

CARTA DEL DIRECTOR DE INVERSIONES

SEPTIEMBRE
2016

La era de las soluciones de inversión



Giordano Lombardo
Consejero delegado y director de
inversiones

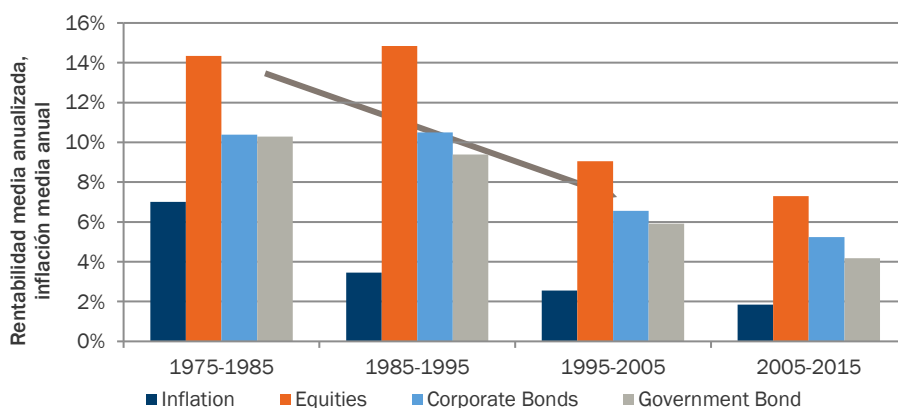
«No se deje influir por nada que no sean los intereses de sus clientes. Dígales la verdad.»
Arthur C. Nielsen

Los inversores son cada vez más conscientes de que el futuro que viene es complicado y de que tendrán que hacer frente a un largo periodo de desafíos sin precedentes. Es probable que este entorno afecte enormemente, no solo a las decisiones de inversión, sino también al desarrollo futuro del sector de la gestión de activos. Desde la perspectiva que me confiere mi cargo de consejero delegado y director de inversiones, creo que es el momento de replantearnos nuestro negocio como gestora de inversión y construir una nueva relación con los clientes.

En lo que se refiere a la actividad de inversión, pensamos que los rendimientos a largo plazo de todas las clases de activo (en un horizonte temporal de diez años) van a mantener la tendencia descendente de la última década.

El complicado entorno de inversión al que nos enfrentamos no va a ser temporal y nos exigirá replantearnos cómo podemos construir carteras resistentes que puedan hacer frente a esta nueva etapa.

Rendimiento de las diferentes clases de activo por décadas, 1975 - 2015



Fuente: Pioneer Investments, Bloomberg. Análisis de datos mensuales desde el 31 de diciembre de 1975 hasta el 31 de diciembre de 2015. Renta variable = índice S&P500; deuda pública = índice BofA Merrill Lynch US Treasury & Agency; deuda corporativa = índice BofA Merrill Lynch US Corporate Master. Todos los índices se expresan en USD, rentabilidad total. Los índices no se gestionan y su rentabilidad presume la reinversión de los dividendos. A diferencia de la rentabilidad de los Fondos, no reflejan los gastos ni las comisiones. Los inversores no pueden invertir de forma directa en índices. Los datos ofrecidos representan la rentabilidad obtenida en el pasado, que no garantiza los resultados futuros

Como consecuencia de las políticas monetarias poco convencionales que han puesto en marcha los bancos centrales, la deuda pública, con tipos cercanos a cero e incluso negativos, está perdiendo su función tradicional de generación de ingresos y su papel como activo «sin riesgo» en las carteras de inversión. Tras varios años de mercados alcistas impulsados por la liquidez, las oportunidades direccionales obvias que ofrecen

los activos de riesgo también se han aprovechado al máximo. Al mismo tiempo, pensamos que está aumentando el riesgo de que se produzcan situaciones extremas. Tal y como hemos visto desde el año 2015, los mercados financieros están perdiendo su fe ciega en los bancos centrales. La transición de las principales áreas económicas hacia una senda de sólido crecimiento no ha sido fácil, como hemos podido comprobar en China y en otros mercados emergentes.

En los países desarrollados, la debilidad de la inversión y la consiguiente reducción de productividad está limitando el potencial de crecimiento. El exceso de deuda apunta en la misma dirección, favoreciendo la reducción del crecimiento estructural y el aumento de la volatilidad macroeconómica una vez que se produzcan los ajustes. Las elevadas tasas de desempleo, especialmente entre los jóvenes, agudiza la disparidad intergeneracional y aumenta la desigualdad existente entre los que se benefician de la inflación del precio de los activos y aquellos que se ven afectados por el estancamiento de las rentas del trabajo.

El marco geopolítico es frágil: Europa se enfrenta a la crisis de los refugiados, a la amenaza terrorista y a las fuertes presiones que ponen en peligro todo el entramado de la UE, mientras que el auge del populismo en todo el mundo compromete aún más *statu quo*. El resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido es un buen ejemplo de todo ello.

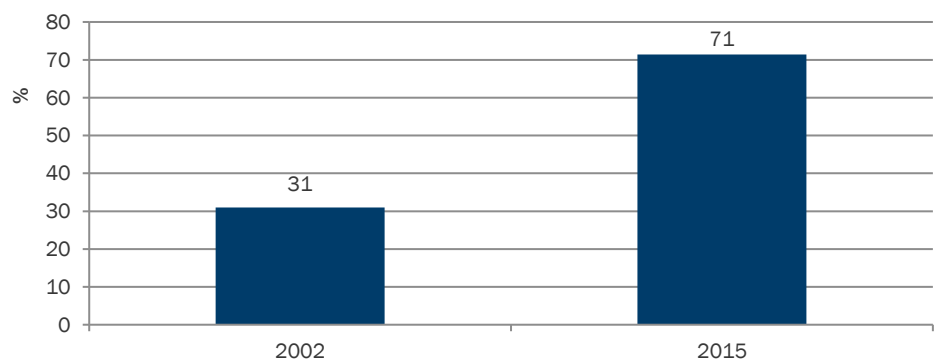
En un entorno como el actual, los inversores deben prestar especial atención a dos elementos fundamentales. En primer lugar, en nuestra opinión, no estamos ante una circunstancia temporal, sino estructural. Las tendencias que han servido de base a los mercados alcistas de los últimos veinte años ya no existen: la concepción de China (y de otros países emergentes) como nueva potencia económica, la globalización y la consiguiente competencia internacional, que contribuyeron a impulsar las fuerzas deflacionistas, el proceso tecnológico que provocó un fuerte aumento de la productividad. En segundo lugar, tal y como hemos podido comprobar, el proceso de desapalancamiento del ciclo de crédito a largo plazo aún va a tardar muchos años en completarse.

Por todo ello, pensamos que este escenario nos exigirá replantearnos cómo podemos construir carteras resistentes que puedan hacer frente a este nuevo paradigma de mercado.

Si prestamos atención a la evolución del sector financiero cuando el entorno de inversión era favorable, nos daremos cuenta de que:

- 1) Ha permitido la exposición progresiva de los hogares hacia los activos financieros, y especialmente hacia los productos de gestión de activos. En el año 2015, el sector global de gestión de activos alcanzó 71,4 billones de dólares en activos totales, más del doble que en 2002.

Activos gestionados a escala mundial (billones de dólares)



Fuente: BCG Global Asset Management Market Sizing Database 2016.

En nuestra opinión, el nuevo entorno al que han de hacer frente los inversores traerá consigo un replanteamiento radical del concepto de índice de referencia, así como de lo que consideramos una separación «artificial» entre la gestión activa y la gestión pasiva.

Las gestoras van a pasar de ser proveedoras de productos a ser proveedoras de soluciones de inversión.

La era de las soluciones exigirá el replanteamiento de los enfoques de construcción de carteras, diseño de productos y gestión de riesgo, con el fin de ofrecer la experiencia de inversión que demandan nuestros clientes.

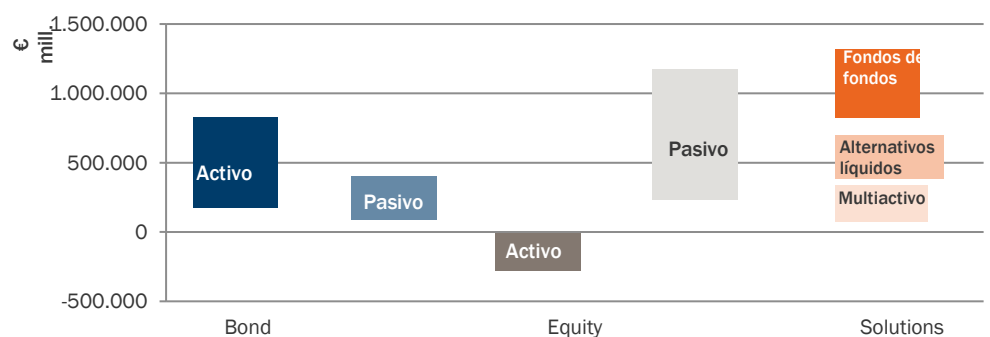
- 2) En el marco de crecimiento general de la gestión de activos, se ha mostrado una predilección especial por los productos «pasivos». Ello se debe a que estos productos conllevan unos costes más reducidos y a que existe un cierto escepticismo sobre la posibilidad de que los gestores activos puedan llegar a batir a los índices de referencia.

De hecho, si nos remontamos treinta años atrás, el empleo de un índice de mercado como referencia u objetivo para las carteras de inversión ha sido una de las principales «innovaciones» del sector financiero. La adopción generalizada de este tipo de índices se debió inicialmente al hecho de que se trataba de un indicador «sencillo» para medir la gestión activa, por lo que los mismos índices constituían un primer paso para desarrollar inversiones «indexadas» de bajo coste.

En nuestra opinión, el nuevo entorno al que han de hacer frente los inversores traerá consigo un replanteamiento radical del concepto de índice de referencia, así como de lo que consideramos una separación «artificial» entre la gestión activa y la gestión pasiva. La gestión de activos consistirá cada vez más en la posibilidad de ofrecer soluciones de inversión que puedan medirse en función de un objetivo económico determinado: por ejemplo, una rentabilidad nominal mínima o un rendimiento superior a la inflación. Y las actividades de gestión de activos dejarán de medir su rentabilidad en relación con un índice de mercado tradicional. En esta nueva era, todas las decisiones de inversión se convertirán en elecciones activas, incluida la decisión de incorporar un producto pasivo a una cartera para obtener un objetivo predefinido. Por lo tanto, en nuestra opinión, las gestoras van a pasar de ser proveedoras de productos a ser proveedoras de soluciones de inversión.

Si nos fijamos en los datos correspondientes al periodo 2011-2015, vemos que la «era de las soluciones» ya ha comenzado, y que la mayor parte de los flujos (más de 1 billón de euros) proceden de productos multi-activo, de fondos de fondos y de productos alternativos líquidos. El creciente apetito que hemos presenciado en los últimos cinco años por los productos generadores de ingresos también forma parte de esta tendencia hacia las soluciones de inversión.

Flujos netos de los fondos de inversión globales y fondos cotizados o ETF (exc. mercado monetario) en 2011-2015 (millones)



Fuente: Pioneer Investments según los datos de Strategic Insights. Se incluyen todos los fondos de inversión a largo plazo, incluidos los índices y los ETF, vendidos en el mundo, salvo Australia y Canadá. Información a 31 de diciembre de 2015. Los productos alternativos líquidos incluyen los productos de rentabilidad absoluta y los alternativos líquidos. No se incluyen otros como las materias primas, los bienes inmuebles y otros no clasificados.

En nuestra opinión, la era de las soluciones exigirá el replanteamiento del diseño de producto, de la gestión del riesgo y de la construcción de carteras, así como de los modelos de distribución necesarios para ofrecer la experiencia de inversión que demandan los inversores.

1 Gestión del riesgo

Deberíamos cambiar el enfoque que le damos al riesgo, y evolucionar desde las medidas tradicionales de mercado (es decir, la volatilidad) a gestionar el riesgo de incumplir los objetivos a largo plazo del inversor.

2 Diversificación «real»

Los productos alternativos líquidos pueden contribuir a aumentar la diversificación y a encontrar fuentes de rentabilidad poco correlacionadas entre sí.

Los proveedores de soluciones presentan cuatro características principales:

- 1) Persiguen la gestión eficaz del riesgo, con el fin de mitigar el impacto de las situaciones extremas.
- 2) Buscan una diversificación «real», con clases de activo no correlacionadas¹
- 3) Desean lograr una separación más clara entre alfa² y beta
- 4) Persiguen un alfa «real» para compensar una beta más baja.

En la era de las soluciones, deberíamos cambiar el enfoque que le damos al riesgo, y evolucionar desde las medidas tradicionales de mercado (es decir, la volatilidad frente a un índice de mercado) a una gestión del riesgo innovadora y pensada a la medida del cliente.

Así, la definición de riesgo estaría más identificada con la necesidad de limitar las caídas (*drawdown*)³ previstas a un nivel aceptable, lo que podría reducir el riesgo de incumplir los objetivos a largo plazo del inversor.

Todo esto significa que el proceso de inversión debería evolucionar desde un marco tradicional de riesgo/rendimiento, centrado en la volatilidad, al análisis de los distintos escenarios y la estimación de las probabilidades que existen para que dichos escenarios se conviertan en realidad. En nuestra opinión, este enfoque permitiría la aplicación de estrategias de cobertura diseñadas para reducir el impacto de situaciones extremas y estabilizar el rendimiento de la cartera de inversión lo máximo posible.

En segundo lugar, la necesidad de gestionar el riesgo de una manera eficaz resulta aún más importante si tenemos en cuenta que, durante los periodos de turbulencias del mercado, las clases de activo tienden a moverse en la misma dirección y la diversificación⁴ tradicional no ofrece los beneficios esperados.

Durante la gran crisis financiera, el *drawdown* de una cartera hipotética tradicional y equilibrada (50% renta fija y 50% renta variable)⁵ superaba el 20%.

En la primera mitad de la década de 2000, se generalizó la creencia de que las clases de activo alternativos (fondos de inversión libre o *hedge funds*, infraestructura) eran la solución para obtener una «diversificación real» frente a las clases de activo tradicionales.

Sin embargo, el conocido como «Modelo de Yale», que aprovecha la prima de iliquidez, se ha visto cuestionado por la crisis financiera. Los productos alternativos sufrieron un

¹Correlación: grado de asociación entre dos o más variables; en finanzas, se trata del grado en el que los activos o los precios de las clases de activo se mueven en relación con el resto. Se expresa con un coeficiente de correlación que oscila entre -1 (se mueven en direcciones opuestas) al 1 (se mueven en la misma dirección), pasando por el 0 (totalmente independientes).

²Alfa: mide la rentabilidad ajustada al riesgo, y representa el exceso de rentabilidad del activo en relación con la rentabilidad del índice de referencia. Un alfa positiva señala el valor ajustado al riesgo que genera el gestor por encima del índice de referencia. Beta: medida estadística de la sensibilidad de una inversión ante los movimientos del mercado en relación con un índice. Una beta de 1 indica que el precio del activo se moverá en la misma dirección que el mercado. Una beta inferior o superior a 1 indica que el activo presenta una menor o una mayor volatilidad, respectivamente, que el mercado.

³Caída (*drawdown*): mide la diferencia entre el máximo y el mínimo registrados durante un periodo de tiempo por una inversión, un fondo o una materia prima. Se suele expresar como un porcentaje entre el máximo y el mínimo alcanzado.

⁴La diversificación no garantiza la obtención de un beneficio ni la protección frente a las pérdidas.

⁵Fuente: Pioneer Investments según datos de Bloomberg. Información a 30 de junio de 2016. El porcentaje de *drawdown* hace referencia a una cartera hipotética equilibrada con el 50% de renta fija = Barclays Global Aggregate Bonds Eur Hedged el 50% de renta variable = MSCI World Eur Hedge Total Return. Se trata de un ejemplo hipotético y se presenta únicamente a efectos ilustrativos. No pretende representar el rendimiento de ningún producto de Pioneer Investments. Los datos ofrecidos representan la rentabilidad obtenida en el pasado, que no garantiza los resultados futuros. Los índices no se gestionan y su rentabilidad presume la reinversión de los dividendos. A diferencia de la rentabilidad de los Fondos, no reflejan los gastos ni las comisiones. Los inversores no pueden invertir de forma directa en índices. La cartera hipotética se reequilibra anualmente. Los datos ofrecidos representan la rentabilidad obtenida en el pasado, que no garantiza los resultados futuros.

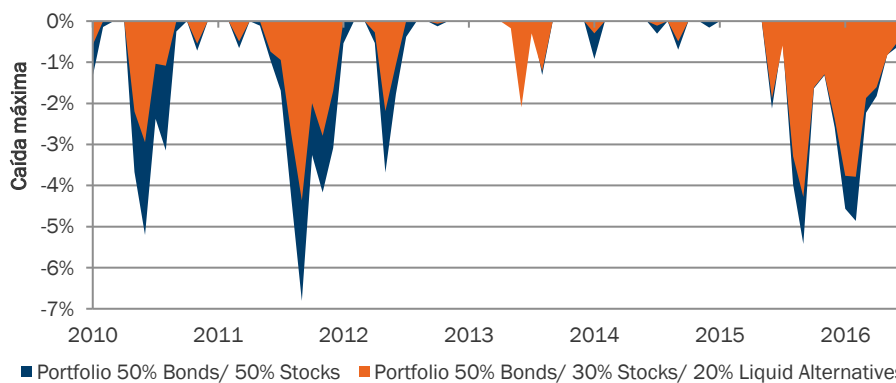
drawdown importante y los resultados de los activos de capital privado presentaron una alta correlación con los mercados de renta variable. Además, estas clases de activos se caracterizaban por su iliquidez, lo que acentuó el malestar de los inversores cuando los mercados cayeron. Desde entonces, el nuevo desafío al que se ha enfrentado el sector ha sido el de encontrar fuentes de rentabilidad que no estén correlacionadas, como en el caso de las inversiones alternativas, pero en «forma líquida».

En nuestra opinión, las estrategias alternativas líquidas pueden considerarse la respuesta más reciente del sector de la gestión activa a la necesidad de aumentar la diversificación y encontrar fuentes de rentabilidad poco correlacionadas entre sí.

Estas estrategias ofrecen las características de flexibilidad y rentabilidad absoluta propias de los productos alternativos, en un vehículo de liquidez diaria, gracias a la amplia gama de instrumentos/estrategias disponibles.

¿Cumplirán los productos alternativos líquidos las expectativas de los inversores? Al tratarse de instrumentos relativamente nuevos, no es posible dar una respuesta definitiva pero, en nuestra opinión, presentan un buen potencial. Según el análisis histórico de los últimos seis años, si la cartera hipotética que hemos mencionado antes hubiera sacado el 20% de la parte invertida en renta variable para invertirla en productos alternativos líquidos, habría registrado una rentabilidad ligeramente más reducida (rentabilidad anualizada del 5,2% para el periodo 2010-2016 frente al 6,4% que habría registrado sin alternativos líquidos), pero el *drawdown* se habría reducido en un 36%. La cartera resultante habría mejorado de forma significativa su Ratio de Sharpe (1,25 frente a 1,08 sin productos alternativos líquidos).

Incorporación de productos alternativos líquidos a una cartera equilibrada



Fuente: Pioneer Investments, Bloomberg. Información a 30 de junio de 2016. Renta fija = índice Barclays Global Aggregate Bonds Eur Hedged; renta variable = índice MSCI World Eur Hedge Total Return; productos alternativos líquidos = índice HFRU Hedge Fund Composite Index Eur. La cartera hipotética se reequilibra anualmente. Los datos ofrecidos representan la rentabilidad obtenida en el pasado, que no garantiza los resultados futuros.

3 Separación entre alfa y beta

Las estrategias de beta inteligente elevan el nivel de exigencia de la gestión activa.

En tercer lugar, en nuestra opinión, el proceso de construcción de carteras debería evolucionar para ofrecer soluciones «realmente activas» que puedan ayudar a los inversores a lograr sus objetivos. Esta evolución debería conducir a una separación más clara entre alfa y beta y a la generación de un alfa «real» que permita compensar una beta más baja.

En nuestra opinión, el creciente atractivo de los productos de «beta inteligente» (productos que pretenden ofrecer una exposición de bajo coste a uno o varios factores frente a la beta tradicional, que se basa en los índices de mercado) eleva el nivel de exigencia de las gestoras activas e impulsa la generación de un alfa «real». A las gestoras activas ya no les bastará con construir carteras activas basadas en un factor concreto (por ejemplo, invirtiendo en empresas con un ratio precio-beneficio reducido o empleando

4 Una gestión «realmente» activa

En nuestra opinión, la combinación de un enfoque de «alta convicción» y una gestión del riesgo diseñada para limitar las pérdidas constituye un factor diferenciador de éxito para las gestoras activas.

algún otro filtro cuantitativo, como hacen los productos de beta inteligente) y vender este enfoque como «activo», con una comisión relativamente elevada. Si desean diferenciarse de cualquier tipo de enfoque pasivo o semipasivo, tendrán que ser capaces de generar un alfa realmente idiosincrático, particular y no replicable.

Por lo tanto, la combinación de un enfoque de «alta convicción» y una gestión del riesgo diseñada para limitar las pérdidas constituye un factor diferenciador de éxito en este sentido.

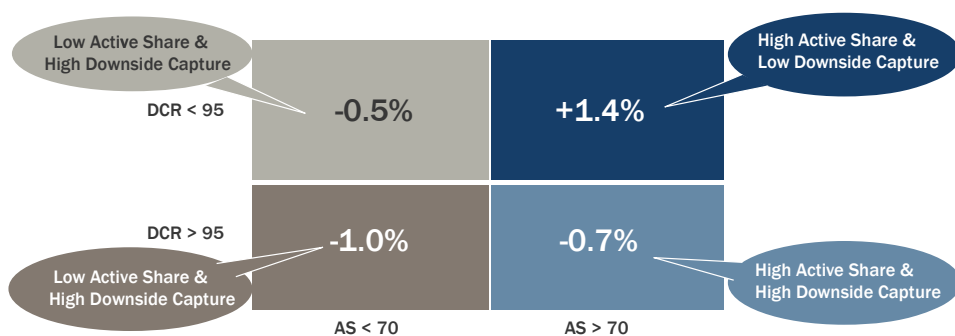
Ante el aumento de la competencia procedente de la gestión pasiva y los productos de beta inteligente, las gestoras activas deberán convertirse en gestoras «realmente» activas si desean que los inversores continúen decantándose por esta modalidad de gestión.

Tal y como se desprende del análisis que realizamos sobre el comportamiento de los fondos de renta variable estadounidense entre el 30 de junio de 1999 y el 30 de abril de 2016 (en el anexo se detallan las características de dicho análisis), en términos generales, el sector de la gestión de activos ha tenido dificultades para generar alfa, y ha suscitado las quejas de los inversores (y los reguladores) sobre los excesivos costes. Sin embargo, el panorama es muy diferente si analizamos los resultados de las gestoras activas que aplican un enfoque de «alta convicción» (con un porcentaje de dinero gestionado activamente superior al 70%⁶) y de protección frente a los riesgos (pueden limitar al 95% las pérdidas registradas en mercados bajistas)⁷. Estas gestoras «realmente activas» fueron capaces de ofrecer una media de rentabilidad anual sobre el índice del 1,4%, mientras que el resto de gestoras activas no lograron superar la rentabilidad del índice de referencia.

En nuestra opinión, un alfa de «alta convicción» puede ser la manera de compensar a los inversores por la rentabilidad más reducida que ofrece la exposición a beta a la hora de obtener revalorización de capital a largo plazo.

La capacidad para generar rentabilidad sobre el índice⁸ podría tener un impacto significativo sobre los resultados a largo plazo de los inversores que persiguen la consecución de sus objetivos.

Rentabilidad media sobre el índice según el porcentaje de dinero gestionado activamente y el ratio de captura bajista



Fuente: Pioneer Investments, Morningstar. Análisis de la rentabilidad anualizada a 3 años sobre el índice de referencia durante el periodo comprendido entre el 30 de junio de 1999 y el 30 de abril de 2016. Véase Tabla 2 para la definición del ejemplo y la metodología empleada en el análisis.

Los datos ofrecidos representan la rentabilidad obtenida en el pasado, que no garantiza los resultados futuros.

⁶ En la Tabla 1 del Anexo encontrará una definición de «dinero gestionado activamente».

⁷ Véase el Anexo para conocer la metodología y las definiciones empleadas en el estudio. La rentabilidad sobre el índice es la diferencia existente entre la rentabilidad de las carteras del ejemplo mostrado en la tabla de la página 6 y el índice S&P 500 TR.

⁸ La rentabilidad sobre el índice constituye una medida de rentabilidad de una inversión en relación con un índice de referencia.

Cuando miramos hacia el futuro, encontramos oportunidades muy interesantes para aquellas gestoras de activos que adopten un enfoque basado en las soluciones de inversión.

En un entorno como el actual será aún más importante que las gestoras sean capaces de fortalecer su proceso de inversión y se conviertan en proveedoras de soluciones de inversión.

Para nosotros, ello implica mejorar la generación de ideas de alta convicción mediante el análisis, tanto de enfoque ascendente como macroeconómico, e invertir en la gestión de riesgos y en la construcción eficaz de las carteras, así como mantener un diálogo continuo con los inversores.

La era de las soluciones de inversión ha comenzado, y en Pioneer Investments mantenemos un compromiso firme con este nuevo enfoque.



Anexo: metodología y definiciones

Tabla 1

Source	Morningstar
Time Period	June 1999 to April 2016
Fund Sample	241 funds, selected as the largest (by AUM) US domiciled funds in the US Equity Large Cap Morningstar category, with Benchmark S&P500TR and with Active Share data available. This sample should help avoid the benchmark, fund size and cap size biases of the Active Share statistics. Only surviving funds have been included in the sample. The fund size may change depending on the year of analysis. We define surviving fund as a fund that has not been closed or merged into another fund as of April 30, 2016. The sample avoids double counting multiple share classes, using only the primary share class in the Morningstar database.
Sample Size	The full sample includes 3609 observation = 241 funds x 15 years analyzed
Active Share	Active Share is defined as "the share of portfolio holdings that differ from the benchmark index holding". For each fund we have used the Active Share statistics as an easy and available measure of active management. We believe that this is not a comprehensive measure of active management and is subject to multiple limitations.
Structure of the Analysis	We have considered as evaluation date June 30 of each year. Therefore, for each year we have considered the Active Share at June 30, and all other statistics at this date. As performance date we have used the excess return for the 3 years following the evaluation date. For example, with respect to Active Share as of June 30, 2000, the annualized average monthly excess return is for July 1, 2000, through June 30, 2003.
Number of Periods Analyzed	15 Periods. For all periods the excess return is calculated from June at Year T to June at Year T+3 (after 3 years). For 2013 the following excess return is calculated from April 2013 to April 2016.

Tabla 2

	Active Share (AS)	Downside Capture Ratio (DCR)
Definition of the Statistics	Active Share is defined as "the share of portfolio holdings that differ from the benchmark index holding".	Downside Capture Ratio (DCR) measures a manager's performance in down markets. A down-market is defined as those periods (months or quarters) in which the market return is negative.
Definition of the Threshold	HIGH = AS >= 70 LOW = AS < 70	HIGH = DCR >= 95 LOW = DCR < 95
Methodology	We selected the value 70 being the mid value between the average and the median of the full sample.	We selected the value 95 being the median value of the DCR for the funds that delivered positive ER.

Información Importante

La diversificación no es garantía de un beneficio ni protege ante una pérdida.

A menos que se indique lo contrario, toda la información y las opiniones expresadas en este documento son de Pioneer Investments a 31 de agosto de 2016.

Las opiniones expresadas en relación a las tendencias económicas y del mercado son de su autor y no necesariamente de Pioneer Investments. Estas opiniones pueden cambiar en cualquier momento en función del mercado y otras condiciones, y no se puede garantizar que los países, mercados o sectores se comporten según las previsiones. Estas opiniones no deben considerarse ni utilizarse como asesoramiento sobre inversiones, recomendaciones de determinados valores o indicación del propósito de negociación correspondiente a alguno de los productos de inversión de Pioneer. No existen garantías de que las previsiones de mercado analizadas en este documento se materialicen o que las tendencias se mantengan. . Pioneer Investments es el nombre comercial del grupo de empresas Pioneer Global Asset Management S.p.A. Día de primer uso: 15 de septiembre de 2016

Síguenos en:



www.pioneerinvestments.es