIRECTO**



NOVIEMBRE 2022

ESG: Dentro de los PIAs se observa cómo los medioambientales y la huella de carbono son los preferidos en el análisis de inversiones.

* Debido a operaciones corporativas la tasa de respuesta del panel en esta ocasión no fue del 100% por lo que a efectos comparativos entre este periodo y los anteriores puede haber ligeras divergencias.



Juan Manuel Vicente Casadevall
Socio de Fondos Directo

Las gestoras de pensiones españolas: Bonos mejor que acciones

La encuesta de asignación de activos e inversiones de las pensiones privadas en España, correspondiente al segundo semestre de 2022, y que se completó por parte de las gestoras de pensiones mayoritariamente durante la segunda parte del mes de noviembre, **revelan una reducción de los niveles de liquidez en las carteras y una preferencia por la renta fija.**

Así queda reflejado a lo largo de la encuesta destacando que por primera vez en mucho tiempo una mayoría amplia del panel de gestoras (el 64%) piensa que los bonos tendrán mejor desempeño que las acciones en los próximos doce meses (pregunta 11). No obstante, el posicionamiento sobre las bolsas mejora respecto al semestre anterior en particular en lo que concierne a la renta variable de la zona euro.

La distribución de activos actual (pregunta 4) **muestra una reducción de los niveles de liquidez desde niveles históricamente altos del 7,3% hasta el 4,5%, lo que supone uno de los niveles más bajos desde que la encuesta se lanzó hace ocho años.** Como pudiera esperarse (ya se anticipaba en la encuesta del semestre anterior), la exposición agregada media de las gestoras

a renta fija siguió aumentando hasta el 50,2%, uno de los niveles más altos registrados en los últimos años. También aumento la asignación media a renta variable desde el 37,4% anterior al 39,5% actual. No obstante, los gestores siguen infra ponderados en esta, pero al mismo tiempo aumenta sensiblemente el porcentaje de ellos que planea aumentar su exposición en los próximos seis meses (pregunta 6). La renta variable de la zona euro parece situarse como la más atractiva ya que mejora la visión de los gestores sobre su valoración. Un 45% del panel la ve sobrevendida comparado a un 25% en junio. Así, se registra también que un 55% de las gestoras planean aumentar su exposición a renta variable de la zona euro respecto a sólo un 19% hace seis meses. La visión sobre las bolsas emergentes latinoamericanas también es positiva siendo USA la



excepción. Todos estos movimientos son consistentes con el hecho de que el apetito por el riesgo ha aumentado ligeramente (pregunta 42). Profundizando en la renta fija les resaltamos cómo la deuda estadounidense y la de la zona euro son las grandes favoritas del panel en estos momentos, así como la deuda corporativa. La deuda española se sitúa por detrás y el interés por la deuda emergente sigue siendo prácticamente nulo (preguntas 9 y 10)

LA DEUDA ESTADOUNIDENSE Y LA DE LA ZONA EURO SON LAS GRANDES FAVORITAS DEL PANEL EN ESTOS MOMENTOS

Respecto a otros activos les destacamos como una **abrumadora mayoría del 82% del panel de gestoras (pregunta 12) sigue pensando que el euro se encuentra infravalorado** y el dólar estadounidense sobrevalorado. Aumenta también el número de gestoras que cubren de forma sistemática el riesgo de tipo de cambio. En lo que respecta al crédito los diferenciales se ven más atractivos

ahora que hace seis meses, en particular de nuevo en la zona euro. Por el lado de los activos alternativos no existen movimientos demasiado pronunciados, pero es claro que pierde atractivo el inmobiliario y las materias primas donde aumenta el porcentaje de gestoras que piensan reducir exposición en los próximos meses. El capital riesgo se mantiene estable pero dentro de niveles históricamente elevados. Dentro de los fondos de gestión alternativos los regulados “newcits” pierden atractivo y posiciones en las carteras (pregunta 22).

Este semestre **estrenamos una batería de nuevas preguntas sobre la temática ASG que recogen interesantes informaciones**. Les destacamos cómo los criterios ambientales son los más importantes actualmente en la estrategia de inversión de las gestoras mientras que los de gobernanza son los menos importantes (pregunta 26). Teniendo en cuenta la información disponible actualmente, SFDR (si es artículo 8 o 9 y si se considera PIAs) es el aspecto más analizado. Por el contrario, el área de exclusiones es el



menos importante. Dentro de los PIAs se observa cómo los medioambientales y la huella de carbono son los preferidos en el análisis de inversiones. Dentro de los sociales destacan el aspecto de la vulneración de los principios del pacto de Naciones Unidas y el respeto de los derechos humanos (pregunta 49).

DURANTE LA SEGUNDA PARTE DEL MES DE NOVIEMBRE, REVELAN UNA REDUCCIÓN DE LOS NIVELES DE LIQUIDEZ EN LAS CARTERAS Y UNA PREFERENCIA POR LA RENTA FIJA

Sobre el aspecto del nivel de satisfacción sobre las informaciones proporcionadas para el análisis (un aspecto crítico) en general este es adecuado, pero nadie lo considera alto. Las fuentes de información preferidas son la colección y metodologías propias y en el caso de gestores externos la información de las propias gestoras. Concretamente, como se registra en las preguntas 46 y 47, los informes de marketing ESG generales y resumidos y los regulatorios (EETs, SFDRs...) son las más usadas seguido por el tema de los

“labels” o etiquetas y pertenencia a asociaciones. En el lado menos positivo se situarían las entrevistas con los gestores o especialistas. Curiosamente la información de las agencias especializadas y sus ratings tienen su importancia, pero esta es moderada y menor que la información propia. Aumenta el porcentaje del panel que usa gestores externos y terminamos con el aspecto crítico de qué porcentajes mínimos son exigidos para considerar un fondo con enfoque ESG. Pues bien, la gran mayoría se sitúa en los rangos del 40-60% y 60-80% tanto en el aspecto de la promoción de características ambientales y/o sociales como en el aspecto de objetivos de inversión sostenibles. Es minoritario los que se conforman con menos del 20% y casi inexistente los que exigen más del 80%.



Jack Stephenson
Especialista en Inversiones Core de AXA IM

Correlación negativa: Por qué los inversores no deben perder la confianza en la renta fija

- El primer semestre de 2022 fue testigo de la peor oleada de venta masiva de todos los activos de renta fija de la historia
- Muchos han cuestionado el papel que puede desempeñar una asignación a renta fija diversificada en una cartera
- En nuestra opinión, equilibrar el riesgo de tipos de interés con el riesgo de diferenciales de crédito sigue siendo clave para los inversores que buscan rendimientos atractivos ajustados al riesgo a lo largo de un ciclo de mercado





Los inversores han sufrido un tremendo impacto de rentabilidades negativas en los mercados financieros mundiales en el primer semestre de 2022, y muchas clases de activos de renta fija han vivido el peor comienzo de un año natural desde que se mantienen registros.

Si tomamos un índice de crédito global, que combina la sensibilidad a los tipos de interés y a los diferenciales de crédito, los retornos totales en 2022 registraron una caída histórica del 13% a finales de junio. El anterior mínimo de rentabilidad en un primer semestre desde que comenzó a calcularse el índice en 1996 fue de apenas un -2,2%, en la primera mitad de 2018 durante el anterior ciclo de subidas de tipos por parte de la Reserva Federal¹.

Hoy en día, los bancos centrales vuelven a subir los tipos de interés para ralentizar el crecimiento económico, pero esta vez como respuesta a una inflación desenfrenada

que ha sido más alta y persistente de lo que muchos podrían haber anticipado.

Si añadimos a la mezcla la actual crisis de Ucrania, el espectacular aumento de los precios de la energía, así como la amenaza inminente de recesión, el cóctel de ingredientes ha conspirado para generar un telón de fondo altamente tóxico para los inversores.

Una de las subtramas más perjudiciales de la actual venta masiva ha sido la ruptura de la correlación negativa entre las fluctuaciones de los tipos de interés y los diferenciales de crédito, lo que ha dejado a los inversores en renta fija mundial sin refugio posible.

Tradicionalmente, el impacto de los movimientos puros de los tipos de interés en los rendimientos de la renta fija estaba negativamente correlacionado con el impacto de los movimientos puros de los diferenciales de crédito en los rendimientos. El diferencial de crédito

¹ Fuente: Bloomberg, índice ICE BofA Global Corporate, a 30/06/2022

es la diferencia entre el rendimiento de los bonos corporativos y el de la deuda pública, lo que refleja el rendimiento adicional necesario para que los inversores mantengan un bono corporativo con mayor riesgo.

Sin embargo, en nuestra opinión, los méritos de un enfoque diversificado de la inversión en renta fija global siguen siendo tan pertinentes hoy como siempre, incluso en un momento de cambio de paradigma, tras años de baja inflación y de política monetaria laxa hacia un nuevo mundo, que ofrece un conjunto de oportunidades y desafíos distintos.

Sin ataduras

Los años posteriores a la crisis financiera de 2008/2009 han estado dominados por unos tipos de interés bajos y la expansión de los balances de los bancos centrales mediante políticas de flexibilización cuantitativa (*quantitative easing*), lo que a su vez ha llevado a los rendimientos de la renta fija a mínimos históricos.

Dado que los rendimientos de los bonos se mueven inversamente a los precios, un conjunto diversificado de renta fija ha tenido un excelente comportamiento durante este periodo, aunque con algunos obstáculos en el camino. Una cesta de bonos soberanos y crédito de alta calidad, representada por un índice global agregado, obtuvo una rentabilidad del +2,74% anual desde comienzos de 2009 hasta finales de 2021. En el caso de los más aventureros, la rentabilidad anualizada de un índice global de alto rendimiento (high yield) fue del +10,57% anual durante el mismo periodo².

A pesar de estos resultados, cabe recordar que el principal motor de las rentabilidades en estos casos es muy diferente, al igual que los riesgos potenciales a los que están expuestos los inversores. Esto se debe a la sensibilidad relativa de las diferentes clases de activos de renta fija a los dos principales factores de riesgo que impulsan las rentabilidades de la renta fija: el riesgo de tipos de interés y el riesgo de los diferenciales de crédito (es decir, el exceso de rentabilidad obtenido al invertir en bonos corporativos).

Por un lado, los bonos del Estado se ven impulsados por las perspectivas de los tipos de interés y la inflación. La duración mide la sensibilidad de los precios de los bonos a las variaciones de los tipos de interés y es el principal factor de riesgo en lo que respecta al impacto que los tipos de interés tienen en los rendimientos de la deuda pública. La curva de rendimientos —la línea que traza los rendimientos de los bonos con una calificación crediticia similar pero diferentes fechas de vencimiento— actúa como indicador a futuro de las expectativas de los tipos de interés. Esto significa que la rentabilidad relativa de los bonos a corto plazo frente a los de largo plazo (es decir, la inclinación frente al aplanamiento) cambia constantemente, basándose en las perspectivas. Los precios de los bonos con vencimientos más largos son más sensibles a las variaciones de los tipos de interés; por lo tanto, es probable que arrojen una rentabilidad superior cuando los tipos caigan y una rentabilidad inferior cuando los tipos suban. Los inversores en renta fija denominan la diferencia de rentabilidad de los bonos a corto y largo plazo en relación con las variaciones en los tipos como «riesgo de duración».

EL PRINCIPAL MOTOR DE LAS RENTABILIDADES EN ESTOS CASOS ES MUY DIFERENTE, AL IGUAL QUE LOS RIESGOS POTENCIALES A LOS QUE ESTÁN EXPUESTOS LOS INVERSORES

Más allá del espectro crediticio, el factor de riesgo dominante se desplaza cada vez más hacia la probabilidad de impago del emisor, reflejada en el nivel de los diferenciales de crédito. Los diferenciales aumentarán exponencialmente la parte inferior de la curva de crédito para compensar el aumento del riesgo de crédito subyacente, lo que hace que la diferencia en el riesgo de impago entre los bonos corporativos de alta calificación A y BBB no sea equivalente a la de aquellos con calificación B y CCC.

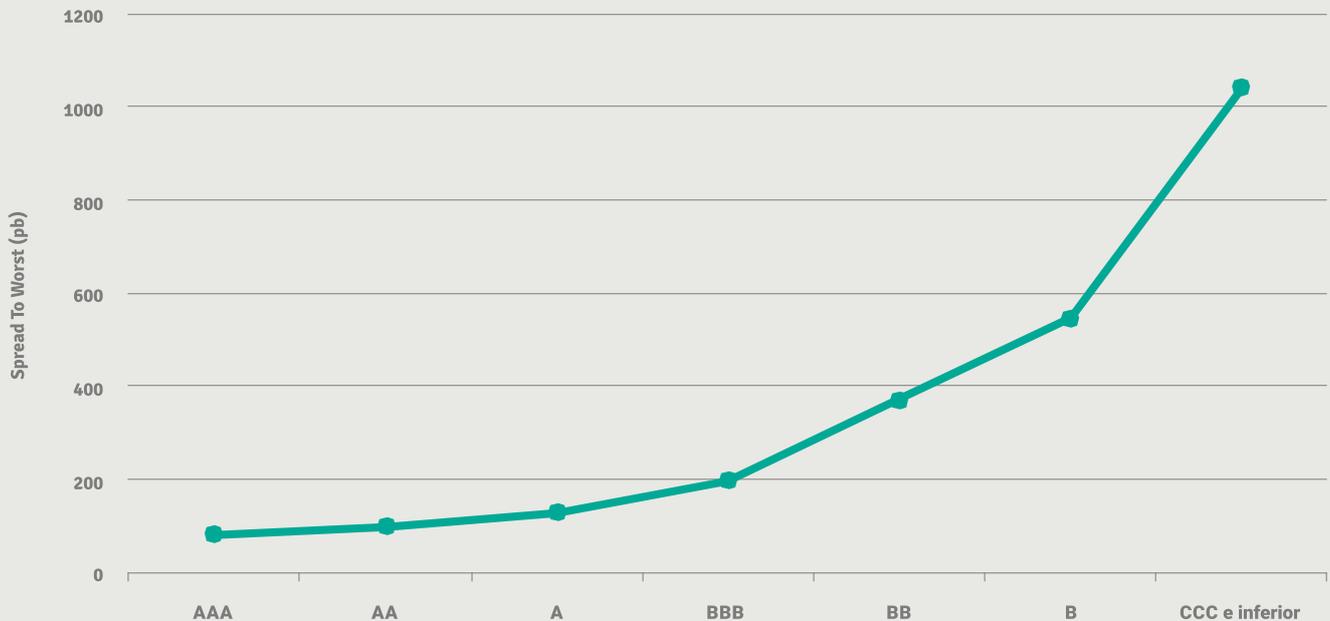
De beta a alfa

La diversidad de oportunidades en la curva de rendimientos y la curva de crédito pone de manifiesto que la renta fija no es una clase de activos homogénea. Una

² Fuentes: Índice Bloomberg Global Aggregate Total Return sin cobertura en USD, índice ICE BofA Global High Yield

Gráfico 1/

NIVELES MEDIOS DE LOS DIFERENCIALES EN TODO EL UNIVERSO DE CRÉDITO ESTADOUNIDENSE (PERIODO DE 20 AÑOS)



Fuente: Bloomberg, ICE BofA. El diferencial medio se calcula sobre la base del spread-to-worst diario de cada banda de calificación durante el periodo de 20 años hasta el 31/08/2022.

de las principales ventajas de un enfoque diversificado es la capacidad de aprovechar estas oportunidades, pero también de reducir la correlación de la estrategia subyacente con los tipos puros o la beta del mercado de crédito, que sería más frecuente en un enfoque pasivo o referenciado a un índice con error de seguimiento.

Un índice global agregado, por ejemplo, representa una amplia gama de emisores de alta calidad crediticia en los mercados desarrollados y emergentes, pero la ausencia de bonos de alto rendimiento (high yield) hace que el índice presente actualmente una duración que ronda los siete años, lo que garantiza que los inversores estarán muy expuestos a la volatilidad de los tipos.

En nuestra opinión, una estrategia de renta fija verdaderamente diversificada no tiene en cuenta las clases de activos específicas a las que los inversores están expuestos, sino los factores de riesgo subyacentes. El resultado es una estrategia más

centrada en generar alfa a partir de una amplia gama de fuentes, con una menor correlación con los riesgos de tipos de interés y de crédito, y por tanto, un mayor énfasis en la obtención de rendimientos atractivos ajustados al riesgo, en lugar de los directos. En el extremo, un título de deuda pública de muy larga duración (un bono del Tesoro estadounidense a 30 años, por ejemplo), tendría una rentabilidad, a lo largo del ciclo, negativamente correlacionada con el exceso de rentabilidad (crédito) de una cesta de bonos corporativos de baja calidad crediticia.

Ruptura

El principal problema para los inversores en renta fija en 2022 ha sido que esta escasa correlación entre los tipos y el crédito se ha roto. Si comparamos los rendimientos totales diarios de un índice del Tesoro de EE. UU. de todos los vencimientos con las de un índice de alto rendimiento de EE. UU. durante un periodo

10

de 20 años, el coeficiente de correlación (la medida que determina cómo se asocia el movimiento de dos variables diferentes) es de $-0,10^3$.

En 2022, sin embargo, la correlación equivalente se ha incrementado hasta 0,24 (la mayor de un año natural en la era posterior a la crisis financiera de 2008), con una duración y unos diferenciales de crédito positivamente correlacionados a la baja.

En un nivel más extremo, si comparamos los mismos rendimientos totales del Tesoro estadounidense con los rendimientos superiores del high yield de dicho país (es decir, si eliminamos cualquier contribución de los tipos), el coeficiente de correlación es de $-0,40$ en 2022, frente a una cifra media a 20 años de $-0,61$.

Ciclos de mercado

Cabe destacar que 2022 no es la primera vez que hemos visto este tipo de entorno de mercado disfuncional. En la historia reciente, la retirada gradual de estímulos de 2013 provocó un periodo de desajuste en los mercados de renta fija, ya que los rendimientos de la deuda pública subieron en respuesta al anuncio de la Reserva Federal de reducción del tamaño de su balance mediante la retirada de estímulos, lo que a su vez generó una ampliación de los diferenciales.

En 2015 asistimos a un periodo de volatilidad para la deuda pública alemana, que derivó en una perturbación provocada por la energía y las materias primas, lo que provocó rendimientos negativos en los tipos, el crédito y los mercados emergentes. En marzo de 2020, cuando gran parte del mundo se adentró en confinamientos forzados por la COVID-19, la liquidez se redujo y durante unos días asistimos a una fuerte oleada de ventas tanto en deuda pública como corporativa.

A pesar de los daños provocados por estos periodos de perturbación en los rendimientos totales, vale la pena considerar un plazo más amplio para juzgar los beneficios de un enfoque diversificado, con lo que nos referimos a un ciclo de mercado completo.

A lo largo del ciclo, la interacción de los tipos y los diferenciales de crédito cambia constantemente, tal y como se representa a continuación (la dirección de las flechas representa las expectativas de subidas / recortes de los tipos de interés y de ampliación / ajuste de los diferenciales de crédito):

Cuando el ciclo cambia de una fase a otra, los mercados pueden sufrir perturbaciones. Lo hemos visto clarísimamente en 2022; tras recuperarse de la crisis económica provocada por la COVID-19, los mercados están ahora contemplando un periodo de condiciones financieras más restrictivas que debería conducir a fases de desaceleración y recesión inminentes, con posibles recortes de tipos y una mayor ampliación de los diferenciales.

LOS MERCADOS ESTÁN AHORA CONTEMPLANDO UN PERIODO DE CONDICIONES FINANCIERAS MÁS RESTRICTIVAS QUE DEBERÍA CONducIR A FASES DE DESACELERACIÓN Y RECESIÓN INMINENTES

En este entorno, los inversores podrían querer asegurarse de no estar demasiado expuestos a activos de riesgo, que podrían experimentar dificultades si aumentan las primas de riesgo de la renta variable.

Riesgos similares a los de la renta variable

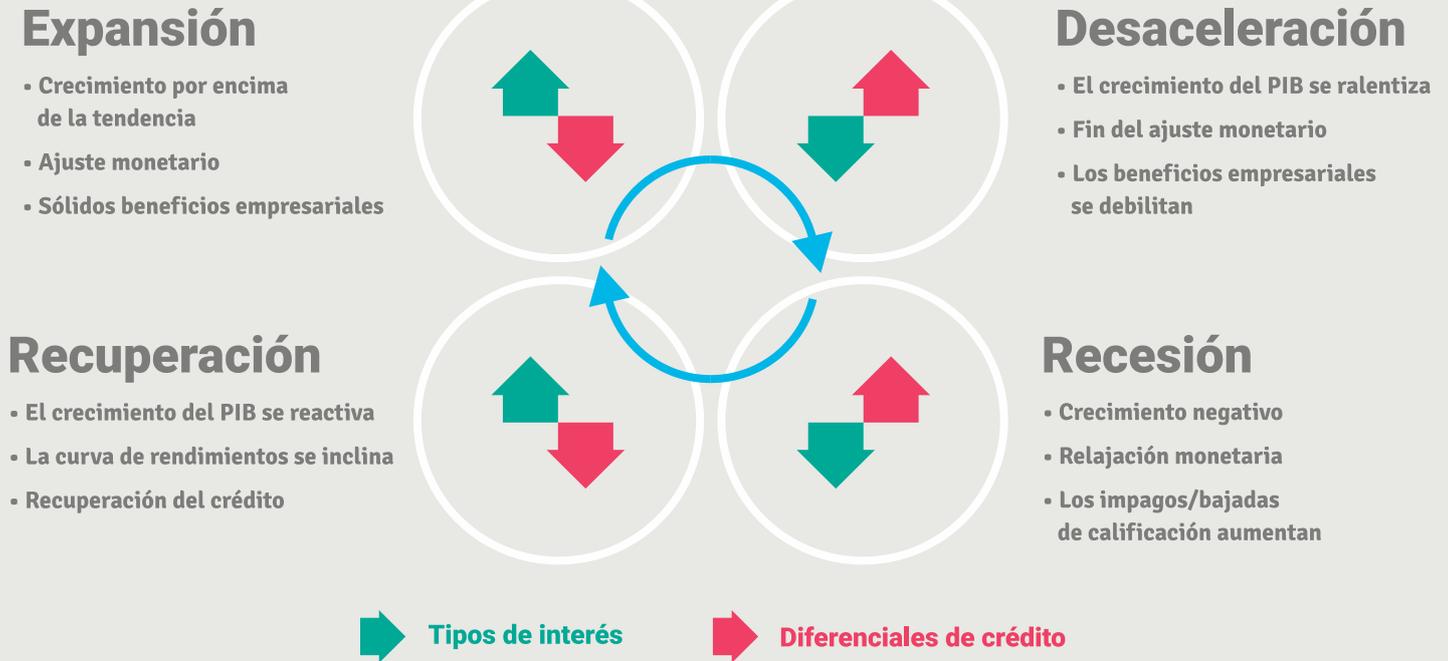
Sin suficiente diversificación en sus carteras, los inversores de renta fija podrían verse expuestos a un riesgo similar al de la renta variable si presentan un sesgo excesivo hacia el crédito y el high yield, lo que conlleva una asignación global multi-activos que ofrece rendimientos sincronizados.

Para destacar este aspecto, la correlación del exceso de rendimientos del high yield estadounidense en comparación con el S&P 500 en un periodo de 20 años es de 0,38, lo que pone de relieve la necesidad de que los inversores sean conscientes de lo que incluyen sus carteras⁴.

³ Fuente: AXA IM, Bloomberg, índice ICE BofA US Treasury, índice ICE BofA US High Yield, a 31/08/2022.

⁴ Fuente: AXA IM, Bloomberg, índice S&P 500 Total Return, índice ICE BofA US High Yield, a 31/08/2022.

Gráfico 2/



Fuente: AXA IM. Exclusivamente a título ilustrativo.

Y, lo que es más importante, estructurar una cartera de renta fija diversificada a largo plazo puede ofrecer a los inversores diferentes motores de rendimiento en diferentes momentos del ciclo. Podría no competir con el high yield durante una fase de expansión económica, o incluso con los bonos del Estado en una recesión, pero a lo largo del ciclo podría ofrecer una rentabilidad ajustada al riesgo más atractiva.

De la pobreza a la riqueza

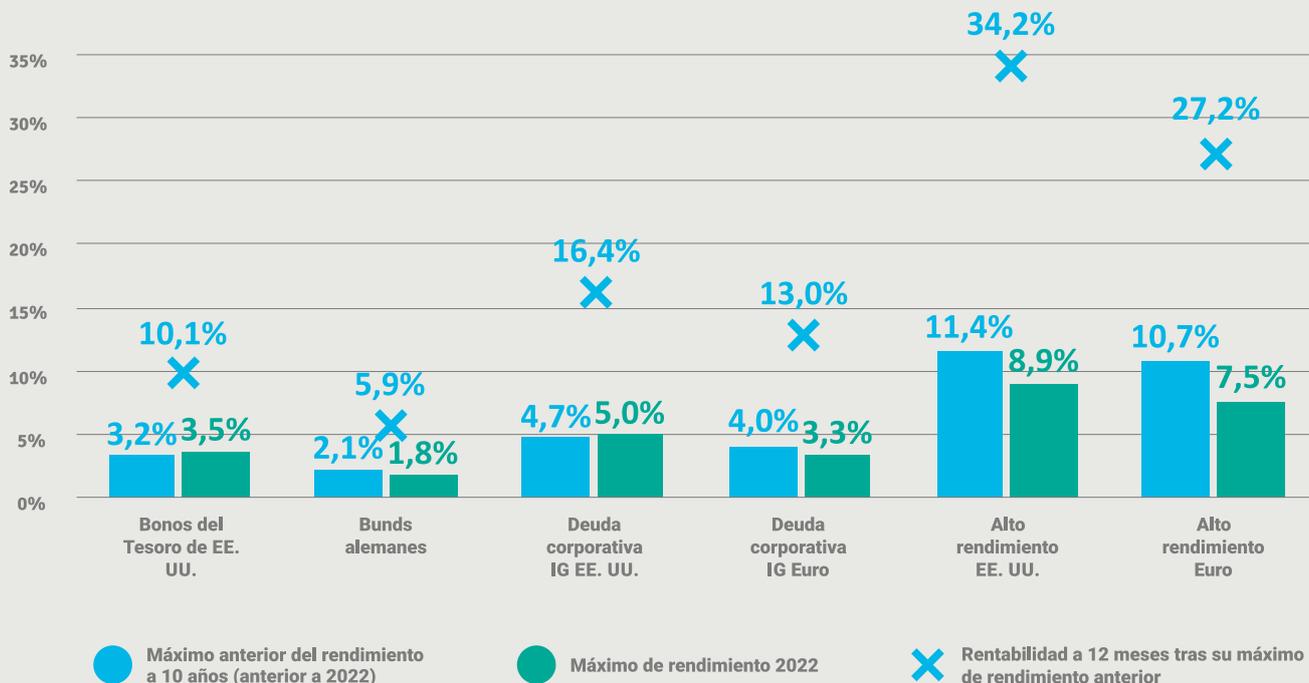
Aunque esperamos que las perspectivas a corto plazo sigan siendo volátiles, no cabe duda de que las previsiones de rentabilidad a medio plazo han mejorado mucho actualmente en todo el espectro de la renta fija global, con más rendimientos y diferenciales disponibles como consecuencia de la actual venta masiva.

Los niveles de rendimiento en la deuda pública core y el alto rendimiento se encuentran en máximos de la última década o en torno a dichos niveles, mientras que el crédito Investment grade, que se ha visto más afectado este año por su sensibilidad tanto a los tipos como a los diferenciales, ahora se perfila muy interesante, ya que el rendimiento de un índice de crédito global supera su máximo de la pandemia de COVID-19 y se sitúa en niveles que no veíamos desde 2009⁵.

Aunque rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras, la historia nos indica que esto puede constituir una base sólida para las perspectivas de rentabilidad de la renta fija. El siguiente gráfico muestra el máximo de rendimiento anterior a 10 años para algunas clases de activos de renta fija antes de 2022 y la rentabilidad total posterior a 12 meses, junto con el máximo de 2022 para cada clase de activo:

⁵ Fuente: Bloomberg, índice ICE BofA Global Corporate, a 31/08/2022.

Gráfico 3/



Fuente: Bloomberg, índice ICE BofA, a 31/08/2022. Las rentabilidades pasadas no son un indicador de resultados futuros.

Aunque la historia no siempre se repite, podríamos estar acercándonos a un punto de entrada interesante para los potenciales inversores en renta fija. Sin embargo, para ofrecer una rentabilidad “similar a la de los bonos”, creemos que un enfoque diversificado sigue siendo vital con vistas a evitar asumir demasiado riesgo injustificado y ofrecer una cobertura potencial dentro de una cartera multi-activos.

Puede ver el artículo en nuestra web:

<https://www.axa-im.es/analisis-y-publicaciones/investment-institute/opiniones-por-clase-de-activo/renta-fija/correlacion-negativa-por-que-los-inversores-no-deben-perder-la-confianza-en-la-renta-fija>

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 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 y/ o sucursales 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).

© 2022 AXA Investment Managers. Todos los derechos reservados



Karin Franceries
Head of OCIO Advisory, Amundi

Crisis de LDI (Liability Driven Investment) en Reino Unido: análisis y lecciones aprendidas para los fondos de pensiones corporativos europeos

Resumen Ejecutivo

- Ante el aumento de las yields con el anuncio del mini-presupuesto acomodaticio del Reino Unido hace algunas semanas, los planes de pensiones sufrieron una crisis de liquidez masiva relacionada con sus estrategias LDI apalancadas. Esto llevó al Banco de Inglaterra a detener temporalmente su Quantitative Tightening.
- Sin embargo, y de forma bastante contraintuitiva, los planes de pensiones nunca han estado mejor posicionados, ya que sus niveles de financiación son más altos que nunca. Este fue un acontecimiento tan grave que sin duda contribuyó al anuncio de la Primera Ministra del Reino Unido, Liz Truss, el lunes 3 de octubre de reconsiderar parcialmente su plan de recortes fiscales.
- Es poco probable que los acontecimientos dramáticos que se produjeron en Reino Unido se repitan exactamente igual en el resto del mundo:
 - > Las inversiones de los fondos de pensiones británicos representan alrededor del 120% del PIB¹, algo que no tiene parangón en otras economías (con la notable excepción de los Países Bajos, que, en cambio, pueden utilizar todo el mercado del euro para sus inversiones) y que lleva a una concentración de la propiedad de los bonos del Estado mucho mayor en el Reino Unido.
 - > Las características de apalancamiento del LDI son exclusivas del Reino Unido: el uso de repos y de estrategias agrupadas con alto apalancamiento no son comunes en el resto del mundo. Los planes de pensiones que invierten en estrategias LDI agrupadas no estaban preparados: tuvieron que encontrar rápidamente activos para satisfacer las demandas de sus gestores LDI que no tienen acceso directo al resto de sus carteras.
 - > La adopción de LDI es la corriente principal de los planes de pensiones del Reino Unido, más que en muchos otros países.

¹ Véase <https://www.oecd.org/finance/private-pensions/pensionmarketsinfofocus.htm>

Sin embargo, todavía hay algunas lecciones que aprender para los fondos de pensiones de todo el mundo:

- a Revisar** sus test de estrés de liquidez
- b Adaptar** la estrategia de apalancamiento al entorno: una mayor volatilidad de los tipos debería conducir a un mayor colchón de liquidez y a unas restricciones de LDI más laxas (por ejemplo, objetivos de apalancamiento más bajos).
- c Tener cuidado** con lo que llamamos líquido: los activos favoritos de la última década no son líquidos y no se puede confiar en ellos a efectos de liquidez. Cuidado con “a qué” se llama LDI: los activos ilíquidos con características de larga duración se han comportado de forma muy diferente en relación con los activos LDI típicos.
- d Prepararse** para encontrar soluciones de liquidez innovadoras: actuar hoy para estar preparado en caso de que necesite cambiar sus activos líquidos por dinero en efectivo, manteniendo al mismo tiempo cierta exposición a los activos de crecimiento.
- e Evaluar** si es el momento de reconsiderar el tamaño de los LDI: el entorno actual podría ser un buen punto de entrada para más estrategias LDI. Con el aumento de los ratios de financiación, las estrategias de deslizamiento recomiendan un aumento de la cobertura del pasivo.

Análisis en Profundidad

1 El círculo vicioso de liquidez y LDI

. Los acontecimientos de septiembre

El 23 de septiembre de 2022, el canciller del Reino Unido, Kwasi Kwarteng, presentó su llamado “mini presupuesto”, que incluía importantes cambios en la política fiscal británica para combatir la inflación y el aumento de los costes energéticos. La adición de recortes fiscales históricos a los grandes paquetes de gasto ya anunciados aumentaría el déficit y crearía importantes necesidades de endeudamiento para el

Reino Unido. Este mini-presupuesto se anunció cuando el Banco de Inglaterra (BoE) estaba endureciendo activamente la política monetaria contra la creciente inflación, subiendo los tipos y empezando a reducir el tamaño de su balance: esto incluía el endurecimiento cuantitativo mediante la venta de gilts acumulados durante el periodo de Quantitative Easing.

Este mini anuncio presupuestario provocó una fuerte reacción del mercado que llevó a la libra esterlina a mínimos históricos frente al dólar durante el fin de semana, mientras que la rentabilidad del Reino Unido a 30 años se disparó del 3,5% al 4,5% a principios de la semana.

Este brusco movimiento obligó al Banco de Inglaterra a intervenir el miércoles 28 de septiembre para estabilizar los tipos de interés del Reino Unido: El BoE anunció un aplazamiento de un mes del calendario de Quantitative Tightening y un paquete de 65.000 millones de libras para intervenir regularmente en el mercado de gilts hasta el 14 de octubre. Un importante giro de 180 grados en el ciclo de endurecimiento. Estos acontecimientos han provocado turbulencias tan graves en los mercados que la Primera Ministra del Reino Unido, Liz Truss, suprimió parcialmente los planes de recortes fiscales del mini-presupuesto el 3 de octubre.

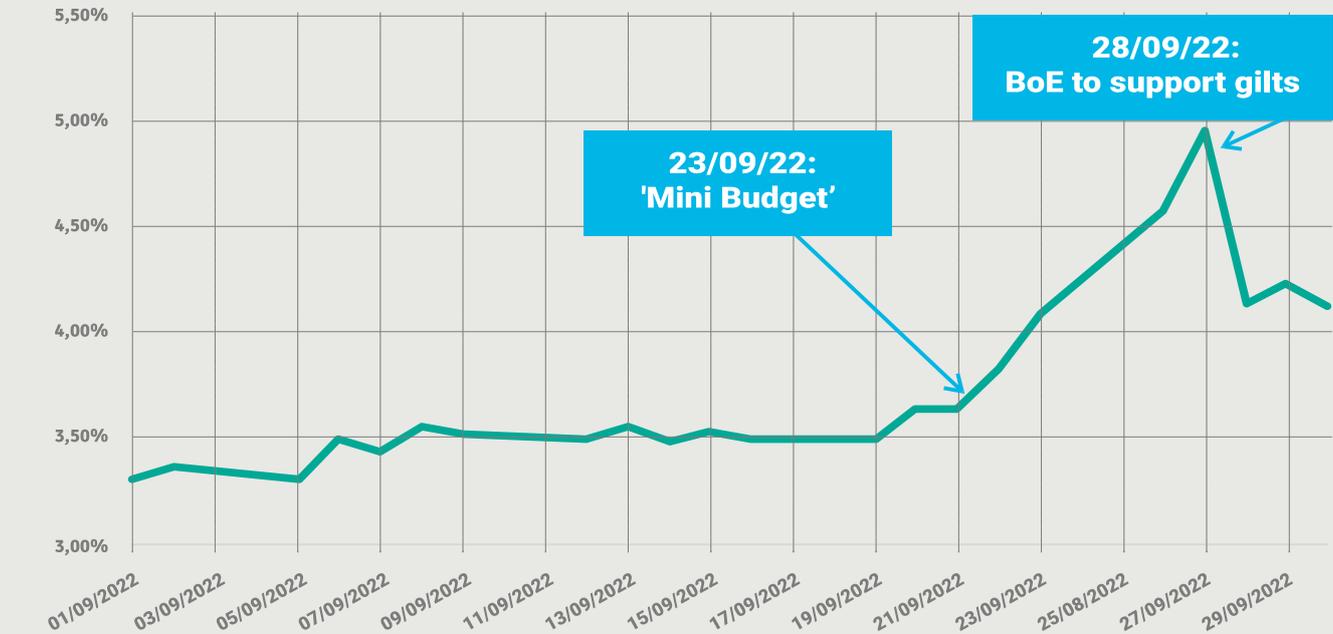
La raíz de esta intervención tenía como objetivo específico ayudar a los Fondos de Pensiones del Reino Unido que se habían visto atrapados en un círculo vicioso durante unos días: cuanto más aumentaban los rendimientos, más tenían los fondos de pensiones que vender rápidamente activos (gilts en particular) para hacer frente a las margin calls de derivados y/o repos, alimentando el propio incremento de yields y perturbando completamente el mercado de gilts.

. Antecedentes del LDI

La principal razón de esta repentina y masiva descarga de activos por parte de los fondos de pensiones del Reino Unido es su exposición a estrategias de inversión basadas en pasivo (“LDI”). Una serie de factores (normativos, contables, de agencias de calificación y

Gráfico 1/

EVOLUCIÓN DE TIPOS GILT A 20 AÑOS DESDE 01/09/22



Fuente: Bloomberg, 30/09/2022

de presión del mercado) han empujado a los planes de pensiones a gestionar mejor sus pasivos: esto ha llevado a triplicar el mercado de LDI en la última década, que ahora representa cerca del 40% del mercado de gestión de activos institucionales en el Reino Unido.

• Mecanismo que sustenta los 3 días de círculo vicioso de sell-off de bonos

Las carteras LDI incorporan un apalancamiento sobre la exposición a los tipos de interés y a la inflación que permite a los fondos de pensiones mantener la exposición a activos de crecimiento y, al mismo tiempo, cubrir su riesgo de pasivo: en momentos de extrema crisis de liquidez, pueden tener que vender activos de crecimiento cuando los tipos suben. Al tratarse de una estrategia apalancada, las carteras LDI están sujetas a normas y reglamentos precisos, como la constitución de garantías y el control del apalancamiento. El incumplimiento de una de estas

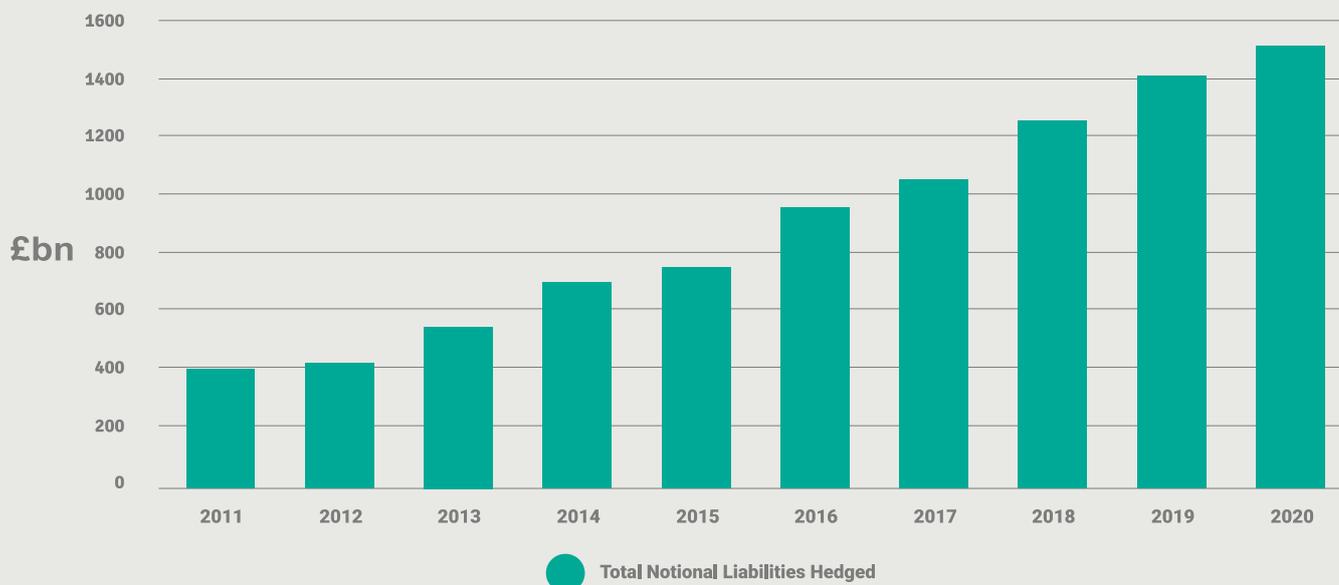
obligaciones no supondría una quiebra real del fondo de pensiones, sino el cese inmediato de sus instrumentos de cobertura de pasivos.

A medida que las yields subían (y los precios de los gilts bajaban), los gestores de fondos de pensiones y LDI empezaron a vender sus activos líquidos al por mayor para poder:

- acceder a la tesorería y hacer frente a los importantes margin calls de sus derivados (como los fondos de pensiones cubren el riesgo de tipo de interés de sus pasivos, experimentan una pérdida en el mark to market de su exposición a derivados cuando los tipos suben)
- reducir el apalancamiento de las carteras de LDI (al bajar los precios de los activos, el apalancamiento había aumentado mecánicamente). En particular, los vehículos de LDI agrupados estuvieron probablemente entre los primeros vendedores forzados, ya que suelen tener un mayor apalancamiento y un acceso más lento al efectivo (ya que necesitan coordinar a sus titulares)

Gráfico 2/

VALOR NOCIONAL DE LDI (2011-2020)



Fuente: <https://www.theia.org/sites/default/files/2021-09/IMS%20report%202021.pdf>

Un factor agravante del mercado británico es que los fondos de pensiones son los mayores tenedores de gilts, a la par que el Fondo de Compra de Activos del Banco de Inglaterra: poseen alrededor del 30% del importe total de gilts en emisión. La venta simultánea de sus posiciones tuvo un enorme impacto en los precios de los bonos, lo que a su vez reforzó la necesidad de constituir garantías de los fondos de pensiones. Este círculo vicioso se materializó durante la histórica perturbación del mercado y la venta masiva en el mercado de gilts y linkers.

• A pesar de este bache “técnico”, los planes de pensiones van bien

Hay que señalar que este acontecimiento “técnico” no ha puesto en peligro la solvencia de los fondos de pensiones, al menos a corto plazo. Un aumento de los tipos significa que el valor de los pasivos se reduce. Al sufrir las estrategias de LDI, los pasivos que cubrían

se redujeron al menos en la misma medida. Esto significa que la solvencia de los planes de pensiones no se ha deteriorado la semana pasada.

En realidad, puede ser lo contrario: Los planes de pensiones británicos suelen “infra-cubrir” sus riesgos de pasivo. El aumento constante de los rendimientos en los últimos meses ha mejorado significativamente su ratio de financiación a pesar de las dificultades de los mercados de renta variable: Los datos del Fondo de Protección de Pensiones del Reino Unido muestran que el ratio de financiación de los fondos de pensiones británicos aumentó del 118,2% a finales de julio de 2022 al 125,1% a finales de agosto.

Gráfico 3/

POSICIÓN DE FINANCIACIÓN AGREGADA HISTÓRICA Y RATIO DE FINANCIACIÓN DE LOS REGÍMENES DEL UNIVERSO PPF



Fuente: <https://www.ppf.co.uk/ppf-7800-index#:~:text=The%20funding%20ratio%20increased%20from,2022%20to%20125.1%20per%20cent.>

2 Lecciones aprendidas

Es poco probable que los acontecimientos ocurridos en el Reino Unido se repitan exactamente igual en el resto del mundo:

- La concentración de la propiedad de los bonos del Estado es mucho mayor en el Reino Unido
- Las características de apalancamiento de la LDI son únicas en el Reino Unido: el uso de repos y de estrategias agrupadas con alto apalancamiento no son comunes en el resto del mundo
- La adopción de LDI es la corriente principal de los planes de pensiones del Reino Unido, más que en muchos otros países

Dicho esto, todavía hay algunas lecciones que aprender para los fondos de pensiones de todo el mundo. A continuación, identificamos cuatro lecciones importantes.

> Lección 1 Los colaterales y el apalancamiento deben ajustarse en un entorno volátil

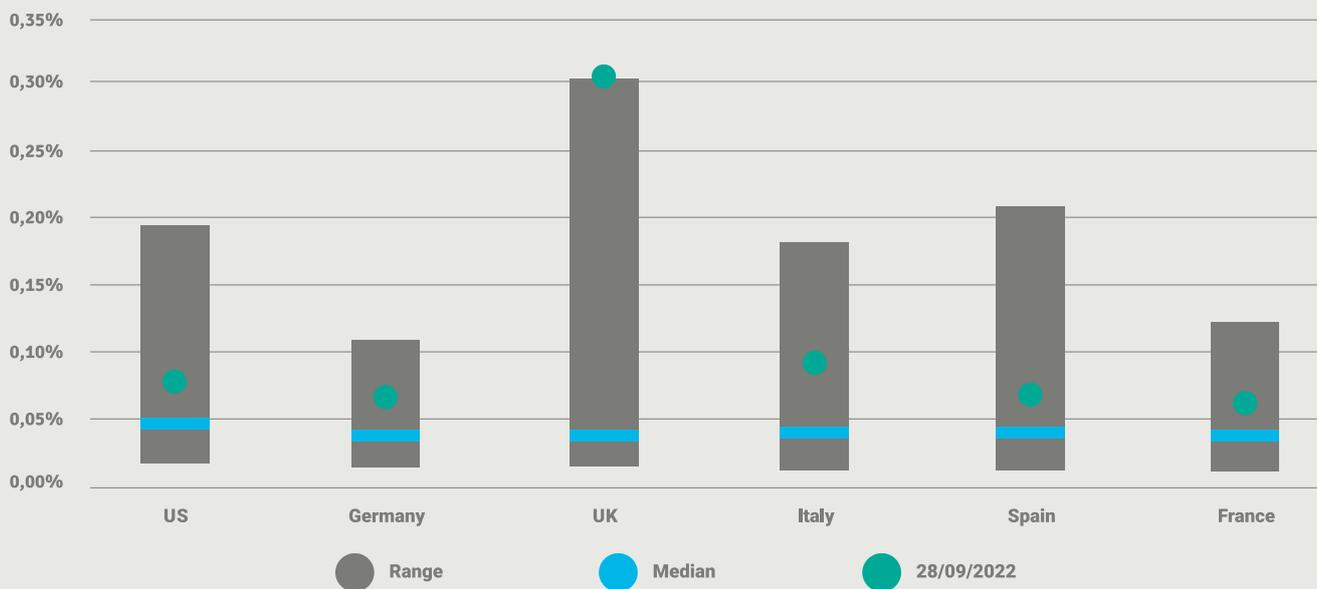
Volatilidad de los tipos: no es sólo una historia del Reino Unido

El contexto macroeconómico presenta serios vientos en contra. Los bancos centrales de todos los países desarrollados están aplicando un rápido endurecimiento cuantitativo para evitar que la inflación se afiance en las expectativas.

Al mismo tiempo, los gobiernos están prometiendo enormes paquetes fiscales para proteger a los consumidores de la crisis de poder adquisitivo y a las empresas del aumento de los costes de la energía (Alemania ha anunciado un paquete de ayudas a la energía de 200.000 millones de euros).

Gráfico 4/

RANGOS DE VOLATILIDAD DIARIA DE LOS YIELDS DE LOS GOBIERNOS A 30 AÑOS



Fuente: Amundi Asset Management, Bloomberg

Notas: La volatilidad diaria de las variaciones de los tipos de interés se calcula de forma continua asumiendo una ventana de 20 días. La muestra abarca desde el 1 de octubre de 2002 hasta el 28 de septiembre de 2022.

La reciente historia del Reino Unido demuestra que estas dos políticas pueden perjudicarse mutuamente. De hecho, los gobiernos se enfrentarán a desafíos para financiar sus paquetes de ayuda en un contexto en el que los Bancos Centrales, comprometidos con su mandato de estabilidad de precios, están inevitablemente secando la liquidez en los mercados de bonos al deshacerse de deuda en su balance.

La alta volatilidad en los mercados financieros está aquí para quedarse durante los próximos 12 meses. En el siguiente gráfico se puede ver que la volatilidad de los tipos a 30 años está muy por encima de los niveles medios históricos, con fuertes repercusiones: un movimiento del 1% en los tipos a 30 años tendrá un impacto en el precio de los bonos del 20-30%. Un impacto del 2% reducirá los precios de los bonos en aproximadamente el doble.

Gestión dinámica de la liquidez cuando la volatilidad de los tipos es alta

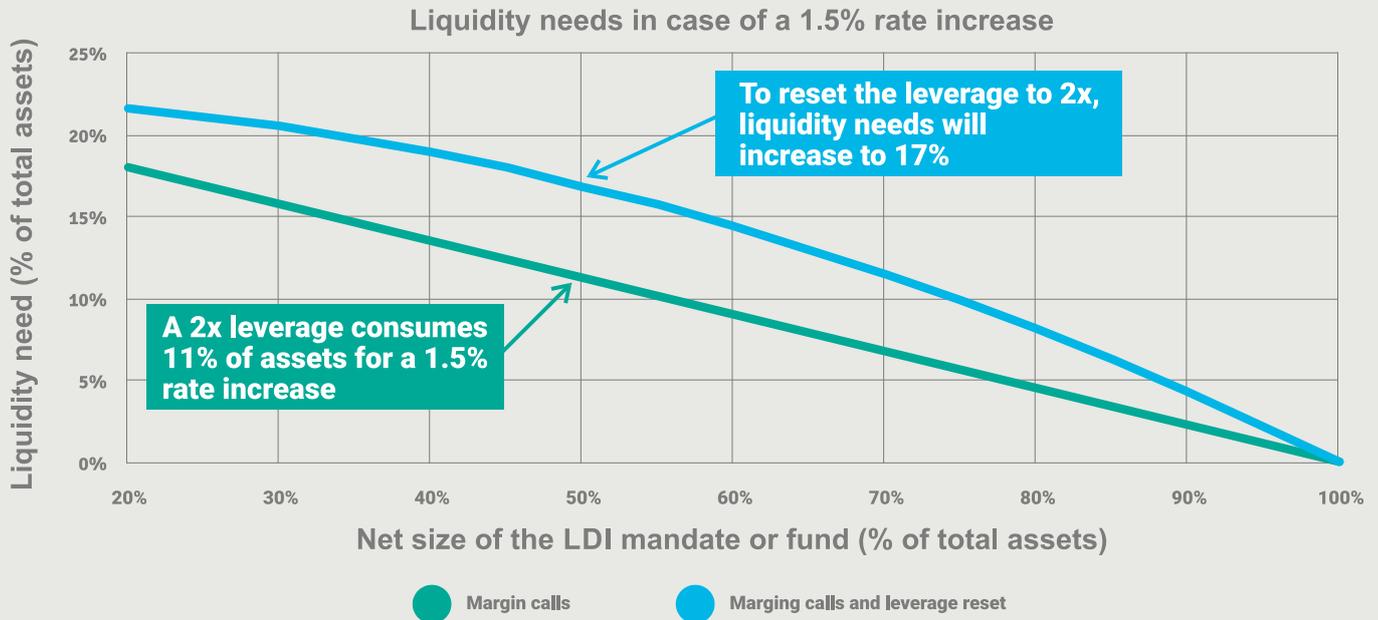
Estos acontecimientos ponen de relieve la importancia de la gestión de la liquidez cuando se utilizan estrategias de LDI apalancadas. Los fondos de pensiones suelen mantener un colchón de liquidez para absorber las margin calls² y mantener su apalancamiento en el nivel deseado:

Para ilustrar esto, tomemos el ejemplo de un plan de pensiones típico con pasivos de 15 años de duración y un ratio de financiación del 100%. Supongamos que este plan de pensiones cubre el 100% del riesgo de tipo de interés de sus pasivos: si la estrategia LDI consume el 50% de los activos, el apalancamiento se establece en 2x. **El gráfico siguiente muestra que un fondo de**

² La cantidad de efectivo necesaria para absorber las margin calls puede aproximarse mediante: margin call = Tamaño del mandato LDI * (apalancamiento - 1) * duración * aumento del tipo de interés

Gráfico 5/

NECESIDADES DE LIQUIDEZ EN CASO DE UNA SUBIDA DE TIPOS DEL 1,5% PARA UN PLAN DE PENSIONES TÍPICO



Fuente: Amundi 30/09/2022. Asumiendo un ratio de financiación del 100%, una cobertura de tipos de interés del 100% del pasivo y un pasivo con una duración de 15 años.

pensiones de este tipo tendría que liquidar el 17% de sus activos en caso de una subida de tipos del 1,5%, como ocurrió en Reino Unido.

Este amortiguador aumenta con el apalancamiento. En Reino Unido, algunas estrategias LDI pueden tener un apalancamiento de 5x. En este caso, la liquidez necesaria podría ser tan grande como el tamaño de los activos invertidos en la estrategia LDI antes del movimiento de los tipos.

Hemos visto que las necesidades de liquidez son un impacto directo del movimiento de los tipos de interés. Por lo tanto, el dimensionamiento del colchón de liquidez requiere una calibración del escenario de estrés de los tipos de interés. Según el gráfico 6, la volatilidad de los rendimientos a 30 años en el Reino Unido, del 0,30%, es casi ocho veces superior a su nivel medio (0,04%).

Aunque menos aguda, la situación es similar en el resto de Europa: la volatilidad actual está entre 1,5 y 2,25 veces su nivel medio histórico. Por tanto, cabría esperar que los fondos de pensiones con una estrategia LDI calibrada para un nivel de volatilidad medio ajustarían su liquidez y apalancamiento para reflejar el entorno actual. Los fondos de pensiones podrían encontrarse con que unas estrictas limitaciones de su estrategia LDI en relación con sus pasivos podrían ampliarse: en un entorno altamente volátil, los incumplimientos son más probables. Resolverlos implicará una negociación frecuente y costosa. Podría ser más prudente relajar las restricciones hasta que los mercados se enfríen

Gráfico 6/

VOLATILIDAD DE YIELD A 30 AÑOS A 28/09/22

30-Year Nominal Yield Daily Volatility

	Last	Percentile	Minimum	Median	Maximum
US	0.08%	92%	0.02%	0.05%	0.19%
Germany	0.06%	91%	0.01%	0.04%	0.11%
UK	0.30%	100%	0.02%	0.04%	0.30%
Italy	0.09%	94%	0.01%	0.04%	0.18%
Spain	0.07%	84%	0.01%	0.04%	0.20%
France	0.06%	91%	0.01%	0.03%	0.12%

Fuente: Amundi Asset Management, Bloomberg

Notas: La volatilidad diaria de las variaciones de los tipos de interés se calcula de forma continua asumiendo una ventana de 20 días. La muestra abarca desde el 1 de octubre de 2002 hasta el 28 de septiembre de 2022.

> Lección 2 Cuidado con qué se considera líquido, cuidado con lo que se llama LDI

Como en la mayoría de las crisis de mercado y como en el Reino Unido en los últimos días, la liquidez es una preocupación para muchos inversores de pensiones. Ante la extrema volatilidad de los yields en Reino Unido, los fondos de pensiones británicos buscaban liquidez a corto plazo para mantener sus coberturas, a menudo apalancadas, sobre inflación y tipos. En particular, tenían que restablecer el valor de las garantías y hacer frente a los márgenes de variación adicionales de los swaps de forma inmediata.

En esta situación tan sensible al tiempo, los fondos de pensiones se encontraron en una venta forzada de activos y sufrieron la baja liquidez en su base de activos. Lo que destaca en esta ocasión es que incluso los gilts británicos experimentaron un deterioro de la liquidez debido al impacto masivo en el mercado del fuerte aumento de yields y al tamaño puro de los activos LDI británicos.

Algunos esquemas con una gran asignación de cobertura de pasivos tuvieron que vender activos de crecimiento en lugar de activos de cobertura de pasivos. En particular, **las clases de activos preferidas por todo el mundo en la última década**, como el crédito privado, las infraestructuras y el capital privado, no eran líquidas. Evidentemente, no podían servir de garantía en el fragor de estos días; además, como su valor no es fácil de valorar a precios de mercado, es probable que no hayan sufrido tanto como los activos de LDI o de renta variable. Por lo tanto, **es probable que su peso en la asignación sea ahora mucho mayor de lo deseado, provocando problemas de reequilibrio.**

Varios gestores inmobiliarios han tenido que limitar las retiradas de los de los inversores en Reino Unido ante el gran número de solicitudes de reembolso recibidas. Algunos de estos activos (como la deuda privada o de infraestructuras) se consideraron parte de los activos de cobertura de pasivo. Esto podría ser cuestionado dado su diferente comportamiento en relación con los activos LDI

De cara al futuro, la lección aprendida para los esquemas de pensiones de la UE es que **la liquidez puede pasar a primer plano de forma repentina e imprevisible.** Las pensiones de la UE también pueden aprender del Reino

Unido que si las estrategias ilíquidas no son obviamente una buena fuente de cash, otras clases de activos supuestamente líquidas como los bonos del tesoro -en este caso los gilts- pueden mostrar una baja liquidez cuando más se necesita debido al impacto del mercado.

> Lección 3

Hay que estar preparado para encontrar soluciones de liquidez innovadoras

En caso de que el colchón de efectivo sea insuficiente para satisfacer las margin calls, un fondo de pensiones puede extraer cash adicional de los activos de crecimiento. La venta de estos activos suele implicar el sacrificio de los rendimientos esperados del fondo de pensiones. No obstante, para obtener liquidez sin perder exposición a los activos growth, el fondo de pensiones puede:

- Sustituir las inversiones en renta variable por contratos de futuros. Esto es especialmente eficaz en el caso de los fondos de renta variable pasivos, y puede hacerse muy rápidamente una vez que el fondo de pensiones haya establecido el acceso a los mercados de futuros.
- Realizar una operación de recompra de algunos de los activos del fondo de pensiones con un banco, con el fin de obtener efectivo como colateral. Dependiendo de la naturaleza de los activos, la negociación del contrato puede ser larga, y debe prepararse de antemano.

> Lección 4

¿Ha llegado el momento de reconsiderar el tamaño de los LDI?

El 30 de septiembre de 2022, IPE preguntó “¿Adiós, LDI?”³. En efecto, cuando los inversores en pensiones de la UE observan la tensa situación de sus homólogos británicos, pueden asustarse por la elevada volatilidad. Sin embargo, es aconsejable mantener la cabeza fría. El reciente cambio de régimen de los tipos no sólo aumentó la volatilidad, sino que también mejoró considerablemente los coeficientes de financiación.

³ <https://www.ipe.com/news/analysis-goodbye-ldi-too-early-to-say/10062488.article>

Como la mayoría de las pensiones de la UE estaban cortas en duración frente a sus pasivos, el impacto de los tipos en el mercado ayudó a superar el rendimiento de los pasivos en una medida muy superior a la que podrían tener los activos de crecimiento común.

Por lo tanto, los mejores ratios de financiación en los niveles actuales de tipos y diferenciales pueden mostrar una interesante oportunidad para revisar la división entre LDI y activos de crecimiento. Al margen de las turbulencias actuales, los fondos de pensiones pueden aprovechar el cambio en el entorno de mercado para reducir riesgo en su estrategia de pensiones desde un punto de vista estratégico.

DISCLAIMER

Documento con fines únicamente informativos. El presente documento no constituye una oferta de venta, una solicitud de oferta de compra ni una recomendación de ningún valor ni de ningún otro producto o servicio. Los valores, productos o servicios a los que se hace referencia pueden no estar registrados para su venta ante la autoridad competente en su jurisdicción y no estar regulados o supervisados por ninguna autoridad gubernamental o similar en su jurisdicción. La información contenida en este documento sólo puede ser utilizada para su uso interno, no puede ser reproducida o redistribuida en ninguna forma y no puede ser utilizada como base o componente de ningún instrumento o producto financiero o índice. Además, nada de lo contenido en este documento pretende ofrecer asesoramiento fiscal, jurídico o de inversión.

Salvo que se indique lo contrario, toda la información contenida en este documento procede de Amundi Asset Management S.A.S. y es a fecha de octubre 2022. La diversificación no garantiza un beneficio ni protege contra una pérdida. Este documento se proporciona “tal cual” y el usuario de esta información. El usuario de esta información asume todo el riesgo de cualquier uso que se haga de ella. Los datos y análisis históricos no deben tomarse como indicación o garantía de ningún análisis, previsión o predicción de rendimiento futuro. Las opiniones expresadas en relación con las tendencias económicas y de mercado son las del autor y no necesariamente las de Amundi Asset Management S.A.S., y están sujetas a cambios en cualquier momento en función de las condiciones de mercado y de otro tipo, y no puede garantizarse que los países, mercados o sectores se comporten como se espera. Estas opiniones no deben ser consideradas como un consejo de inversión, una recomendación de valores o una indicación de negociación para cualquier producto de Amundi. La inversión implica riesgos, incluidos los riesgos de mercado, políticos, de liquidez y de divisas. En ningún caso Amundi será responsable de ningún daño directo, indirecto, especial, incidental, punitivo, consecuente (incluido, sin limitación, el lucro cesante) o de cualquier otro tipo debido a su uso.

Documento emitido por Amundi Asset Management, “société par actions simplifiée” - SAS con un capital de 1 143 615 555 euros - Gestor de carteras regulado por la AMF con el número GP04000036 - Sede social: 91-93 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 PARTNERS

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

* Debido a operaciones corporativas la tasa de respuesta del panel en esta ocasión no fue del 100% por lo que a efectos comparativos entre este periodo y los anteriores puede haber ligeras divergencias.

REALIZADO



PATROCINADO



RESULTADOS

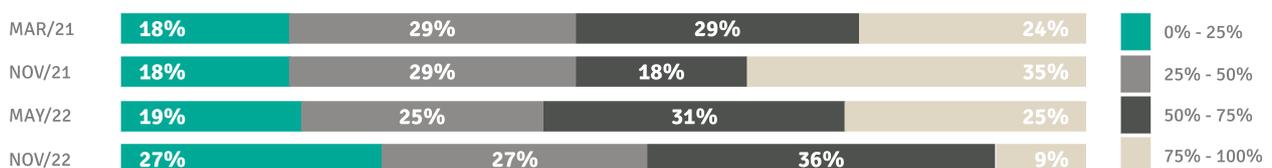
1. Pertenece a un grupo bancario



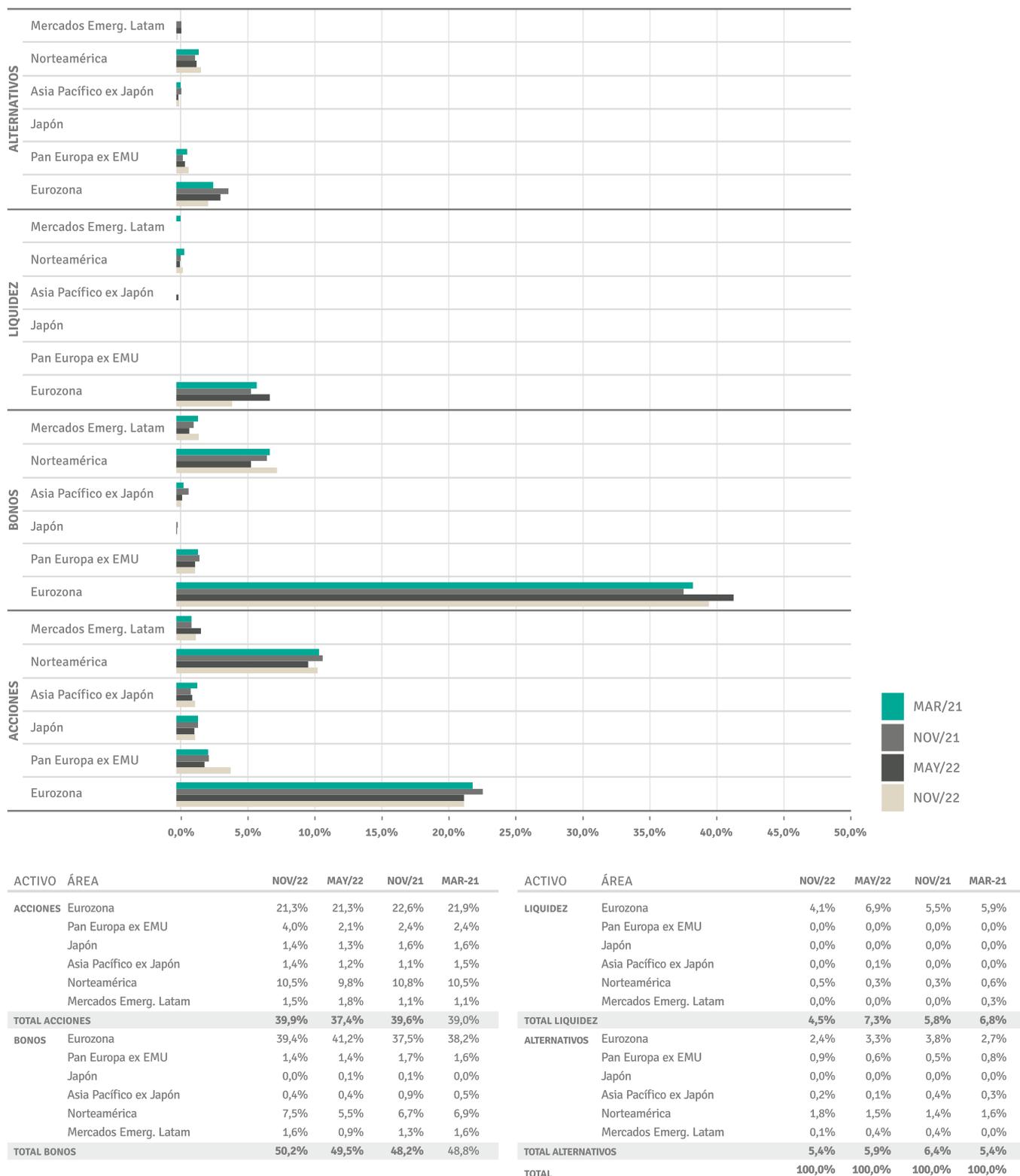
2. Activos bajo gestión (en millones de euros)



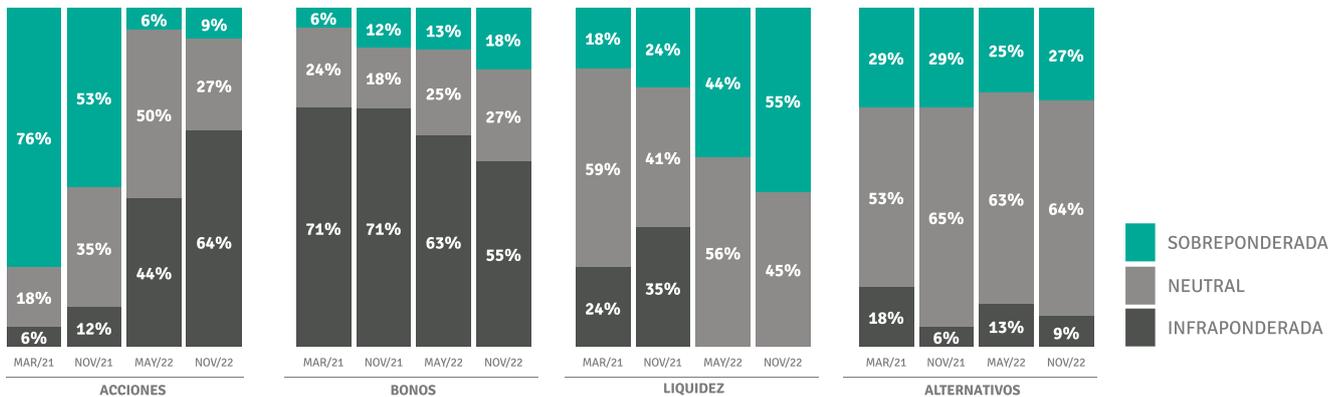
3. División entre individual del total (individual más empresas más asociado)



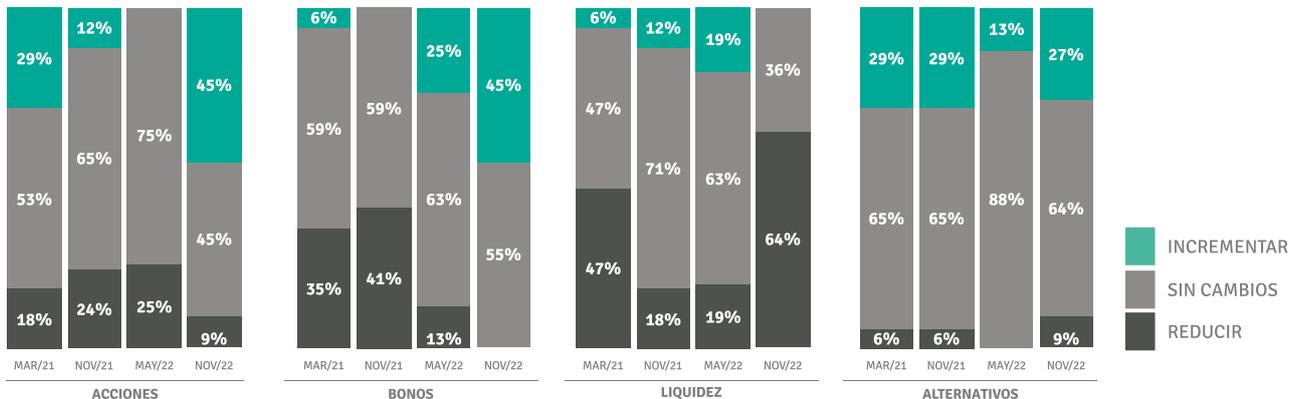
4. En referencia a su cartera equilibrada global, por favor indique para los siguientes tipos de activo la asignación agregada actual (en porcentaje) desglosada para cada una de las áreas geográficas listadas



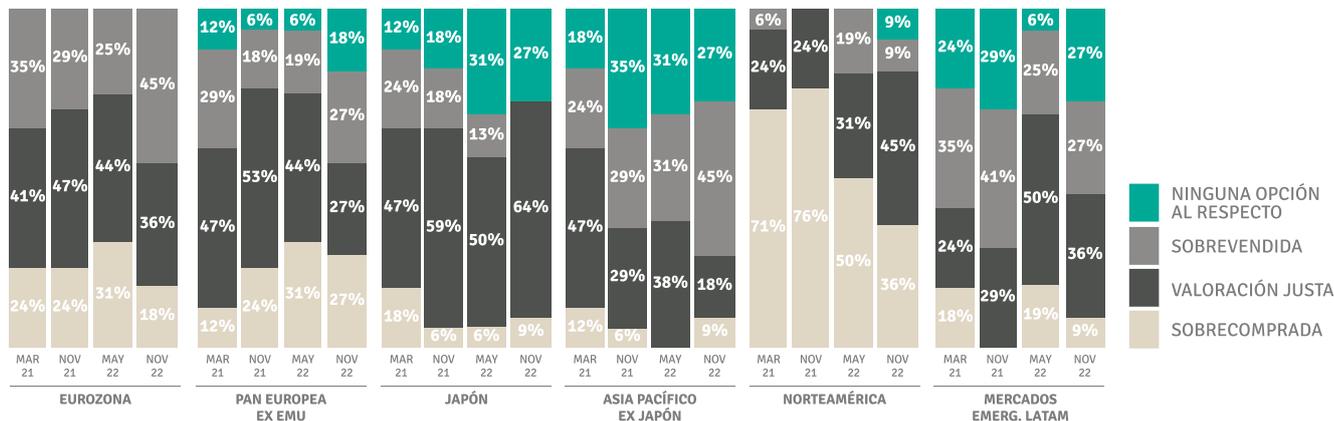
5. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si la exposición de su portafolio esta infraponderada, neutral, o sobreponderada en relación a su benchmark interna



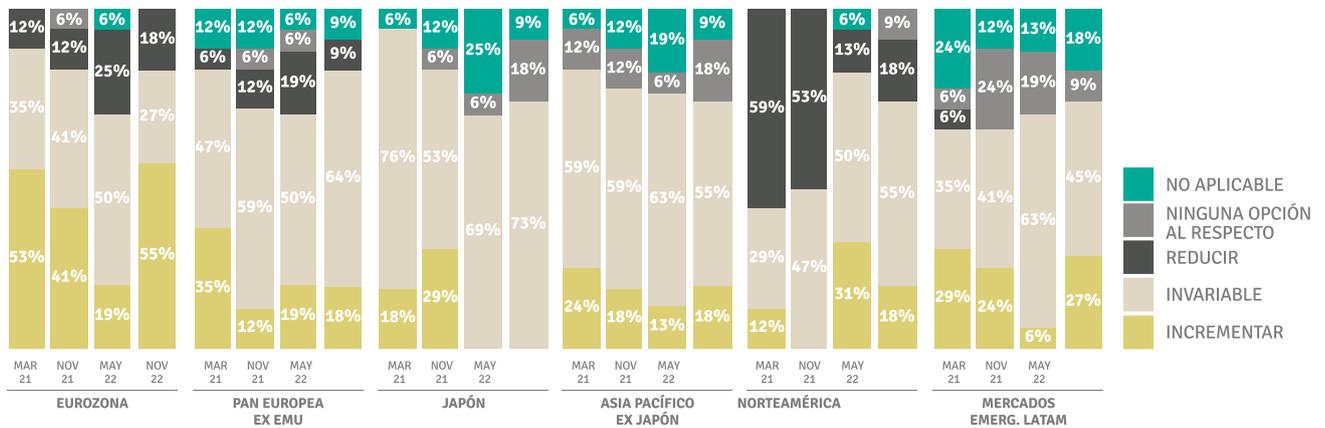
6. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si piensa incrementar, reducir, o dejar sin cambios la exposición de su cartera o portafolio en los próximos tres meses



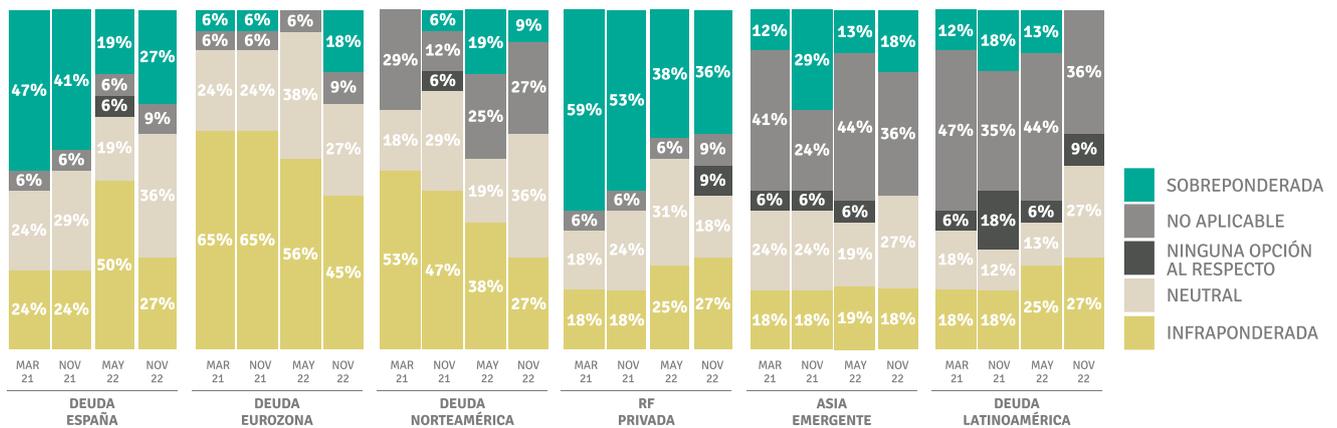
7. Con una óptica de valoración a corto plazo, ¿considera que la renta variable en las siguientes áreas geográficas esta “sobrecomprada”, “sobrevendida”, o refleja una valoración justa?



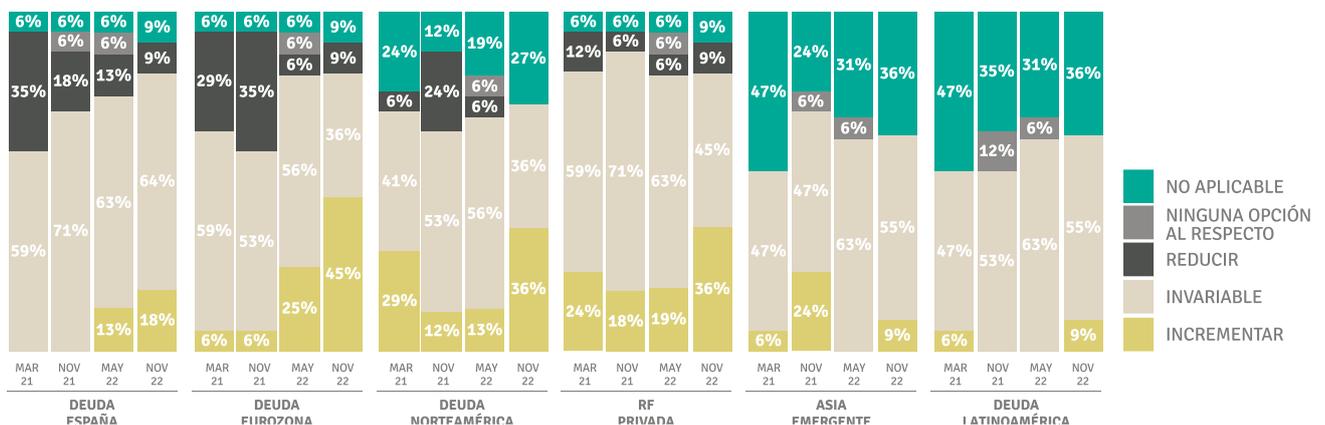
8. Por favor indique para cuál de los siguientes mercados de renta variable es deseable que la exposición de la cartera sea incrementada, reducida, o mantenida sin cambios en los próximos tres meses



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



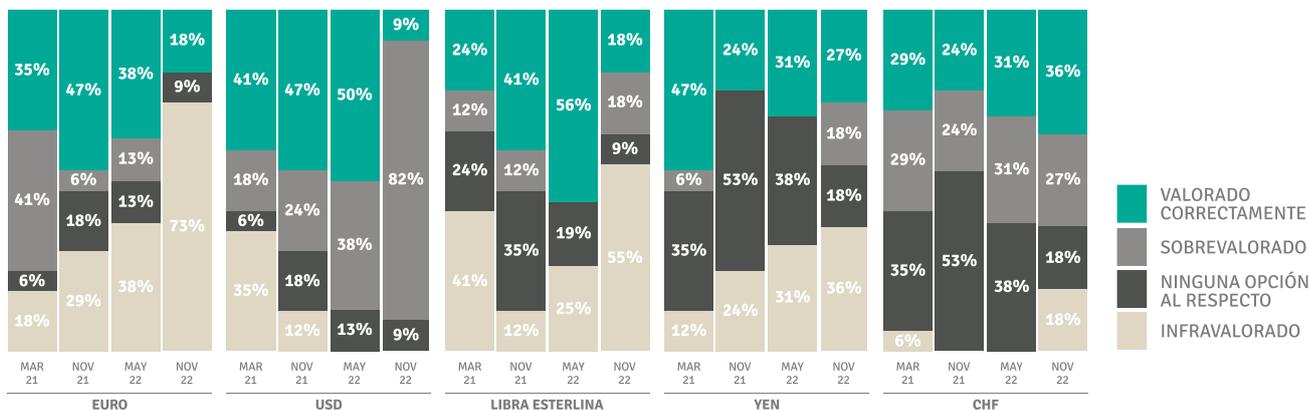
10. Por favor indique para cada una de las siguientes clasificaciones de bonos si tiene la intención de incrementar, reducir, o mantener sin cambios la exposición de su cartera en los próximos tres meses



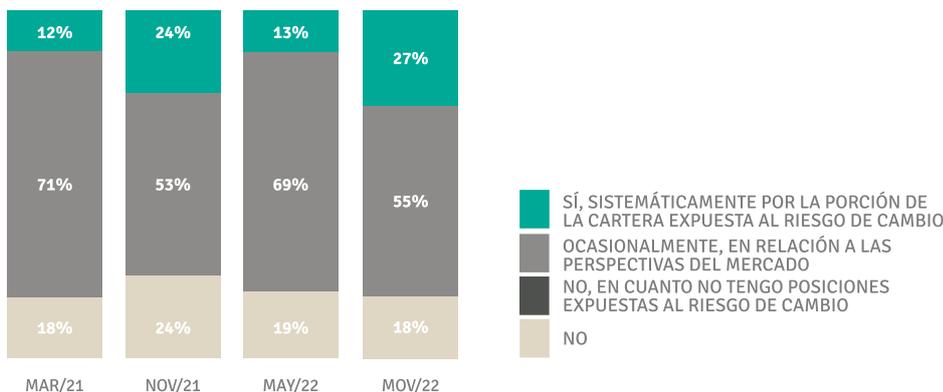
11. Con una óptica de inversión global, ¿cómo de probable piensa que es que los bonos tengan mejores retornos que la renta variable en los doce próximos meses?



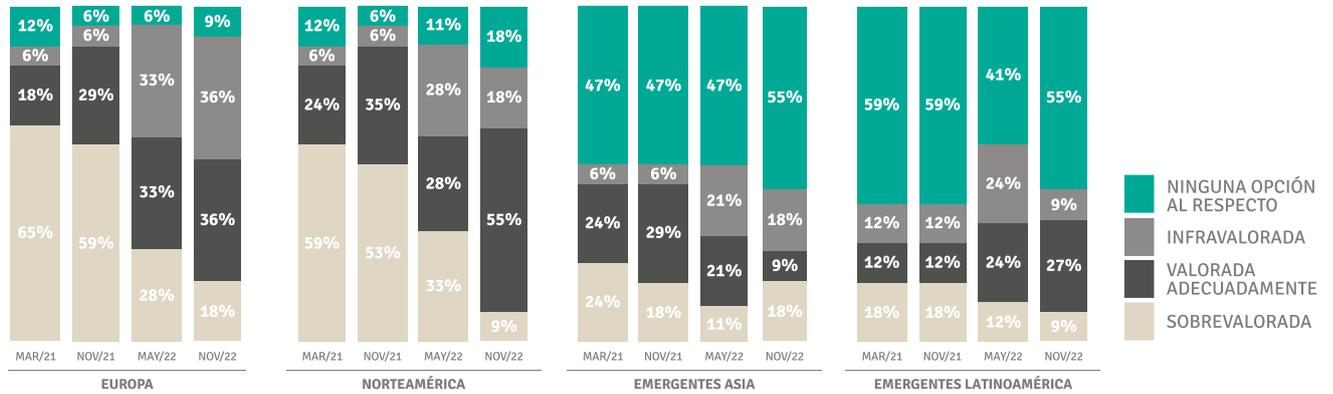
12. Según los fundamentales actuales del mercado y con una perspectiva de valoración global, ¿piensa que cada una de las siguientes monedas esta sobrevalorada, justamente valorada o infravalorada?



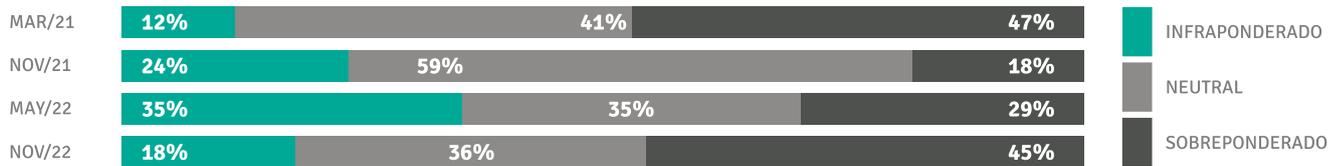
13. ¿Hace uso de estrategias para cubrir su cartera de gestión global contra el riesgo de tipo de cambio?



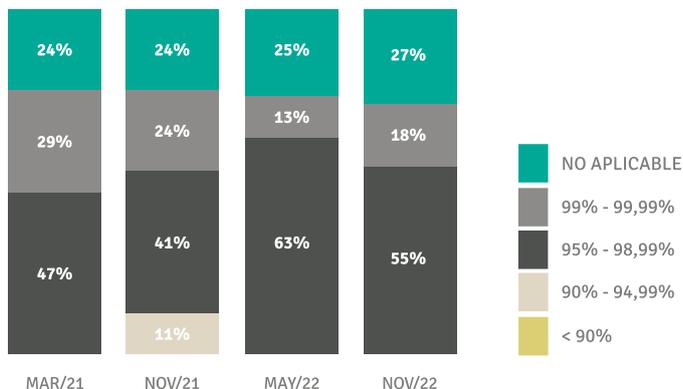
14. Para cada una de las siguientes áreas geográficas, piensa que la valoración relativa (en términos de “spread” o diferencial) de la renta fija privada con respecto a la deuda pública esta actualmente:



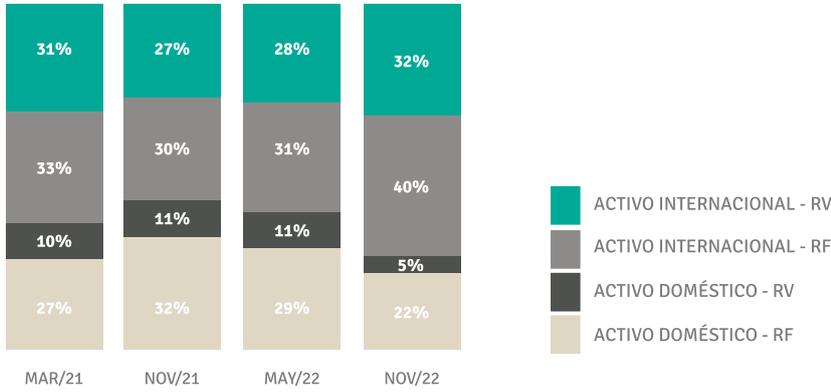
15. Por favor indique si sus activos invertidos en liquidez están sobreponderados, neutrales, o infraponderados en relación a su benchmark interno.



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).

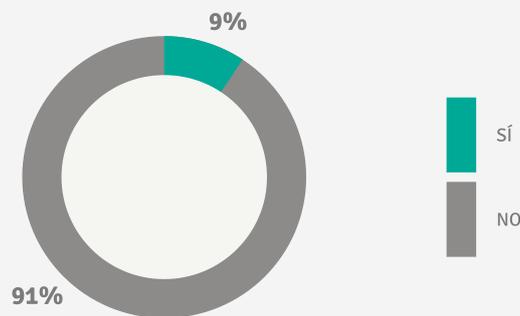


18. Por favor indique si en los próximos tres meses piensa incrementar, reducir o mantener invariable su exposición a activos domésticos.

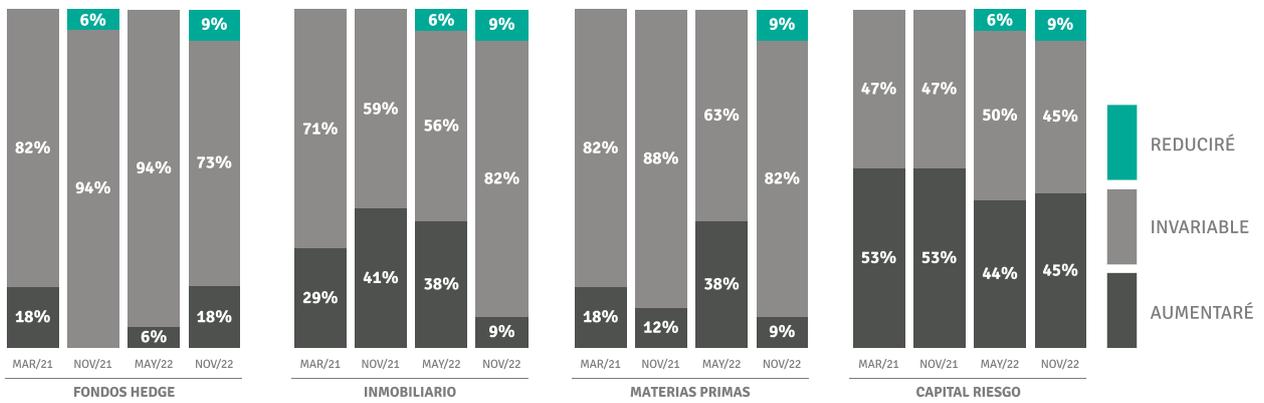


PREGUNTA DEL SEMESTRE

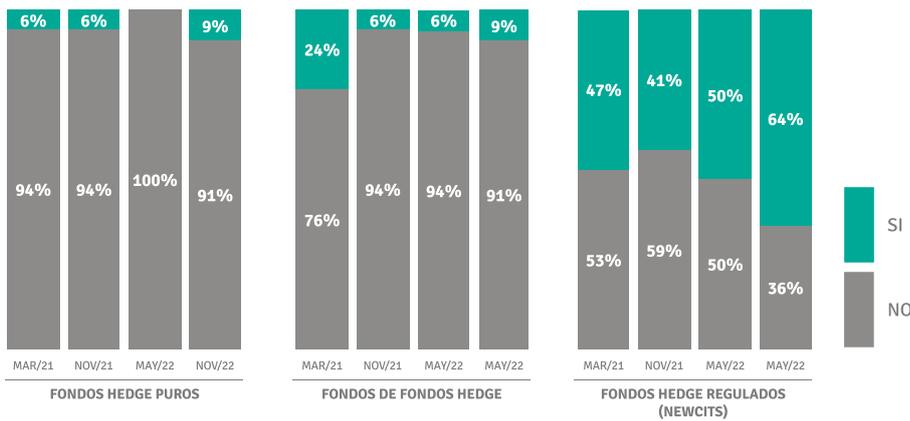
[1] En este entorno macro de subidas de tipos de interés, ¿crees que el Growth va a seguir haciéndolo mejor que el Value?



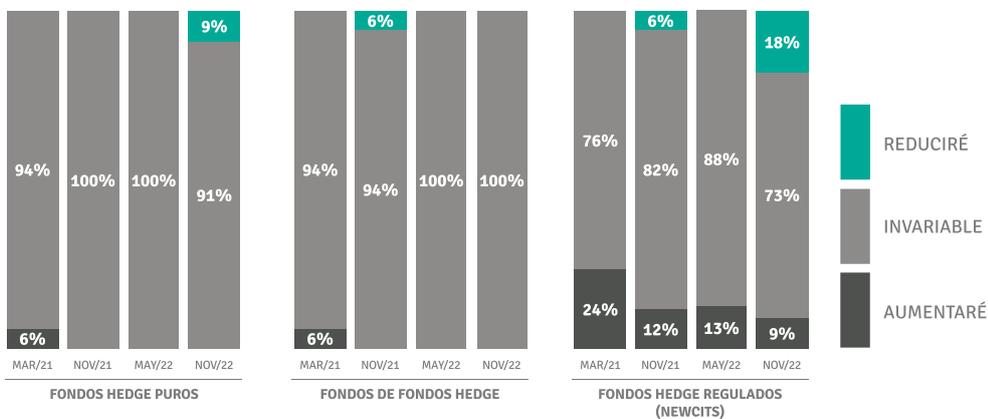
20. A un año vista piensa que aumentará o reducirá su inversión en activos alternativos.



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?



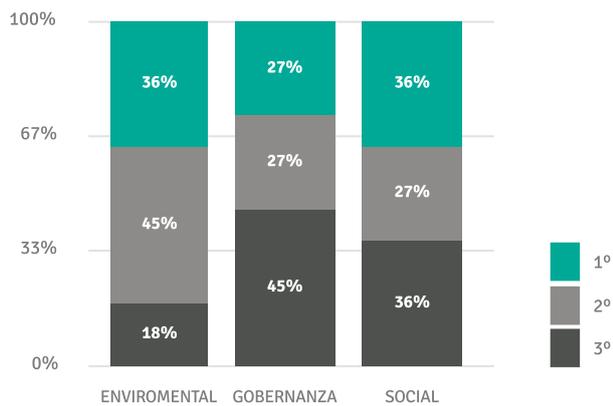
24. ¿Cree que aumentará su exposición a productos estructurados en los próximos doce meses?



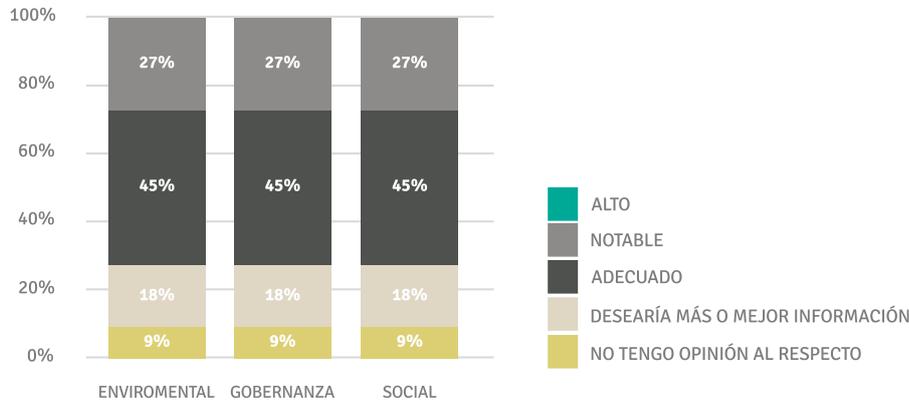
25. ¿Usa derivados OTC en sus fondos gestionados con objeto de inversión?



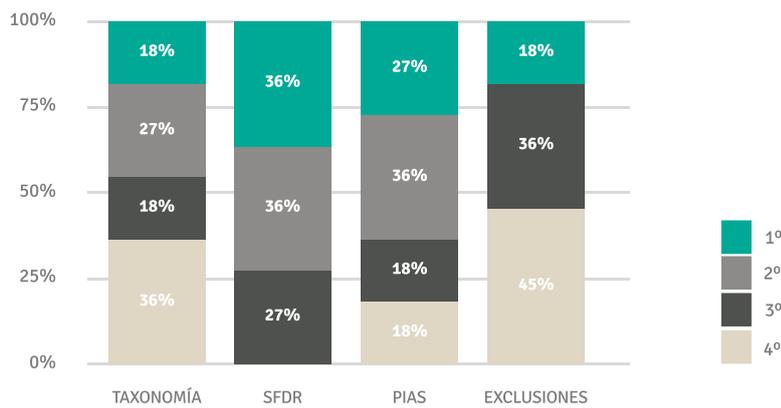
26. Indique por orden de importancia que le da a cada componente de E-S-G en su estrategia de inversión, siendo 1 el más importante.



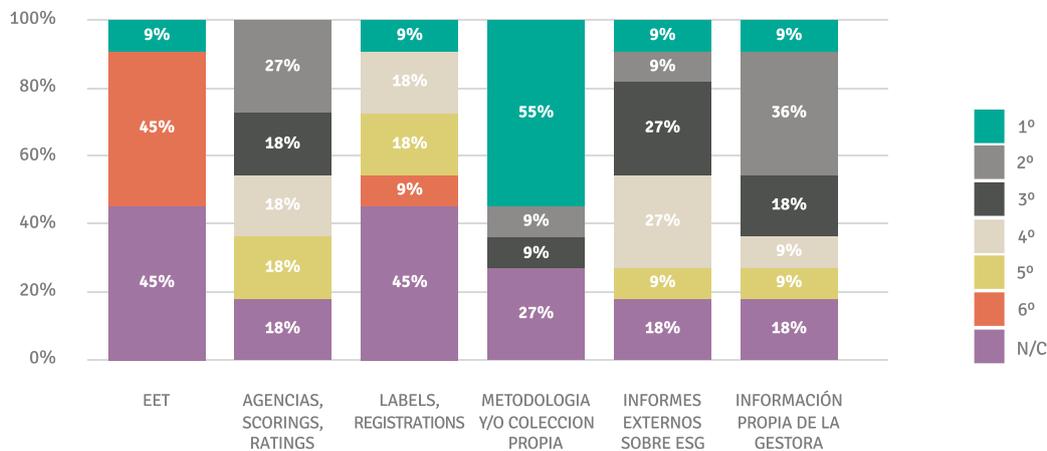
27. Actualmente y con la información disponible, ¿qué grado de satisfacción tiene en su análisis de cada componente de ESG?



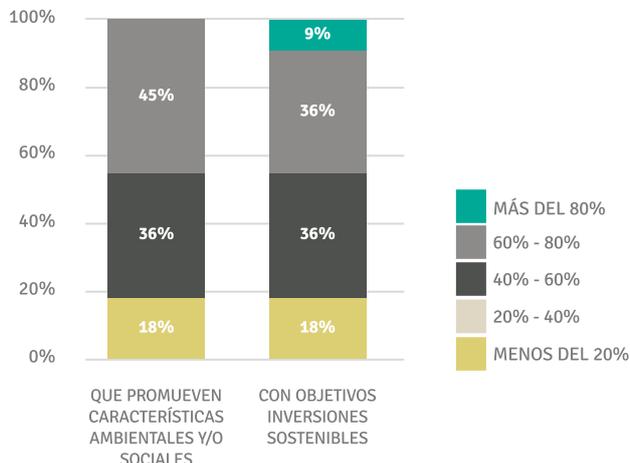
28. En el supuesto de que tuviera información suficiente en cada apartado, cuál es su preferencia para el análisis de inversiones, siendo 1 el más preferido.



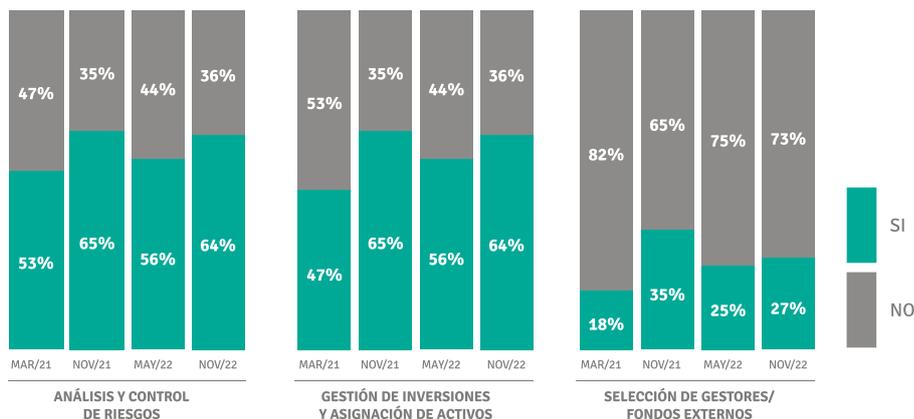
29. Ordene su preferencia actual, con la información y metodologías disponibles hoy, para su análisis de Fondos y ETFs, siendo 1 el más preferido.



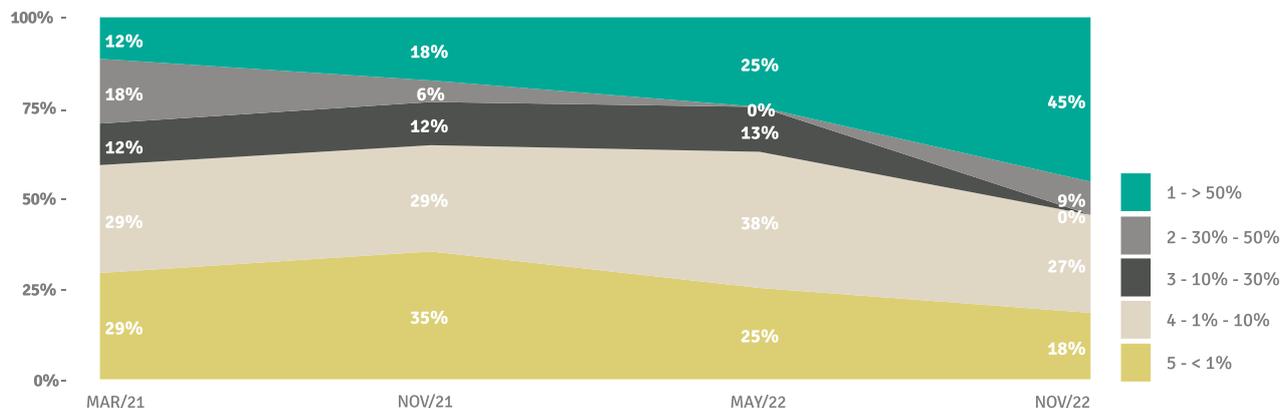
30. Actualmente y con la información disponible, qué minino commitment necesita de un Fondo para integrarlo en productos con enfoque ESG.



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



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



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



34. Su relación con las comisiones de control es actualmente



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



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



37. Aumentará el uso de



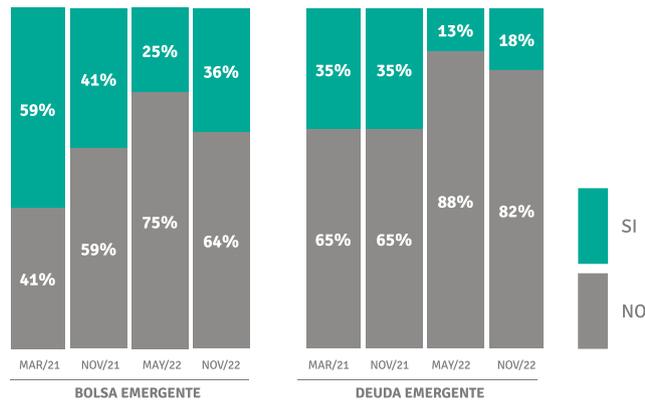
38. ¿Usa fondos cotizados en la gestión de su/s fondos de pensiones?



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



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



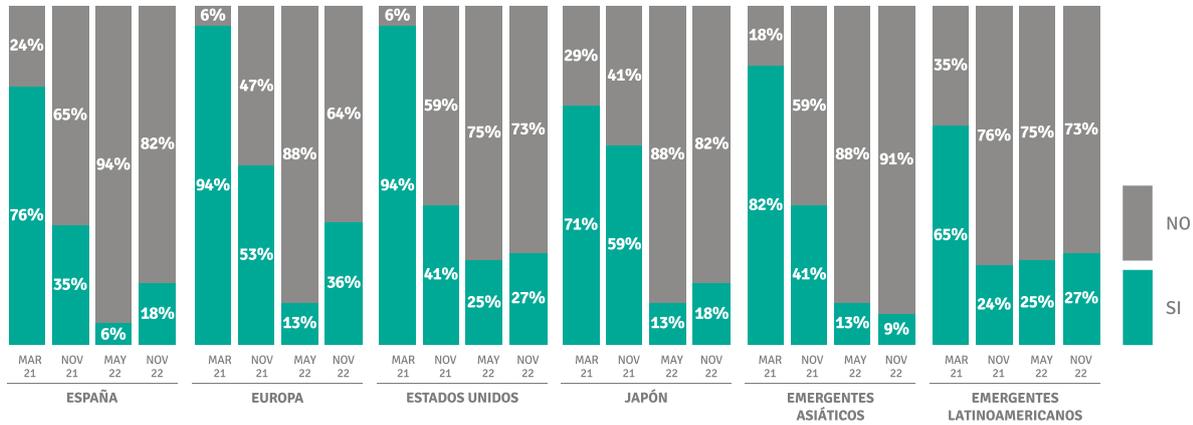
41. Para el establecimiento y gestión de su asignación de activos usa principalmente



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



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



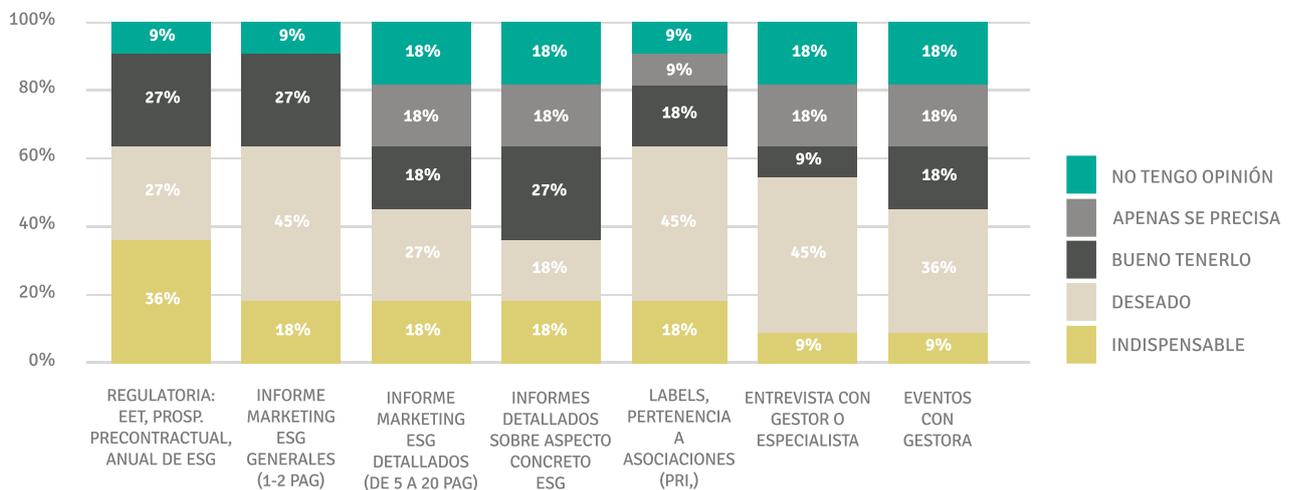
44. El concepto de “smart beta” parece que sigue ganando adeptos entre los inversores institucionales internacionales. ¿Hace uso actualmente de este tipo de estrategias de alguna manera?



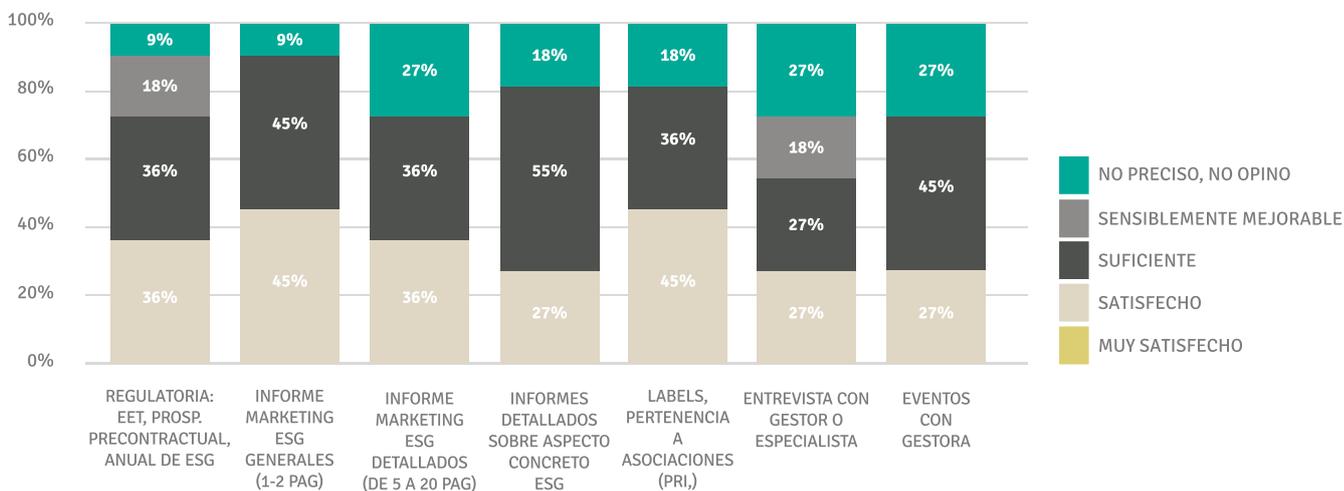
45. En caso negativo, ¿planea incorporar su uso en los próximos doce meses?



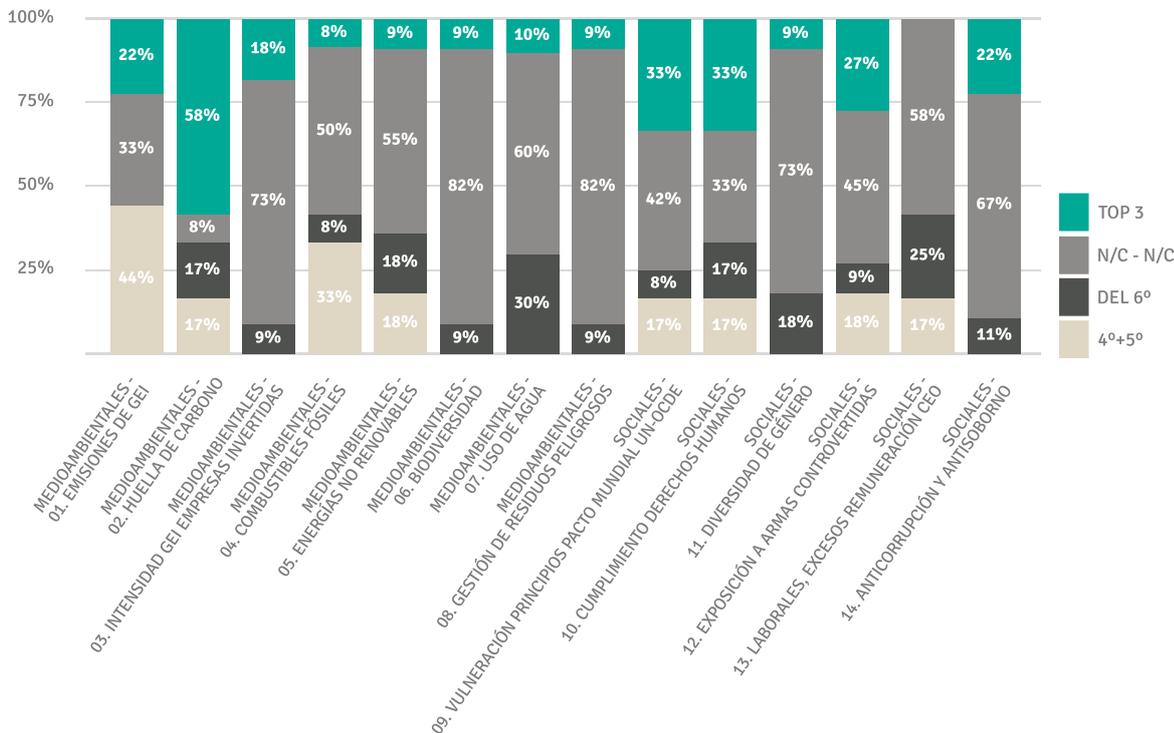
46. ¿Qué grado de necesidad tiene de recibir regularmente información específica de ESG de las Gestoras?



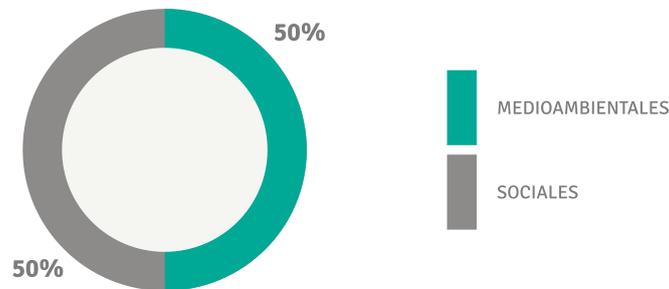
47. ¿Qué grado de satisfacción tiene con la información específica de ESG recibida actualmente de las Gestoras?



48. ¿Cuáles considera los 5 PIAs más importantes para su análisis de inversiones? Indique al menos los 5 primeros, siendo 1 el más importante. El resto podrá indicar N/A.

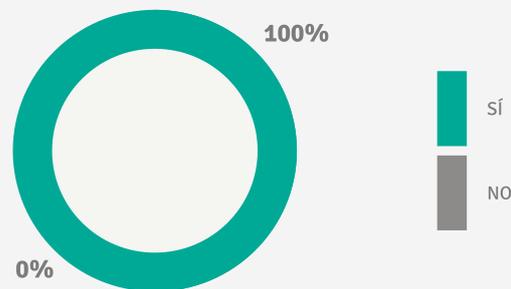


50. ¿Qué importancia le asigna a cada apartado de PIAs? Reparta 100 puntos entre las dos opciones, números enteros sin decimales.



PREGUNTA DEL SEMESTRE

[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?



El Barómetro es una iniciativa de Fondos Directo que se ha convertido en referencia dentro del sector profesional de las pensiones privadas.

Analiza en detalle decisiones de inversión y tendencias en la industria.

NOVIEMBRE 2022

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

Amundi
ASSET MANAGEMENT

 Investment
Managers