

5ª edición

10 años de ahorro colectivo en España

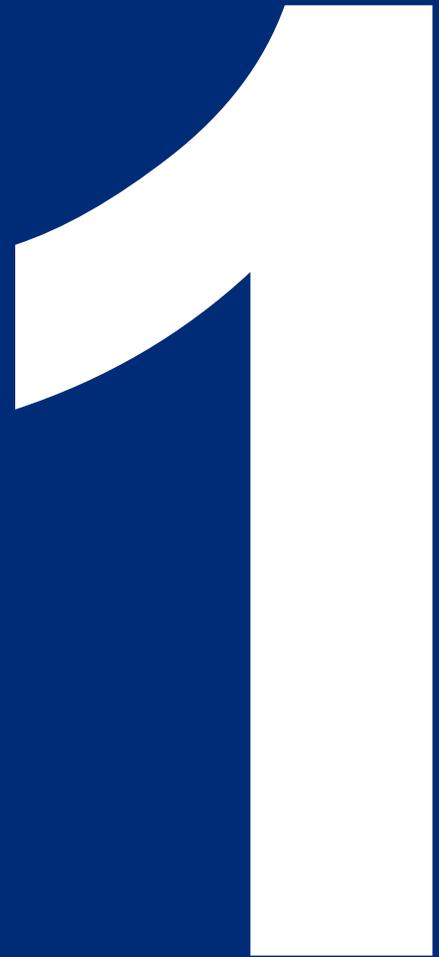
Junio 2024



1. Introducción
2. Resumen de conclusiones
3. Contexto del ahorro colectivo en España
4. Posicionamiento global: rentabilidad y riesgo a 10 años
5. Resultados por tipo de fondo y análisis por patrimonio
6. Fondos y entidades con mejores resultados
7. Las tres dimensiones de la educación financiera: evidencias en los fondos de pensiones de empleo
8. Agradecimientos

Contenido

Introducción



Introducción

1

El objetivo de esta quinta edición sigue siendo **el análisis recurrente de los resultados históricos** de los tres grandes vehículos de ahorro para las familias: **los fondos de inversión, los fondos de pensión individuales y los fondos de pensiones de empleo**. También intentamos introducir siempre reflexiones que puedan ser útiles o de interés para promover una mayor cultura del ahorro colectivo y del beneficio de los resultados a largo plazo.

2

Para ello, el estudio de **“10 años de ahorro colectivo en España”** incluye, de forma recurrente, los análisis que toman en consideración el riesgo como variable indisoluble para analizar de forma homogénea los resultados.

3

En los últimos años, el panorama económico global ha tenido un impacto directo para los ahorradores en forma de mayores niveles de inflación y también mayores tipos de interés. La inflación en 2024 se ha estabilizado, pero seguimos por encima del objetivo del 2% estipulado por el BCE. Las rentabilidades de los fondos en los últimos 10 años se ven influidas por las rentabilidades negativas del año 2022.

4

Ese año los resultados fueron negativos en todos los tipos de fondos, tanto los que tienen una estrategia de inversión más agresiva, como los que invierte de forma más conservadora. En realidad, estos últimos, son los fondos en los que el impacto de 2022 fue más significativo puesto que no se veían rentabilidades tan negativas en los activos de renta fija desde los años 70.

5

Esta situación implicará que estos fondos más conservadores sean los que tarden más tiempo en recuperar sus rentabilidades. Además, en un contexto de mayor inflación. En estas circunstancias, las decisiones que tomen los ahorradores tendrán, si cabe, mayor impacto que en entornos de bajos tipos de interés y rentabilidades positivas.

6

Por este motivo, como en cada edición intentamos analizar el ahorro colectivo desde diferentes perspectivas, en esta ocasión, además de la revisión de los resultados de los últimos 10 años, centramos la atención en el concepto de las tres dimensiones de la educación financiera.

Resumen anteriores ediciones



La motivación inicial que nos llevó a lanzar la primera edición del estudio era conseguir una visión global de todo el ahorro colectivo en España para analizar si existían diferencias en los resultados y en la forma de gestionar los diferentes vehículos (fondos de inversión, fondos de pensiones individuales y fondos de pensiones de empleo). Decidimos usar la metodología de análisis de las rentabilidades y el riesgo (volatilidad).

Los resultados no mostraban una diferencia significativa entre los diferentes tipos de fondo, pero sí se observaba un menor nivel de riesgo en los fondos de pensiones de empleo. Concluíamos que, dado que no se demuestra una diferencia de rentabilidad entre los fondos, será la decisión individual de ahorrar y la calidad de la gestión, lo que nos permitirá acumular un ahorro suficiente para el futuro.



En la segunda edición, los fondos de pensiones de empleo ampliaron su diferencial favorable en resultados respecto del resto de vehículos. Consideramos que el papel de las comisiones de control y la existencia de mandatos de gestión claramente definidos, con medidas de control de riesgo y objetivos de rentabilidad eran parte de la explicación de los mejores resultados de este tipo de fondos.

En esa edición, analizamos los resultados por tipos de gestora (aseguradora, gestora bancaria, gestora independiente o gestora internacional) y concluíamos que los resultados no eran significativamente distintos entre ellas.



En la tercera edición seguimos aplicando la misma metodología e introducimos el análisis en función del patrimonio y por tipo de entidad gestora. Además, incorporamos un panel de debate con diferentes entidades del sector, para introducir una componente cualitativa al análisis numérico.

Del debate con estas entidades empezamos a incidir en la necesidad de más educación financiera. Se demuestra que con buenas estrategias de inversión se puede construir un nivel de ahorro suficiente. Acuñamos la idea que *“la educación financiera genera rentabilidad”*.



En la cuarta edición, la primera post-pandemia y con niveles de inflación y tipos de interés al alza, los resultados mostraban que una parte importante de los fondos no conseguían batir a la inflación a largo plazo.

En esta edición añadimos, al análisis por patrimonio y contra comparables, una comparativa contra una referencia de mercado. Se identificaron muy pocos fondos de gran patrimonio que consiguieran buenos resultados. De nuevo, los fondos de pensiones de empleo obtenían mejores resultados desde estas perspectivas, lo que nos llevaba a plantear el reto de dar acceso a ahorradores individuales a una gestión realmente institucional y con un elevado grado de gobernanza.

Descripción de los fondos analizados

1.297 fondos analizados / +221.000 M€ / el 53% del patrimonio total tiene datos a 10 años

Fondos analizados			
Datos a 31/12/2023	Número de planes y fondos	Total fondos con datos a 10 años	% muestra sobre total fondos
Total FIMS	2412	729	30%
Total FPIs	602	297	49%
Total FPEs	341	271	79%

Patrimonio total	Patrimonio estudio	% estudio sobre total patrimonio
296.685.732 €	128.992.650 €	43%
85.321.504 €	59.496.428 €	70%
34.299.791 €	32.701.478 €	95%

Total partícipes	Partícipes estudio	% estudio sobre total partícipes
16.036.004	4.083.533	25%
7.405.436	5.736.798	77%
2.075.543	1.873.440	90%

Se observa un mayor porcentaje de fondos con antigüedad de 10 años entre los fondos de pensiones de empleo, en concreto el 79% de los fondos tienen 10 o más años de historia.

Los fondos de inversión y los fondos de pensiones individuales tienen una menor antigüedad, que puede responder a un sesgo de supervivencia menor o a una mayor actividad de creación de nuevos fondos y fusión de fondos existentes.

FIMS: Fondos de inversión mobiliaria / FPIs: Fondos de pensión individual / FPEs: fondos de pensión de empleo

Resumen de conclusiones

2

Conclusiones

- A pesar de que España tiene una tasa de ahorro inferior a la de la zona Euro, vemos como en los últimos dos años, esta tasa de ahorro tiende a converger con la media de la zona Euro.
- La mayor parte del ahorro líquido está invertido en vivienda. El ahorro líquido está disperso en multitud de vehículos, con diferentes límites de aportación y diferente fiscalidad. Entre los activos líquidos, el depósito es el más utilizado con diferencia. Los productos conservadores no consiguen batir a la inflación, de forma que habría que ahorrar diferente para conseguir más rentabilidad.
- El concepto de educación financiera cada vez tiene mayor repercusión en foros de debate y observatorios relacionados con el ahorro y la inversión. Insistiendo en esta necesidad, consideramos que el concepto de educación financiera en genérico puede generar dudas.
- En otras ediciones de este estudio hemos mencionado la imperiosa necesidad de un mayor nivel de educación financiera para construir un nivel de ahorro suficiente y buscar la mejor combinación rentabilidad-riesgo.
- En esta edición del estudio relacionamos algunas de las conclusiones, nuevas y recurrentes, que afloran del mismo con un nuevo concepto que hemos llamado “**Las tres dimensiones de la educación financiera**”.



Dimensiones de la educación financiera



La primera dimensión es la del ahorro

Viendo la distribución del ahorro financiero en España y teniendo en cuenta el esfuerzo en renta y ahorro que supone la vivienda de propiedad, concluimos que esta dimensión de la educación está bastante resuelta, sin embargo, hay que mejorar la forma de invertir el ahorro financiero para que este cumpla unos mínimos de rentabilidad que cualquier ahorrador debería exigir.

Con **datos a cierre de 2023**, la **rentabilidad promedio de todo el ahorro colectivo de España en los últimos 10 años se sitúa en el 2,1%**. Se trata de la menor rentabilidad a 10 años de todas las ediciones, debido a las rentabilidades negativas de 2022.



La segunda dimensión es la del riesgo

Los datos nos muestran que aquellos fondos con el mínimo nivel de riesgo no consiguen batir la inflación a largo plazo. El ahorrador necesita asumir un cierto nivel de riesgo para conseguir sus objetivos.

Un 53% de los fondos analizados no consiguen batir a la inflación en los últimos 10 años y un 47% sí lo consiguen.

El 40% del patrimonio de los fondos de inversión está invertido en categorías de fondos con el mínimo nivel de riesgo.

Quizás se podría mejorar en una mejora en la regulación cambiando el enfoque de los test de idoneidad para que, en lugar de buscar la idoneidad a una inversión que previamente ha decidido el ahorrador, el test definiera cuál es la inversión más idónea para el objetivo del ahorrador. Siendo esto muy difícil, el papel que juega el asesoramiento independiente es fundamental.



La tercera dimensión es la del producto

Los fondos mixtos de más de 500M€ acumulan un 60% del total del patrimonio, pero tienen unos resultados por debajo de la mediana.

En fondos de inversión no existe una relación positiva entre volumen de patrimonio y rentabilidad, relación que sí existe en fondos de pensiones individuales y de empleo.

Sin embargo, **existen fondos en todos los tramos de riesgo que se sitúan en el cuartil superior de rentabilidad en su tramo de riesgo y que consiguen batir a un índice de referencia de mercado (benchmark). Identificamos 244 fondos que cumplen estas condiciones, gestionados por 36 entidades gestoras.**

Conclusiones



Lo anterior demuestra, por un lado, que existe valor en muchos fondos y en muchas gestoras en España. Por otro lado, que aquellos ahorradores con una educación financiera amplia que sean capaces de aplicar las tres dimensiones se verán beneficiados de unos mejores resultados. No necesariamente en términos de conseguir la mayor rentabilidad, pero en términos de **tener el suficiente ahorro disponible, en el momento en el que lo necesite y consiguiendo una rentabilidad suficiente, superior como mínimo a la inflación**, y adecuada al riesgo que se quiera asumir.



La dificultad está en hacer extensivo este concepto a una población más amplia. Una forma de aplicar estas tres dimensiones, de la educación financiera a un número amplio de personas, es a través de los esquemas colectivos. El caso más evidente en este estudio es el caso de **los planes de pensiones de empleo. Este tipo de vehículos abordan las tres dimensiones de forma colectiva, consensuada, asesorada y supervisada.**

- La rentabilidad de los fondos de pensiones de empleo es del 2,3% y su riesgo del 6%. Estos datos hacen que su relación entre rentabilidad y riesgo sea la mejor de todas las tipologías de fondos analizadas.
- Asimismo, el 80% del patrimonio invertido en estos fondos está concentrados en el segundo cuartil de riesgo, un riesgo medio bajo.



En ahorro colectivo en general, fondos de inversión y fondos de pensiones individuales, este reto debería ser el de las gestoras y el del asesoramiento financiero independiente. **Fórmulas de buen gobierno colectivo, aplicadas a productos individuales, podrían contribuir a incrementar la probabilidad de que estos cumplan con los objetivos de los ahorradores.**

Contexto del ahorro colectivo en España



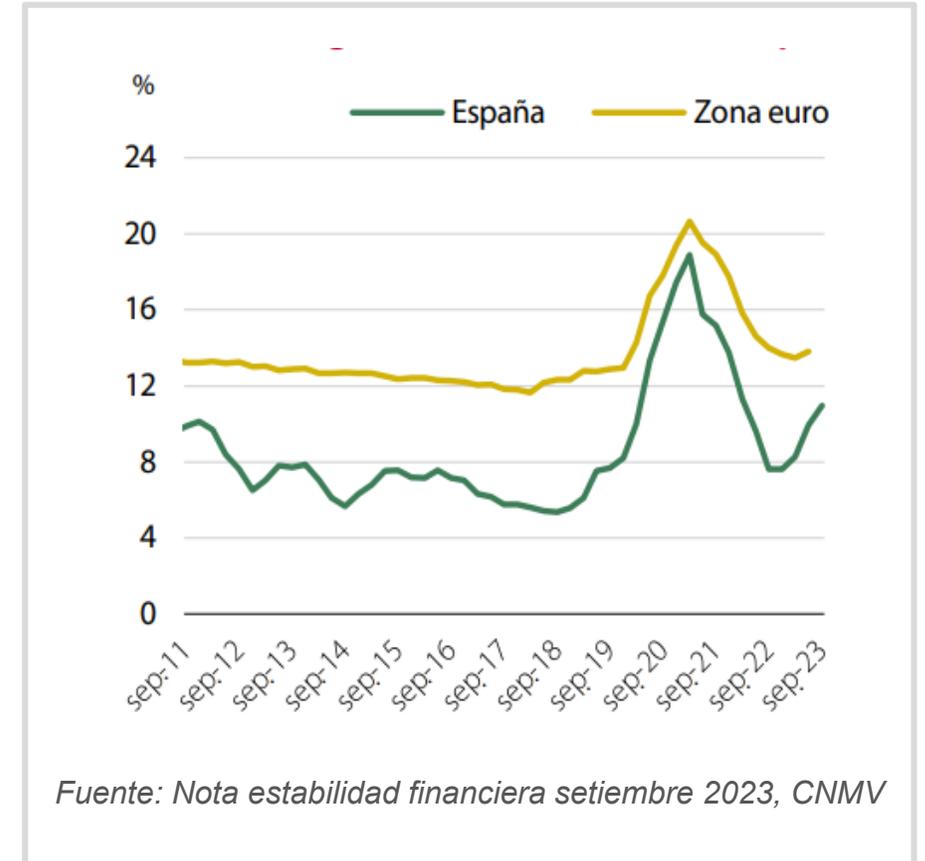
Ahorro de las familias

Para empezar, actualizamos la evolución de la **tasa de ahorro de las familias**. El contexto económico y de pandemia, ha tenido un impacto muy significativo, tanto en España como a nivel global en dicha tasa de ahorro.

Como podemos apreciar en el gráfico, la tasa de ahorro de las familias, calculado como porcentaje de la renta disponible, aumentó significativamente durante la época de la pandemia, para después caer en picado hasta niveles anteriores.

El diferencial de ahorro de España con la zona euro también osciló en ese período.

En el año 2023, se aprecia una mejora de la tasa de ahorro y como convergen las tasas de ahorro de las familias de Europa y España.



Ahorro de las familias

El contexto del ahorro colectivo en España no sólo está marcado por la tasa de ahorro sino también por la tipología de ahorro. Más allá del ahorro en vivienda, que sigue siendo la principal fuente de ahorro, viendo la evolución de los distintos activos que componen este ahorro, el informe de Inverco, “Ahorro financiero de las familias españolas”, del tercer trimestre de 2023, se comprueba como el principal activo de las familias españolas siguen siendo los depósitos bancarios. La preferencia de las familias españolas por una forma de ahorro basada en el patrimonio inmobiliario y los depósitos no ha variado.

Activos financieros familias españolas			
(millones de €)			
	2023	2021	Variación
DEPÓSITOS Y EFECTIVO	1.046.471 €	1.035.086 €	1,1%
INSTITUC. INV. COLECTIVA	418.126 €	418.584 €	-0,1%
FONDOS DE PENSIONES	120.871 €	119.975 €	0,7%
INVERSIÓN DIRECTA	910.297 €	815.571 €	11,6%
V. SEGUROS/ Ent. Prev. Social	221.518 €	254.337 €	-12,9%
CRÉDITOS	15.834 €	15.296 €	3,5%
OTROS	65.320 €	57.947 €	12,7%
TOTAL	2.798.437 €	2.716.796 €	3,0%

Fuente: Inverco “Ahorro financiero de las familias españolas” tercer trimestre 2023



Por la parte del ahorro inmobiliario, la búsqueda de soluciones que permitan dar liquidez a este patrimonio es, sin duda, un campo que necesita un desarrollo importante, para poder contribuir a complementar sus necesidades futuras, entre ellas, la necesidad de complementar las pensiones públicas.



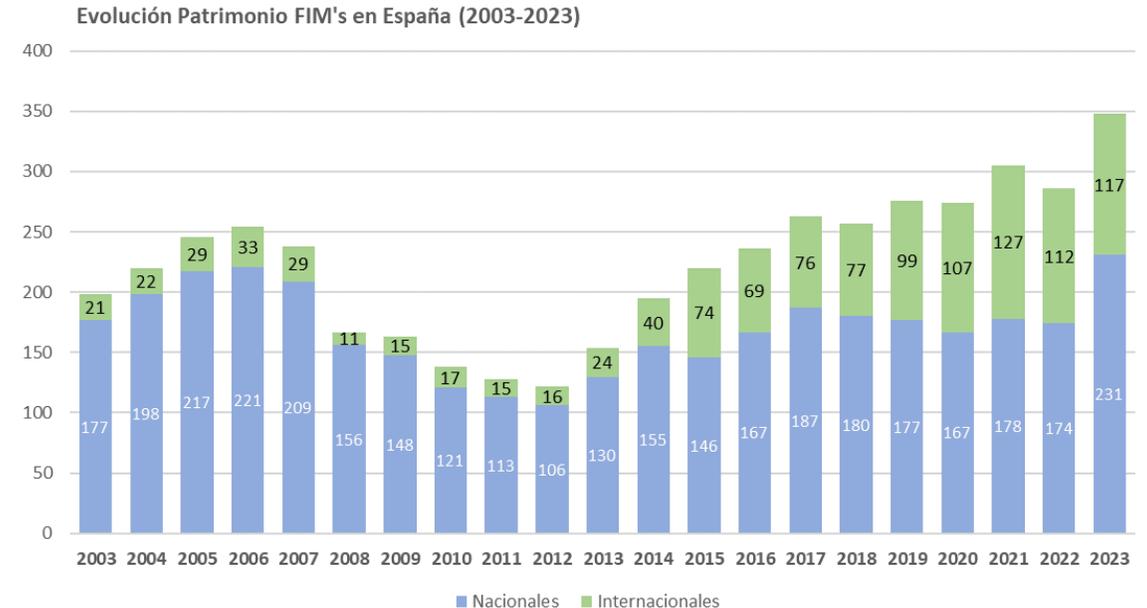
Por la parte referente a la inversión en depósitos, insistimos en destacar de nuevo esta elevada concentración en el activo con una rentabilidad esperada inferior. A pesar del cambio de tendencia que se está observando, con algunas entidades volviendo a ofrecer una remuneración positiva por los depósitos y las cuentas corrientes.

Fondos de inversión: tamaño del mercado y evolución

En el siguiente gráfico se observa cómo el patrimonio de los fondos de inversión en España, en el 2023, aumenta hasta los 348 mil millones de euros. Esto representa un aumento desde los 286 mil millones que se alcanzaron al cierre de 2022.

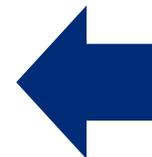
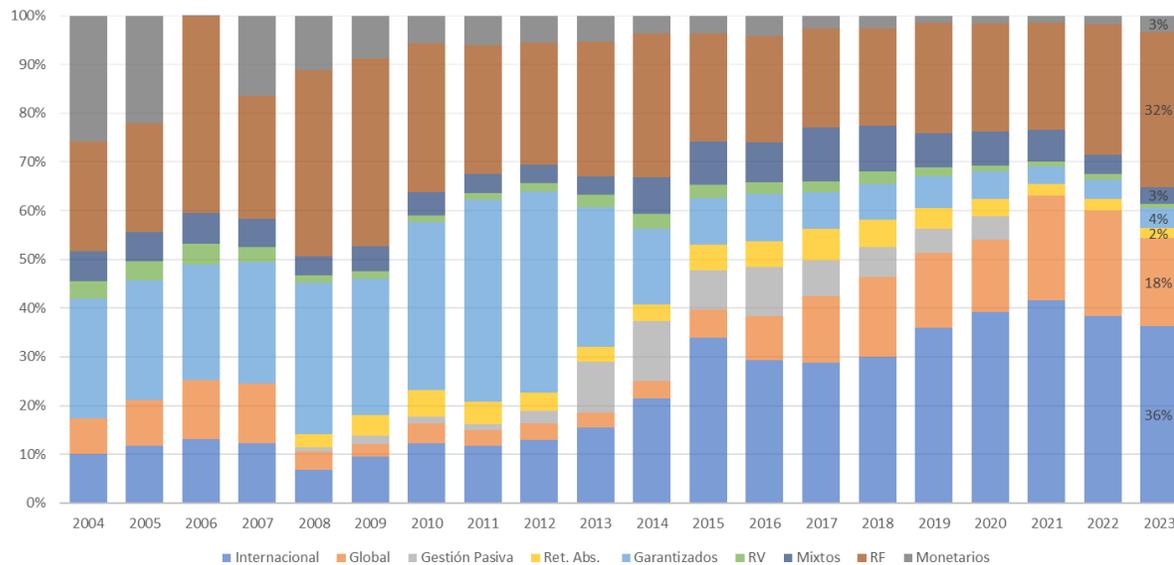
Tras un año 2022 que fue un año complicado para los inversores debido al aumento de los tipos de interés y la inflación, una vez los tipos de interés se han estabilizado en niveles máximos de los últimos 10 años, la inversión en renta fija ha vuelto a despertar el interés de los ahorradores.

Si comparamos con la fecha del último estudio en 2020, se observa un aumento del 6% en la inversión en fondos nacionales, mientras que la inversión en fondos internacionales ha disminuido proporcionalmente.



Fondos de inversión: tamaño del mercado y evolución

Evolución patrimonio FIMs por tipología (2004-2023)



En cuanto a la distribución del patrimonio de los Fondos de Inversión, desde el año 2020 se ha observado ligeros cambios en los pesos por tipo de activo.

El cambio más significativo es el incremento del patrimonio invertido en fondos de renta fija y la ligera disminución en fondos internacionales.

Con ello, a cierre de 2023, los principales tipos de activos por patrimonio en la inversión a través de fondos de inversión serían los activos más conservadores, como los fondos de renta fija, monetarios, garantizados, etc., que representan cerca de la mitad del patrimonio, el 46% del total.

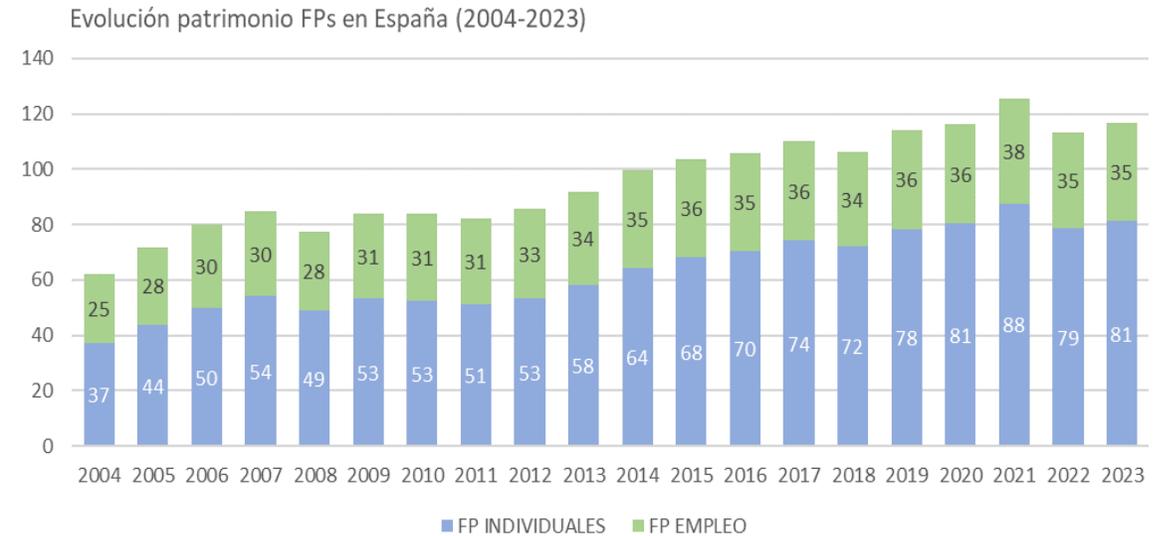
Los fondos globales y de gestoras internacionales han ido aumentando a lo largo del tiempo, y representan el 54% de los activos.

Productos de previsión social: tamaño del mercado y evolución

El volumen del ahorro destinado a fondos de pensiones alcanzó su pico máximo a finales de 2021, cuando el volumen total de activos ascendía hasta los 127 mil millones de euros.

En los últimos 5 años, los niveles de patrimonio en pensiones se han mantenido similares a los de 2019. A cierre de 2023 el volumen de patrimonio destinado a este tipo de vehículo de inversión ascendía a 116 mil millones de euros.

El deseado trasvase de aportaciones de fondos individuales a fondos de empleo que se busca con los cambios legales aprobados, todavía no se refleja en los datos. En el caso de las pensiones de empleo, a pesar de que el volumen de aportaciones es más constante debido a las aportaciones recurrentes de las empresas, el volumen de activos se mantiene estable debido a que también hay salidas por prestaciones.



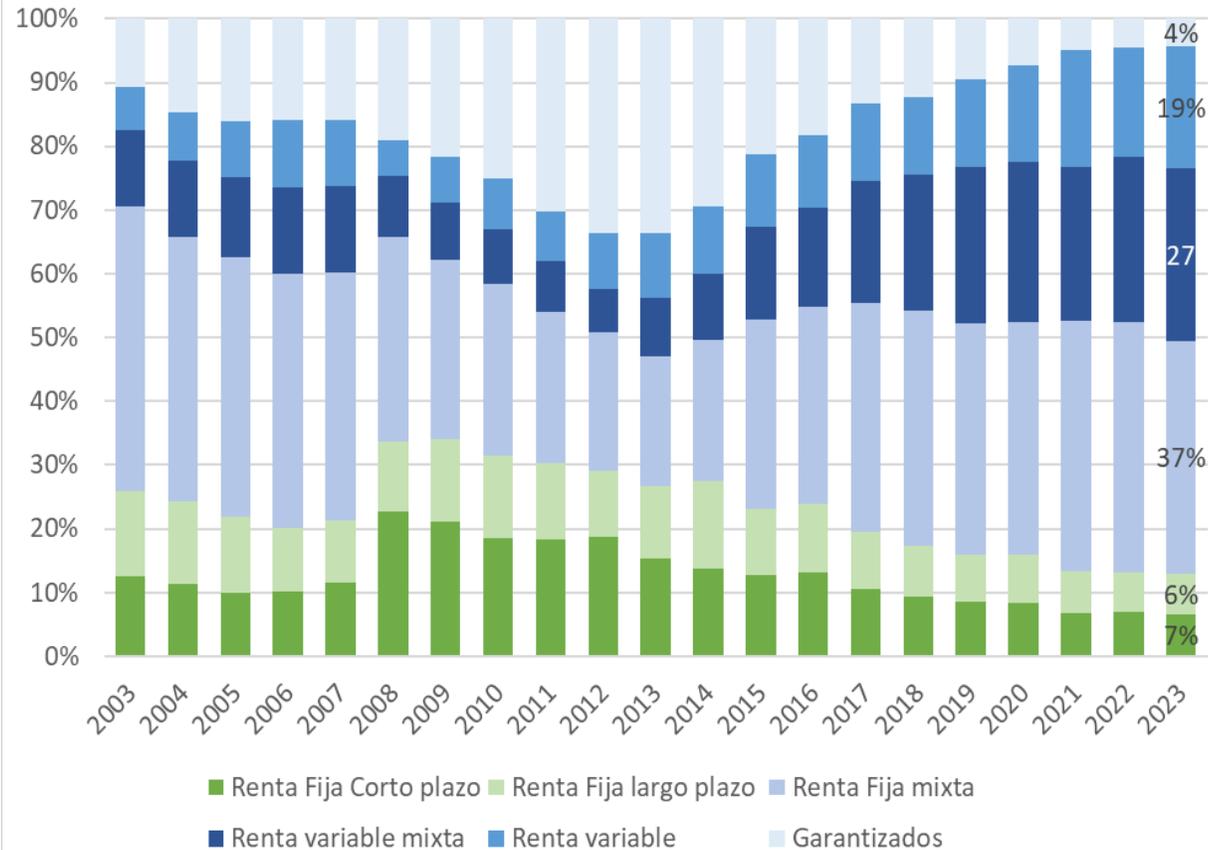
Productos de previsión social: tamaño del mercado y evolución

A diferencia de los fondos de inversión, la evolución del patrimonio por categoría de fondo de pensiones del sistema individual se comprueba que los tipos de activo mixtos son los que incrementan su volumen en estos últimos años, en detrimento de los activos de renta fija, incrementando.

Por lo tanto, el nivel de riesgo de las inversiones como respuesta al contexto de bajísimos tipos de interés que hemos vivido en los últimos años, aun así, podemos apreciar que la Renta Fija sigue representando el 50% del patrimonio de los fondos de pensiones individuales.



Evolución patrimonio Fondos de pensiones individuales por tipología (2003- 2023)



Posicionamiento global: rentabilidad y riesgo a 10 años

4

Contexto del ahorro colectivo en España

Las tres dimensiones de la educación financiera



La primera dimensión de la educación financiera es la del ahorro.

Cualquier ciudadano debería ser consciente de la necesidad de ahorrar, pero, aunque la introducción del estudio mencionamos que la tasa de ahorro es más baja que en Europa, no consideramos correcto decir que la ciudadanía no sea ahorradora. En España tenemos el factor diferencial de la vivienda de propiedad donde todo el dinero que se destina a hipotecas podríamos decir que es ahorro inmobiliario.

Después de la vivienda, los depósitos son donde hay más ahorro con diferencia, seguidos de los seguros de capitales y rentas. A su vez, hemos visto que, entre los fondos de inversión y los fondos de pensiones individuales, las categorías con mayor porcentaje de inversión son las de menor riesgo.

Estas tipologías de inversión son, sobre el papel, las de menor rentabilidad esperada. Por lo tanto, nos centraríamos en decir que **no hay que ahorrar más, sino que hay que ahorrar diferente**, para conseguir el objetivo mínimo de cualquier inversión, que debería ser el mantenimiento del poder adquisitivo, es decir, una rentabilidad superior a la inflación.

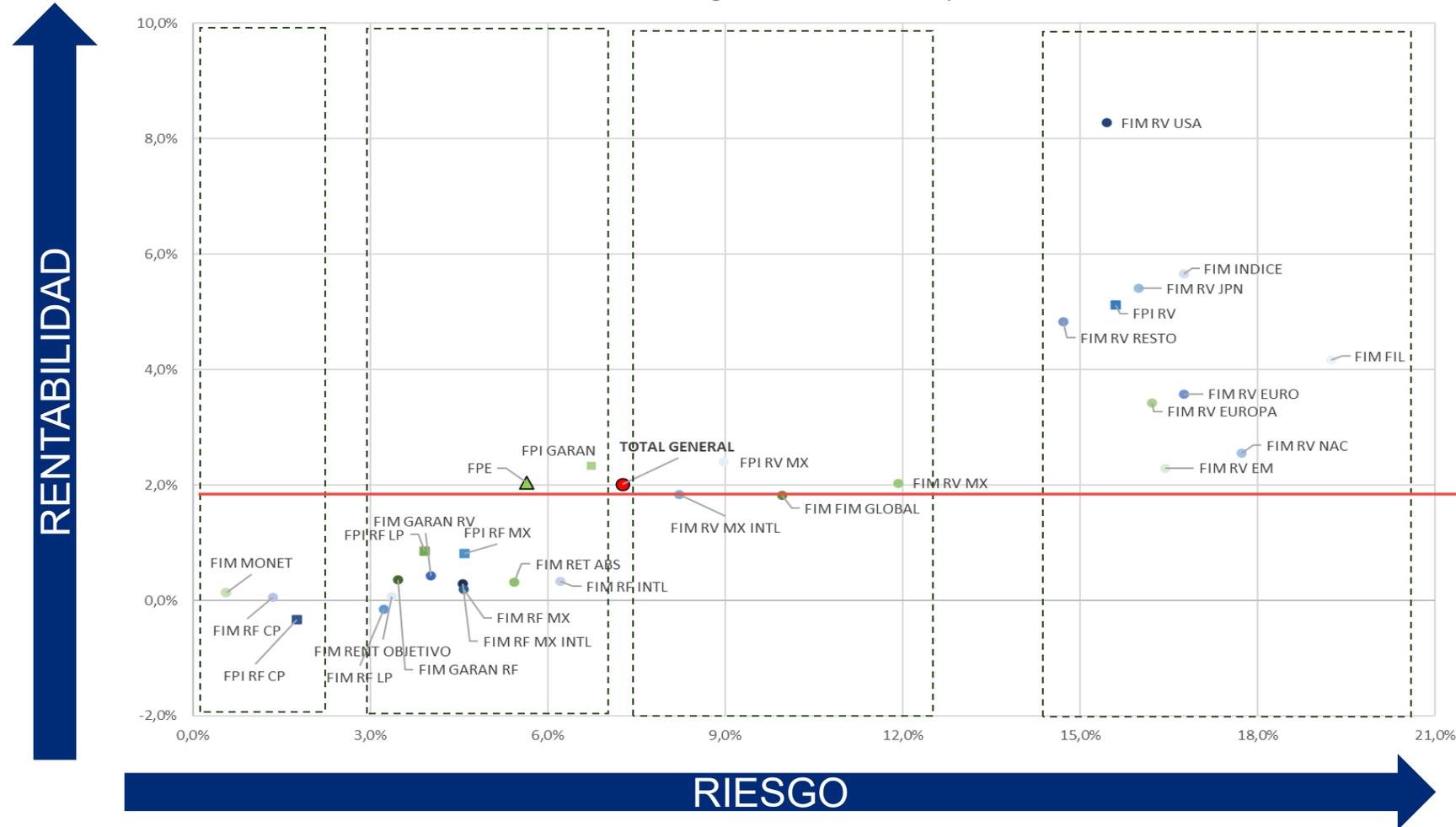
El concepto de educación financiera cada vez tiene mayor repercusión en foros de debate y observatorios relacionados con el ahorro y la inversión. Insistiendo en esta necesidad, consideramos que el concepto de educación financiera en genérico puede generar dudas.

En otras ediciones de este estudio hemos mencionado la imperiosa necesidad de un mayor nivel de educación financiera para construir un nivel de ahorro suficiente y buscar la mejor combinación rentabilidad-riesgo.

En esta edición del estudio relacionamos algunas de las conclusiones, nuevas y recurrentes, que afloran del mismo con un nuevo concepto que hemos llamado “**Las tres dimensiones de la educación financiera**”.

Posicionamiento agregado

Rentabilidad y riesgo promedio por tipología de fondo



Posicionamiento agregado

Rentabilidad y riesgo promedio por tipología de fondo

En los últimos 10 años, la dispersión de rentabilidades en función del riesgo asumido mantiene la lógica: mayores niveles de riesgo contribuyen positivamente a conseguir mayores rentabilidades.

Las diferentes categorías de fondos de inversión y de fondos de pensiones se distribuyen a lo largo de todo el espectro de riesgo, con cierta concentración en tipo de vehículos y número de fondos, en el tramo de riesgo medio bajo.

Se observa un salto en el nivel de riesgo, entre los fondos con un riesgo medio alto (renta variable mixta y similares) y los fondos de riesgo alto, que se componen en su totalidad por tipologías de renta variable.

También hay un salto en el nivel de riesgo en el extremo opuesto, entre los fondos de riesgo medio bajo (renta fija y renta fija mixta) y los productos de corto plazo o monetarios.

La inflación en el mismo período ha sido de un +1,8% y como se observa, hay muchas tipologías de activo, que, en agregado, no consiguen batir a la inflación.

Aparentemente, las tipologías de riesgo medio consiguen una rentabilidad similar a la inflación y sólo las categorías de mayor riesgo superan a la inflación.

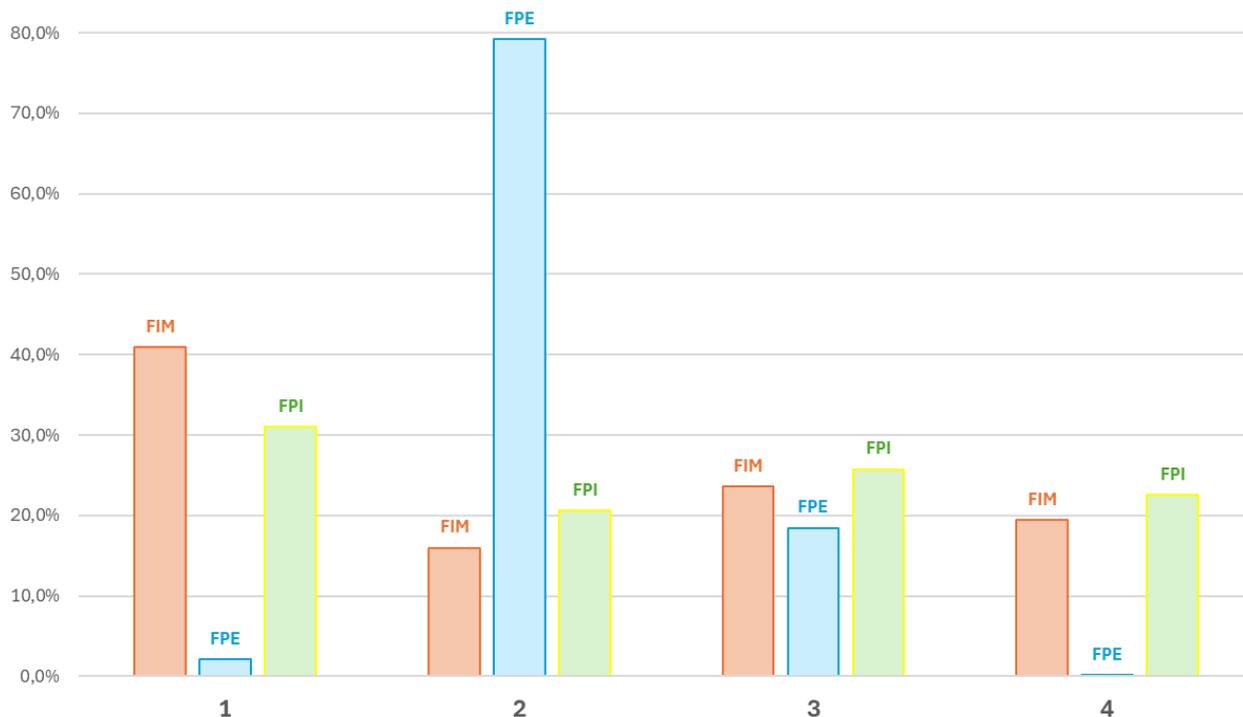
Estudios académicos y empíricos demuestran que el 90% de la rentabilidad futura de una inversión está en la elección del nivel de riesgo y por lo tanto de la estrategia de inversión. Esta decisión, que debe tomar todo ahorrador una vez tomada la decisión de ahorrar, es la segunda dimensión de la educación financiera.



Patrimonio acumulado por tramos de riesgo



La segunda dimensión es el riesgo



Desde un punto de vista de la decisión de inversión tomada por los ahorradores, se comprueba como en productos individuales, fondos de inversión y de pensiones, el 40% y el 30% del patrimonio respectivamente, está invertido en el tramo de menor riesgo.

Todo ese patrimonio, ha obtenido rentabilidades por debajo de inflación en los últimos 10 años.

En el caso de fondos de pensiones de empleo, la concentración es todavía mayor. El 80% del patrimonio está invertido en el segundo tramo de riesgo. Sin embargo, en este caso, como se veía en el apartado anterior, las rentabilidades promedio de este tipo de producto consiguen una rentabilidad por encima de IPC en este segundo tramo de riesgo.

Patrimonio acumulado por tramos de riesgo

La segunda dimensión de la educación financiera, el riesgo

Viendo la distribución del ahorro por tramos de riesgo, comprobamos que donde hay más patrimonio es en los productos de corto plazo y monetarios. Si a eso sumamos todo el patrimonio invertido en depósitos, la cantidad de ahorro con la mínima rentabilidad es enorme.

El 53% de los fondos obtienen a 10 años una rentabilidad inferior a la inflación española (!!).

Existen fondos en todos los tramos de riesgo que se encuentran en esta tesitura, siendo más significativo entre los de menor riesgo; de los fondos más conservadores, el 99% no consigue batir a la inflación.

En la anterior edición del estudio esta situación de rentabilidad por debajo de IPC se daba en un porcentaje menor de fondos, un 34%. Las fuertes caídas en los activos de renta fija en 2022 han hecho mella entre los fondos más conservadores.

En la decisión de la estrategia de inversión y el nivel de riesgo que se quiere o se puede asumir, los test de idoneidad son tan complejos que difícilmente te permiten invertir más allá de la renta fija. Quizás se podría mejorar la regulación cambiando el enfoque de los test para que, en lugar de buscar la idoneidad a una inversión (que previamente ha decidido el ahorrador), el test tendría que definir cuál es la inversión más idónea para el objetivo del ahorrador.

Siendo esto muy difícil, sobre todo teniendo todavía en mente prácticas no adecuadas en la época de la gran crisis financiera de 2008, el papel que juega el asesoramiento independiente es fundamental.

Dispersión de rentabilidades y elección de producto



La tercera dimensión de la educación financiera

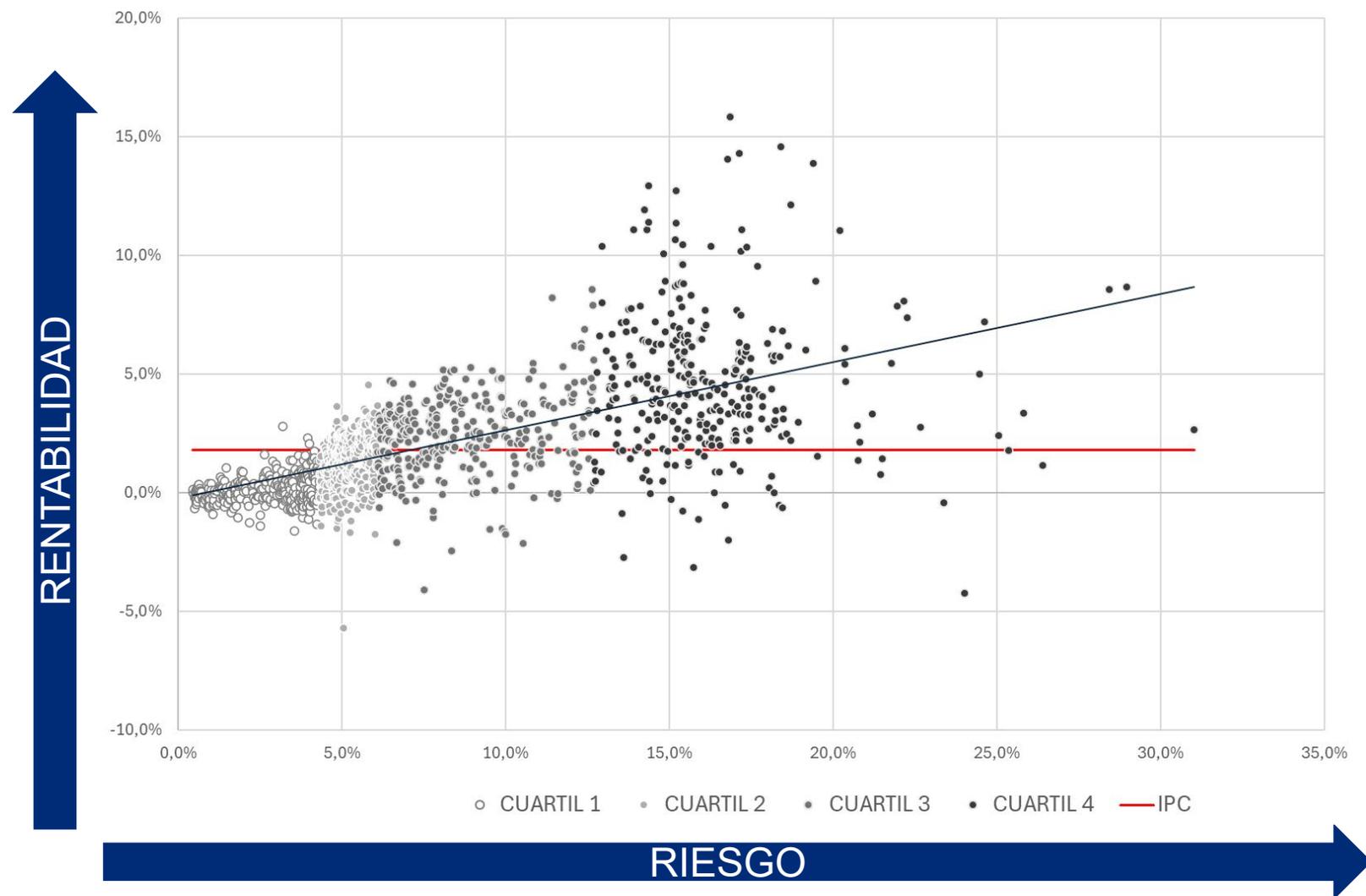
- Como siempre, el estudio parte de la misma metodología de análisis, según la cual analizamos los resultados en los últimos 10 años de todo el ahorro colectivo de España de forma homogénea, considerando la rentabilidad, pero también el riesgo. Vemos edición tras edición, que el nivel de dispersión de rentabilidades en cada tramo de riesgo es muy elevado.
- Observando los datos para cada nivel de riesgo, la dispersión de resultados es tal, que en muchos casos puede incluso anular la decisión del nivel de riesgo. Esta circunstancia supone un reto para lo que definimos como **la tercera dimensión de la educación financiera, la elección del producto o vehículo de inversión.**
- En cada edición intentamos incorporar nuevas perspectivas para aportar conclusiones que puedan ser relevantes para los ahorradores y para el sector en general.
- En la edición anterior intentamos analizar el máximo patrimonio posible, viendo en detalle aquellos fondos de más de 500M de euros, que en sólo 65 fondos concentran más del 50% del patrimonio. Desde esa perspectiva, muy pocos fondos, únicamente 5, cumplían ciertas variables de excelencia en los resultados (rentabilidad en el cuartil superior de su tramo de riesgo, consistencia en la rentabilidad a corto, medio y largo plazo y rentabilidad superior a unos índices de referencia estándares de mercado).
- A nivel individual, un ahorrador que acuda a la oficina de su entidad en busca de un producto de ahorro, probablemente se le ofrezca un producto mixto de los más vendidos, con mayor patrimonio, uno de estos 65. Por este motivo, en esta edición replicamos de nuevo este análisis, pero también planteamos la perspectiva opuesta, analizando los fondos con mejores rentabilidades e intentando entender qué tipo de fondos son.

Resultados por tipo de fondo y análisis por patrimonio

5

Rentabilidades por tramos de riesgo

Rentabilidad y riesgo de todos los fondos analizados



- Al desagregar todos los fondos de inversión, de pensiones individuales y de pensiones de empleo y organizarlos por tramos de riesgo (cuartiles) se comprueba que hay muchos vehículos, que sí consiguen el objetivo de superación de inflación.
- Vehículos en los tramos de riesgo alto, medio y medio bajo, pero no en el tramo de menor riesgo.
- Del mismo modo, en todos los tramos de riesgo, existen fondos que no consiguen este objetivo de mínimos.

Rentabilidades por tipo de fondo

Rentabilidad y riesgo promedio por tipología de fondo

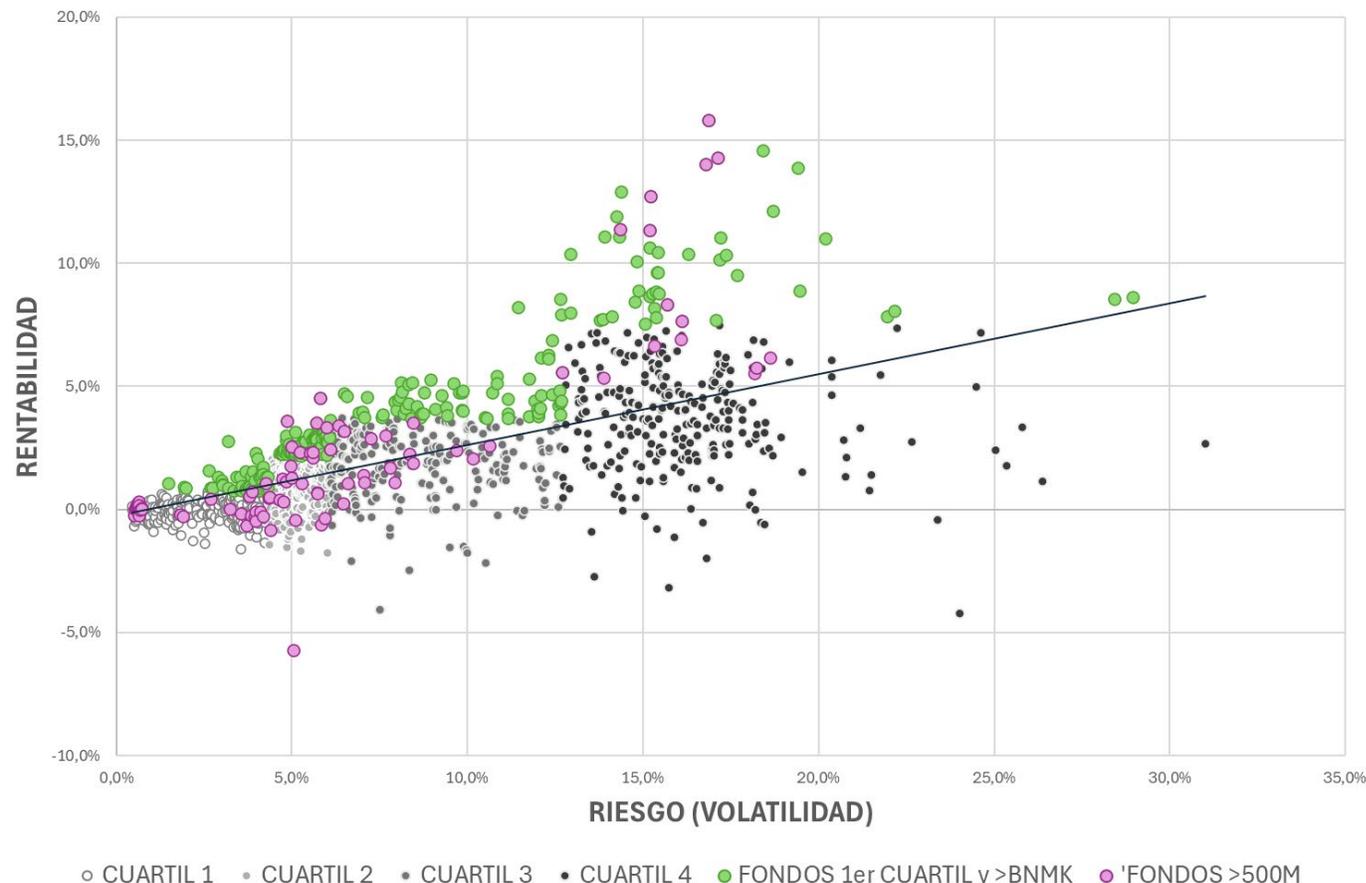
- La tabla muestra el detalle de rentabilidad, riesgo y ratio rentabilidad / riesgo de todas las categorías.
- Se comprueba que la rentabilidad promedio de todas las categorías quedaría ligeramente por encima del dato de inflación, con una rentabilidad de +2,1% en los últimos 10 años.
- Los fondos de inversión en promedio consiguen una rentabilidad inferior, del 1,9% y los fondos de pensiones individuales y de empleo consiguen la misma rentabilidad, un +2,3%.
- Al introducir la variable del riesgo, se observan algunas diferencias significativas. Los fondos de pensiones de empleo son los que incurren en un menor nivel de riesgo y por lo tanto su ratio rentabilidad / riesgo es el mejor.

RESUMEN RESULTADOS POR TIPO DE FONDO				
Tipo de fondo		Rentabilidad	Riesgo (volatilidad)	Rentabilidad/ riesgo
Fondos de Inversión (FIM)	TOTAL FIM	1,9%	9,1%	0,14
	FIM MONET	0,1%	0,6%	0,22
	FIM RF CP	0,1%	1,4%	-0,03
	FIM RF LP	-0,2%	3,2%	-0,07
	FIM RENT OBJETIV	0,1%	3,4%	0,05
	FIM GARAN RF	0,4%	3,5%	0,10
	FIM GARAN RV	0,4%	4,0%	0,11
	FIM RF MX INTL	0,3%	4,6%	0,05
	FIM RF MX	0,2%	4,6%	0,04
	FIM RET ABS	0,3%	5,4%	0,04
	FIM RF INTL	0,3%	6,2%	0,02
	FIM RV MX INTL	1,8%	8,2%	0,21
	FIM FIM GLOBAL	2,0%	9,9%	0,16
	FIM RV MX	2,0%	11,9%	0,17
	FIM RV RESTO	4,8%	14,7%	0,33
	FIM RV USA	8,3%	15,4%	0,53
	FIM RV JPN	5,4%	16,0%	0,34
	FIM RV EUROPA	3,4%	16,2%	0,23
	FIM RV EM	2,3%	16,4%	0,14
	FIM INDICE	5,7%	16,8%	0,34
FIM RV EURO	3,6%	16,8%	0,21	
FIM RV NAC	2,5%	17,7%	0,14	
FIM FIL	4,2%	19,2%	0,17	
Fondos de Pensiones Individuales (FPI)	TOTAL FPI	2,3%	8,2%	0,21
	FPI RF CP	-0,2%	1,5%	-0,22
	FPI RF LP	0,9%	4,1%	0,17
	FPI RF MX	0,8%	4,8%	0,16
	FPI GARAN	2,3%	6,7%	0,35
	FPI RV MX	2,4%	9,0%	0,27
FPI RV	5,3%	15,5%	0,35	
Fondos de Pensiones de Empleo (FPE)	TOTAL FPE	2,3%	6,0%	0,39
Total general	TOTAL GENERAL	2,1%	8,2%	0,21

Patrimonio vs resultados

Fondos de +500M€ vs Fondos en primer cuartil de rentabilidad por tramo de riesgo

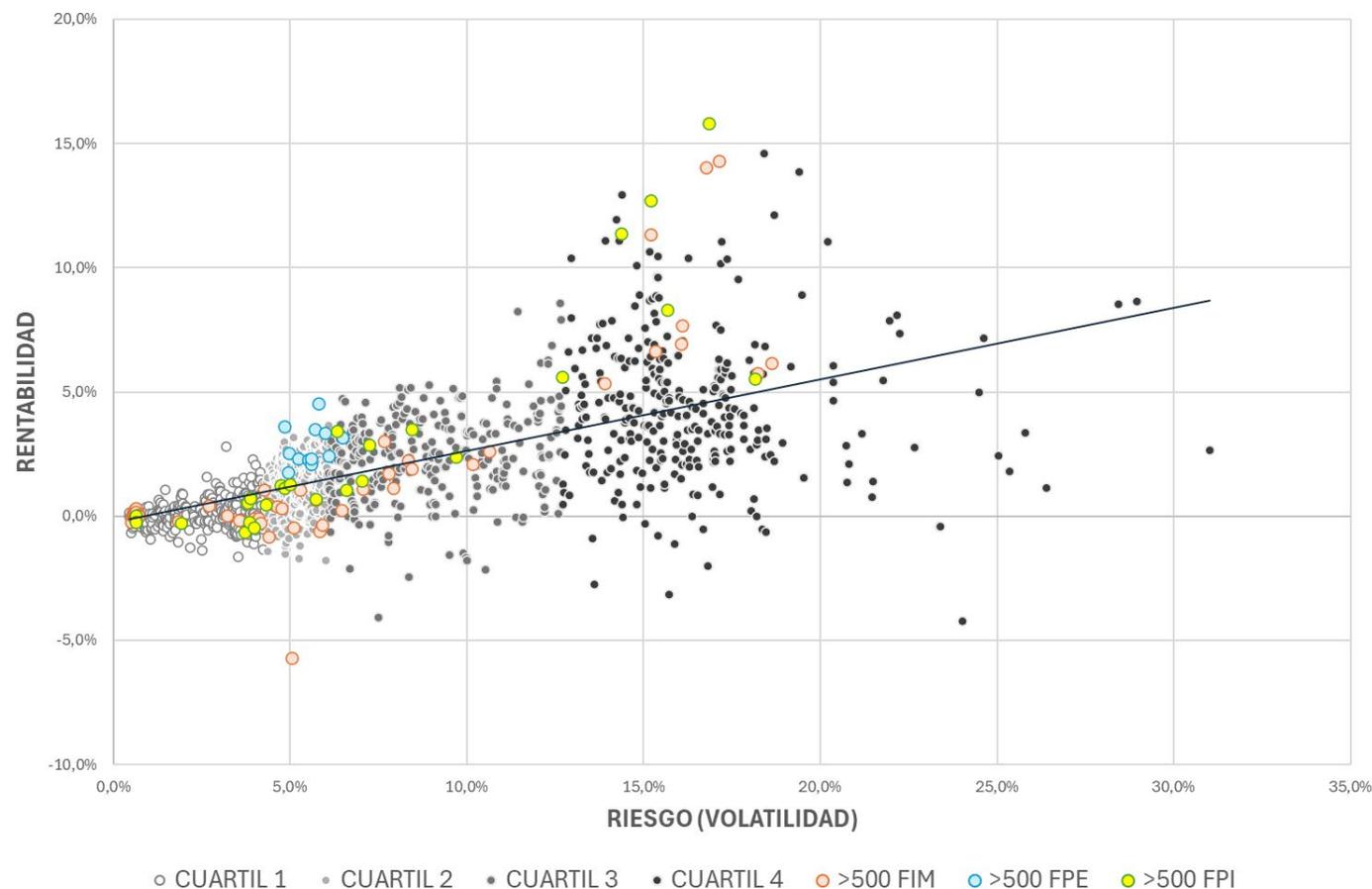
- Los fondos de más de 500M de Euros son en esta edición 88 y acumulan el 59% del total del patrimonio.
- Los fondos en primer cuartil de rentabilidad para cada tramo de riesgo son 323 y acumulan el 25% del patrimonio.
- Visualmente se observan algunos aspectos a destacar:
 - En el tramo de mayor riesgo, todos los fondos de más de 500M€ se sitúan por encima de la mediana.
 - En el tramo de menor riesgo, la mayoría de fondos de mayor tamaño se sitúan por debajo de la mediana.



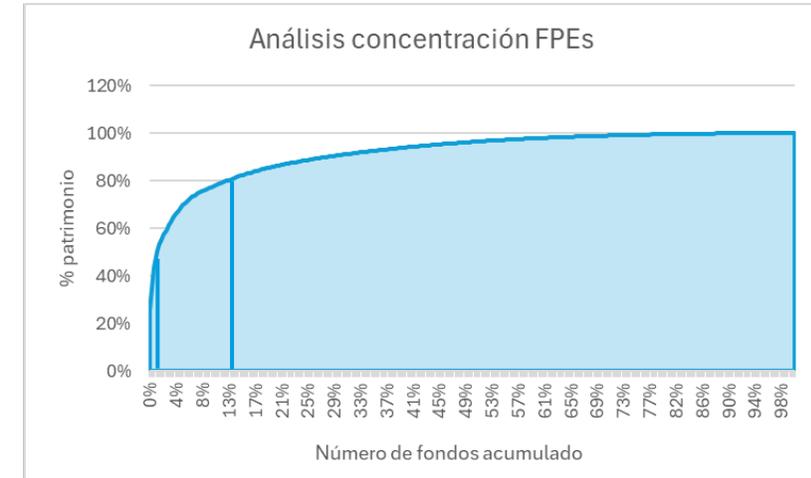
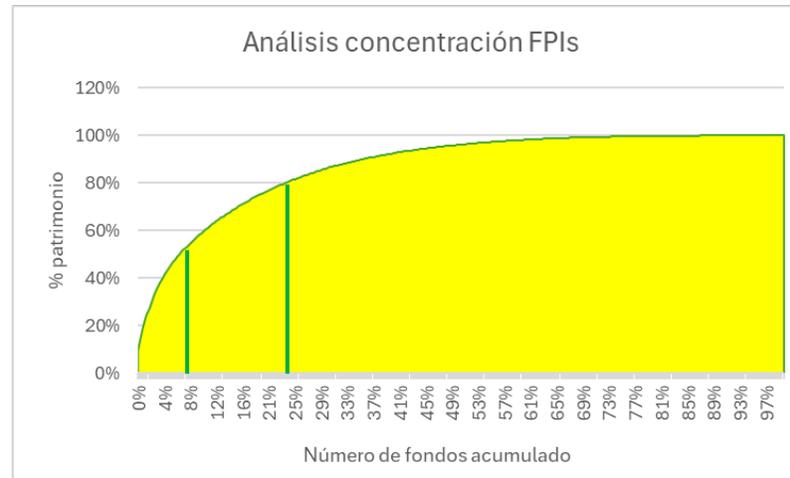
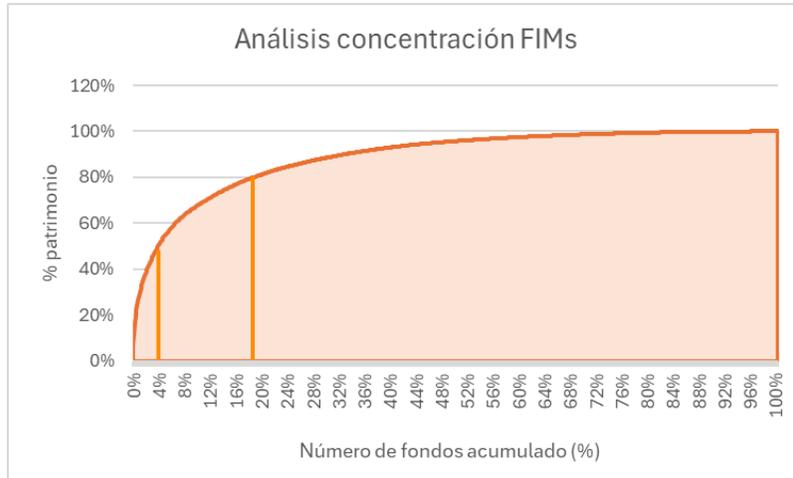
Patrimonio vs resultados

Fondos de +500M€ vs Fondos en primer cuartil de rentabilidad por tramo de riesgo

- Si desglosamos los fondos de más de 500M€ por tipo de fondo, se observa también lo siguiente:
- Todos los fondos de pensiones de empleo (FPE) con un patrimonio superior a 500M€ se sitúan por encima de la mediana.
- La distribución de los FIM y FPI de +500M€ es bastante similar en los tres tramos de menor riesgo.
- En el tramo de mayor riesgo, todos los fondos de +500M€ están dentro del primer cuartil de rentabilidad.



Análisis por patrimonio

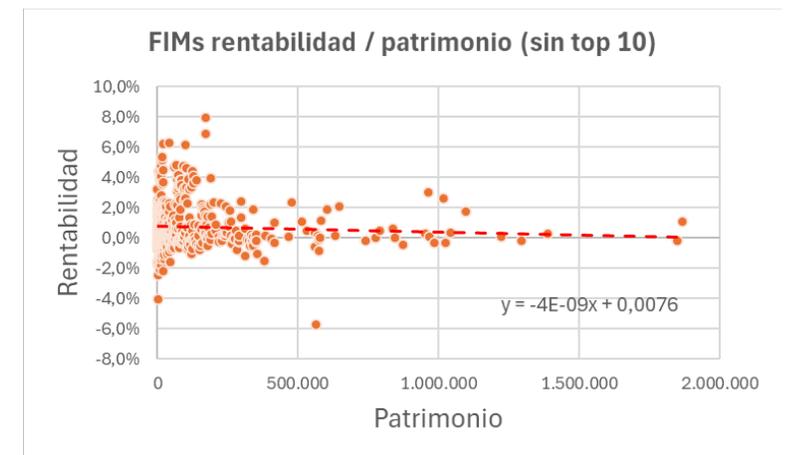
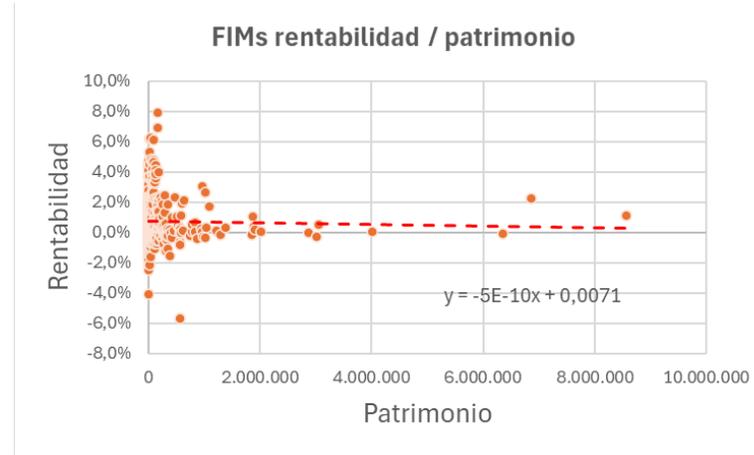
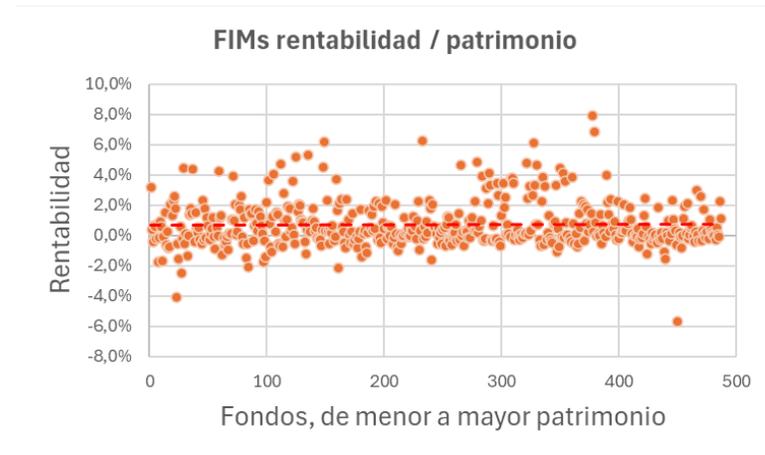


Existe una concentración de patrimonio en los tres tipos de fondos, especialmente significativa en los fondos de pensiones de empleo. En los gráficos se señalan los % de fondos que acumulan el 50% y el 80% de patrimonio total de cada tipo de fondos:

- En el caso de los FIMs, el 50% del patrimonio está concentrado en el 4% de los mayores fondos y el 80% del patrimonio en el 19% de los fondos.
- En el caso de los FPIs, el 50% del patrimonio está concentrado en el 7% de los mayores fondos y el 80% del patrimonio en el 23% de los fondos.
- **En el caso de los FPEs, el 50% del patrimonio está concentrado en el 1% de los mayores fondos y el 80% del patrimonio en el 13% de los fondos.**

Análisis por patrimonio

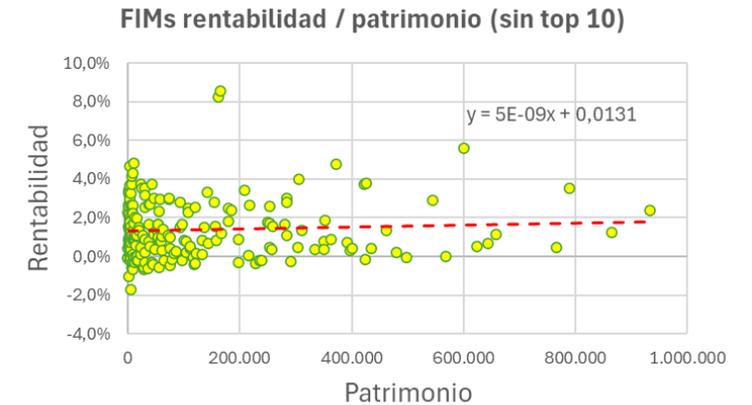
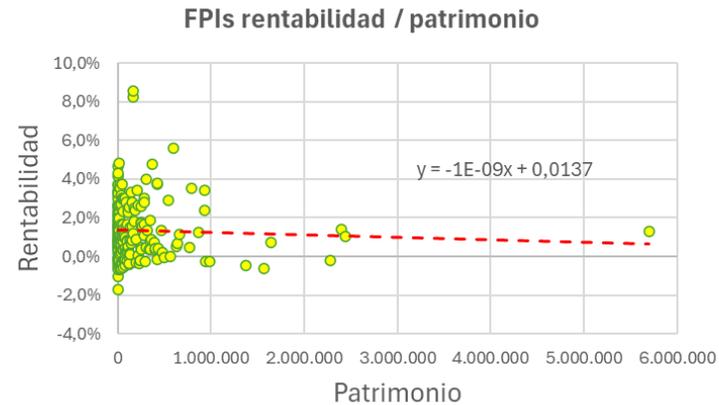
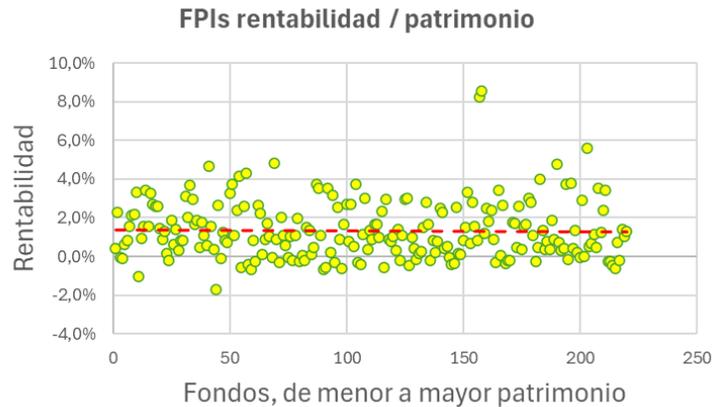
Relación entre patrimonio y rentabilidad: FIMs MIXTOS



- Al analizar la relación entre rentabilidad y patrimonio, no se observa una relación evidente en caso de los fondos de inversión mixtos. Esta relación si existe si tenemos en cuenta **los fondos de inversión de renta variable**, donde hemos comprobado que los **fondos de mayor tamaño se sitúan en máximos de rentabilidad**.
- Excluyendo los fondos de renta variable, el **50% de fondos de inversión con menor patrimonio** consiguen una **rentabilidad a 10 años del +0,6%**, en cambio el **50% de fondos con mayor patrimonio** consigue una **rentabilidad promedio del +0,8%**.
- Dada **la concentración de patrimonio en los fondos de mayor tamaño**, eliminamos del análisis los 10 mayores fondos de inversión, pero la conclusión se mantiene.

Análisis por patrimonio

Relación entre patrimonio y rentabilidad: FPIs MIXTOS



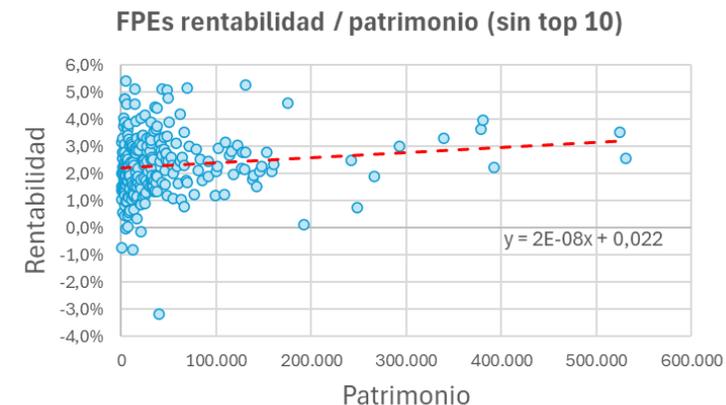
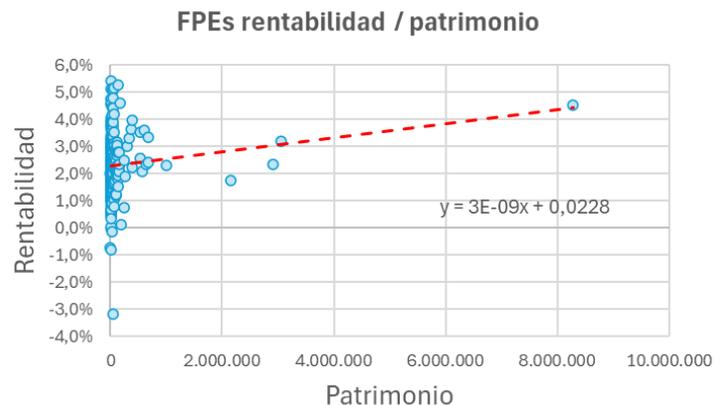
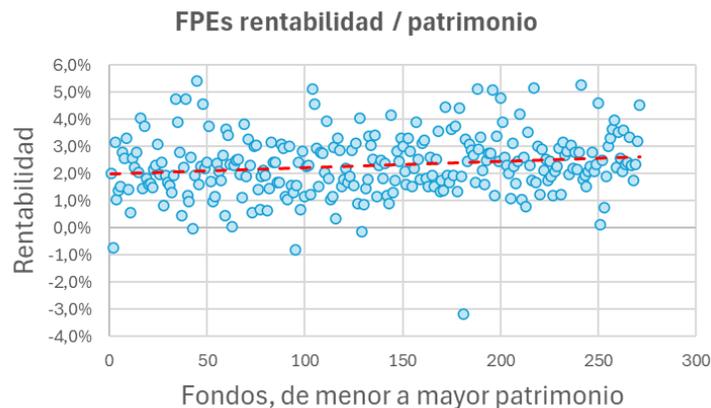
Al analizar la relación entre rentabilidad y patrimonio, sucede igual que con los FIM. No se observa una relación evidente en caso de los fondos de inversión mixtos. Esta relación si existe si tenemos en cuenta **los fondos de inversión de renta variable**, donde hemos comprobado que los **fondos de mayor tamaño se sitúan en máximos de rentabilidad**.

El **50% de fondos con menor patrimonio consiguen una rentabilidad a 10 años del +1,3%** al igual que **el 50% de fondos con mayor patrimonio**, que también consigue una rentabilidad promedio del +1,3%.

Dada la **concentración de patrimonio en los fondos de mayor tamaño**, eliminamos del análisis los 10 mayores fondos de inversión, pero la conclusión se mantiene.

Análisis por patrimonio

Relación entre patrimonio y rentabilidad: FPEs



En el caso de los **fondos de pensiones de empleo**, al analizar la relación entre rentabilidad y patrimonio, se observa una mayor relación.



El **50% de fondos con menor patrimonio consiguen una rentabilidad a 10 años del +2,2%**, en cambio el **50% de fondos con mayor patrimonio consigue una rentabilidad promedio del +2,5%**.



Incluso eliminando los 10 mayores fondos por patrimonio, **esta relación positiva se mantiene**.

Patrimonio vs resultados

- Los fondos en primer cuartil de rentabilidad están **consiguiendo unas rentabilidades claramente superiores, un +1,5%** superiores, a las de los fondos de mayor patrimonio, fondos de +500M€.
- **Sólo en los fondos de mayor nivel de riesgo no existe una diferencia**, y son los fondos de mayor tamaño los que consiguen mejores rentabilidades.
- El nivel medio de riesgo de los fondos es prácticamente igual, excepto en el tramo de fondos más conservadores, donde **los fondos de mayor tamaño son a su vez, más conservadores**.

**Fondos de +500M€ vs
Fondos en primer cuartil
de rentabilidad por tramo
de riesgo**

RESULTADOS DE FONDOS +500M POR CUARTIL		
Tramo de riesgo	Rentabilidad promedio	Riesgo promedio
1	0,1%	2,4%
2	1,0%	5,0%
3	1,9%	6,8%
4	8,0%	15,0%
TOTAL	2,3%	6,4%

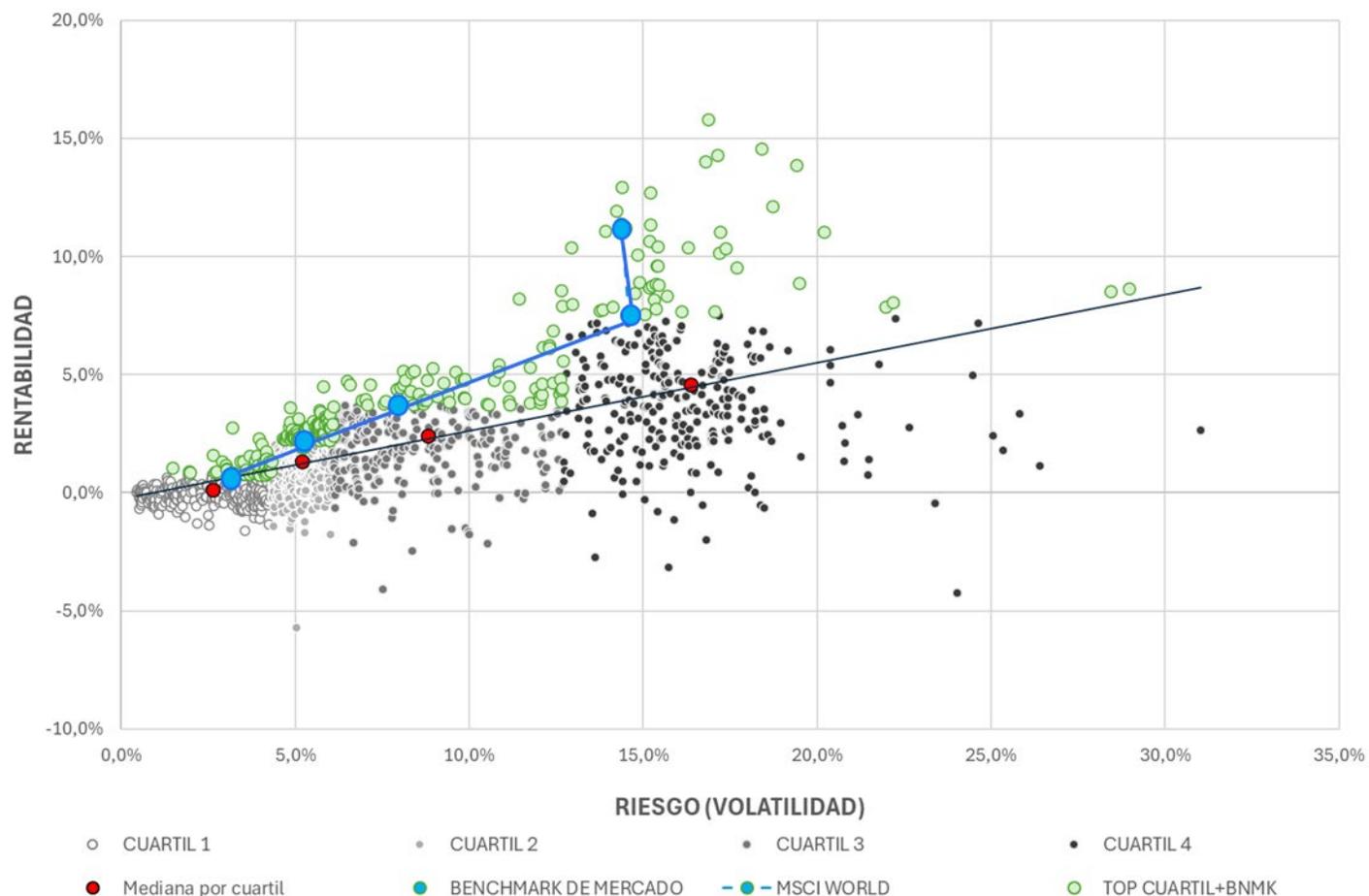
RESULTADOS DE CUARTILES SUPERIORES DE RENTABILIDAD		
Tramo de riesgo	Rentabilidad promedio	Riesgo promedio
1	1,5%	4,2%
2	2,4%	5,0%
3	3,6%	7,1%
4	7,7%	15,9%
TOTAL	3,8%	8,0%

**Fondos y entidades con
mejores resultados**

6

Resultados vs benchmark

Rentabilidad y riesgo total muestra



- Un paso más en el análisis de la consistencia de los resultados es pasar de un análisis contra comparables (peers) a un análisis contra benchmarks de mercado.
- Se han calculado los resultados de una combinación de benchmarks para cada cuartil de riesgo, cuya volatilidad en los últimos 10 años sea lo más similar posible a la volatilidad promedio de cada cuartil.
- Se puede comprobar que la rentabilidad mediana de los fondos en todos los cuartiles está por debajo de los benchmark.
- En el último cuartil la diferencia es muy significativa, tanto comparando contra el índice MSCI World como comparando con una combinación 90% MSCI Euro y 10% MSCI World.

Fondos en cuartil superior de rentabilidad

Detalle de las entidades que tienen más fondos con rentabilidad en cuartil superior y por encima del benchmark

- Con datos a diciembre de 2023, existen 244 fondos y 36 entidades, que se sitúan en primer cuartil en su tramo de riesgo y a la vez consiguen mejores resultados que un benchmark de mercado.
- Ese benchmark es el mismo que hemos utilizado en las últimas ediciones del estudio y consideramos que es representativo de una estrategia relativamente sencilla, pero con un riesgo que coincide con el riesgo medio de cada cuartil.
- La tabla está ordenada por entidades con mayor número de categorías en las que tienen algún fondo gestionado. Por ejemplo, las dos primeras entidades tienen fondos que cumplen las dos condiciones en 9 categorías, que o bien son cuartiles de riesgo o tipos de fondo. Las últimas filas de la tabla son entidades que tienen fondos en una sola categoría.

FONDOS EN PRIMER CUARTIL EN SU TRAMOS DE RIESGO Y RENTABILIDAD > BENCHMARK												
GRUPO/CUARTIL	FONDOS DE INVERSIÓN (FIM)				FONDOS DE PENSIONES EMPLEO (FPE)				FONDOS DE PENSIONES INDIVIDUAL (FPI)			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Entidad 1	✓		✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓
Entidad 2	✓		✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓
Entidad 3			✓	✓		✓				✓	✓	✓
Entidad 4	✓	✓	✓	✓						✓	✓	✓
Entidad 5				✓	✓		✓				✓	✓
Entidad 6	✓	✓	✓	✓		✓				✓		
Entidad 7	✓		✓	✓	✓						✓	
Entidad 8	✓					✓				✓	✓	✓
Entidad 9	✓		✓	✓							✓	✓
Entidad 10	✓			✓	✓					✓		
Entidad 11					✓		✓			✓	✓	
Entidad 12						✓				✓	✓	✓
Entidad 13			✓	✓		✓				✓		✓
Entidad 14						✓	✓			✓		
Entidad 15	✓		✓	✓								
Entidad 16				✓		✓						✓
Entidad 17			✓			✓					✓	
Entidad 18						✓				✓	✓	
Entidad 19										✓		✓
Entidad 20	✓			✓								
Entidad 21					✓	✓						
Entidad 22	✓		✓									
Entidad 23					✓	✓						
Entidad 24		✓	✓									
Entidad 25					✓							
Entidad 26				✓								
Entidad 27												✓
Entidad 28							✓					
Entidad 29				✓								
Entidad 30			✓									
Entidad 31			✓									
Entidad 32			✓									
Entidad 33			✓									
Entidad 34			✓									
Entidad 35	✓											
Entidad 36			✓									
Total general	17	3	27	32	16	71	27	0	17	7	13	14

Resultados vs benchmark

Benchmarks usados en el análisis

Según la metodología explicada, hemos utilizado los mismos benchmarks y los mismos pesos que en ediciones anteriores. Cuando comparamos el nivel de riesgo (volatilidad) de estos benchmarks en comparación con los fondos mixtos del estudio, su **nivel de volatilidad es significativamente similar**, lo que nos confirma que **son benchmarks que pueden ser representativos de la inversión** que se está haciendo en los fondos.

	ICE BofAML EMU Direct Government 1 3 year	ICE BofAML EMU Direct Government 1 5 year	Bloomberg Euro Aggregate	ICE BofAML Global Broad Market	MSCI World	MSCI Euro	MSCI Europe
TOTAL MUESTRA							
Cuartil 1	20%	35%	35%	10%	0%	0%	0%
Cuartil 2	10%	10%	65%	0%	0%	15%	0%
Cuartil 3	5%	10%	25%	30%	5%	25%	0%
Cuartil 4	0%	0%	0%	0%	10%	0%	90%
SÓLO MIXTOS							
Cuartil 1	0%	55%	35%	10%	0%	0%	0%
Cuartil 2	0%	20%	65%	0%	0%	15%	0%
Cuartil 3	0%	15%	25%	30%	5%	25%	0%
Cuartil 4	0%	0%	10%	20%	20%	50%	0%

Fondos en cuartil superior de rentabilidad

Detalle de las entidades que tienen más fondos con rentabilidad en cuartil superior y por encima del benchmark

ABANCA ALANTRA ALLIANZ ANDBANK ESPAÑA AXA PENSIONES BANCA MARCH BANCO SABADELL BANKINTER BBVA	CAIXABANK CAJA INGENIEROS CAJARURAL CREAND CREDIT AGRICOLE DEUTSCHE BANK DEUTSCHE/ZURICH DUNAS CAPITAL FONDITEL	GESIURIS GRUPO CASER GVC GAESCO IBERCAJA INTERMONEY KUTXABANK MAPFRE MEDVIDA PARTNERS MUTUA MADRILEÑA	OCCIDENT PROFIT RENTA4 SANTALUCIA SANTANDER TRESSIS UBS UNICAJA WELZIA
---	---	---	--

Detallamos las 36 entidades reflejadas en la tabla anterior por orden alfabético. El objetivo del estudio no es hacer ningún ranking de las mejores entidades o fondos concretos, sino poner en valor las conclusiones y reflexiones sobre el sector que se pueden extraer del análisis.

**Las tres dimensiones de
la educación financiera:
evidencias en los fondos
de pensiones de empleo**



Principal conclusión



Reto



La principal conclusión que extraemos es que **existe valor en muchos fondos y en muchas gestoras en España**. Aquellos **ahorradores con una educación financiera** amplia que sean capaces de **aplicar las tres dimensiones se verán beneficiados de unos mejores resultados**.

No necesariamente en términos de rentabilidad, pero en términos de tener el suficiente ahorro disponible, en el momento en el que lo necesiten y de conseguir una rentabilidad suficiente, como mínimo superior a la inflación, y adecuada al riesgo que quieran asumir.

El reto está en hacer extensivo este concepto a una población más amplia. **Una forma de aplicar estas tres dimensiones a un número amplio de personas es a través de los esquemas colectivos**. El caso más evidente es el caso de **los fondos de pensiones de empleo, los cuales abordan las tres dimensiones de forma colectiva, consensuada, asesorada y supervisada**.

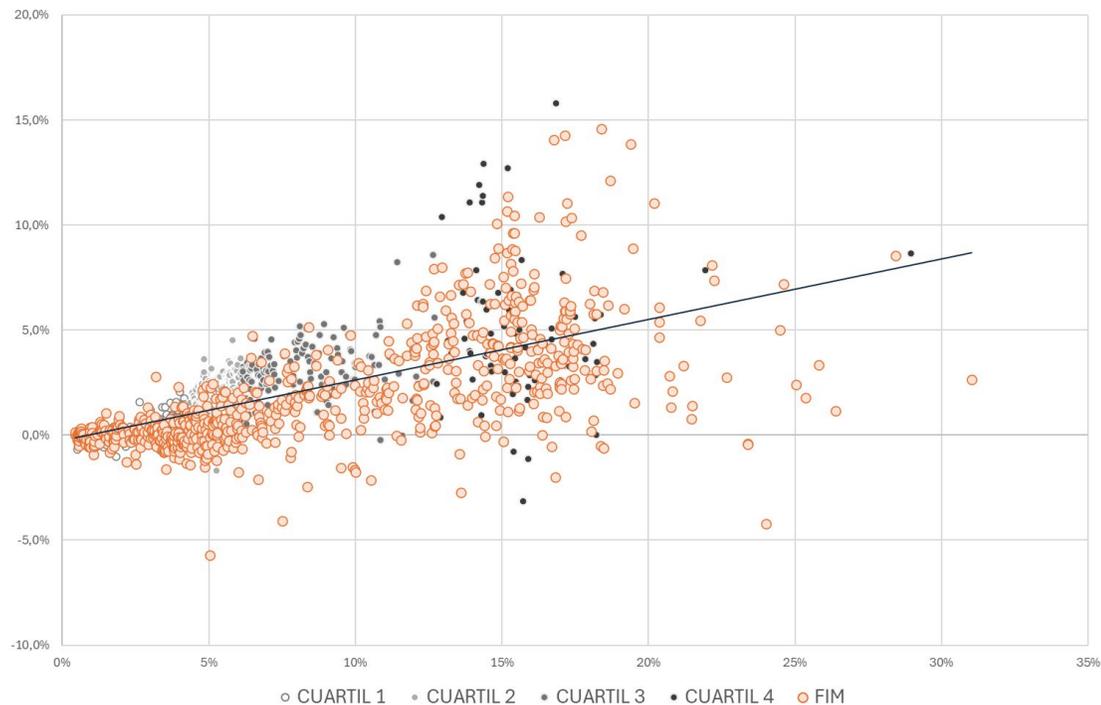
- A través de la negociación colectiva, establecen el nivel de ahorro asumible por parte de empresa y suficiente para los trabajadores. Este ahorro se puede complementar con aportaciones voluntarias por parte de las personas.
- La decisión relativa al nivel de riesgo también se decide de forma conjunta, normalmente asesorada por un experto independiente y consensuada con la entidad gestora. La regulación exige que esta decisión sea adecuada a las características del colectivo y tenga en cuenta el objetivo para el que están creados, que es la jubilación.
- La elección del producto no se hace a nivel individual. El fondo de pensiones mayor poder de negociar condiciones y recae en la entidad gestora la selección de activos. Esta selección se hace dentro de un mandato estructurado el cual está supervisado obligatoriamente por las revisiones financiero actuariales.

Rentabilidades por tramos de riesgo

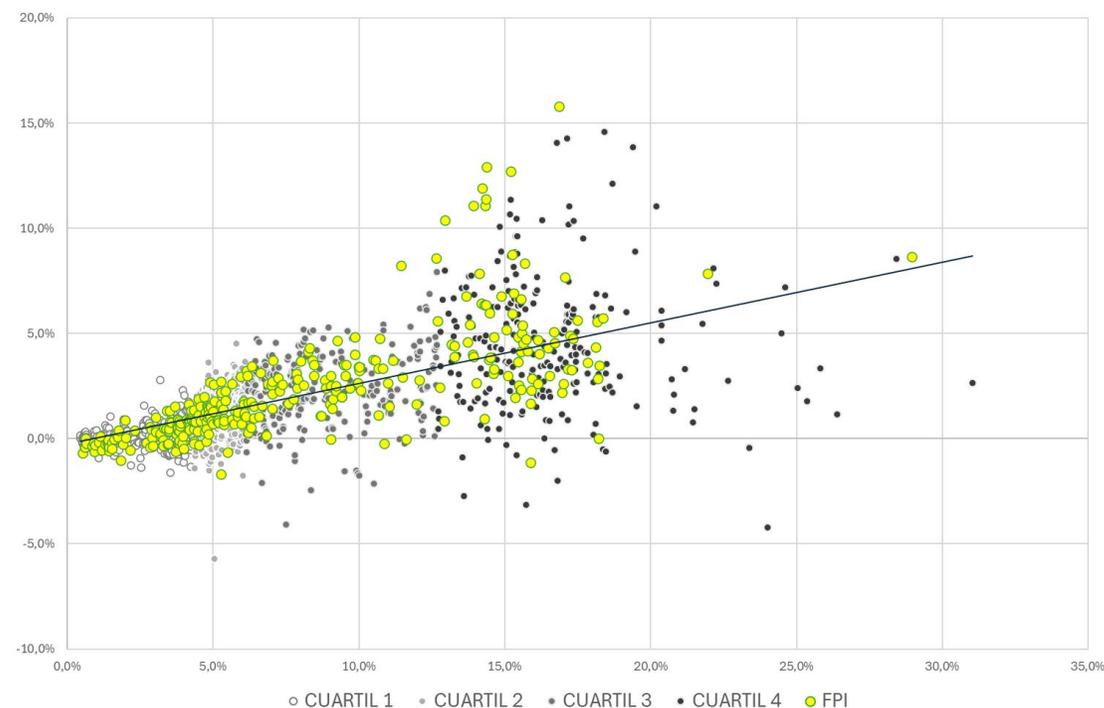
Comparación por tipo de fondo

Una de las conclusiones que se repiten desde la primera edición es la similitud en los resultados entre los fondos de inversión y los fondos de pensiones individuales. Se puede comprobar que la distribución de los fondos de inversión y los fondos de pensiones acapara todos los tramos de riesgo, desde la renta fija a corto plazo hasta la renta variable.

FONDOS DE INVERSIÓN (FIM)



FONDOS DE PENSIONES INDIVIDUALES (FPI)

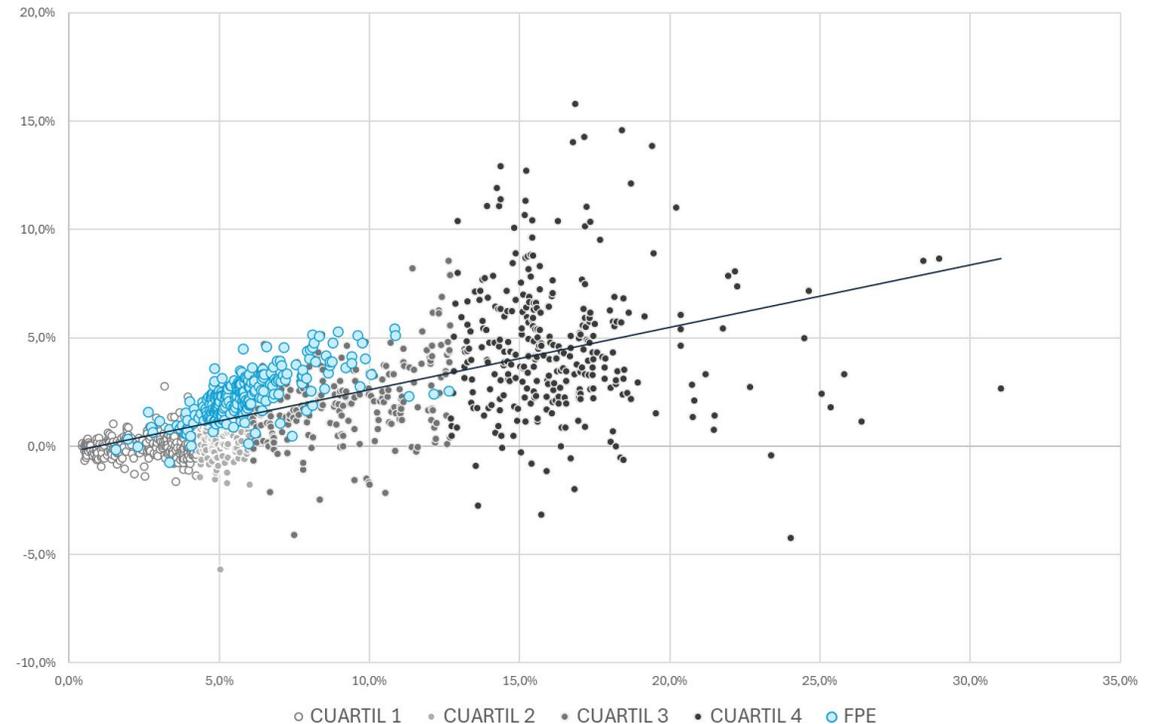


Rentabilidades por tramos de riesgo

Comparación por tipo de fondo

En el caso de los fondos de pensiones de empleo, es interesante observar que la inmensa mayoría, el 90%, están concentrados entre el segundo y tercer tramo de riesgo. Existen algunos pocos en el tramo de menor riesgo, pero no en el tramo de mayor riesgo.

FONDOS DE PENSIONES EMPLEO (FPE)



Rentabilidades por tipo de fondo y tramos de riesgo

Rentabilidad y riesgo promedio por tipología de fondo y tramo de riesgo

- Agrupando los datos por cuartil de riesgo y por tipo de vehículo, se observa en mayor detalle que las rentabilidades de los fondos de pensiones de empleo son superiores a las del resto de fondos en los cuartiles 2 y 3, que es donde se concentra más del 90% de los fondos.
- Además, el nivel de riesgo de este tipo de fondos en el segundo tramo de riesgo (cuartil 2) es muy parecido al de resto de fondos y en el cuartil 3, es ligeramente inferior, por lo tanto, el ratio entre rentabilidad y riesgo de este tipo de fondos es claramente el mejor.
- La mejor rentabilidad de este tipo de fondos se debe en parte a las menores comisiones, pero no es el único motivo, puesto que la diferencia de comisiones es menor que la diferencia de rentabilidades.

RENTABILIDADES POR TIPO DE FONDO Y CUARTILES DE RIESGO					
	1	2	3	4	TOTAL
FIM	0,0%	0,3%	1,9%	4,4%	1,9%
FPE	0,8%	2,1%	3,3%	N/A	2,3%
FPI	0,2%	1,1%	2,6%	5,2%	2,3%
TOTAL	0,1%	1,4%	2,4%	4,6%	2,1%

RIESGO (VOLATILIDAD) POR TIPO DE FONDO Y CUARTILES DE RIESGO					
	1	2	3	4	TOTAL
FIM	2,5%	5,1%	9,3%	16,6%	9,1%
FPE	3,5%	5,3%	7,7%	N/A	6,0%
FPI	2,8%	5,1%	8,8%	15,7%	8,2%
TOTAL	2,6%	5,2%	8,8%	16,4%	8,2%

RENTABILIDAD / RIESGO POR TIPO DE FONDO Y CUARTILES DE RIESGO					
	1	2	3	4	TOTAL
FIM	-0,01	0,06	0,19	0,27	0,14
FPE	0,23	0,39	0,43	N/A	0,39
FPI	-0,00	0,22	0,30	0,34	0,21
TOTAL	0,01	0,26	0,28	0,29	0,21

Comisiones de gestión y depósito

Detalle de comisiones de gestión y depósito por tramo de patrimonio / tipo de FIM

FPE 2022		
Tramos de patrimonio	Comisión de gestión promedio	Comisión de depósito promedio
TOTAL	0,31%	0,05%
Más de 1000	0,22%	0,03%
Entre 500 y 1000	0,22%	0,04%
Entre 100 y 500	0,29%	0,04%
Entre 50 y 100	0,36%	0,06%
Menos de 50	0,44%	0,05%

FPI 2022		
Tramos de patrimonio	Comisión de gestión promedio	Comisión de depósito promedio
TOTAL	1,14%	0,12%
Más de 1000	1,20%	0,16%
Entre 500 y 1000	1,00%	0,10%
Entre 100 y 500	1,22%	0,13%
Entre 50 y 100	1,25%	0,12%
Menos de 50	1,08%	0,12%

FIM 2023		
Tramos de patrimonio	Comisión de gestión promedio	Comisión de depósito promedio
TOTAL	0,79%	0,07%
Monetario	0,47%	0,02%
Renta Fija Euro	0,36%	0,05%
Renta Fija Internacional	0,63%	0,07%
Renta Fija Mixta Euro	0,97%	0,08%
Renta Fija Mixta Internacional	0,90%	0,09%
Renta Variable Mixta Euro	1,39%	0,12%
Renta Variable Mixta Internacional	1,13%	0,09%
Renta Variable Euro	1,26%	0,09%
Renta Variable Internacional	1,15%	0,08%
IICde Gestión Pasiva	0,38%	0,04%
Garantizado de Rendimiento Fijo	0,41%	0,05%
Garantizado de Rendimiento Variable y Garantía Parcial	0,41%	0,06%
Retorno Absoluto	0,56%	0,05%
Global	1,17%	0,08%

Reflexión acerca de los fondos de pensiones de empleo

El reto de acceder a una gestión institucional por parte del ahorrador individual

- Analizando los resultados de todos los vehículos de ahorro colectivo desde diferentes perspectivas, se demuestra de forma recurrente que los fondos de pensiones de empleo son los que están consiguiendo mejores resultados, tanto desde un punto de vista de rentabilidad como de relación entre rentabilidad y riesgo.
- Siempre existen aspectos de mejora y retos por delante. Últimamente se ha incrementado de forma significativa el interés por los esquemas de ciclo de vida y se está hablando bastante de la elección voluntaria por parte de los partícipes. Viendo el comportamiento de los ahorradores en vehículos individuales, sabemos que la elección individual es un reto. A un pequeño porcentaje de partícipes que tenga una educación financiera amplia, les puede beneficiar. Pero la mayoría de la población podría ser que no acertaran con sus decisiones.
- **El reto en los fondos de pensiones de empleo** es asegurar que la opción por defecto que se **ofrezca a los partícipes sea tan buena que sea imbatible. En ahorro colectivo individual, fondos de inversión y fondos de pensiones individuales**, este reto debería ser el de las **gestoras y el del asesoramiento financiero** independiente.
- **Fórmulas de buen gobierno colectivo, aplicadas a productos individuales**, podrían contribuir a **incrementar la probabilidad de que estos cumplan con los objetivos de los ahorradores.**



Las tres dimensiones de la educación financiera en un gráfico



Agradecimientos

El presente estudio ha sido elaborado conjuntamente por Esade y Mercer, con la colaboración de:

 Carmen Ansótegui, Esade

 Xavier Bellavista, Mercer

 Jordi Fabregat, Esade

 Xavier Olea, Mercer

© 2024 Mercer Consulting, S.L.U. Todos los derechos reservados

Se incluye información propiedad de Mercer de carácter confidencial protegida por los derechos de propiedad intelectual, y está destinada a su uso exclusivo por las personas a las que Mercer se la haya facilitado. Su contenido no puede ser modificado, vendido o cedido por cualquier otra forma, ni total ni parcialmente, a ninguna persona o entidad, salvo consentimiento escrito de Mercer.

Los resultados, valoraciones y/u opiniones contenidas son propiedad intelectual de Mercer y están sujetas a modificación sin previo aviso. No pretenden expresar ningún tipo de garantía en relación con un futuro rendimiento de los productos de inversión, clases de activos o mercados de capital analizados. Rentabilidades obtenidas en el pasado no garantizan rentabilidades futuras.

No se incluye ningún consejo específico sobre inversiones. No deben tomarse decisiones sobre inversión basadas en la información aquí contenida sin recabar, con carácter previo, un adecuado asesoramiento profesional, teniendo en cuenta sus propias circunstancias.

Esto no constituye una oferta o una solicitud de una oferta para comprar o vender valores, materias primas y / o cualesquiera otros instrumentos o productos financieros ni constituye una solicitud en nombre de cualquiera de los administradores de inversiones, sus filiales, productos o estrategias que pueden Mercer evaluar o recomendar.

La información que aquí se contiene ha sido obtenida a partir de un amplio abanico de fuentes externas. Aun cuando se considera que la información es fiable, Mercer no está obligada a comprobarla. Por tanto, Mercer no garantiza ni hace declaración alguna sobre la exactitud de la información recogida y no asume ningún tipo de responsabilidad (incluyendo por daños indirectos, emergentes o incidentales) derivada de eventuales errores, omisiones o inexactitudes.

Para las más recientes clasificaciones aprobadas de una estrategia de inversión, y una explicación más completa de sus significados, consulte a su representante de Mercer y / o para los suscriptores MercerInsight, consulte www.mercerinsight.com, según corresponda.

Para los conflictos de las revelaciones de interés de Mercer, comuníquese con su representante de Mercer o ver www.mercer.com/conflictsofinterest