

ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

2023

MAYO

Las gestoras de pensiones españolas: La renta variable gana adeptos, pero con un nivel de convicción bajo

Juan Manuel Vicente Casadevall
Socio de Fondos Directo

¿Pueden los bonos de alto rendimiento sustituir a la renta variable en este entorno de escaso crecimiento?

Jared Cook
Investment Specialist at AXA Investment Managers

Dividendos sostenibles: la búsqueda de la calidad y la prudencia

Aline Avzaradel
Gestora, Capital Group

REALIZADO



2023

MAYO

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

10654.01

13295.37

12697

* 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: La renta variable gana adeptos, pero con un nivel de convicción bajo

La encuesta de asignación de activos e inversiones de las pensiones privadas en España, correspondiente al primer semestre de 2023, y que se completó por parte de las gestoras de pensiones mayoritariamente durante el mes de mayo, **revelan un significativo cambio a favor de la renta variable tras haber favorecido claramente la renta fija en 2022.**

Así queda reflejado a lo largo de la encuesta, destacando tanto el aumento del porcentaje agregado medio asignado a bolsa (43,4% desde el 39,9% del semestre anterior) como el hecho de que la mitad del panel de gestoras piense ahora que la renta variable obtendrá mejores retornos que la renta fija (ver pregunta 11). De forma paralela la exposición agregada media a bonos baja desde un nivel históricamente elevado como fue el 50,2% anterior al 47% de finales del actual

semestre. La asignación a liquidez baja aún más hasta uno de los niveles más reducidos de los últimos años mientras que la asignación media a activos alternativos sube muy ligeramente hasta el 5,6%, un nivel en línea con los últimos semestres, a pesar del ruido mediático a favor de esta clase de activo. Todos estos movimientos ya estaban anunciados en buena medida para aquellos que leyeron los resultados del semestre anterior.

La renta fija privada de alta calidad sigue situándose como la gran favorita del panel.

En todo caso el movimiento favorable hacia la renta variable es de alcance limitado. Todavía son más los que se sitúan sobre ponderados en renta fija que en renta variable. Adicionalmente las valoraciones de las gestoras sobre las principales bolsas como la europea y la norteamericana revelan que una mayoría piensa que están valoradas de forma justa o están fuertemente sobre compradas respectivamente (ver pregunta 7). Por último, **aumenta de hecho el porcentaje de gestores que piensa reducir su exposición a renta variable y se reduce fuertemente el porcentaje de los que piensan aumentarla en los próximos meses.** Por todo ello no extraña que aumente el número de gestoras que piensan reducir exposición a renta variable de la zona euro y de Europa ex EMU. Las bolsas emergentes tampoco se estiman como un activo interesante donde aumentar la asignación a corto plazo (ver pregunta 8).

Dentro de la renta fija les destacamos como la deuda española sigue ganando adeptos en la asignación de activos, pero de forma modesta. La renta fija privada de alta calidad sigue situándose como la gran favorita del panel. Eso sí, los diferenciales se ven en general

ya valorados de forma justa (ver pregunta 14). No obstante, a futuro la renta fija española se revela como uno de los activos más deseables ya que la mitad del panel piensa aumentar su asignación en los próximos meses, un importante salto respecto al semestre anterior.

«LA ASIGNACIÓN MEDIA A ACTIVOS ALTERNATIVOS SUBE MUY LIGERAMENTE HASTA EL 5,6%, UN NIVEL EN LÍNEA CON LOS ÚLTIMOS SEMESTRES, A PESAR DEL RUIDO MEDIÁTICO A FAVOR DE ESTA CLASE DE ACTIVO».

Respecto a otros activos las opiniones sobre las principales divisas experimentan movimientos apreciables. El fuerte tirón alcista del euro respecto al dólar de los últimos meses conduce a que el porcentaje de gestoras que piensan que el dólar está sobre valorado se reduzca sustancialmente. Además, sólo un 40% del panel de gestoras piensa ya que el euro esté infravalorado desde el 73% anterior. Además, la libra esterlina ya no le parecería infravalorada a una mayoría del panel. En lo relativo a activos alternativos en general se observan pocos movimientos y **el capital riesgo sigue siendo el más popular entre las gestoras**



de pensiones españolas, aunque de forma moderada.

Por el contrario, la práctica totalidad del panel de gestoras utiliza ETFs en sus inversiones y un creciente porcentaje del 50% piensa aumentar su uso en los próximos seis meses. En el apartado de preguntas ASG les destacamos que exclusiones es un criterio que gana popularidad a la hora de analizar inversiones sostenibles. Se sigue confiando principalmente en metodologías propias y en la información de las sociedades gestoras por encima de agencias/ratings o etiquetas. Por último, en cuanto a activos, les destacamos cómo **desde un punto de vista de asignación de activos estratégica aumenta el porcentaje de gestoras que piensa aumentar su exposición tanto a renta variable como a deuda emergente en el próximo año (ver pregunta 40)**. El aumento es más destacado para la bolsa emergente con un 57% del panel afirmando que aumentará su asignación.

«CON LA BATERÍA DE PREGUNTAS NUEVAS DE ESTE SEMESTRE SON PRECISAMENTE MAYORÍA LOS GESTORES (UN 67%) QUE VEN DESACELERACIÓN Y NO RECESIÓN EN LA ECONOMÍA GLOBAL».

La visión sobre las perspectivas macro mejoran claramente respecto a finales del año pasado (pregunta 43). El incremento es muy destacado para las economías emergentes asiáticas seguido por la economía española y la estadounidense. Europa y Japón quedan rezagadas. Terminado con la batería de preguntas nuevas de este semestre son precisamente mayoría los gestores (un 67%) que ven desaceleración y no recesión en la economía global, ahondando en ese tono algo más positivo. Son también gran mayoría (un 77%) los que piensan que la Fed primara el crecimiento sobre la inflación. La visión sobre si las divisas emergentes pueden ser una oportunidad a largo plazo aportando rentabilidad extra se encuentra bastante dividida. Por último, el uso de fondos de inversión en renta fija como pudiera esperarse es bastante limitado y se prefiere la inversión directa. En el caso de la renta variable sorprendentemente se utilizan ya algo más fondos temáticos que fondos "core".

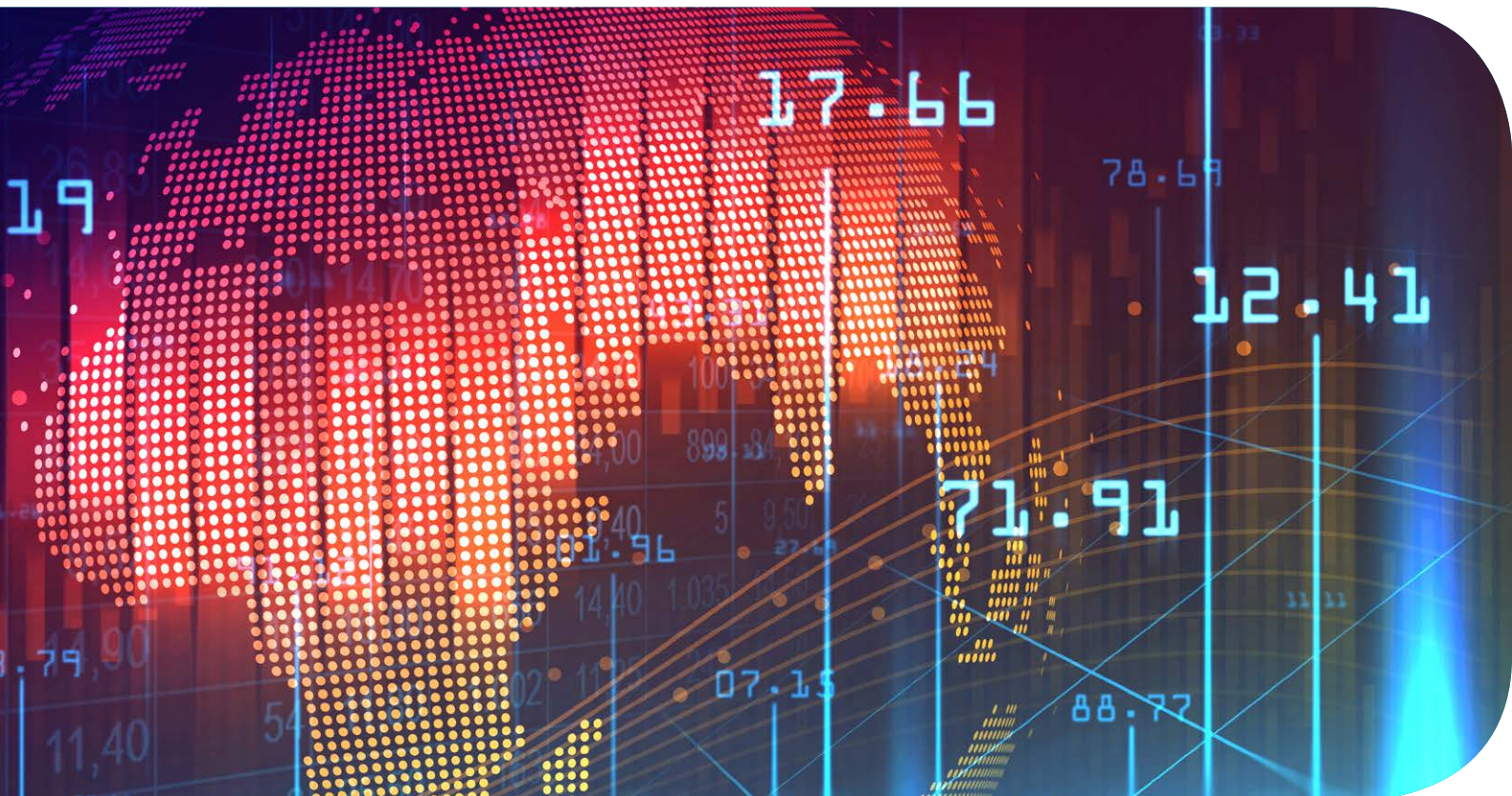


Jared Cook
Especialista en inversiones en AXA Investment Managers



¿Pueden los bonos de alto rendimiento sustituir a la renta variable en este entorno de escaso crecimiento?

Como inversores a menudo pensamos en determinadas categorías de clases de activos en lugar de adoptar una visión más amplia del universo de inversión. Sin embargo, adoptar una visión que tenga en cuenta distintas clases de activos podría ayudar a tomar decisiones de inversión y asignaciones más eficientes.



Esta opinión queda reflejada al comparar los bonos de alto rendimiento (*high yield*) con la renta variable: dos estrategias de inversión que se encuentran en categorías de clases de activos muy diferentes, pero, sin embargo, sus características de rentabilidad/riesgo son más similares de lo que muchos imaginan y podrían considerarse incluso clases de activos competidoras. Tanto es así que diríamos que los bonos high yield podrían considerarse una alternativa muy interesante a la renta variable, ya que tienen una rentabilidad histórica muy parecida en el largo plazo pero con un tercio menos de volatilidad.

El mercado mundial de bonos high yield ofrece actualmente a los inversores un rendimiento del 8,6%¹, lo que representa unos niveles que históricamente se han asociado a retornos positivos posteriores. El segmento de mercado de corta duración (short duration) ofrece un rendimiento del 9,3%¹, reflejando el hecho de que las curvas de rendimiento se invierten ya que el mercado ha descontado una posible recesión.

¹ Fuente: AXA IM, Bloomberg, a 17 de abril de 2023

Además, el mercado de high yield presenta una mejor calidad crediticia que en el pasado, lo que significa que, aunque resulta probable que los impagos aumenten en este difícil entorno, se espera que se mantengan en niveles bajos. Por otro lado, es probable que factores como el deterioro de las perspectivas de beneficios y la continuación de unos tipos de interés elevados sigan siendo obstáculos para la renta variable durante algún tiempo. En este contexto, para los inversores que buscan rentabilidades similares a las de la renta variable, el high yield puede proporcionarles una solución de este tipo.

Deuda de alto rendimiento frente a renta variable: la volatilidad como factor diferenciador

En general, existe una elevada correlación entre la deuda de alto rendimiento y la renta variable: el activo high yield global y la renta variable global han registrado una correlación de 0,83² en los últimos diez años.

² Fuente: AXA IM, Bloomberg, a 31 de diciembre de 2022. Basado en el índice ICE BofA Global High Yield y el MSCI All Country World

Incluso a nivel regional, la correlación entre estas dos clases de activos es elevada: EE.UU. se sitúa en 0,79 y Europa, en 0,75³. Esto pone de manifiesto que los inversores pueden empezar a pensar en el high yield como una alternativa a la renta variable, ya que ambas deberían comportarse de manera relativamente similar. Esta correlación se refleja, en términos generales, en los retornos.

«EL HIGH YIELD DE LOS TRES PRINCIPALES UNIVERSOS DE INVERSIÓN OFRECE UNA VOLATILIDAD INFERIOR A LA DE LA RENTA VARIABLE CON, A MENUDO, RETORNOS SIMILARES».

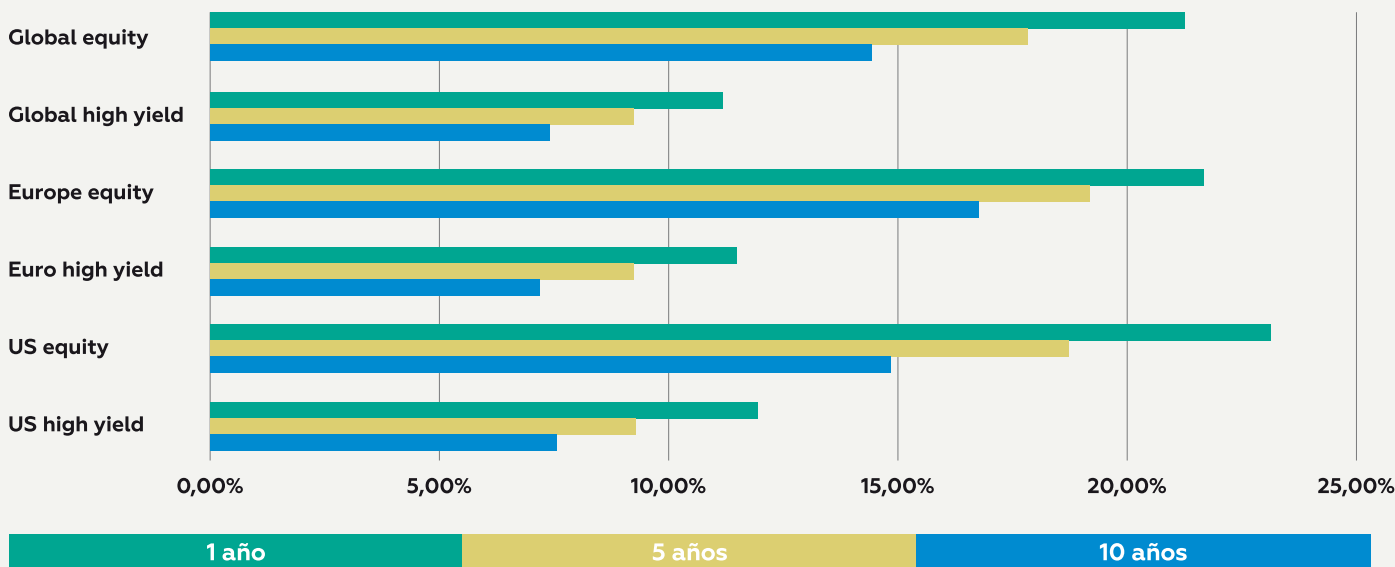
En un periodo de diez años, el segmento de alto rendimiento mundial ha seguido el ritmo en gran medida de la renta variable mundial: 3,98% y 5,95%, respectivamente⁴. Aunque los retornos de la renta variable global batieron a las del high yield global en años

de mayor solidez, en 2022, con la caída de los mercados, el alto rendimiento mundial proporcionó a los inversores un retorno relativamente superior al de la renta variable: -11,39% para el high yield global frente al -19,8% de la renta variable mundial durante el año⁵. A este respecto, los bonos de alto rendimiento se comportaron tal como cabría esperar que un bono se comporte frente a la renta variable: ofreciendo cierta protección durante periodos de mercados negativos, pero sin ganar tanto cuando los mercados muestran solidez. Sin embargo, la diferencia entre los niveles de volatilidad es lo que constituye un factor de diferenciación clave entre el high yield y la renta variable. Como muestran los gráficos que figuran a continuación, el high yield de los tres principales universos de inversión ofrece una volatilidad inferior a la de la renta variable con, a menudo, retornos similares.

Gráfico 1

Comparación de volatilidad y rentabilidad de los índices ⁶

Volatilidad



³ Fuentes: AXA IM, Bloomberg, a 31 de diciembre de 2022. Según el índice ICE BofA US High Yield, el ICE BofA Euro High Yield, el S&P 500 y el Euro Stoxx 50
⁴ Fuente: AXA IM, Bloomberg, a 31 de diciembre de 2022. Basado en el índice ICE BofA Global High Yield y el MSCI All Country World

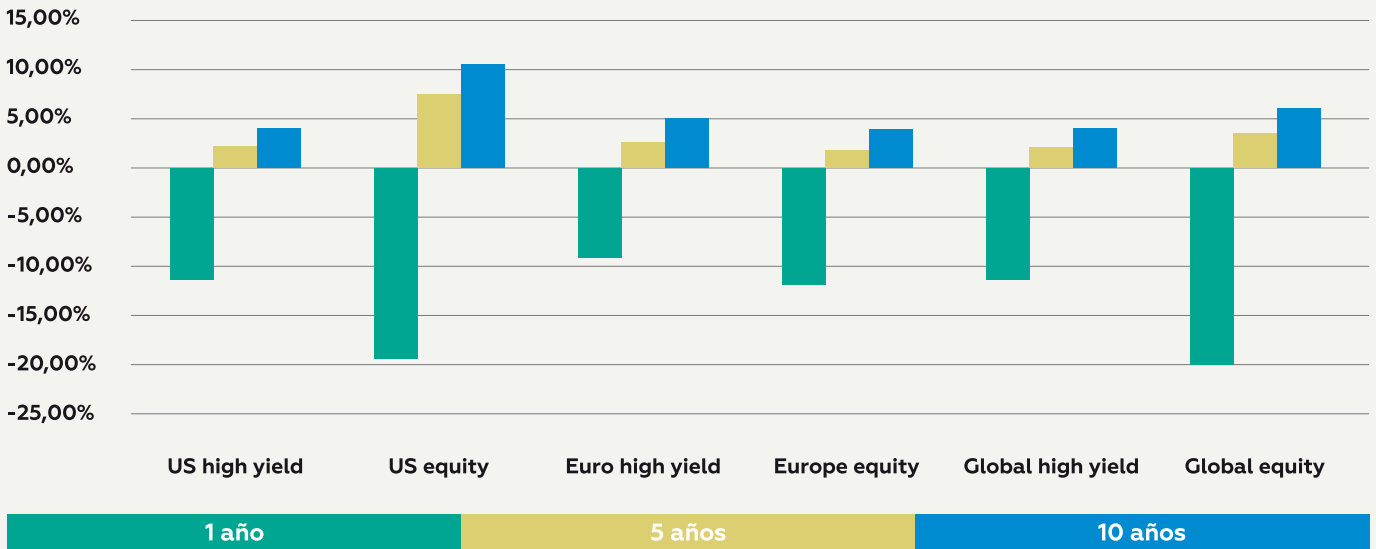
⁵ Fuentes: AXA IM, Bloomberg, a 31 de diciembre de 2022. Basado en el índice ICE BofA Global High Yield y el MSCI All Country World

⁶ Fuente: AXA IM, Bloomberg, a 31 de diciembre de 2022. Los índices son: Alto rendimiento estadounidense: ICE BofA US High Yield; renta variable estadounidense: S&P 500 Euro High Yield; ICE BofA Euro High Yield; renta variable estadounidense: Eurostoxx 50; Global High Yield, ICE BofA Global High Yield y renta variable mundial: MSCI All Country World

Gráfico 2

Comparación de volatilidad y rentabilidad de los índices ⁶

Rentabilidad de los índices



Diferencias en cuanto a la estructura

Por supuesto, la volatilidad no es el único elemento diferenciador. Con el fin de generar retornos en la renta variable, es necesario contar con un crecimiento de los beneficios o una expansión de múltiplos. Sin embargo, como inversor en high yield, la visibilidad en el retorno es mayor, ya que procede del pago de cupones. La deuda de alto rendimiento (high yield) también se beneficia de la exposición a los tipos de interés, que puede ayudar a mitigar las pérdidas durante periodos de volatilidad. Si la desaceleración fuera mayor de lo esperado los diferenciales de crédito probablemente sufrirían, pero a su vez se beneficiarían de una caída de los tipos nominales por lo que la rentabilidad total saldría beneficiada.

Además, la deuda se sitúa por encima del capital en la estructura de capital de una empresa, lo que significa que, en el caso de cotizar, una empresa detendrá el pago de dividendos a los accionistas antes de que se interrumpan los pagos de cupones a los titulares de bonos.

Resulta difícil hablar de deuda sin referirse al riesgo de impago en lo que respecta al high yield. Aunque esperamos que las tasas de impago y las rebajas de calificación aumenten este año como consecuencia de los desafíos económicos, creemos que seguirán siendo relativamente bajas en comparación con otros periodos de turbulencias. Consideramos que la clave para invertir con éxito en bonos high yield es evitar aquellas empresas que puedan experimentar un deterioro de la calidad crediticia y, por tanto, evitar la pérdida de capital.

Rentabilidades similares a la renta variable

Factores de riesgo como la inflación y los retos geopolíticos, siguen siendo una preocupación en cuanto a la rentabilidad de las inversiones en 2023. Las ventajas de una cartera diversificada no son difíciles de apreciar en estos momentos, pero la forma en que los inversores asignan y analizan sus asignaciones es más sesgada. De hecho, generar retornos en la renta variable a partir de la expansión de los múltiplos y el crecimiento de los beneficios puede resultar más difícil de lograr en



un entorno de crecimiento escaso, mientras que la capitalización de las rentas procedentes de la deuda high yield podría ofrecer mayor visibilidad en la rentabilidad esperada. Con rentabilidades similares a la renta variable, pero con una volatilidad menor, puede que valga la pena tener en cuenta los bonos de alto rendimiento como una alternativa a la renta variable, especialmente con la incertidumbre reinante en los mercados.

Glosario

- . **Riesgo de impago:** el riesgo de que un emisor no pueda afrontar sus obligaciones de deuda.
- . **Deuda de alto rendimiento (high yield):** también conocidos como bonos «basura», están emitidos por empresas con una calificación crediticia inferior a la de sus homólogas de grado de inversión (Investment grade).
- . **Volatilidad:** el grado de variación de un precio para un determinado título o índice de mercado. Por regla general, cuanto mayor sea la volatilidad, mayor riesgo tendrá el título.

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. 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).

© AXA Investment Managers Paris, S.A. 2023. Todos los derechos reservados.



Aline Avzaradel
Gestora, Capital Group

PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN

Dividendos sostenibles: la búsqueda de la calidad y la prudencia

Ideas principales

- **El enfoque en la sostenibilidad de los dividendos es fundamental, mientras que la trayectoria de reparto de dividendos puede ofrecer información sobre el nivel de compromiso de las compañías.**
- **Históricamente, las compañías que recortan dividendos han registrado peores resultados que las empresas que reparten dividendos de forma constante y las compañías con dividendos en crecimiento. El hecho de anticiparse a los recortes de dividendos para poder evitarlos puede contribuir a proteger la rentabilidad total de la cartera.**
- **Un horizonte de inversión a largo plazo ofrece una importante ventaja para aprovechar el poder de la capitalización, sobre todo en las compañías de calidad.**

Cuando la inflación se desbocó en la década de 1970, en torno a la mitad de la rentabilidad total del índice S&P 500 procedía de los ingresos por dividendos, mientras que entre los años 1926 y 2021 esta proporción era de aproximadamente una tercera parte¹. Con la batalla contra la inflación aún en marcha en un entorno de inestabilidad del sector bancario, las oportunidades de inversión en dividendos podrían aumentar en importancia e influir en gran medida en la rentabilidad total.

En esta entrevista, Aline Avzaradel, gestora de la estrategia Capital Income Builder de Capital Group, nos explica su enfoque en sostenibilidad de los dividendos y nos habla sobre la necesidad de evitar a las compañías que reducen sus dividendos, que pueden debilitar el potencial de rentabilidad a largo plazo de una cartera de inversión.

Los mercados registraron grandes cambios el año pasado. ¿Qué esperas que ocurra en 2023?

Las fuertes subidas de tipos de interés que se produjeron en Estados Unidos en 2022 provocaron un reajuste de las valoraciones, sobre todo en aquellas compañías cuya capitalización de mercado dependía en mayor medida de su valor terminal².

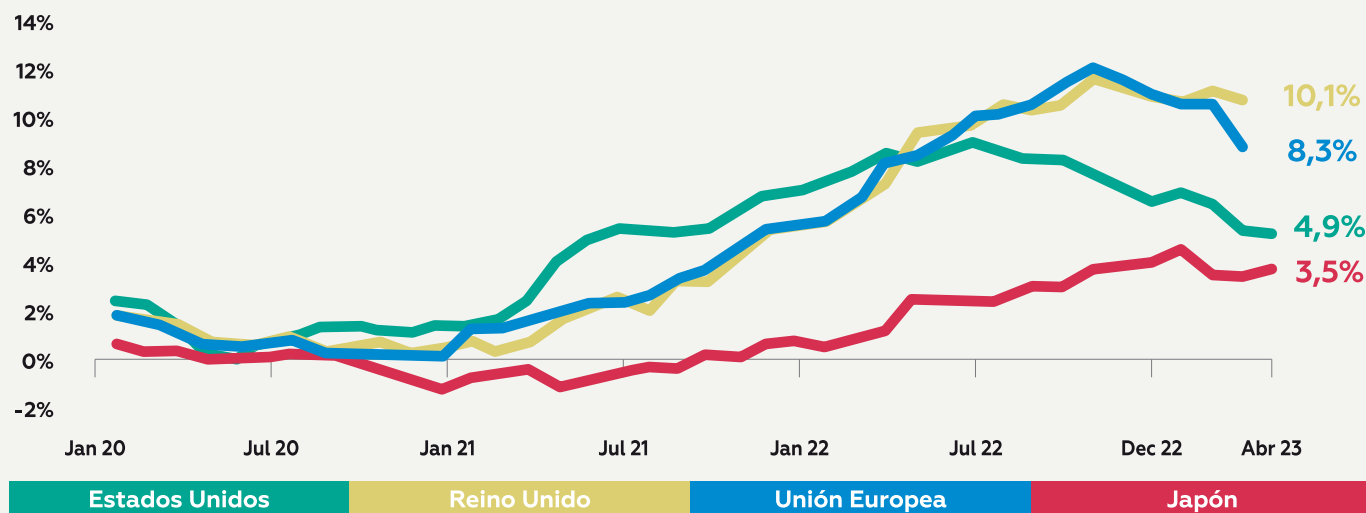
¹ Información a 23 septiembre 2021. Desde abril 1926 a junio 2021. Fuente: índices S&P Dow Jones LLC.

² El valor terminal, o valor estimado de los flujos de caja futuros más allá del periodo de proyección, disminuye cuando aumenta el coste del capital.

Gráfico 1

La inflación podría haber alcanzado ya su nivel máximo en algunas partes del mundo, pero se mantiene en niveles elevados

Variación interanual del Índice de Precios al Consumo (%)



Información a 31 diciembre 2022. Fuente: Refinitiv Datastream

El agresivo endurecimiento monetario puesto en marcha por la Reserva Federal podría provocar una ralentización del PIB nominal en Estados Unidos. En mi opinión, la próxima caída de los mercados podría venir impulsada por un ciclo de revisión a la baja de las ganancias por acción ante la ralentización del crecimiento de los ingresos.

«EN ESTADOS UNIDOS PODRÍA PRODUCIRSE UN “ATERRIZAJE SUAVE” EN UN ESCENARIO DE DESACELERACIÓN DE LA INFLACIÓN Y SOLIDEZ DEL MERCADO LABORAL, PERO ALCANZAR ESTE EQUILIBRIO PUEDE RESULTAR COMPLICADO».

La Reserva Federal ha dejado claro que su prioridad es reducir la inflación. Aunque es probable que la inflación haya alcanzado ya su nivel máximo en Estados Unidos, el ritmo de desinflación continúa siendo incierto. Uno de los riesgos potenciales al que estoy prestando especial atención es a la posibilidad de que la inflación acabe siendo más persistente de lo esperado. En Estados Unidos podría producirse un «aterrizaje suave» en un escenario de desaceleración de la inflación y solidez del mercado laboral, pero alcanzar este equilibrio puede resultar complicado.

¿Cómo estás posicionando la cartera en el actual entorno de mercado?

En 2022 reduje el nivel de riesgo de todas mis inversiones; recorté o eliminé las posiciones que presentaban mayores riesgos bajistas en un entorno de recesión y este año he comenzado a reasignar el efectivo. En el sector de tecnología de la información he reducido la exposición a las compañías de semiconductores y la he aumentado a las compañías tecnológicas con características defensivas y valoraciones atractivas. No obstante, mantengo un enfoque de prudencia en el sector ante el aumento de la competencia y el potencial riesgo normativo.

Si tenemos en cuenta los riesgos potenciales a los que pueden enfrentarse los beneficios empresariales en un entorno de ralentización de la economía mundial, mi objetivo es identificar compañías con modelos de negocio más defensivos o aquellas para las que el mercado ya descuenta un importante reajuste de los beneficios.

Gráfico 2

Evaluación de los riesgos y la calidad de los dividendos a partir de la trayectoria de reparto de dividendos



Fuente: Capital Group

Puede consultar el documento «Compañías que aumentan sus dividendos: el ingrediente secreto del crecimiento sostenible» para conocer el exhaustivo proceso de calificación de dividendos desarrollado por el equipo de Análisis Cuantitativo de Capital Group.

La sostenibilidad de los dividendos y la evaluación de los riesgos son una parte importante del proceso de inversión. ¿Podrías explicarnos algo más sobre estos aspectos de tu enfoque de inversión?

La experiencia me ha enseñado que el santo grial de la inversión en dividendos está en buscar un rendimiento atractivo con perspectivas de crecimiento sólido y estable de los dividendos. Una parte importante es la sostenibilidad de los dividendos. Es decir, la capacidad y la disposición de una compañía para repartir dividendos.

La clave para invertir en dividendos a largo plazo es el crecimiento sostenible, no el crecimiento elevado. Un crecimiento de los dividendos demasiado rápido puede dar lugar a un desequilibrio de los balances y los repartos de dividendos. Aquellas compañías que pueden aumentar de forma constante sus dividendos a lo largo de un periodo de tiempo suelen ser también

las que son capaces de incrementar sus beneficios y sus flujos de caja en diferentes condiciones y ciclos de mercado. La farmacéutica AbbVie, por ejemplo, ha ido aumentando de forma continuada sus dividendos desde que fue fundada en 2013 a partir de una escisión de Abbott Laboratories.

«LA CLAVE PARA INVERTIR EN DIVIDENDOS A LARGO PLAZO ES EL CRECIMIENTO SOSTENIBLE, NO EL CRECIMIENTO ELEVADO».

Esta perspectiva me ayuda a centrarme en las compañías adecuadas y a evitar las trampas de valor. El diagrama que aparece a continuación ilustra la forma en la que evalúo la sostenibilidad de los dividendos. La intersección del diagrama muestra la trayectoria de reparto de dividendos de una compañía, que refleja tanto su capacidad para repartir dividendos como el compromiso de su equipo directivo para repartir y hacer crecer sus dividendos de forma constante a lo largo del tiempo en diversos ciclos de mercado.

Gráfico 3

El hecho de evitar a las compañías que han reducido sus dividendos puede contribuir a proteger la rentabilidad total de una cartera

Rentabilidad total anualizada

De 1989 a 2022, indexada a 100

	RENDIMIENTO	VOLATILIDAD
Compañías con dividendos en crecimiento	9,3%	14,5%
Universo global	7,8%	15,8%
Compañías sin cambios en sus dividendos	7,1%	15,8%
Compañías que han reducido sus dividendos	6,1%	17,5%
Compañías que no reparten dividendos	4,0%	19,7%

Las rentabilidades obtenidas en el pasado no garantizan rentabilidades futuras.

Datos desde el diciembre 1989 a diciembre 2022. La rentabilidad se basa en la media ponderada de la rentabilidad total en USD (con los dividendos brutos reinvertidos) de un universo global de empresas. Dicho universo está compuesto por las 1000 empresas más grandes de los índices S&P BMI Global de América del Norte (ponderación del 50%), Europa (25%), Japón (10%) y las 500 empresas más grandes de los mercados emergentes (10%) y Asia Pacífico sin Japón (5%) desde diciembre de 1989 a diciembre de 2004 y las 1000 empresas más grandes de los índices MSCI IMI de América del Norte, Europa y Japón y las 500 empresas más grandes de mercados emergentes y Asia Pacífico sin Japón. Los componentes del universo de inversión se reequilibran trimestralmente. La volatilidad refleja la desviación estándar de la rentabilidad total mensual. Fuente: QRA, Factset, Compustat, Worldscope, MSCI

El riesgo de recorte y suspensión de los dividendos puede aumentar en tiempos de tensión económica. ¿Cómo gestionas dicho riesgo en la cartera de inversión?

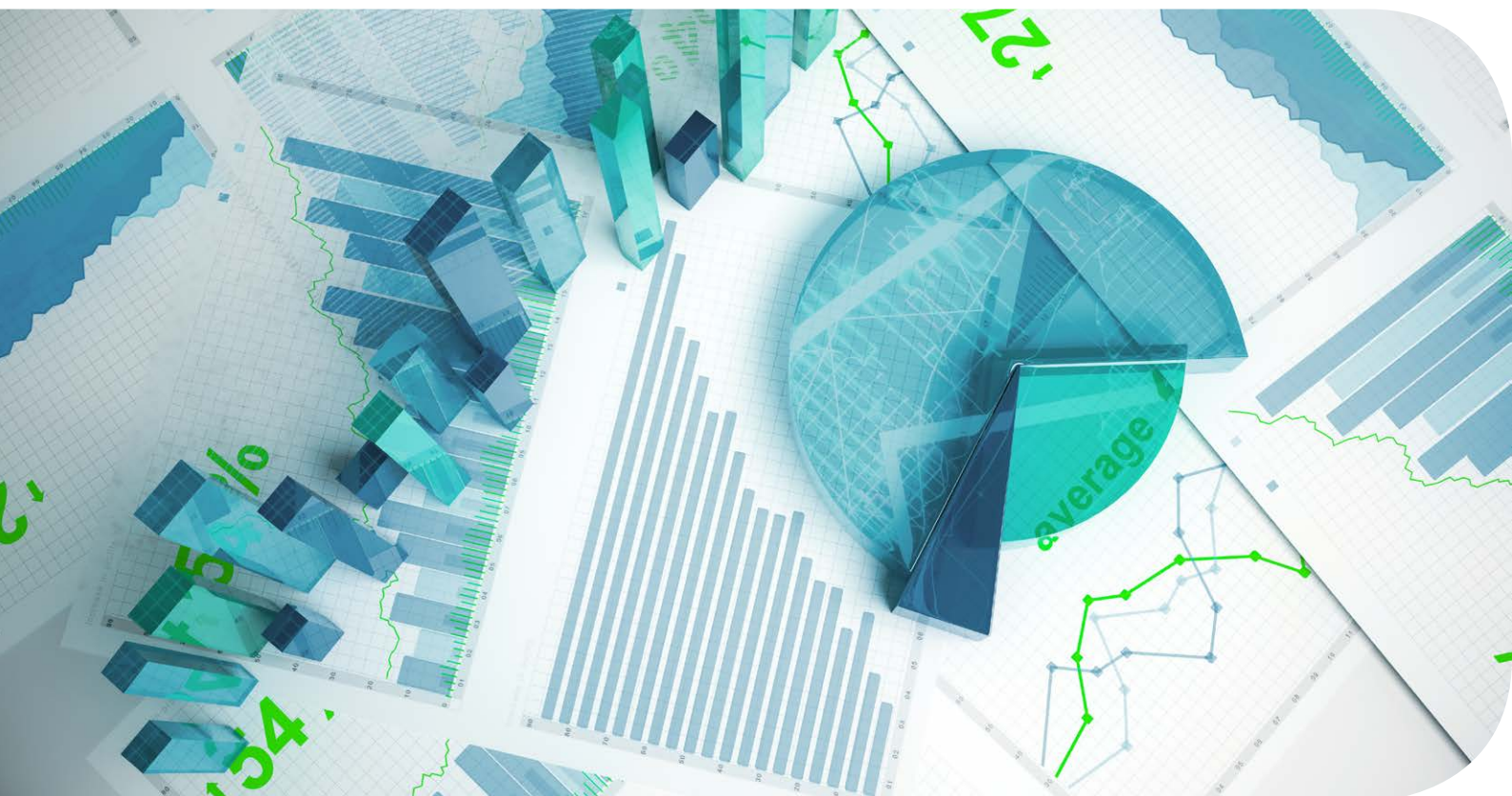
El hecho de anticiparse a los recortes de dividendos para poder evitarlos no solo permite proteger la generación de rentas de una cartera, sino que también influye en la rentabilidad total, ya que, históricamente, las compañías que recortan dividendos suelen registrar peores resultados que las empresas que reparten dividendos de forma constante y las compañías con dividendos en crecimiento (véase tabla).

Tengo siempre presente una lista de posibles riesgos. Uno de ellos se refiere a las calificaciones crediticias. En este sentido, los equipos directivos de las compañías pueden optar por recortar los dividendos para proteger la calificación crediticia o por restaurar la confianza para reducir el riesgo de refinanciación. Los problemas en los balances pueden surgir en primer lugar en los mercados de renta fija, sobre todo en tiempos de crisis.

Algunas operaciones importantes, como las fusiones y adquisiciones o las escisiones, pueden llevar a las compañías a recortar dividendos para acelerar la amortización de la deuda o a reajustar su política de dividendos. En lo que se refiere al riesgo normativo, las autoridades pueden intervenir para limitar o suspender el reparto de dividendos, tal y como ocurrió con los bancos europeos en el peor momento de la pandemia de COVID-19. Los cambios en los equipos directivos también pueden provocar la modificación de la política de dividendos de la compañía.

«EL HECHO DE ANTICIPARSE A LOS RECORTES DE DIVIDENDOS PARA PODER EVITARLOS NO SOLO PERMITE PROTEGER LA GENERACIÓN DE RENTAS DE UNA CARTERA, SINO QUE TAMBIÉN INFLUYE EN LA RENTABILIDAD TOTAL».

Tengo una lista que voy actualizando con todos los recortes o cancelaciones de dividendos que se producen por circunstancias inesperadas, información que puede resultarme útil a la hora de evaluar posibles riesgos futuros. Aun en el caso de que una compañía cumpla con todos los requisitos en lo que se refiere a su capacidad y



su disposición para repartir y hacer crecer sus dividendos y tenga una trayectoria excelente de pago de dividendos, hay otros factores que debemos tener en cuenta.

Muchos recortes de dividendos se han producido en compañías que hasta el último minuto mostraban su compromiso y su capacidad para repartir dividendos. Aunque el diálogo con la compañía en este sentido es importante, también analizamos de forma activa los escenarios en los que una empresa podría decidir recortar sus dividendos para calibrar la información que estamos recibiendo. La composición del consejo de administración constituye una parte importante de este proceso, ya que el consejo es, en última instancia, el que decide el pago de los dividendos.

¿Qué otras cuestiones tienes en cuenta a la hora de construir tu cartera?

La construcción de mi cartera de inversión se basa en el análisis fundamental compañía a compañía. Comienzo tratando de entender los fundamentales de una empresa, y posteriormente su valoración.

Además de centrarme en la sostenibilidad de los dividendos y en una política de dividendos bien definida, también trato de identificar compañías que ofrezcan una rentabilidad atractiva, preferiblemente al alza, una sólida generación de flujo de caja libre y una buena estrategia de asignación del capital, así como aquellas empresas que operan en una buena estructura sectorial y que cuentan con ventajas competitivas sostenibles.

Estas son las características ideales de toda inversión, pero, en realidad, es difícil construir una cartera con inversiones que cumplan todos los criterios deseados. Las valoraciones de las compañías de calidad no suelen estar baratas, pero creo que el precio de mercado no refleja el poder de la capitalización.

Es posible que, dentro de unos años, las acciones de estas compañías no sean tan caras como parecen, y nuestro horizonte de inversión a largo plazo ofrece una importante ventaja para aprovechar el atractivo efecto de la rentabilidad compuesta.



También invierto en títulos de renta fija para lograr los objetivos de generación de rentas de la cartera. La inversión en convertibles, similar a la inversión en otros títulos de renta fija, puede ofrecer cierta protección en periodos de caída, así como un cierto grado de participación en el rendimiento de la renta variable.

Aline Avzaradel es gestora de renta variable de Capital Group. Cuenta con 20 años de experiencia en el sector de la inversión y lleva 18 trabajando en Capital Group. A lo largo de su trayectoria en Capital Group ha trabajado también como analista de renta variable, cubriendo las compañías de seguros estadounidenses, así como el sector textil y las empresas de alimentos envasados y bebidas no alcohólicas. Antes de incorporarse a Capital Group, Aline trabajó en Nueva York como analista de banca de inversión en Morgan Stanley. Tiene un MBA por la Stanford Graduate School of Business y es licenciada en Economía y Matemáticas por el Barnard College, donde se graduó summa cum laude, y es miembro de la sociedad honorífica Phi Beta Kappa. Tiene su oficina en San Francisco.

La presente información se proporciona únicamente a efectos informativos y no constituye una oferta, ni una solicitud para formular una oferta, ni una recomendación de compra o venta de los valores o instrumentos mencionados en el presente documento.

Factores de riesgo que han de tenerse en cuenta antes de invertir:

- El presente material no pretende ofrecer ningún tipo de asesoramiento de inversión ni constituye una recomendación personal.
- El valor de las inversiones y las rentas generadas por las mismas pueden subir o bajar y es posible que los inversores no recuperen los importes invertidos inicialmente.
- Las rentabilidades obtenidas en el pasado no constituyen indicación alguna de rentabilidades futuras.
- Si se produce un fortalecimiento de la divisa en la que invierte el inversor frente a la divisa de las inversiones subyacentes del fondo, el valor de la inversión disminuirá. El objetivo de la cobertura de divisas es limitar este efecto, pero no existe garantía de que la cobertura tenga un éxito total.
- Pueden existir riesgos relacionados con la inversión en renta fija, en mercados emergentes o en títulos de deuda de alto rendimiento. Los mercados emergentes son volátiles y pueden presentar problemas de liquidez.

Las declaraciones atribuidas a una persona concreta representan las opiniones de dicha persona en la fecha de la publicación, y no reflejan necesariamente las opiniones de Capital Group o de sus filiales. Aunque Capital Group ha hecho todo lo posible para obtener la información de fuentes que considera fiables, Capital Group no declara ni garantiza en modo alguno la precisión, fiabilidad e integridad de dicha información. Este material es de carácter general, no pretende ofrecer ningún tipo de asesoramiento de inversión, fiscal o de cualquier otra naturaleza, ni constituye una oferta ni una solicitud de compra o venta de valores. No tiene en cuenta los objetivos, la situación financiera ni las necesidades del inversor. Antes de hacer uso de la información ofrecida, el inversor deberá valorar si esta resulta apropiada en función de sus objetivos de inversión, su situación financiera o sus necesidades.

El presente material, emitido por Capital International Management Company Sàrl (en lo sucesivo, «CIMC»), 37 avenue J.F. Kennedy, L-1855, Luxemburgo, se distribuye únicamente a efectos informativos, salvo especificación en contrario. CIMC está regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, regulador financiero de Luxemburgo) y es una filial de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group).

En el Reino Unido, la presente comunicación ha sido emitida por Capital International Limited, (entidad autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera en el Reino Unido, Financial Conduct Authority), filial de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group).

En Suiza, la presente comunicación ha sido emitida por Capital International Sàrl, (entidad autorizada y regulada por la Autoridad Suiza de Supervisión de Mercados Financieros (FINMA), filial de Capital Group Companies, Inc.

En Hong Kong, la presente comunicación ha sido preparada por Capital International, Inc., miembro de Capital Group, sociedad constituida en California, Estados Unidos de América. La responsabilidad de los miembros es limitada.

En Singapur, la presente comunicación ha sido preparada por Capital Group Investment Management Pte. Ltd., miembro de Capital Group, constituida en Singapur.

En Australia, la presente comunicación ha sido emitida por Capital Group Investment Management Limited (ACN 164 174 501 AFSL No. 443 118), miembro de Capital Group, con domicilio social en Level 18, 56 Pitt Street, Sydney NSW 2000 Australia.

Todas las marcas de Capital Group son propiedad de The Capital Group Companies, Inc. o de alguna filial radicada en Estados Unidos, Australia u otro país. El resto de las razones sociales o denominaciones de productos mencionados constituyen marcas o marcas registradas de sus respectivas empresas.

© 2023 Capital Group. Todos los derechos reservados. Todos los derechos reservados **WF4107167 EAAU**

ENTIDADES PARTICIPANTES

[POR ORDEN ALFABÉTICO]

- BANSABADELL VIDA
- BBVA AM
- BESTINVER AM
- CASER PENSIONES
- FONDITEL
- GVC GAESCO GESTIÓN
- IBERCAJA PENSIÓN EGFP SA
- MAPFRE VIDA PENSIONES
- MUTUACTIVOS
- RENTA 4 PENSIONES
- RURAL PENSIONES
- SANTA LUCIA VIDA Y PENSIONES
- SANTANDER ASSET MANAGEMENT
- VIDACAIXA

* Debido a operaciones corporativas, no todas las gestoras pudieron contribuir este semestre a la encuesta y los resultados, en algunos casos, pueden no ser totalmente comparables con semestres anteriores.



RESULTADOS

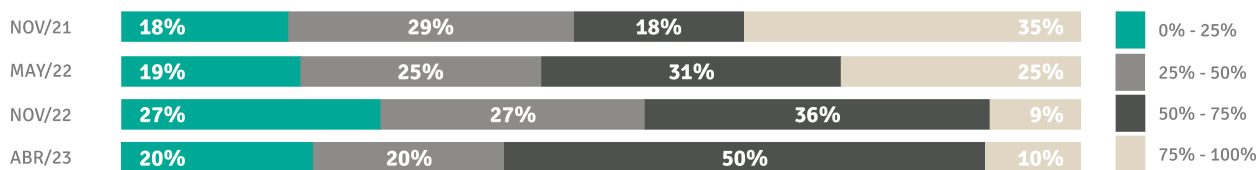
1. Pertenece a un grupo bancario



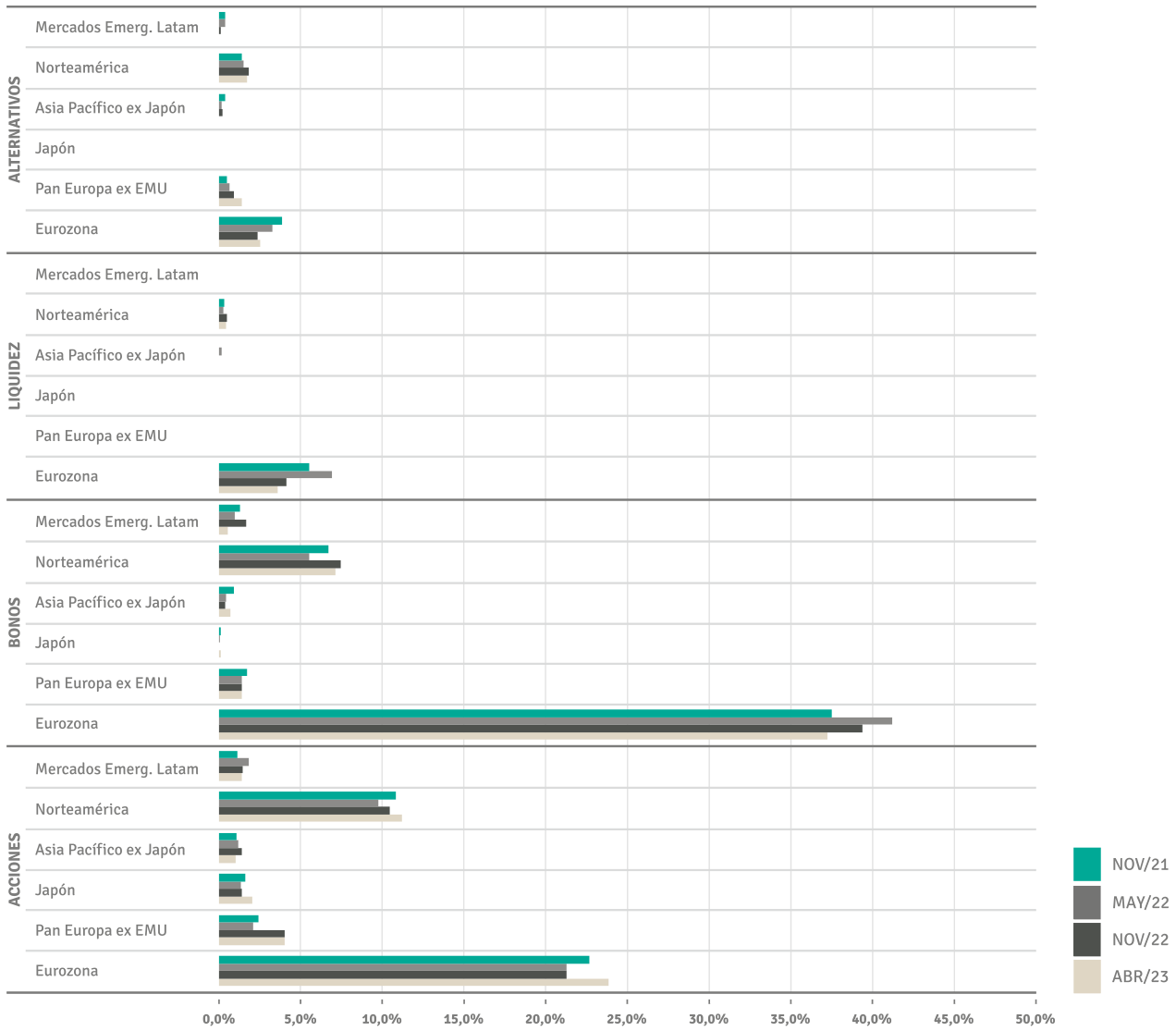
2. Activos bajo gestión (en millones de euros)



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

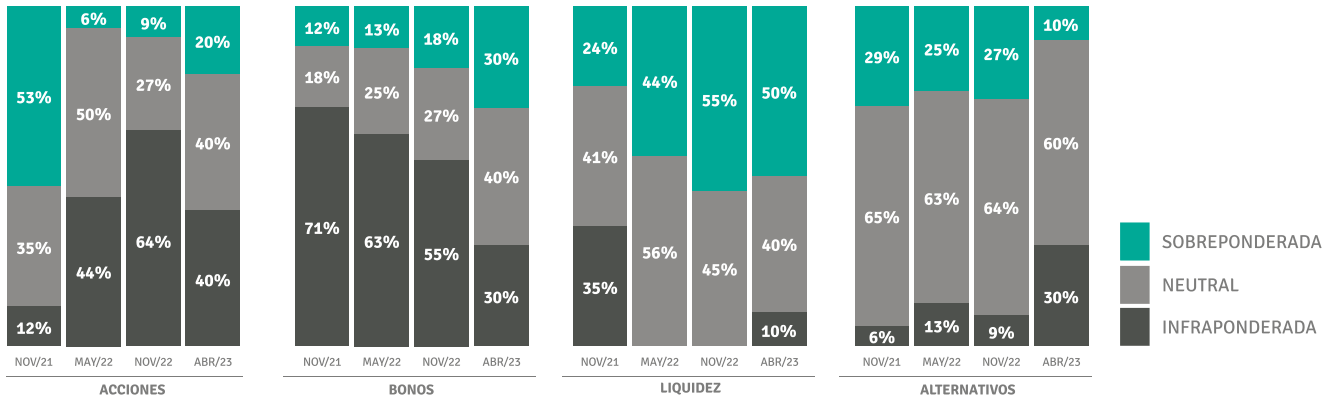


4. En referencia a su cartera equilibrada global, por favor indique para los siguientes tipos de activo la asignación agregada actual (en porcentaje) desglosada para cada una de las áreas geográficas listadas

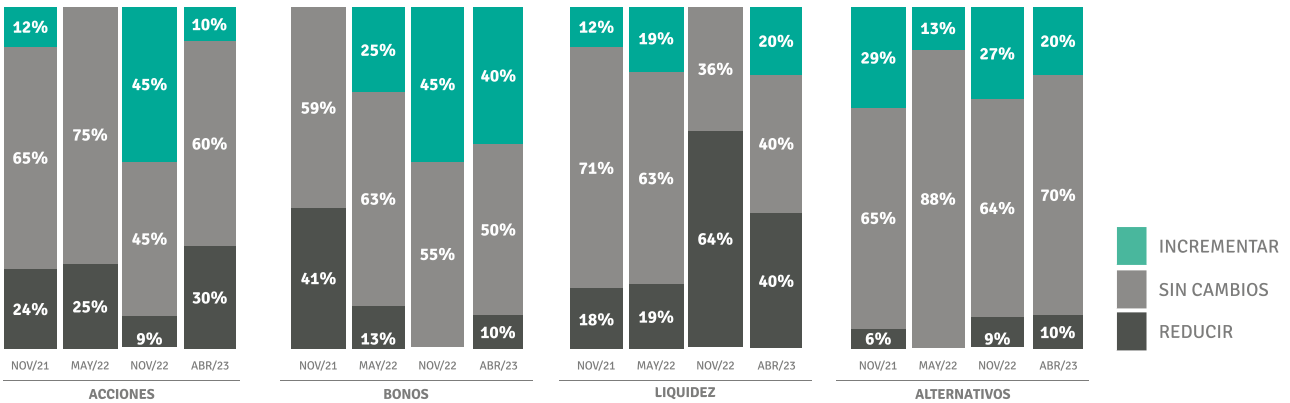


ACTIVO	ÁREA	ABR/23	NOV/22	MAY/22	NOV/21	ACTIVO	ÁREA	ABR/23	NOV/22	MAY/22	NOV/21
ACCIONES	Eurozona	23,8%	21,3%	21,3%	22,6%	LIQUIDEZ	Eurozona	3,6%	4,1%	6,9%	5,5%
	Pan Europa ex EMU	4,0%	4,0%	2,1%	2,4%		Pan Europa ex EMU	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Japón	2,0%	1,4%	1,3%	1,6%		Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	1,0%	1,4%	1,2%	1,1%		Asia Pacífico ex Japón	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
	Norteamérica	11,2%	10,5%	9,8%	10,8%		Norteamérica	0,4%	0,5%	0,3%	0,3%
	Mercados Emerg. Latam	1,4%	1,5%	1,8%	1,1%		Mercados Emerg. Latam	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
TOTAL ACCIONES		43,4%	39,9%	37,4%	39,6%	TOTAL LIQUIDEZ		4,0%	4,5%	7,3%	5,8%
BONOS	Eurozona	37,2%	39,4%	41,2%	37,5%	ALTERNATIVOS	Eurozona	2,5%	2,4%	3,3%	3,8%
	Pan Europa ex EMU	1,4%	1,4%	1,4%	1,7%		Pan Europa ex EMU	1,4%	0,9%	0,6%	0,5%
	Japón	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%		Japón	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Asia Pacífico ex Japón	0,7%	0,4%	0,4%	0,9%		Asia Pacífico ex Japón	0,0%	0,2%	0,1%	0,4%
	Norteamérica	7,1%	7,5%	5,5%	6,7%		Norteamérica	1,7%	1,8%	1,5%	1,4%
	Mercados Emerg. Latam	0,5%	1,6%	0,9%	1,3%		Mercados Emerg. Latam	0,0%	0,1%	0,4%	0,4%
TOTAL BONOS		47,0%	50,2%	49,5%	48,2%	TOTAL ALTERNATIVOS		5,6%	5,4%	5,9%	6,4%
						TOTAL		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

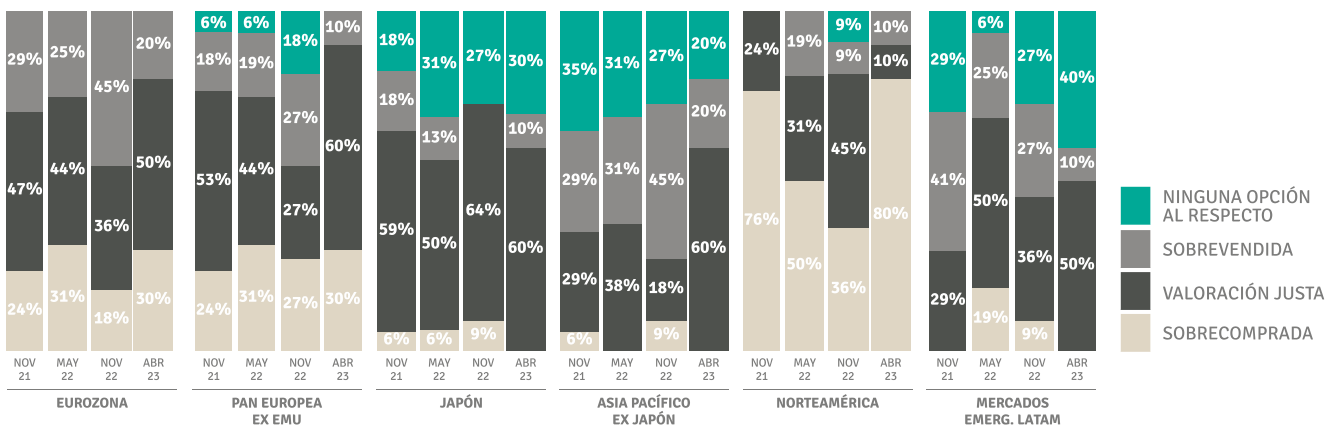
5. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si la exposición de su portafolio esta infraponderada, neutral, o sobreponderada en relación a su benchmark interna



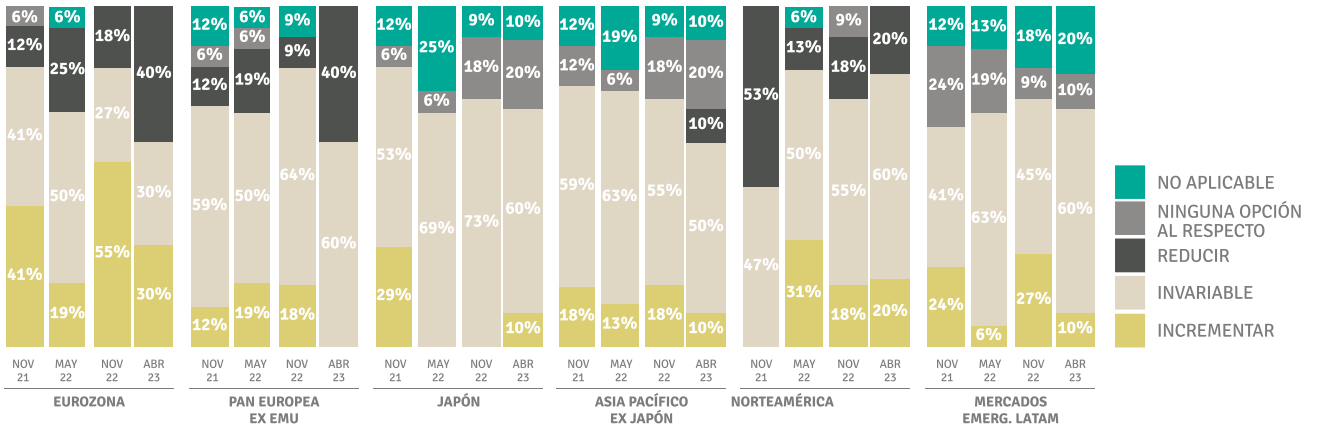
6. En referencia a la cartera equilibrada global, por favor indique para cada una de las siguientes clases de activo si piensa incrementar, reducir, o dejar sin cambios la exposición de su cartera o portafolio en los próximos tres meses



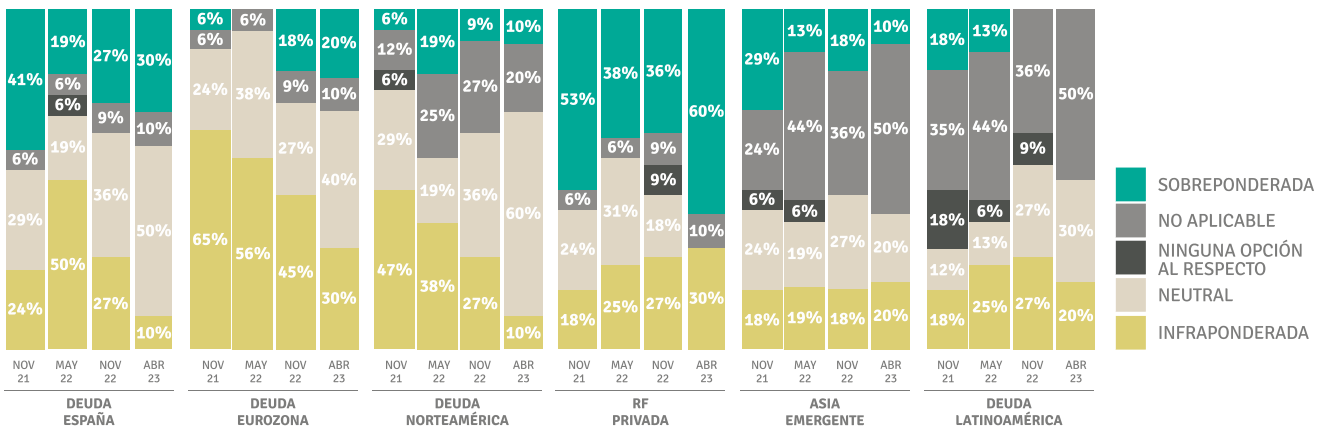
7. Con una óptica de valoración a corto plazo, ¿considera que la renta variable en las siguientes áreas geográficas esta “sobrecomprada”, “sobrevendida”, o refleja una valoración justa?



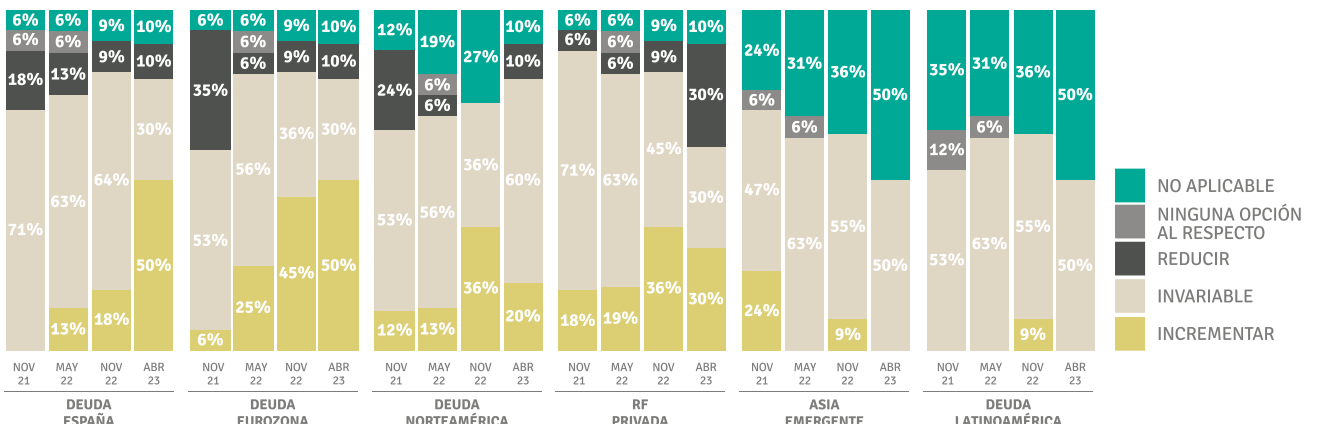
8. Por favor indique para cuál de los siguientes mercados de renta variable es deseable que la exposición de la cartera sea incrementada, reducida, o mantenida sin cambios en los próximos tres meses



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



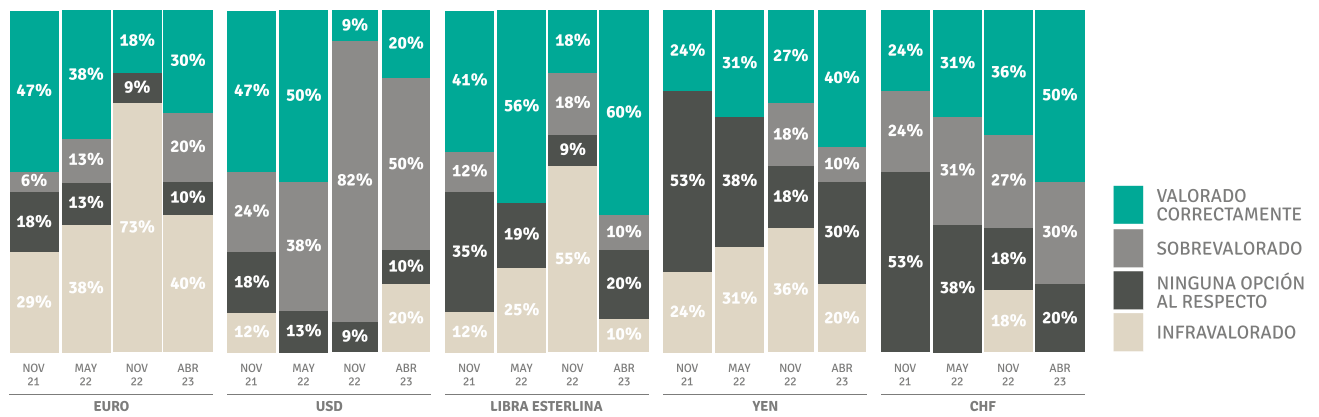
10. Por favor indique para cada una de las siguientes clasificaciones de bonos si tiene la intención de incrementar, reducir, o mantener sin cambios la exposición de su cartera en los próximos tres meses



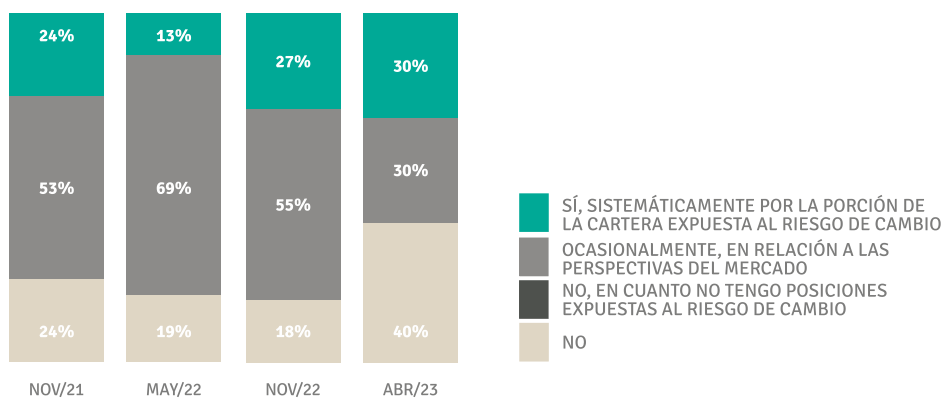
11. Con una óptica de inversión global, ¿cómo de probable piensa que es que los bonos tengan mejores retornos que la renta variable en los doce próximos meses?



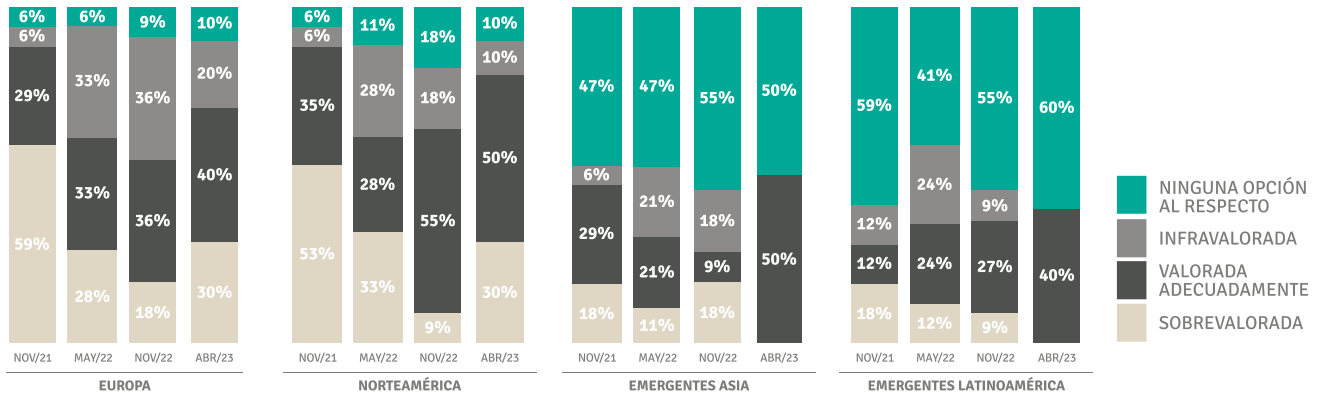
12. Según los fundamentales actuales del mercado y con una perspectiva de valoración global, ¿piensa que cada una de las siguientes monedas esta sobrevalorada, justamente valorada o infravalorada?



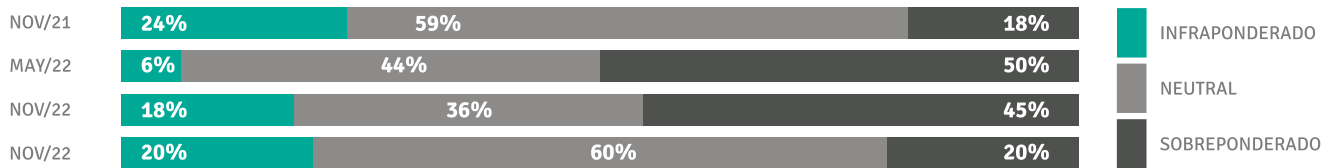
13. ¿Hace uso de estrategias para cubrir su cartera de gestión global contra el riesgo de tipo de cambio?



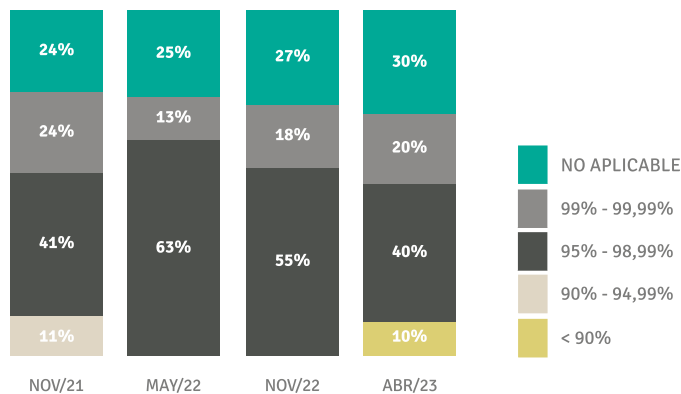
14. Para cada una de las siguientes áreas geográficas, piensa que la valoración relativa (en términos de “spread” o diferencial) de la renta fija privada con respecto a la deuda pública esta actualmente:



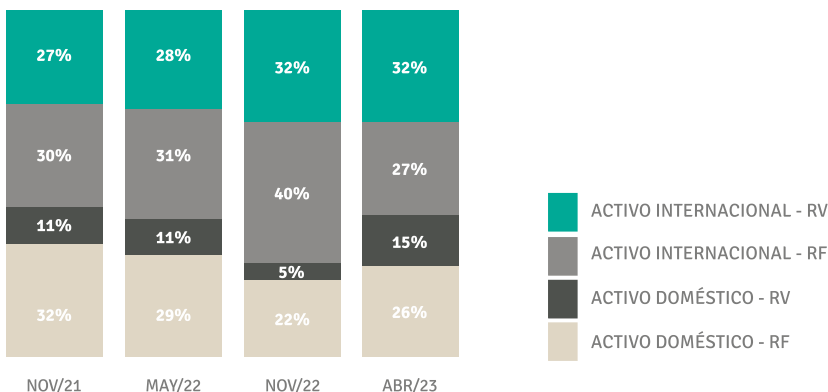
15. Por favor indique si sus activos invertidos en liquidez están sobreponderados, neutrales, o infraponderados en relación a su benchmark interno.



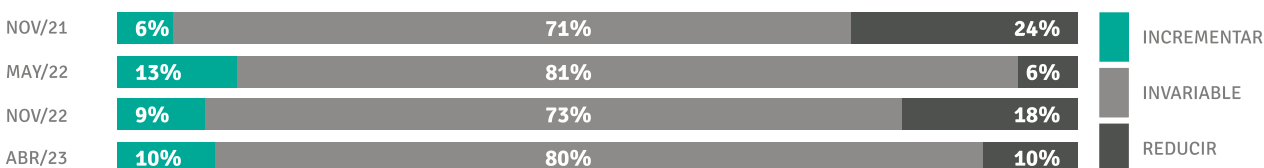
16. ¿Dentro de cuál de los siguientes intervalos de confianza ha sido calculado el último VaR (Value at Risk) a nivel agregado de la cartera globalmente gestionada?



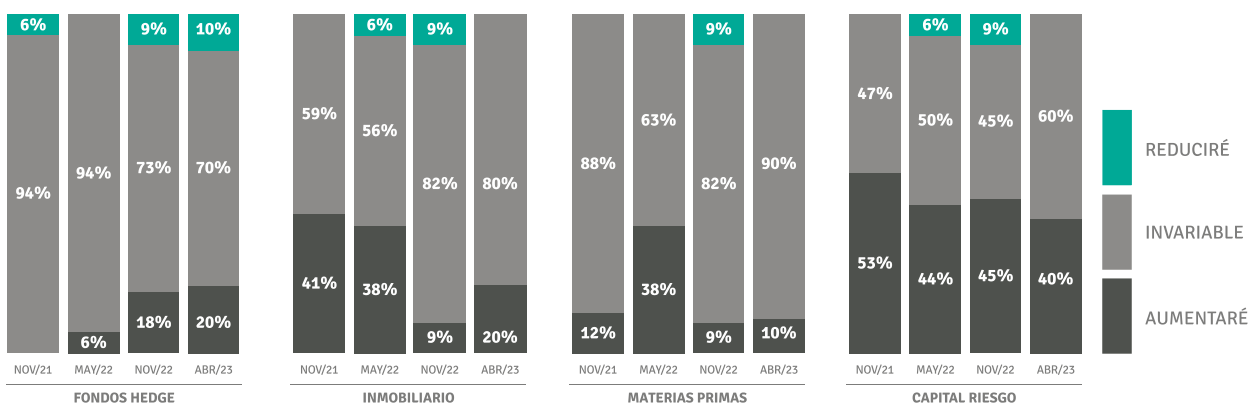
17. ¿Cuál es el porcentaje actual invertido en Activos Domésticos versus Activos Internacionales y su desglose entre Renta Fija y Variable? (Insertar números enteros sin decimales que sumen 100).



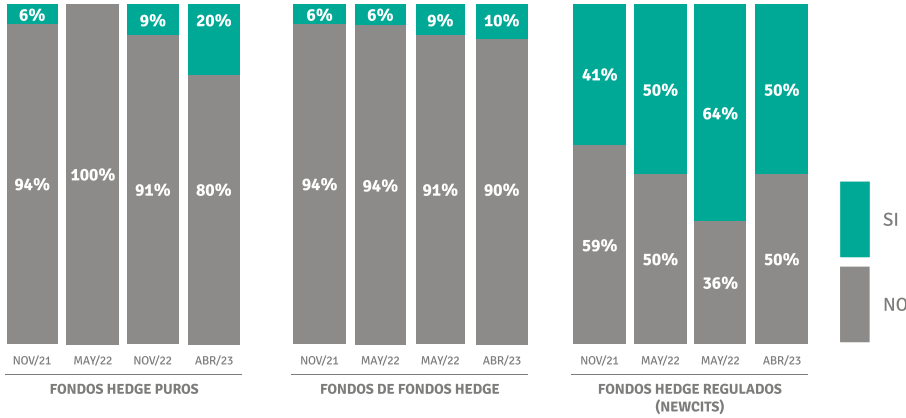
18. Por favor indique si en los próximos tres meses piensa incrementar, reducir o mantener invariable su exposición a activos domésticos.



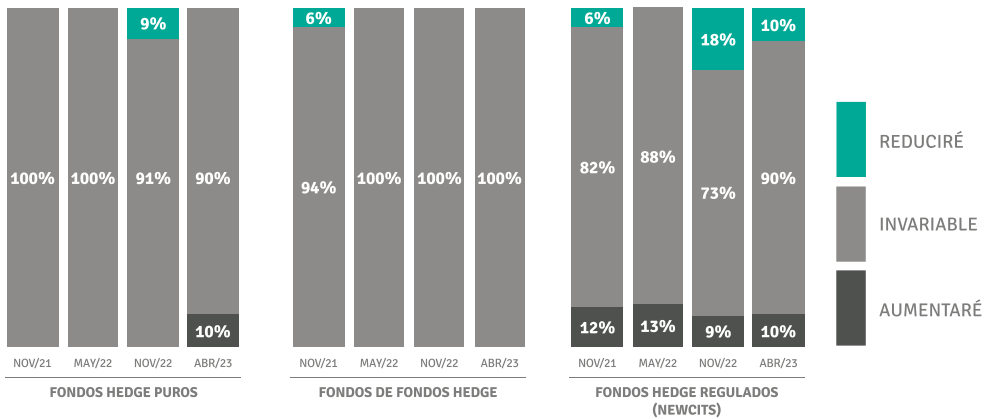
20. A un año vista piensa que aumentará o reducirá su inversión en activos alternativos.



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



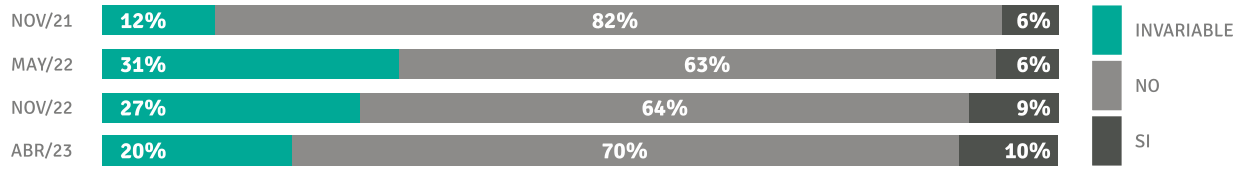
22. En lo que respecta a fondos de inversión alternativa indique si piensa aumentar, reducir o mantener estable su exposición en los próximos doce meses.



23. ¿Invierten sus fondos actualmente en productos estructurados?



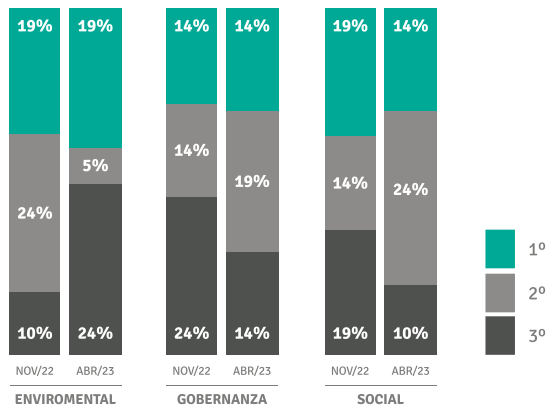
24. ¿Cree que aumentará su exposición a productos estructurados en los próximos doce meses?



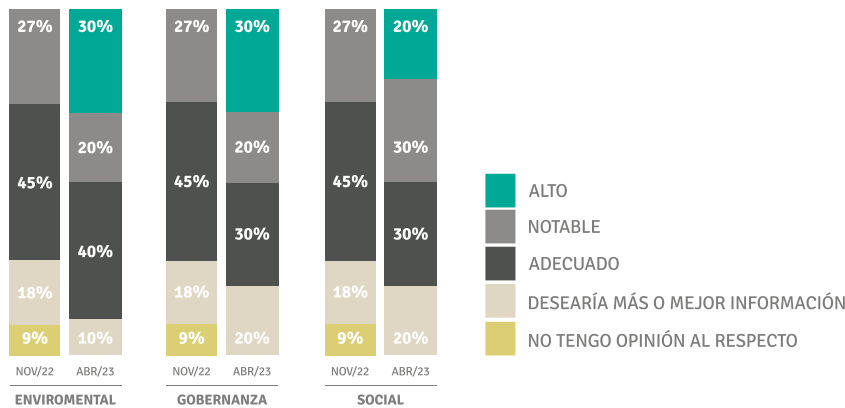
25. ¿Usa derivados OTC en sus fondos gestionados con objeto de inversión?



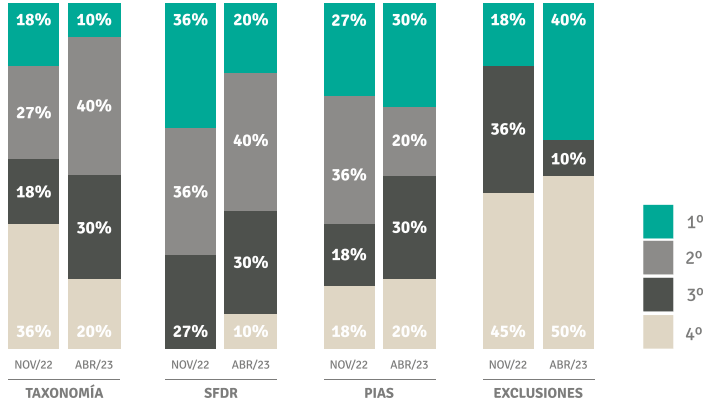
26. Indique por orden de importancia que le da a cada componente de E-S-G en su estrategia de inversión, siendo 1 el más importante.



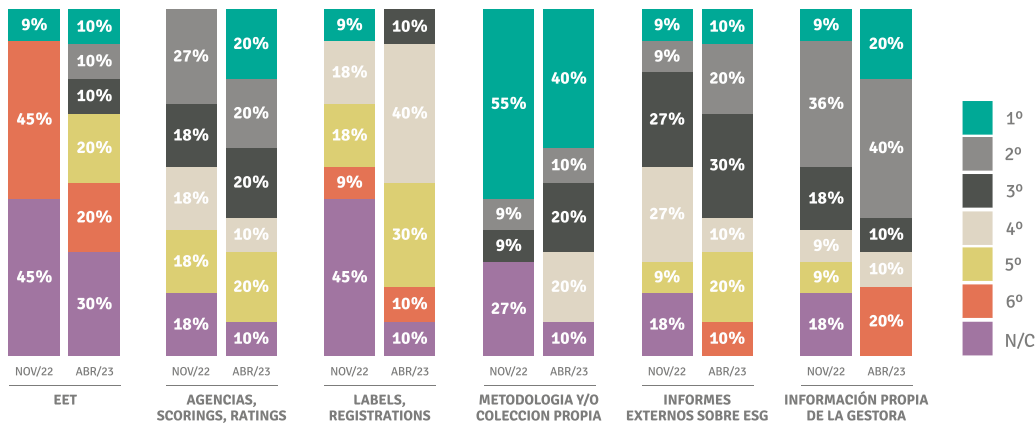
27. Actualmente y con la información disponible, ¿qué grado de satisfacción tiene en su análisis de cada componente de ESG?



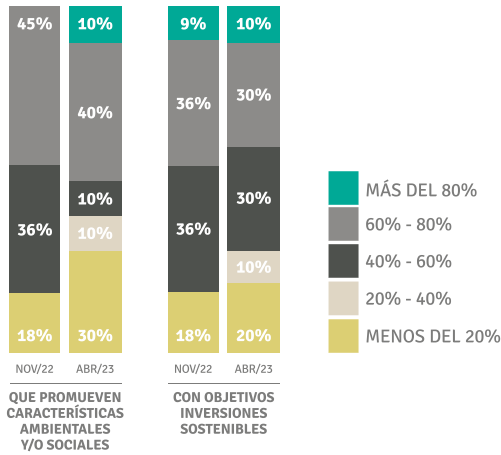
28. En el supuesto de que tuviera información suficiente en cada apartado, cuál es su preferencia para el análisis de inversiones, siendo 1 el más preferido.



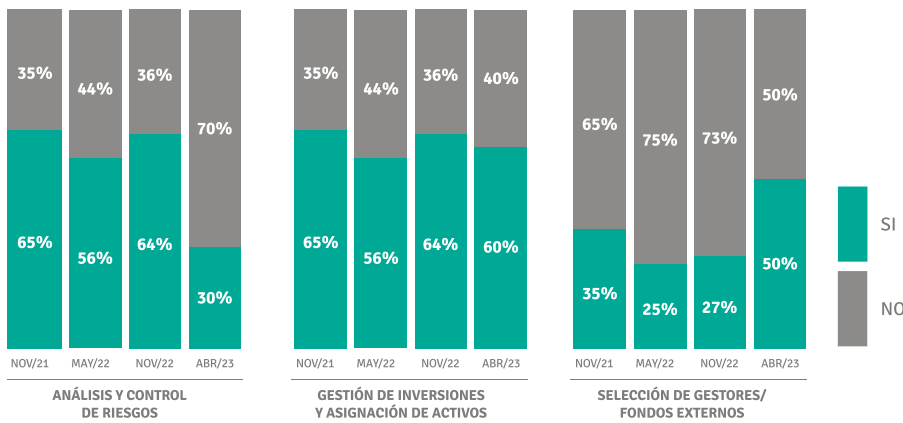
29. Ordene su preferencia actual, con la información y metodologías disponibles hoy, para su análisis de Fondos y ETFs, siendo 1 el más preferido.



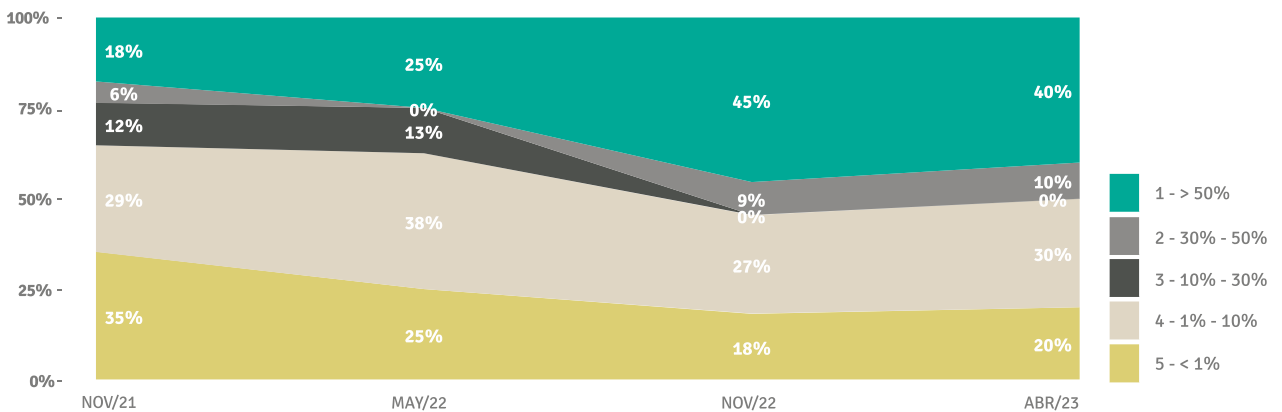
30. Actualmente y con la información disponible, qué minino commitment necesita de un Fondo para integrarlo en productos con enfoque ESG.



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



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



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



34. Su relación con las comisiones de control es actualmente



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



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



37. Aumentará el uso de



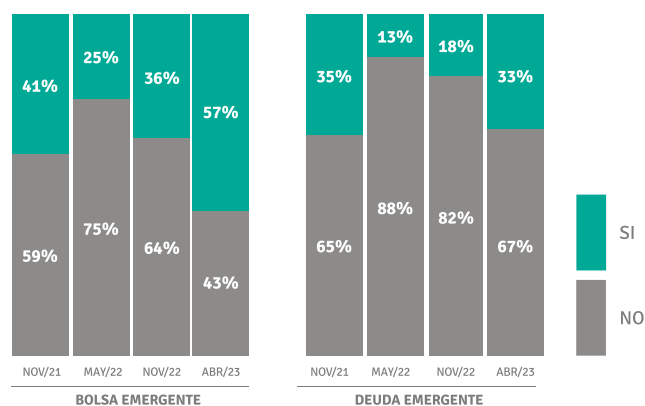
38. ¿Usa fondos cotizados en la gestión de su/s fondos de pensiones?



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



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



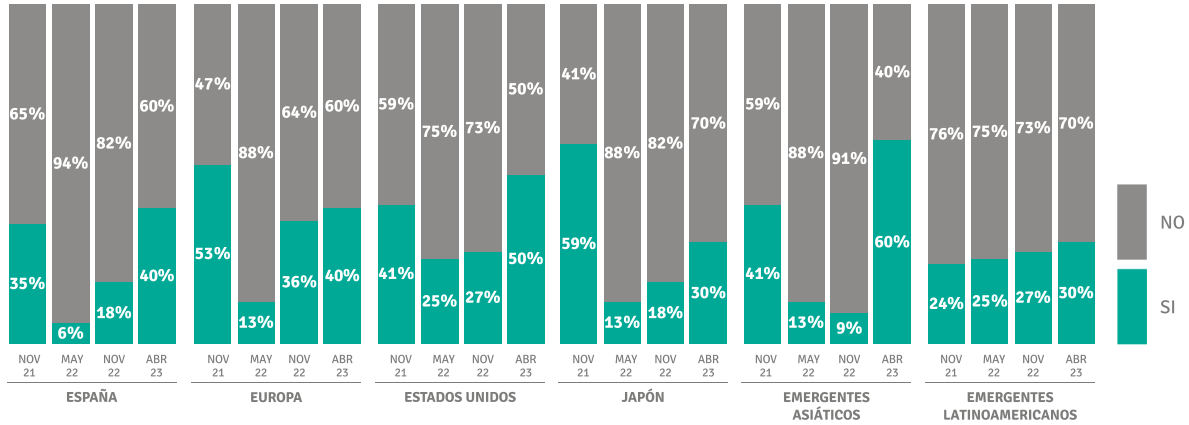
41. Para el establecimiento y gestión de su asignación de activos usa principalmente



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



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



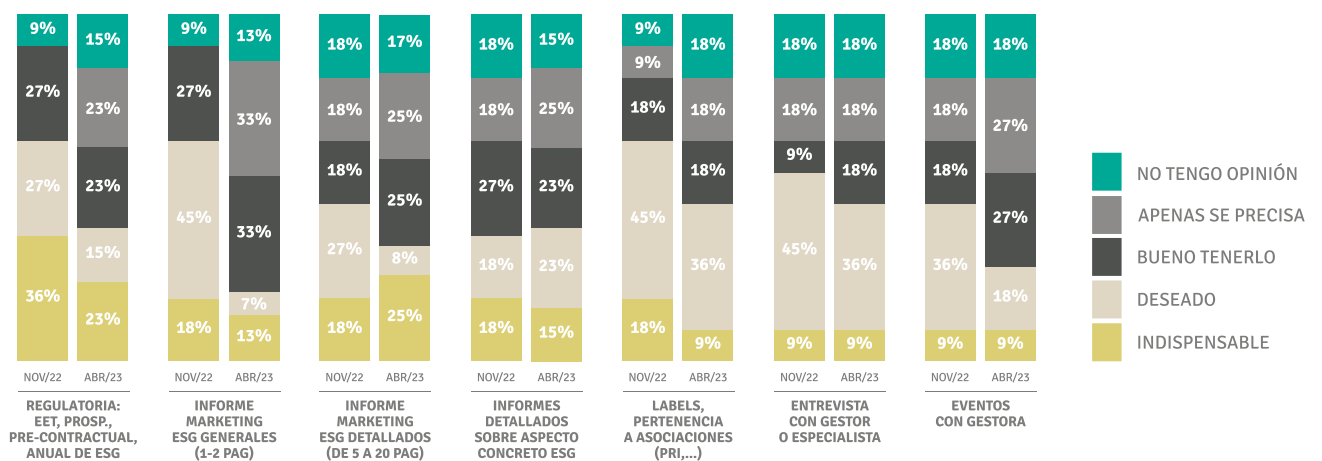
44. El concepto de “smart beta” parece que sigue ganando adeptos entre los inversores institucionales internacionales. ¿Hace uso actualmente de este tipo de estrategias de alguna manera?



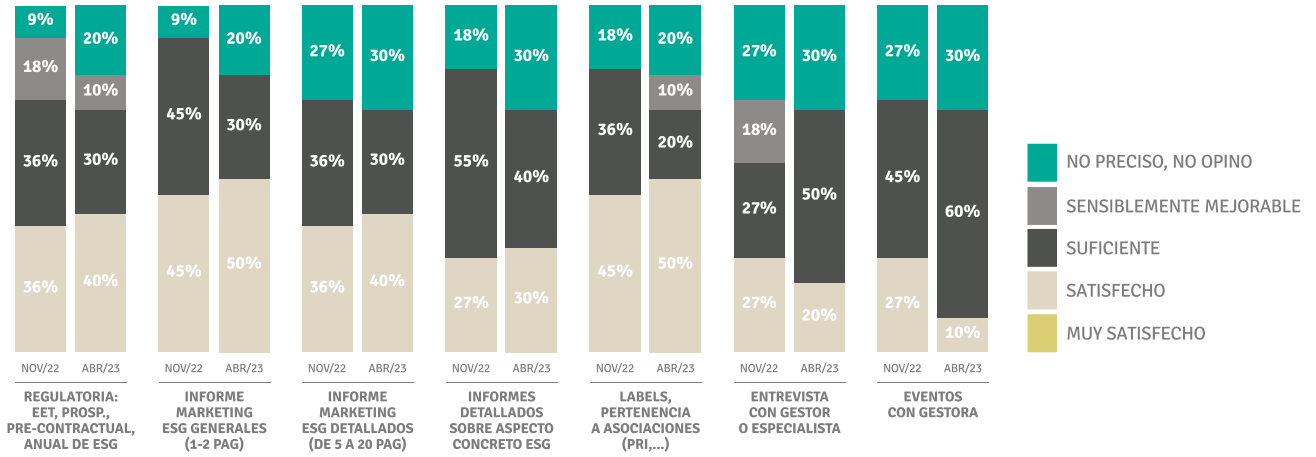
45. En caso negativo, ¿planea incorporar su uso en los próximos doce meses?



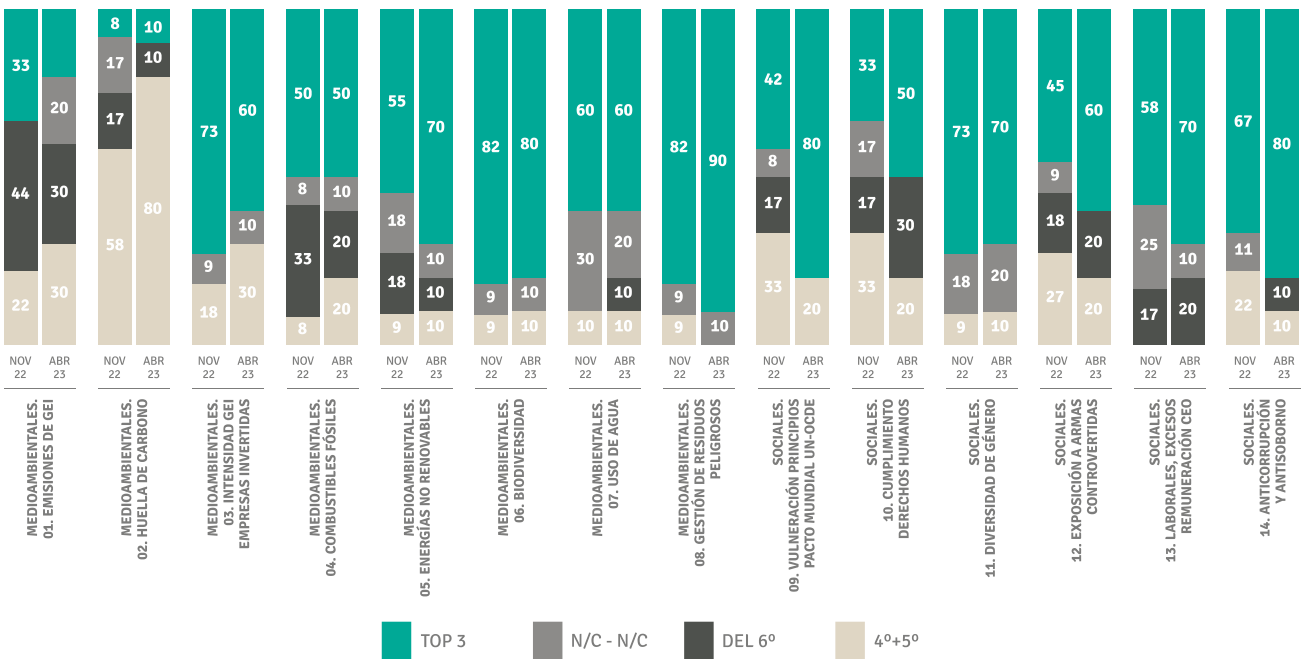
46. ¿Qué grado de necesidad tiene de recibir regularmente información específica de ESG de las Gestoras?



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.



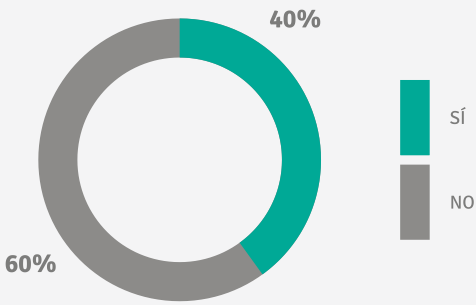
50. ¿Qué importancia le asigna a cada apartado de PIAs? Reparta 100 puntos entre las dos opciones, números enteros sin decimales.



PREGUNTAS DEL SEMESTRE

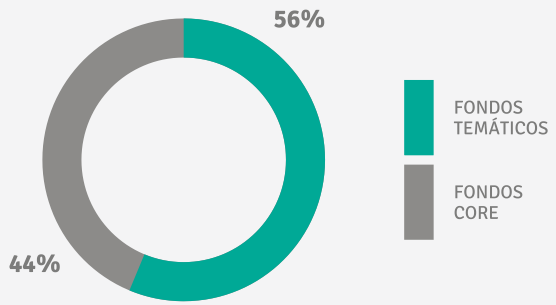
[1]

¿Está valorando incluir estrategias de dividendo en cartera?



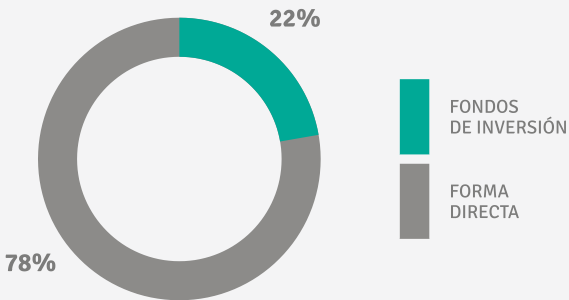
[2]

¿La inversión en renta variable global la hace a través de fondos temáticos o utiliza fondos core?



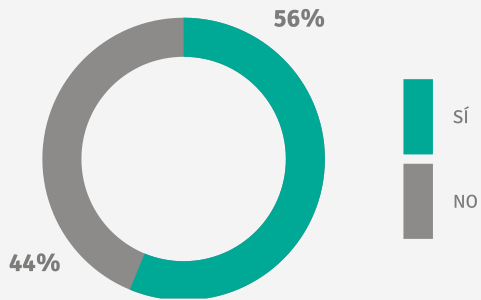
[3]

En renta fija, ¿prefiere tomar la exposición de forma directa o a través de fondos de inversión?



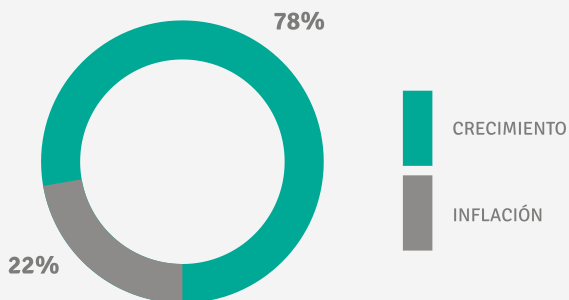
[4]

¿Ve valor en las divisas emergentes a medio/largo plazo?



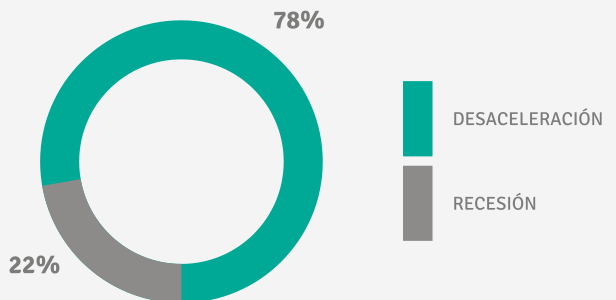
[5]

La FED, ¿primará el crecimiento o la inflación?



[6]

¿Desaceleración o recesión?



ENCUESTA SOBRE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BARÓMETRO DE LAS PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA

2023

MAYO

REALIZADO

