

KKR

16.1 Perspectivas



KKR Multi-Activos
Estrategias
Febrero de 2026

La cartera total Acercarse

Un marco práctico

Contenido

3 Introducción

6 Sección I: Descripción general del enfoque de cartera total

6 diferencias entre SAA y TPA

7 Dónde puede fallar el enfoque de asignación estratégica de activos

7 Qué cambia con el TPA

8 Sección II: Beneficios para los inversionistas de los mercados privados

8. Gestión integral de la liquidez

8. Mantener la flexibilidad durante las reducciones y los efectos del denominador

9 Mejorar la diversificación de cosechas mediante un ritmo más constante

10 Cómo aprovechar oportunidades de valor relativo

12 Sección III: Asignación a través de una lente de TPA

12 Paso uno: Definir el universo de inversión

13 Paso dos: Desarrollo de vistas estratégicas

16 Paso tres: Optimización de la cartera

18 Paso cuatro: Planificación del compromiso y la liquidez

20 Sección IV: TPA Mínimo Viable

21 Sección V: Conclusión



Henry H. McVey,
director de Macroeconomía
Global y Asignación de
Activos, CIO de KKR Balance Sheet
henry.mcvey@kk.com

Dave McNellis
Director general,
Codirector de Macroeconomía Global y
Jefe de Construcción de Cartera
y estrategias multiactivos para
Mercados privados
david.mcnellis@kk.com

Christian Olinger
Director, Estrategias de Activos
Múltiples de
KKR christian.olinger@kk.com

Agradecimientos: Yifan Zhao

La cartera total

Acercarse

Un marco práctico

En nuestro reciente trabajo sobre Supuestos del Mercado de Capitales, expusimos nuestras perspectivas sobre los factores clave para la construcción de carteras, que consideramos esenciales para alcanzar los objetivos de la cartera en un marco menos flexible. En este contexto, ahora exploramos el «enfoque de cartera total», una disciplina que ha cobrado impulso a nivel mundial para alinear las decisiones sobre fondos totales con los objetivos de la cartera, los presupuestos de riesgo y las restricciones de liquidez, y para mejorar la evaluación de oportunidades de valor relativo, especialmente en los Mercados Privados. En lugar de centrarse en asignaciones óptimas dentro de cada categoría de activo fijo, este marco está diseñado para evaluar las oportunidades de inversión en función de su contribución a la cartera en su conjunto, con el fin de permitir una asignación de capital más dinámica a todo el conjunto de oportunidades. En este artículo, detallamos dónde creemos que un enfoque de cartera total puede aportar el mayor valor, dónde creemos que pueden surgir desventajas y limitaciones y, fundamentalmente, cómo los inversores pueden incorporar elementos prácticos del enfoque para optimizar la toma de decisiones sin necesidad de una disrupción generalizada de las estructuras de gobernanza tradicionales.

Los vientos y las olas están siempre del lado de los navegantes más capaces.

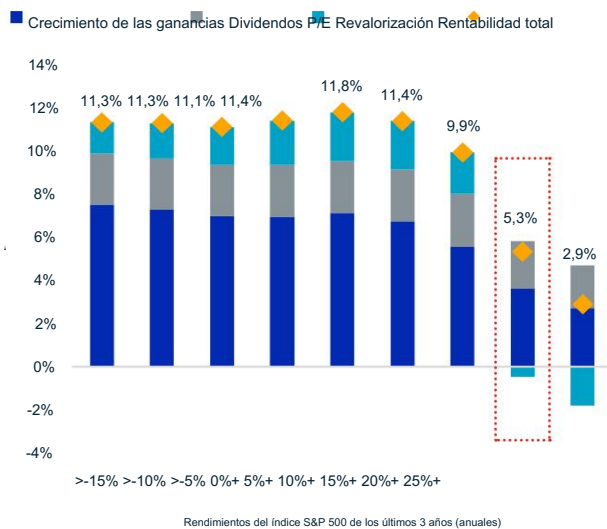
— Edward Gibbon, historiador

Para todos los inversores a largo plazo, la compresión esperada de los rendimientos prospectivos que detallamos en el Gráfico 2

Tiene un mensaje importante. En concreto, nuestra investigación sugiere que, en el entorno actual, la amplia exposición al mercado por sí sola tiene menos probabilidades de generar los resultados que antes, cuando un contexto macroeconómico favorable permitía que muchos enfoques se beneficiaran de una "marea ascendente".

Gráfico 1: Después de tres años fuertes en el S&P 500, Los rendimientos futuros de las acciones públicas tienden a retrasarse

Rendimiento de los últimos 3 años vs. rendimiento futuro del S&P 500 Anualizado, 1983-2025

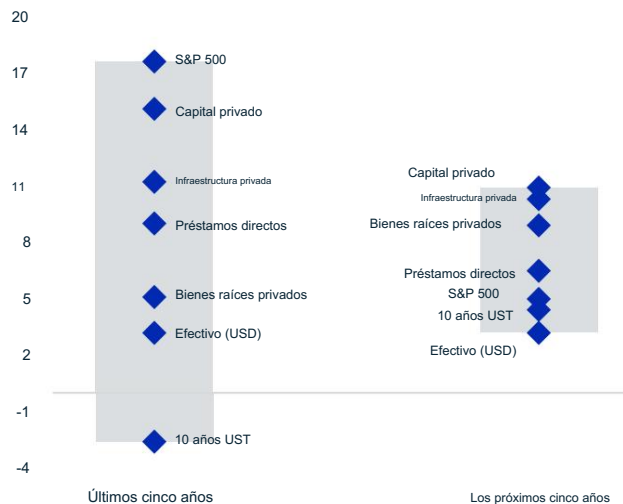


Datos al 31 de octubre de 2025. Fuente: Bloomberg, análisis de KKR Global Macro & Asset Allocation.

Como la exposición amplia al mercado se ha vuelto menos confiable y el éxito a largo plazo depende cada vez más del valor relativo, la suscripción y la disciplina de implementación, los CIO han estado buscando más formas de "ganar".

Gráfico 2: El rango esperado a futuro de Creemos que los resultados serán más estrechos

Rango de rendimiento esperado de los resultados, %



Datos al 30 de noviembre de 2025. Fuente: Análisis de KKR Global Macro & Asset Allocation.

En consonancia con esta realidad, hemos mantenido conversaciones continuas con un número creciente de clientes, tanto grandes como pequeños, sobre cómo mejorar la probabilidad de alcanzar los objetivos de su cartera. Últimamente, hemos observado con mayor frecuencia que el enfoque de cartera total (ATP) se ha integrado en estas conversaciones con los clientes.

Este interés no es sorprendente, dada la reciente volatilidad y la compresión de las rentabilidades prospectivas. Sin embargo, antes de que un inversor pueda implementar un enfoque de cartera total, creemos que es esencial ser explícitos sobre los componentes que impulsan mejores resultados. Por ello, en nuestro trabajo más reciente sobre [Supuestos del Mercado de Capitales](#), Presentamos nuestras [perspectivas sobre los supuestos clave](#) para la construcción de carteras (rentabilidades esperadas, volatilidad, correlaciones y dispersión de los gestores) para destacar la importancia de buscar valor más allá de las exposiciones a clases de activos amplias en un contexto de múltiplos más altos, diferenciales más ajustados y una diversificación menos fiable frente a los bonos. Creemos que estos supuestos ofrecen un puente natural hacia la implementación de un enfoque de cartera integral, permitiendo a los directores de inversiones y a otros inversores traducir las aportaciones y oportunidades en decisiones integrales de cartera.

En esencia, el enfoque de cartera total es un marco de toma de decisiones y gobernanza de cartera completa que evalúa las oportunidades de inversión en los sectores público y privado.

Mercados basados en sus contribuciones a los objetivos totales de la cartera, en lugar de dentro de categorías de activos estáticas.

No es sorprendente que, a medida que la exposición al mercado se ha vuelto menos fiable y el éxito a largo plazo depende cada vez más del valor relativo, la suscripción y la disciplina de implementación, los CIO hayan buscado nuevas maneras de obtener ganancias. KKR lleva mucho tiempo invirtiendo en una plataforma integrada que genera información de inversión aprovechando nuestras ventajas en diversas estructuras de capital y geografías, además de ampliar la originación propia que nos permite forjar nuestra propia suerte en la búsqueda de financiación. Creemos que estas capacidades pueden ayudar a los inversores a implementar un enfoque de cartera integral, ya que las perspectivas de los balances de KKR y Global Atlantic profundizan nuestra comprensión de cómo evolucionan los flujos de capital, las condiciones de liquidez y el apetito por el riesgo a lo largo de los ciclos del mercado.

La TPA se contrasta con mayor frecuencia con la asignación estratégica de activos (SAA), que durante décadas ha servido como la estructura organizativa dominante para las carteras institucionales. En su forma más robusta, la SAA ofrece disciplina, diversificación de clases de activos y claridad en la gobernanza. Sin embargo, a medida que las carteras se han vuelto más complejas, en particular con la expansión de los Mercados Privados, la rigidez de los límites entre clases de activos y los ajustes poco frecuentes de las políticas han ralentizado en ocasiones la toma de decisiones, ocultado los riesgos económicos subyacentes y limitado la capacidad de reevaluar rápidamente las posiciones donde el capital se invierte mejor.

Es importante destacar que, en nuestra opinión, la adopción de un marco de TPA no implica abandonar el SAA mayorista. De hecho, en la práctica, muchos inversores con los que hemos hablado y que han adoptado el marco lo describen como un proceso más continuo, que mantiene un ancla estratégica para la rendición de cuentas, a la vez que incorpora elementos de una visión de cartera integral. Para los inversores con una exposición significativa a los Mercados Privados, este cambio suele ser más visible en la implementación, incluyendo una mejor gestión de la liquidez, un ritmo de compromiso más estable, una mejor diversificación de la cartera y una mayor flexibilidad ante las caídas de capital y los efectos del denominador. En última instancia, el grado adecuado de adopción depende de los objetivos, las limitaciones, los recursos y el diseño organizativo del inversor. Una vía de acceso práctica que, en nuestra opinión, merece la atención de todos los inversores es un "TPA mínimo viable". Más detalles a continuación; este enfoque puede incluir la centralización de las funciones a nivel de cartera y el fortalecimiento de las funciones internas.

construcción de carteras y capacidades de valor relativo, actualizando las vistas con mayor frecuencia y pilotando TPA a través de una manga dedicada que tiene claras protecciones de riesgo y liquidez.

En las secciones que siguen ofrecemos:

- y Una descripción general de la mecánica central de TPA y las formas en que se diferencia del marco SAA tradicional.

- y Un análisis de por qué el TPA puede ser más relevante para los inversores de mercados privados, en particular a través de la gestión de liquidez, la disciplina de ritmo y la toma de decisiones de valor relativo entre estrategias.

- y Un ejemplo aplicado de construcción de un programa de Mercados Privados en un contexto de cartera total, incluyendo la formulación de visiones estratégicas, el mapeo de los factores de riesgo y retorno, la optimización de una asignación y la planificación de compromisos y liquidez.

- y Orientación práctica sobre la incorporación de elementos seleccionados de TPA dentro de un marco de SAA existente.

En primer lugar, creemos que la ATP es una evolución lógica de la Asignación Estratégica de Activos, ya que centra la atención en si la cartera global está cumpliendo los objetivos, en lugar de centrarse en el rendimiento de cada clase de activo en comparación con su índice de referencia. Apoyamos este cambio de mentalidad ante la creciente complejidad de los mercados de capitales globales y lo consideramos un catalizador útil para un enfoque más centrado en el valor relativo en los Mercados Privados. Dicho esto, no creemos que la ATP sea la única manera de gestionar una cartera ni que sea la solución milagrosa para mejorar el rendimiento, ya que no sustituye la habilidad. Creemos que los resultados que obtengan los inversores dependerán en última instancia de la calidad de las previsiones, la modelización de riesgos, la selección de gestores y la disciplina de implementación. En nuestra opinión, el enfoque adecuado para muchas instituciones se basa en la practicidad y probablemente incorporará elementos de la TPA, reconociendo al mismo tiempo las realidades de las estructuras organizativas y la capacidad de ejecución oportuna.

Es importante destacar que, en nuestra opinión, la adopción de un marco de TPA no requiere abandonar el SAA en su totalidad.

SECCIÓN I

Cartera total

Descripción general del enfoque

Diferencias entre SAA y TPA: La Asignación Estratégica de Activos (SAA) surgió como la filosofía organizativa dominante para la inversión institucional a finales del siglo XX. Con raíces en la teoría moderna de carteras, formalizó la visión de que las ponderaciones de las políticas a largo plazo en las amplias clases de activos (acciones, bonos y alternativas) determinan en gran medida los resultados de las carteras. La SAA se consolidó como un modelo operativo en el que los consejos de administración establecían objetivos de política y una postura de riesgo, revisándolos periódicamente; los equipos de inversión se organizaban por clases de activos y gestionaban segmentos específicos en función de índices de referencia; y el éxito se evaluaba mediante el rendimiento relativo respecto a dichos índices de referencia. La Asignación Estratégica de Activos sigue siendo un pilar fundamental en la construcción de carteras institucionales por una buena razón: proporciona un ancla clara a largo plazo que ayuda a los consejos de administración y a los comités de inversión a mantener la disciplina durante los ciclos del mercado. También respalda un enfoque favorable a la gobernanza para la delegación y la rendición de cuentas, establece índices de referencia transparentes para medir el progreso y permite una cadencia repetible para el reequilibrio, lo cual puede ser especialmente valioso en períodos de volatilidad. Para muchos inversores, ayuda a mantener las carteras totalmente invertidas y centradas en el largo plazo, lo que resulta especialmente valioso cuando los mercados son ruidosos y la toma de decisiones es un reto.

Creemos que el enfoque de cartera total representa una evolución de este marco, más que un rechazo del mismo.

Acepta la necesidad de disciplina, diversificación y objetivos claramente articulados que caracterizan a SAA, pero desafía la premisa de que las categorías de activos deben seguir siendo la unidad principal de análisis y rendición de cuentas.

En cambio, se centra en los resultados de toda la cartera.

nivel, medido contra objetivos amplios a nivel de misión y, típicamente, delega mayor discreción al CIO para gestionar las exposiciones dentro de las limitaciones de un presupuesto de riesgo de cartera general establecido por la junta.

En este documento, la Asignación Estratégica de Activos se refiere a un modelo operativo institucional específico. Muchas instituciones, ya sea que practiquen formalmente la ASA o no, mantienen un ancla de asignación estratégica que define las exposiciones base y las barreras de gobernanza. Esta distinción es importante porque avanzar hacia un enfoque de cartera total no implica abandonar la asignación estratégica. En realidad, observamos que los inversores adoptan características similares a las de la ASA, manteniendo su ancla estratégica para preservar la rendición de cuentas y la disciplina a largo plazo.

Una perspectiva de cartera total trata a los mercados privados como fuentes integradas de exposición económica y demanda de liquidez dentro de una cartera más amplia, en lugar de como áreas discretas que deben mantenerse mecánicamente.

Dónde puede fallar el enfoque de asignación estratégica de activos: Quienes defienden el enfoque de cartera total suelen argumentar que, si bien la asignación estratégica de activos (SAA) proporciona disciplina y una amplia diversificación, su estructura puede obstaculizar los resultados en un mundo donde las oportunidades de inversión se han vuelto cada vez más complejas. Señalan:

y Categorías rígidas: Etiquetas de clases de activos que pueden dificultar la identificación y el aprovechamiento de oportunidades que trascienden los silos o no encajan perfectamente en ninguna categoría predefinida.

y Equipos aislados: equipos centrados en clases de activos e incentivos que pueden limitar la colaboración cruzada, lo que dificulta la coordinación de cambios en toda la cartera o la reasignación eficiente del capital a medida que cambia el valor relativo.

y Latencia de decisiones: ciclos de aprobación más largos que pueden retardar la adaptación y desalentar cambios que podrían mejorar los resultados.

y Inercia: Las partes interesadas se anclan en la combinación existente, favoreciendo ajustes incrementales en lugar de una nueva suscripción de cartera completa para el mejor uso del capital.

y Factores de riesgo enmascarados: Carteras que parecen diversificadas por etiqueta pero que aún pueden estar concentradas en un pequeño conjunto de factores de riesgo subyacentes, como la beta de acciones o la duración, que se vuelven menos diversificadas precisamente cuando lo que más importa.

Qué cambia con la TPA: Un enfoque de cartera total tiene como objetivo volver a centrar la gobernanza, el análisis y la implementación en los resultados de toda la cartera, incluidos:

Objetivos de cartera completa: El éxito se define a nivel de cartera total, no en relación con los índices de referencia de cada clase de activo. Por ejemplo, un fondo de dotación podría definir el éxito como mantener el poder adquisitivo real y, al mismo tiempo, respaldar un gasto anual del 5% (ajustado a la inflación), mientras que un fondo de pensiones podría centrarse en cerrar su déficit de financiación con el tiempo.

Gobernanza centrada en el CIO. El consejo establece una cartera de referencia (por ejemplo, 70% Renta Variable Pública/30% Renta Fija) y un apetito de riesgo coherente con dichos objetivos, y delega la autoridad de asignación al CIO dentro de un presupuesto total de riesgo de la cartera.

y Evaluación dinámica. Rendimientos esperados, riesgos y

Las correlaciones se revisan continuamente en lugar de a intervalos de varios años, lo que permite que las carteras evolucionen a medida que cambian las condiciones.

y Equipo unificado. Los silos de clases de activos dan paso a un único equipo multifuncional que obtiene, suscribe y gestiona ideas en todo el universo de inversión.

y Una lente analítica común. Las decisiones de inversión son impulsados por la exposición a factores, los rendimientos esperados, la volatilidad, las correlaciones y la liquidez más que por las etiquetas de clases de activos.

y Competencia por el capital. Sin depósitos fijos que llenar, Cada oportunidad compite según su potencial para mejorar la capacidad de toda la cartera para cumplir sus objetivos.

Tabla 1: Las distinciones entre un marco de activos estratégicos tradicional y un marco orientado a TPA se pueden resumir en varias dimensiones fundamentales.

Dimensión	SAA tradicional	Enfoque de cartera total
Éxito	Alfa frente a índices de referencia de clases de activos	Resultado total del fondo vs. objetivo
Filosofía	Objetivos fijos de clase de activos; reequilibrio periódico	Pesos dinámicos; evaluación continua
Gobernanza	La Junta Directiva establece ponderaciones objetivo para las clases de activos	La junta directiva establece la cartera de referencia y el apetito por el riesgo
Organización	Especialización en clases de activos; equipos separados	Equipo unificado; colaboración multifuncional
Evaluación comparativa	de múltiples clases de activos puntos de referencia	Cartera de referencia única y presupuesto de riesgo
Diversificación	A través de clases de activos	A través de factores de riesgo
Capital Asignación	Rellenar predeterminedo categorías de clases de activos	Competencia por el capital; inversiones seleccionadas sin tener en cuenta las etiquetas

Los mercados privados son a menudo donde las ventajas prácticas de un enfoque de cartera total se hacen más evidentes.

SECCIÓN II

Beneficios para el sector privado

Inversores de mercados

Los mercados privados son a menudo donde las ventajas prácticas de un enfoque de cartera total se hacen más evidentes.

En comparación con los mercados públicos, las inversiones privadas tienen precios menos continuos, son más complejas operativamente y tienden a financiarse mediante compromisos plurianuales y ciclos de distribución, características que pueden dificultar los marcos de asignación aislados. Una perspectiva de cartera total considera los Mercados Privados como fuentes integradas de exposición económica y demanda de liquidez dentro de la cartera más amplia, en lugar de como segmentos discretos que deben mantenerse mecánicamente.

Hemos visto que este enfoque puede mejorar materialmente la toma de decisiones sobre dónde implementar la liquidez, cómo distribuir los compromisos a lo largo de los ciclos y cuándo rotar entre estrategias a medida que cambia el valor relativo.

En la práctica, el impacto principal probablemente será una mayor eficiencia de la cartera al invertir el presupuesto de liquidez donde sea más valioso, reduciendo así el riesgo de pérdidas de efectivo o ventas forzadas, y preservando la flexibilidad para actuar ante dislocaciones en los mercados. Esto, en última instancia, puede traducirse en mayores rentabilidades. De hecho, las ventajas de este enfoque se refuerzan mutuamente y pueden proporcionar una mayor capacidad para actuar sobre el valor relativo de los activos cuando sea necesario.

Gestión integral de la liquidez: La gestión integral de la cartera es un sello distintivo de TPA, que abarca más allá de las decisiones de inversión y abarca disciplinas operativas como la gestión de la liquidez. Los compromisos en Mercados Privados hacen que esta disciplina sea más relevante, ya que las solicitudes y distribuciones de capital son inciertas en cuanto a plazos y magnitud, mientras que los compromisos no financiados son contractuales.

Este desajuste puede crear períodos en los que los recursos líquidos se ven limitados y los marcos aislados colapsan (o se mantiene un exceso de efectivo "por si acaso", lo que también puede ser

subóptimo). Una visión total de la cartera permite a los inversores mapear todas las fuentes de demanda y restricción de liquidez, incluyendo bloqueos y términos de reembolso, cronogramas de llamadas de capital, necesidades de margen y garantía, y compromisos no financiados, y luego decidir cuidadosamente dónde deben desplegarse los escasos presupuestos de liquidez.

Este enfoque también exige una disyuntiva más clara sobre dónde gestionar la liquidez. En lugar de aceptar bloqueos en vehículos públicos para acceder a un gestor o a una estructura de comisiones, TPA anima a los inversores a preguntarse si ese mismo presupuesto de liquidez se reserva mejor para los Mercados Privados, donde obtener una prima por liquidez puede ser más viable dada la oportunidad de crear valor mediante la selección y la estructuración, así como una mayor dispersión de gestores.

A nivel de implementación, la TPA también puede reducir el costo de oportunidad de financiar compromisos privados. La prefinanciación con efectivo puede generar un lastre significativo, pero los marcos rígidos de la SAA a menudo dificultan la coordinación de la financiación entre las distintas ramas. Un enfoque de cartera total permite a los inversores financiar las demandas de capital con activos públicos líquidos y utilizarlos como respaldo en escenarios de tensión.

Esto puede ayudar a mantener la cartera totalmente invertida, reducir la carga de efectivo y disminuir el riesgo de ventas forzadas de activos privados para cumplir con las obligaciones.

Mantener la flexibilidad durante las caídas y los efectos del denominador: Una ventaja distintiva del TPA es que ayuda a los inversores a mantener la flexibilidad durante las caídas, cuando las restricciones de gobernanza y los rangos de políticas suelen volverse más restrictivos. Las caídas bruscas del mercado público pueden aumentar automáticamente el peso declarado de los activos privados, el "efecto del denominador", porque los activos privados...

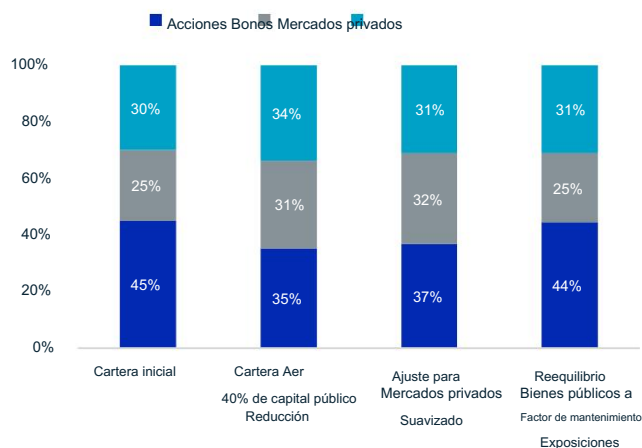
Las valoraciones suelen estar retrasadas y su revalorización es más lenta. Con un SAA tradicional, esto puede impulsar las exposiciones privadas por encima de los rangos de política precisamente en el momento equivocado, creando presión para pausar los compromisos o vender activos ilíquidos para reequilibrar, lo que puede destruir el valor.

El TPA puede ayudar a los inversores a evitar reaccionar mecánicamente a las ponderaciones reportadas. En lugar de tratar la exposición a los Mercados Privados como un porcentaje fijo que debe gestionarse y reequilibrarse con base en indicadores rezagados, los inversores pueden analizar las asignaciones reportadas a las exposiciones económicas subyacentes y gestionar los ajustes mediante posiciones públicas líquidas. Esto puede mantener el capital disponible para nuevos compromisos y reequilibrar las dislocaciones a medida que cambia el valor relativo, a la vez que reduce la probabilidad de acciones procíclicas como la venta de activos ilíquidos o la reducción de compromisos durante períodos de tensión en el mercado. Con el tiempo, esta flexibilidad favorece un ritmo más estable y una mejor diversificación de la cartera, ya que la gobernanza se vuelve menos procíclica y los inversores están mejor posicionados para mantener su compromiso cuando la liquidez es más escasa. El Gráfico 3 ilustra cómo una fuerte caída en los mercados de renta variable pública, como una hipotética caída del 40%, combinada con una revalorización más lenta en los Mercados Privados, puede resultar en una aparente sobreponderación de los activos privados, conocida como el efecto denominador. A través de una lente TPA, los inversores pueden analizar a través de valoraciones suavizadas el valor económico subyacente y ajustar las exposiciones líquidas al mercado público para mantener una exposición a factores consistente en relación con la cartera de referencia.

El TPA puede ayudar a los inversores a evitar reaccionar mecánicamente a las ponderaciones informadas.

Anexo 3: Con el TPA, los inversores pueden mirar a través de Valoraciones suavizadas al valor económico subyacente Valor de las participaciones y ajuste del mercado público líquido Posiciones para contrarrestar el denominador de los mercados privados Efecto durante las dislocaciones

Ponderaciones de la cartera tras la reducción y Ajustes impulsados por la TPA



Se asume que los bonos tienen una beta de 0,15 respecto a la renta variable y los mercados privados tienen una beta de 0,35 y 0,60 respecto a la renta variable, según datos reportados y sin suavizar, respectivamente. Datos al 31 de enero de 2026. Fuente: Análisis de KKR Global Macro & Asset Allocation.

Mejorar la diversificación de la cartera de inversiones mediante un ritmo más estable: Una limitación práctica de un enfoque tradicional de asignación estratégica de activos es la dificultad de mantener las exposiciones objetivo a lo largo del tiempo ante fricciones en la gobernanza y la toma de decisiones. Dado que la mayor parte de la exposición a los mercados privados se gestiona mediante fondos de retiro, el capital se devuelve continuamente y las asignaciones disminuirán de forma natural a menos que las distribuciones se reciclen en nuevos compromisos. En muchos marcos de AAE, cada nuevo compromiso de fondos requiere la aprobación explícita del consejo de administración.

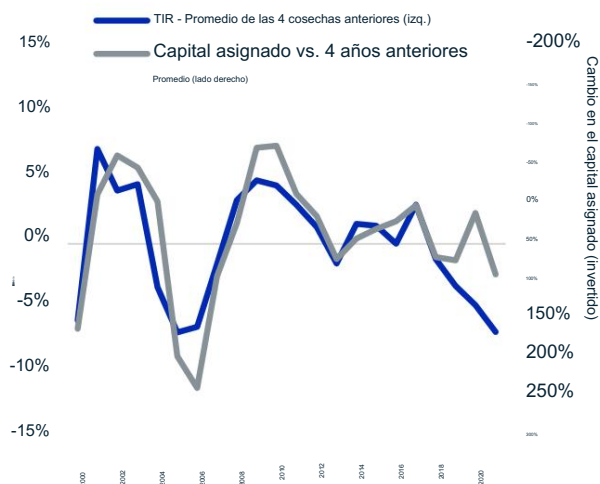
Como resultado, las aprobaciones pueden agruparse, a veces ocurriendo solo cada pocos años, lo que resulta en una distribución desigual y una menor diversificación por año de cosecha. Este ritmo irregular también conlleva el riesgo de aumentar los compromisos tras períodos de buen rendimiento en el mercado público, lo que podría resultar en mayores asignaciones al final del ciclo, cuando las rentabilidades prospectivas son menores (lo contrario del efecto denominador).

Anexo 4: Recaudación de fondos de capital privado y subsiguiente

Los rendimientos están inversamente relacionados, ya que los períodos de alta demanda

La formación de capital tiende a coincidir con una menor
Rendimientos futuros de la cosecha

Cambio en la TIR vs. Cambio en el capital asignado,
por año de cosecha



El capital privado refleja la exposición global a través de adquisiciones, capital de crecimiento y capital riesgo. La TIR utiliza la rentabilidad acumulada de los años de cosecha. La muestra incluye las cosechas 2000-2021. Datos al 31 de enero de 2026. Fuente: Cambridge Associates, análisis de KKR Global Macro & Asset Allocation.

Un enfoque de cartera integral suele clarificar los derechos de decisión al facultar al CIO para actuar dentro de los objetivos y límites de riesgo aprobados por el consejo, lo que permite tomar decisiones de cartera más oportunas e integradas. Esto puede favorecer una implementación más consistente, una mejor diversificación de la cartera y una menor ciclicidad en los compromisos. Cabe destacar que el mismo conjunto de herramientas de liquidez descrito anteriormente —utilizar activos públicos líquidos como respaldo mientras se mantiene la cartera completamente invertida— permite a los inversores mantener un ritmo más estable sin acumular saldos de efectivo excesivos.

Un enfoque de cartera total generalmente aclara los derechos de decisión al empoderar al CIO.

Observamos que, para aquellos inversores que no pueden avanzar significativamente hacia un modelo de gobernanza de TPA, las nuevas estructuras de Mercados Privados pueden abordar parcialmente estos desafíos. Las estrategias evergreen, por ejemplo, pueden proporcionar una exposición más continua al reciclar automáticamente el capital en nuevas inversiones, a la vez que ofrecen liquidez periódica. Si bien no sustituyen la gobernanza total de la cartera, esto puede ayudar a mitigar los riesgos de ritmo y concentración de activos antiguos dentro de un marco de asignación más tradicional.

Captura de oportunidades de valor relativo: Dado que un enfoque de cartera total no se limita a las categorías tradicionales de clases de activos, ofrece a los profesionales mayor flexibilidad para aprovechar oportunidades de valor relativo en los Mercados Privados, respondiendo a las condiciones cambiantes del mercado en tiempo real. Esto puede incluir una interacción temprana con temas emergentes, la participación en oportunidades de duración limitada o episódica, y la capacidad de suscribir inversiones que se sitúan entre las definiciones convencionales de clases de activos. La planificación holística de la liquidez, la flexibilidad ante las caídas de capital y un ritmo de compromiso más estable (y la información) que ofrece un enfoque de cartera total pueden generar el capital y la capacidad de gobernanza necesarios para capitalizar el valor relativo en lugar de simplemente observarlo.

En el entorno actual, varias áreas de Mercados Privados se alinean particularmente bien con este marco.

Dentro del Crédito Privado, destaca la Financiación Basada en Activos (FBA). Seguimos creyendo que la economía opera con una tasa de inflación en reposo más alta, lo que aumenta el atractivo de los flujos de efectivo basados en garantías, vinculados más directamente al crecimiento del PIB nominal. En comparación con otros segmentos del Crédito Privado, como los Préstamos Directos, ABF ofrece acceso a un universo de inversión más amplio y una base de garantías más diversificada, respaldada por una demanda de capital estructural a medida que las empresas adoptan cada vez más modelos de negocios con poco capital.

El capital privado, en particular las desinversiones corporativas, sigue siendo una fuente atractiva de valor relativo. A medida que las empresas optimizan sus carteras y se deshacen de negocios con alto consumo de capital o de menor rentabilidad para centrarse en plataformas con mayor margen, las desinversiones pueden ofrecer puntos de entrada atractivos. La complejidad de las transacciones a menudo limita la competencia y la transición a la inversión independiente.

Las operaciones pueden generar valor a través de una rendición de cuentas más clara, incentivos mejor alineados y una mejor disciplina de costos y capital.

También vemos oportunidades en Soluciones de Capital, donde un número creciente de empresas buscan alternativas de financiación privada no dilutivas a la emisión de Capital Público. Esto ha ampliado el universo de estructuras a medida, orientadas a la colaboración, que a menudo se sitúan entre las categorías tradicionales de Capital Privado y Crédito Privado, y pueden estar subrepresentadas en asignaciones estáticas. En muchos casos, estas inversiones se benefician de dinámicas favorables de oferta y demanda, a la vez que ofrecen perfiles de rentabilidad contractual con potencial de rentabilidad similar a la del capital. resultados.

y Por último, dentro de Activos Reales, seguimos viendo Valor relativo en Infraestructura Oportunista vinculada a la electrificación y la digitalización. La demanda se ve impulsada por la expansión de centros de datos y las crecientes necesidades de energía, refrigeración y conectividad. El conjunto de oportunidades abarca activos de alta demanda como refrigeración, equipos eléctricos, redes, generación y transmisión de energía. La selectividad sigue siendo crucial dados los focos de exuberancia, y la suscripción debe priorizar la economía unitaria, los cuellos de botella y los flujos de caja contratados o de servicios esenciales, en lugar de limitarse al crecimiento general.

También vemos oportunidades en Soluciones de Capital, donde un número creciente de empresas busca alternativas de financiación privada no dilutivas a la emisión de Capital Público. Esto ha ampliado el universo de estructuras a medida, orientadas a la colaboración, que a menudo se sitúan entre las categorías tradicionales de Capital Privado y Crédito Privado, y pueden estar subrepresentadas en las asignaciones estáticas.

SECCIÓN III

Asignación a través de una Lente TPA

El siguiente ejemplo ilustra cómo construir una cartera de Mercados Privados de forma coherente con un enfoque de cartera total. En lugar de asignar capital dentro de las categorías de activos tradicionales, el marco busca dirigir el capital hacia las oportunidades más atractivas en una gama de perfiles de rentabilidad y exposiciones subyacentes. El objetivo no es prescribir una combinación de políticas estática para los Mercados Privados, sino identificar cómo las estrategias privadas pueden mejorar de forma más eficaz los resultados totales de la cartera, dadas las condiciones y limitaciones del mercado.

Para mayor claridad, organizamos el ejercicio de construcción de la cartera en cuatro pasos. Primero, definimos el universo de inversión en términos económicos, no de producto. Segundo, desarrollamos perspectivas estratégicas prospectivas, que incluyen la rentabilidad esperada, la dispersión de los gestores, la volatilidad y las correlaciones, para permitir comparaciones significativas entre oportunidades. En tercer lugar, optimizamos la asignación de Mercados Privados en el contexto de la cartera total, con un ancla de cartera de referencia. Finalmente, traducimos las asignaciones objetivo en un plan de compromiso y liquidez robusto a lo largo de los ciclos del mercado. Si bien se presentan secuencialmente, estos pasos deben ser iterativos y evolucionar a medida que cambian los supuestos y los conjuntos de oportunidades.

En la práctica, el proceso suele comenzar definiendo los objetivos y las limitaciones del inversor para fundamentar la construcción de la cartera. En este ejemplo, asumimos que ya se ha seleccionado una cartera de referencia para maximizar la probabilidad de alcanzar dichos objetivos y, por lo tanto, sirve como base para el análisis posterior.

• PASO 1

Definiendo el universo de inversión

Bajo un enfoque de cartera total, la definición del universo de inversión comienza con las exposiciones económicas, no con las etiquetas de los productos. El objetivo es identificar las fuentes subyacentes de riesgo y rentabilidad a las que el inversor busca acceder y luego...

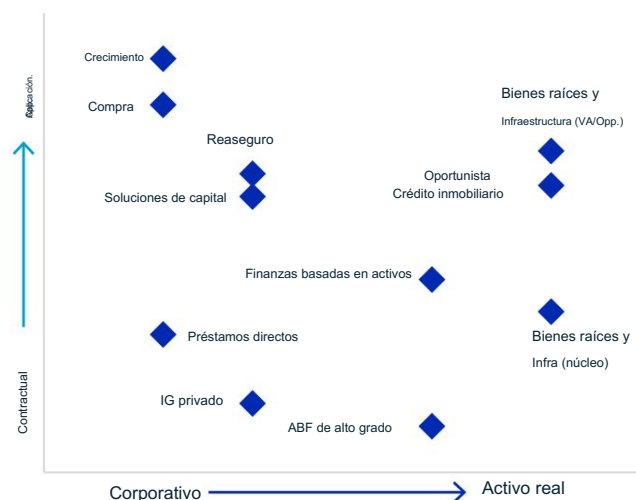
Mapear esas exposiciones a estrategias y vehículos de implementación que puedan financiarse de forma realista a gran escala. El universo resultante debe ser lo suficientemente amplio como para captar oportunidades significativas, lo suficientemente granular como para respaldar la previsión y la construcción de carteras, y práctico dadas las limitaciones de gobernanza, recursos y operaciones.

Si bien existen muchas maneras posibles de enmarcar este universo, un enfoque útil consiste en organizarlo en dos dimensiones intuitivas. La primera es la exposición a activos, distinguiendo entre estrategias vinculadas principalmente a negocios operativos y flujos de caja corporativos, y aquellas vinculadas a activos reales, donde los flujos de caja suelen estar vinculados a activos físicos y, en algunos casos, a ingresos indexados a la inflación. La segunda dimensión es el perfil de rentabilidad, que refleja hasta qué punto las rentabilidades son contractuales frente a las impulsadas por la apreciación del capital. En un extremo, se encuentran las estrategias más contractuales que priorizan la estabilidad de los ingresos y la protección contra pérdidas mediante la antigüedad, las garantías o las características estructurales. En el otro extremo, hay más estrategias impulsadas por la apreciación, donde los resultados dependen principalmente del crecimiento, la mejora operativa y la creación de valor. Entre estos polos se sitúan las estrategias híbridas que combinan ingresos con participación en el crecimiento.

Este mapa de dos ejes (Gráfico 5) aclara qué optimiza TPA: a qué está expuesto económicamente y si las rentabilidades son principalmente contractuales o se basan en la apreciación. No es necesario incluir todas las estrategias para implementar un proceso de inversión en TPA, pero sí es necesario que el universo refleje el verdadero conjunto de decisiones de oportunidades que puede financiar a gran escala.

Gráfico 5: El conjunto de oportunidades abarca un amplio espectro de estrategias en un espectro de exposiciones económicas y factores de retorno

Universo ilustrativo de inversión



Solo con fines ilustrativos. Datos al 31 de enero de 2026. Fuente: Análisis de macroeconomía y asignación de activos global de KKR.

Dado que muchos inversores asignan fondos a los mercados privados en parte para acceder a una gestión activa hábil, los rendimientos esperados también deberían incorporar opiniones sobre la dispersión de los gestores.

• PASO 2

Desarrollo de visiones estratégicas

Implementar un enfoque de cartera integral, ya sea de forma completa o mediante un piloto limitado, requiere un lenguaje común y un conjunto de perspectivas estratégicas coherentes que puedan aplicarse a toda la cartera. El objetivo es describir las exposiciones económicas subyacentes de cada estrategia utilizando un conjunto comparable de datos prospectivos, como la rentabilidad esperada, la volatilidad, las correlaciones y la exposición a factores, lo que permite evaluar las inversiones privadas conjuntamente en el contexto de la cartera más amplia (Gráfico 7).

Rendimientos esperados

En KKR, nuestras perspectivas de retorno prospectivas se basan en una combinación de conocimientos de arriba hacia abajo y de abajo hacia arriba, centrándose en el valor relativo en los mercados públicos y privados para identificar el uso más eficiente del capital a nivel de cartera total.

De arriba a abajo, combinamos perspectivas macroeconómicas prospectivas con los fundamentos de las clases de activos para desarrollar supuestos de rentabilidad esperada. Estas perspectivas se basan en factores subyacentes de rentabilidad, como las tasas de capitalización, los múltiplos del precio de compra, los costes de financiación, el crecimiento de las ganancias y otros datos clave, y reflejan cómo prevemos que las condiciones macroeconómicas y la dinámica de las clases de activos evolucionen a lo largo del tiempo. Las estimaciones resultantes pretenden representar exposiciones amplias, similares a las de un índice de referencia, y se expresan netas de comisiones y ponderadas temporalmente para reflejar la experiencia del inversor y mejorar la comparabilidad entre los mercados públicos y privados. Si bien no se pueden invertir directamente, estas perspectivas proporcionan un punto de referencia útil para los resultados asociados con una experiencia diversificada con un gestor medio y permiten comparaciones consistentes entre oportunidades conjuntas.

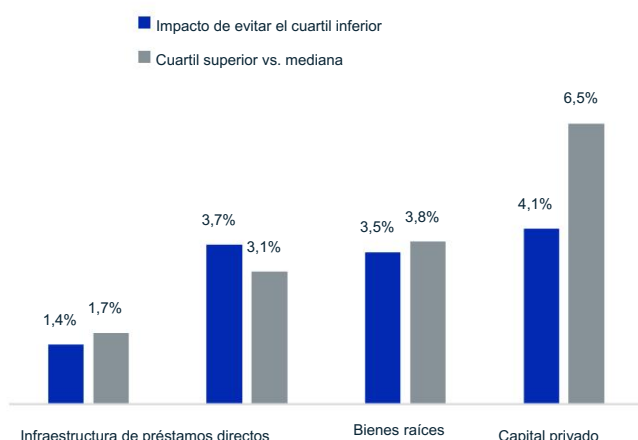
Dado que muchos inversores invierten en Mercados Privados, en parte, para acceder a una gestión activa eficaz, las rentabilidades esperadas también deberían incorporar las perspectivas sobre la dispersión de los gestores. Por lo tanto, desarrollamos evaluaciones a nivel de estrategia basadas en el rendimiento histórico del fondo, considerando tanto el potencial alcista como el riesgo bajista.

Si bien los resultados del cuartil superior reciben considerable atención, ponemos especial énfasis en el valor de

Evitar gestores deficientes. En un programa diversificado de Mercados Privados, la mejora esperada al evitar los resultados del cuartil inferior suele ser una fuente de rentabilidad superior más consistente y puede traducirse en un rendimiento superior significativo en relación con las exposiciones generales al mercado.

Gráfico 6: La selección de gerentes es un factor clave en el sector privado
Resultados del mercado y una fuente significativa de cartera
Valor añadido

Dispersión histórica de gestores en los mercados privados



Basado en índices de referencia globales y TIR promedio de los años 2017-2021. El cuartil superior vs. la mediana es la diferencia promedio entre la TIR del cuartil superior y la mediana. El impacto de evitar el cuartil inferior es la diferencia entre la TIR promedio agrupada, con ponderación equitativa, de los tres cuartiles superiores y el conjunto de gestores. Los préstamos directos están representados por la deuda privada sénior.

Datos al 31 de enero de 2026. Fuente: Cambridge Associates, análisis de KKR Global Macro & Asset Allocation.

Una limitación de confiar exclusivamente en el análisis de arriba hacia abajo es que los datos de mayor calidad tienden a existir solo para segmentos grandes y bien establecidos del mercado.

Las estrategias emergentes, de nicho o en rápida evolución a menudo carecen de suficiente historial para sustentar una inferencia sólida a partir únicamente de datos de mercado. Para abordar esto, complementamos nuestro marco descendente con estimaciones de rentabilidad basadas en la suscripción de los equipos de inversión, que incorporan explícitamente supuestos sobre pérdidas, escenarios de riesgo a la baja y riesgos estructurales.

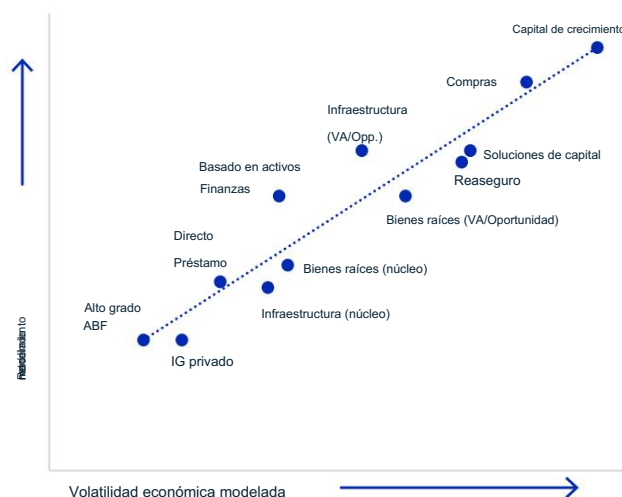
Integramos la suscripción ascendente con nuestras perspectivas descendentes mediante la verificación cruzada de supuestos clave y la conciliación de diferencias. Las estimaciones descendentes proporcionan una línea base, mientras que la suscripción informa los ajustes cuando los datos del mercado lo permiten.

es limitada o donde la estructura y la protección a la baja afectan materialmente los resultados.

El resultado es un conjunto de retornos esperados a nivel de estrategia que es internamente consistente con los supuestos macroeconómicos, los fundamentos de la clase de activos y la suscripción a nivel de oportunidad, y que es adecuado para la construcción de una cartera dentro de un marco de enfoque de cartera total.

Gráfico 7: Perspectivas a nivel de estrategia sobre el rendimiento y la volatilidad
Son un insumo clave para la construcción de carteras y ayudan
Informar valor relativo

Rentabilidad vs. volatilidad en el universo de inversión



Datos a diciembre de 2025. Fuente: Cambridge Associates, Burgiss, NCREIF, Bloomberg, KKR Global Macro & Asset Allocation.

La mejora esperada al mantenerse alejado de los resultados del cuartil inferior es a menudo una fuente de exceso de rendimiento alcanzable de manera más consistente y puede traducirse en un desempeño superior significativo en relación con las exposiciones ampli

Volatilidad esperada y correlaciones

Al asignar a Mercados Privados, priorizamos las estimaciones de riesgo que reflejan la realidad económica subyacente, en lugar de basarnos únicamente en las rentabilidades reportadas derivadas de tasaciones periódicas y valoraciones ajustadas. Este enfoque puede mejorar la comparabilidad con los mercados públicos y facilita una evaluación más coherente del riesgo total de la cartera dentro del marco de un TPA.

Dicho esto, las medidas de volatilidad reportadas aún son relevantes en ciertos contextos de gobernanza. Las normas de gasto de los fondos de dotación basadas en los valores de cartera anteriores o las políticas de contribución a pensiones vinculadas a la situación de capitalización suelen estar impulsadas por los resultados reportados, más que por el riesgo económico de mercado. En estos contextos, la volatilidad basada en la valoración, si bien subestima el verdadero riesgo económico, puede ser relevante para la toma de decisiones.

Cuadro 2: Los inversores suelen basarse en dos enfoques para estimar la volatilidad y las correlaciones económicas: indicadores públicos y rendimientos no suavizados del mercado privado.

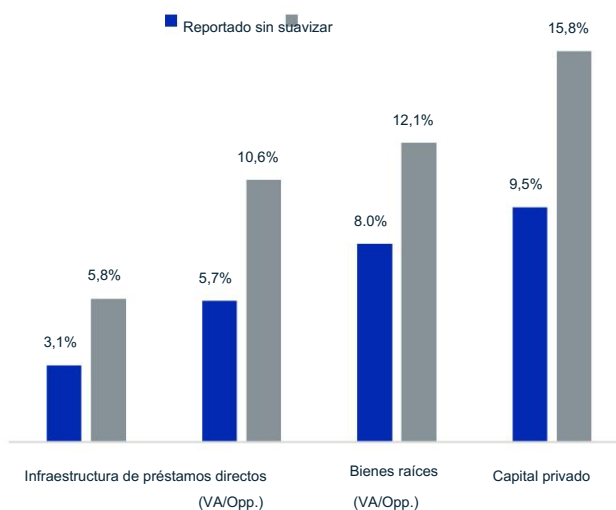
Acercarse	Ventajas	Contras
Público Proxies	<ul style="list-style-type: none"> y Datos accesibles, generalmente de alta calidad y Flexible para estrategias emergentes o de nicho 	<ul style="list-style-type: none"> y Requiere construir y mantener servidores proxy y El ajuste por apalancamiento y estructura de capital puede ser investigación intensiva
Sin suavizar Privado Mercado Devoluciones	<ul style="list-style-type: none"> y Más representativo de la economía subyacente exposiciones 	<ul style="list-style-type: none"> y El desajuste tradicional (a menudo en el espacio de retorno) puede producir resultados poco intuitivos y Los datos pueden ser limitados para estrategias emergentes y de nicho

Históricamente, hemos preferido el uso de indicadores de mercado público, especialmente para modelar estrategias de nicho o emergentes en Mercados Privados, dada su flexibilidad y la profundidad y consistencia de los datos disponibles. A medida que la calidad de los datos de Mercados Privados ha mejorado y los métodos han avanzado para abordar las limitaciones de las técnicas comunes de desnivelación, lideradas internamente en KKR por nuestro colega Yifan Zhao, creemos que ambos enfoques son potencialmente válidos para la construcción de carteras y que los inversores deberían sopesar las ventajas y desventajas en cada contexto, según sus circunstancias particulares.

Gráfico 8: Estimación de la volatilidad de los mercados privados a partir de Los retornos sin suavizar permiten una rentabilidad constante

Me gusta Comparación con Exposiciones del Mercado Público y Representa mejor los riesgos económicos subyacentes de Inversiones

Volatilidad reportada vs. no suavizada
Estrategias principales



La volatilidad no suavizada se basa en un enfoque propio desarrollado por KKR, inspirado en D. Geltner (1993). «Estimación de valores de mercado a partir de valores tasados sin asumir un mercado eficiente». Datos al 31 de diciembre de 2025. Fuente: Cambridge Associates, Burgiss, análisis de macroeconomía y asignación de activos globales de KKR.

Al asignar a los Mercados Privados, damos mayor peso a las estimaciones de riesgo que reflejan la realidad económica subyacente en lugar de confiar únicamente en los rendimientos informados derivados de valoraciones periódicas y suavizadas.

Modelado de factores de riesgo

Un requisito fundamental del TPA es un marco consistente para traducir cada estrategia de inversión en los factores de riesgo económico subyacentes que impulsan los resultados totales de la cartera.

Esto permite una comparación directa de oportunidades en los mercados públicos y privados y permite evaluar las asignaciones explícitamente en relación con la postura factorial prevista de la cartera de referencia.

Los inversores generalmente confían en uno de dos enfoques para estimar la exposición a los factores.

El primero es el uso de modelos de riesgo multiactivo disponibles comercialmente.

Muchos marcos comerciales proporcionan estimaciones sistemáticas de betas de factores, correlaciones y descomposición del riesgo en las distintas clases de activos. Estas herramientas pueden servir como puntos de partida eficientes, especialmente para activos públicos y referencias generales de Mercados Privados, siempre que las definiciones de los factores, la frecuencia de los datos y el tratamiento de la suavización de Mercados Privados se comprendan bien y estén alineados con la gestión del riesgo.

y El segundo enfoque es construir modelos factoriales

Internamente. Para los inversores que siguen esta estrategia, un método práctico consiste en estimar la exposición a factores de riesgo de estrategias privadas utilizando la rentabilidad no suavizada de los mercados privados como variable dependiente en regresiones contra series temporales de factores seleccionados.

Para el ejemplo práctico que se presenta a continuación, utilizamos intencionalmente un modelo simple de dos factores (Renta Variable Pública y Renta Fija Pública), ya que son los mismos componentes que definen la construcción de la cartera de referencia que ancla la cartera. Esta alineación puede ser una característica útil en un enfoque de cartera total. Cuando el conjunto de factores refleja los grados de libertad de la cartera de referencia, resulta más fácil diagnosticar cómo las asignaciones a Mercados Privados alteran la exposición total de los fondos y diseñar superposiciones o acciones de reequilibrio que mantengan la cartera alineada con su postura de riesgo prevista.

En nuestra opinión, la implementación es el punto en el que un enfoque de cartera total resulta duradero o fracasa.

• PASO 3

Optimización de cartera

Tras definir el universo de inversión y desarrollar perspectivas estratégicas para el conjunto de oportunidades, el siguiente paso es optimizar la asignación a Mercados Privados en el contexto de la cartera total. Si bien existen diversas maneras de abordar este ejercicio, un principio unificador debería ser un vínculo explícito y transparente con la cartera de referencia. En esta sección, asumimos que la cartera de referencia se ha establecido por separado como la postura de riesgo adecuada para maximizar la probabilidad de lograr el resultado deseado.

En un enfoque de cartera total, el objetivo no suele ser maximizar el ratio de Sharpe de forma aislada, sino mejorar los resultados esperados con respecto a una cartera de referencia, sujeto a las limitaciones y al presupuesto de riesgo del inversor. Esto se suele lograr incrementando la rentabilidad esperada para un nivel dado de riesgo total de la cartera o reduciendo el riesgo para una rentabilidad esperada dada, manteniéndose dentro de límites explícitos. Estos límites suelen incluir límites a la volatilidad total de la cartera, la sensibilidad a las caídas de la cartera y el error de seguimiento o las desviaciones de los factores con respecto a la cartera de referencia.

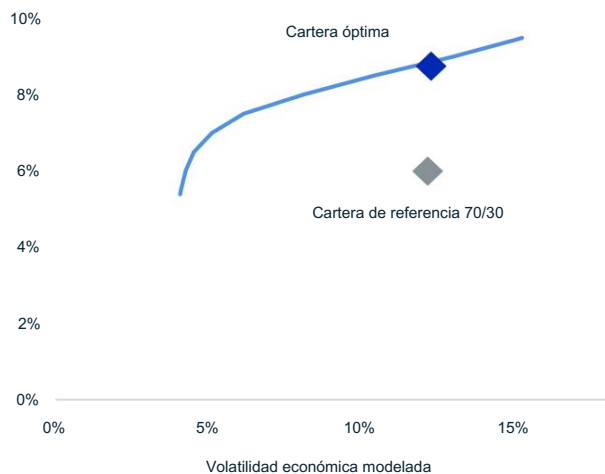
Es importante destacar que la optimización bajo el TPA debe considerarse como una asignación puntual de los supuestos y conjuntos de oportunidades actuales a una asignación objetivo. A medida que evolucionan la rentabilidad esperada, los riesgos y el valor relativo, el análisis debe actualizarse periódicamente para seguir la evolución de la combinación óptima y proporcionar una guía para la dirección de la cartera. Esto no implica un reequilibrio continuo para volver a un resultado optimizador. En la práctica, las carteras pueden avanzar gradualmente hacia el objetivo a medida que las distribuciones se reciclan en nuevos compromisos y se invierte capital adicional.

En este ejemplo, optimizamos una frontera eficiente de media-varianza y seleccionamos la cartera que coincide con la exposición a factores de una cartera de referencia compuesta por 70% de renta variable y 30% de renta fija (Gráfico 9). La optimización permite asignar hasta un 30% del capital total de la cartera a Mercados Privados y un apalancamiento total de hasta un 10% para facilitar la implementación. En este ejemplo, optimizamos una frontera eficiente de media-varianza y seleccionamos la cartera.

que coincide con las exposiciones a factores de una cartera de referencia 70% Renta Variable/30% Bonos (Gráfico 9). La optimización permite asignar hasta un 30% del capital total de la cartera a Mercados Privados y un apalancamiento de hasta un 10% para facilitar la implementación. El apalancamiento puede ayudar a gestionar las exposiciones totales a factores de la cartera, ya que las estrategias de Mercados Privados pueden introducir riesgos idiosincrásicos que difieren de los objetivos de factores de la cartera de referencia. La asignación a estas estrategias puede desplazar las exposiciones generales deseadas, a menos que la cartera pueda complementarse mediante una superposición líquida.

Anexo 9: Permitir hasta un 30% en los mercados privados y un apalancamiento del 10% puede mejorar sustancialmente el riesgo ajustado Rentabilidad relativa a la cartera de referencia 70/30

Frontera eficiente de la cartera total

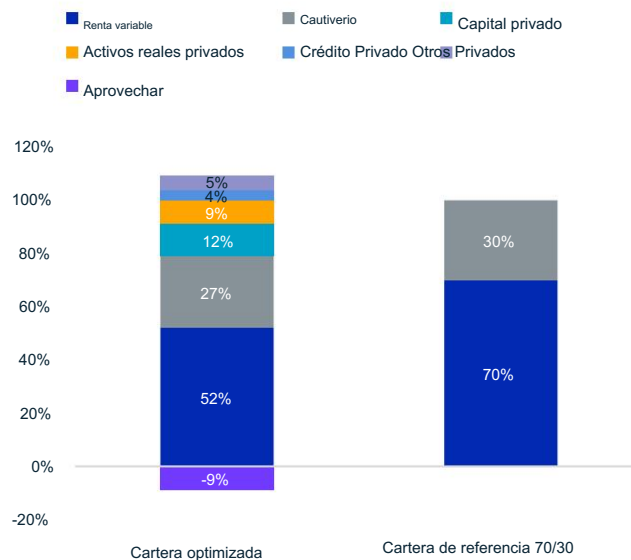


La frontera eficiente permite un apalancamiento de hasta el 10% de la cartera completa financiada con efectivo. El apalancamiento no incluye la estrategia integrada ni el apalancamiento del fondo. Datos al 31 de diciembre de 2025. Fuente: Análisis de KKR Global Macro & Asset Allocation.

La cartera óptima resultante está diversificada en un amplio conjunto de exposiciones al mercado privado, que presentamos utilizando etiquetas de clase de activos tradicionales para facilitar su interpretación en el Gráfico 10 y con mayor detalle a nivel de estrategia en el Gráfico 11. En comparación con la cartera de referencia 70/30, la asignación ofrece un rendimiento esperado sustancialmente mayor, manteniendo al mismo tiempo una volatilidad comparable y exposiciones a factores similares.

Gráfico 10: La cartera optimizada asigna a una Conjunto diverso de exposiciones al mercado privado, que incluyen Estrategias que no encajan perfectamente en los mercados de activos tradicionales Cubos de clases

Cartera optimizada vs. cartera de referencia 70/30



Solo con fines ilustrativos. Datos al 31 de diciembre de 2025. Fuente: Análisis de macroeconomía global y asignación de activos de KKR.

El apalancamiento puede ayudar a gestionar las exposiciones totales a los factores de la cartera porque las estrategias de Mercados Privados pueden introducir riesgos idiosincrásicos que difieren de los objetivos de factores de la cartera de referencia.

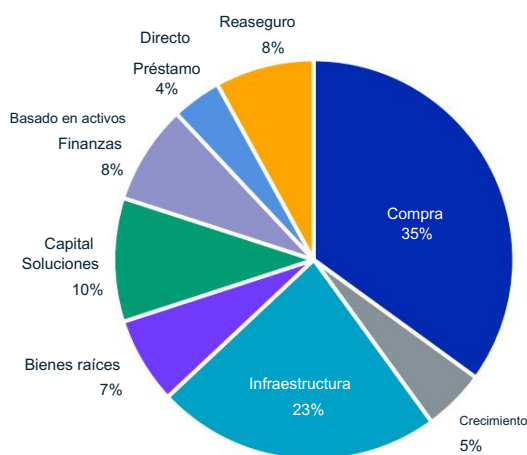
Gráfico 11: La asignación de mercados privados dentro del

La cartera optimizada contiene asignaciones al estándar

Categorías de clases de activos: capital privado, activos reales, Crédito privado y otras estrategias que...

No encajan perfectamente en categorías como las de soluciones de capital y reaseguros

Asignación de mercados privados dentro de un marco optimizado
Cartera, %



Solo con fines ilustrativos. Datos al 31 de enero de 2026. Fuente: Análisis de macroeconomía global y asignación de activos de KKR.

Con el TPA, los objetivos sirven como un ancla de cartera en constante revisión. A medida que evolucionan los supuestos, los conjuntos de oportunidades y el valor relativo, la combinación óptima implícita puede variar, incluso si la implementación se ajusta de forma más gradual debido a consideraciones de ritmo, gobernanza y costes de transacción.

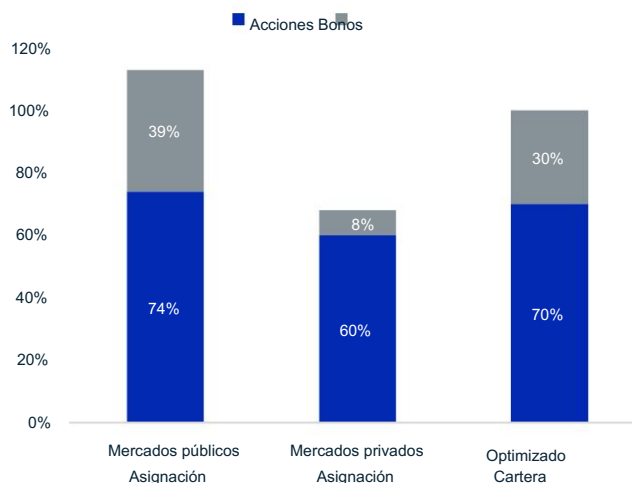
Gráfico 12: Apalancamiento implementado en la cartera total

El nivel permite que la cartera óptima se mantenga igual

Exposiciones a factores (acciones y bonos) como 70/30

Portafolio de referencia

Exposiciones a factores de riesgo amplios (acciones y bonos)



Solo con fines ilustrativos. La renta variable está representada por el índice MSCI ACWI y la renta fija por el índice Bloomberg US Aggregate. Datos al 31 de 2025. Fuente: Cambridge Associates, Burgiss, NCREIF, Bloomberg, análisis de macroeconomía global y asignación de activos de KKR.

• PASO 4

Compromiso y Liquidez

Planificación

En nuestra opinión, la implementación es el punto en el que un enfoque de cartera total resulta duradero o fracasa.

La optimización traduce las suposiciones y el conjunto de

oportunidades actuales en asignaciones de objetivos de cartera.

Sin embargo, en los mercados privados esas asignaciones objetivo se logran indirectamente a través de compromisos, llamados de capital y distribuciones que pueden extenderse a lo largo de varios años.

Bajo el TPA, los objetivos sirven como un ancla de cartera que se revisa continuamente. A medida que evolucionan los supuestos, los conjuntos de oportunidades y el valor relativo, la combinación óptima

puede cambiar, incluso si la implementación se ajusta de forma más gradual debido a consideraciones de ritmo, gobernanza y costos de

transacción. Esto requiere comprender cuánto se ha desviado la cartera del objetivo, por qué existe esa brecha y qué acciones se justifican, ya sea mediante ajustes de ritmo, actividad secundaria, superposiciones o reequilibrio. Un buen...

El plan operativo diseñado traduce los objetivos de la cartera en un ritmo de compromiso a nivel de estrategia, dimensiona los colchones de liquidez de manera adecuada y establece reglas de decisión claras que permiten que el programa se mantenga consistente durante las reducciones en lugar de reaccionar a los mercados a corto plazo. movimientos:

Traduce los objetivos en ritmo de compromiso. Las asignaciones de Mercados Privados se expresan como porcentaje del VNA total de la cartera, pero en la práctica, los inversores controlan los compromisos, no el VNA. Por lo tanto, el ritmo de compromiso debe calibrarse para lograr las exposiciones estables deseadas a lo largo del tiempo, teniendo en cuenta los patrones de demanda de capital previstos y los perfiles de distribución, además del crecimiento del VNA.

Refleja los perfiles de flujo de caja específicos de cada estrategia. Las estrategias de Mercados Privados difieren significativamente en sus características de ritmo y liquidez. Las estrategias de Adquisición y Capital de Crecimiento, por ejemplo, suelen implicar distribuciones inciertas y a largo plazo, mientras que el Crédito Privado tiende a generar ingresos más predecibles y una rentabilidad del capital más temprana. Las estrategias de Activos Reales pueden variar considerablemente según los perfiles de inversión principal o de valor añadido. La planificación de compromisos debe reflejar explícitamente estas diferencias en lugar de basarse en una única hipótesis genérica de flujo de caja de Mercados Privados.

Incorpora robustez al riesgo cíclico (efecto denominador). Las reducciones de los mercados públicos pueden incrementar automáticamente la ponderación de los mercados privados, incluso en ausencia de nuevos compromisos. Un plan de implementación alineado con la TPA anticipa esta dinámica estableciendo reglas de decisión claras para el ritmo de los ajustes y, cuando corresponda, para las superposiciones, el reequilibrio y la actividad secundaria durante períodos de tensión.

Vincula los compromisos con los flujos de caja y la liquidez de la cartera. El ritmo de los compromisos debe estar explícitamente vinculado a las fuentes y usos totales de liquidez de la cartera, incluyendo los requisitos de gasto o contribución y las distribuciones previstas en los Mercados Privados. Por lo general, esto requiere mantener un colchón de activos líquidos en el mercado público, con un tamaño adecuado para cubrir las necesidades de flujo de caja proyectadas, tanto en entornos normales como en períodos de tensión.

Monitorea y ajusta utilizando métricas de implementación claras.

Los planes de compromiso deben regirse por un conjunto conciso de indicadores mensurables, como los compromisos no financiados en relación con el valor liquidativo (VNA), las demandas de capital proyectadas a corto plazo en comparación con los activos líquidos disponibles y la distancia a las bandas de asignación en diferentes escenarios de mercado público. Estas métricas deben respaldar un ciclo de retroalimentación disciplinado que actualice el ritmo en función de los llamados y distribuciones de capital realizados, la deriva de la cartera y las condiciones de liquidez prevalecientes, asegurando que el plan siga respondiendo a los resultados reales de la cartera en lugar de a suposiciones estáticas.

Las reducciones de los mercados públicos pueden aumentar automáticamente la ponderación de los mercados privados, incluso en ausencia de nuevos compromisos. Un plan de implementación alineado con la TPA anticipa esta dinámica estableciendo reglas de decisión claras para el ritmo de los ajustes y, cuando corresponda, para las superposiciones, el reequilibrio y la actividad secundaria durante períodos de tensión.

SECCIÓN IV

TPA mínimo viable

Reconociendo la dificultad práctica de implementar plenamente el TPA para muchas organizaciones, creemos que un enfoque de cartera total mínima viable puede ofrecer beneficios prácticos significativos sin que los inversores tengan que abandonar sus marcos de asignación estratégica de activos. Si bien un TPA plenamente implementado implica cambios en la gobernanza a nivel directivo, como una mayor discreción del director de inversiones y ciclos de decisión más cortos, estos cambios podrían estar fuera del alcance de muchas organizaciones. En cambio, los propietarios de activos pueden integrar los principios del TPA gradualmente, manteniendo un ancla de asignación estratégica mientras adoptan progresivamente un proceso de toma de decisiones de cartera más holístico y completo.

Cuatro pasos pragmáticos pueden ayudar a los inversores a adoptar elementos de un enfoque de cartera total dentro de un modelo operativo tradicional:

- y Centralizar funciones verdaderamente a nivel de cartera. Funciones que no requieren silos de clases de activos, especialmente la asignación de activos, la gestión de riesgos y la gestión de liquidez, pueden centralizarse para mejorar la toma de decisiones.
- y Fortalecer la construcción de carteras y las capacidades de valor relativo. Desarrollar o mejorar herramientas internas de construcción de carteras y un marco prospectivo de valor relativo permite evaluar las oportunidades de forma consistente en todas las estrategias y geografías.
- y Aumentar la frecuencia de revisión de la asignación. Incluso si la implementación es gradual, ejecutar un proceso interno de asignación de activos y valor relativo con una cadencia más corta que un ciclo plurianual tradicional ayuda a garantizar que las decisiones reflejen mejor el valor relativo actual, las condiciones del mercado y los objetivos de la cartera que las suposiciones políticas obsoletas.
- y Pilotar TPA a través de una cartera definida. Los inversores pueden probar un marco de cartera total mediante la creación de una asignación discreta, como una estructura núcleo-satélite, una privada

Mangas de mercado, o una asignación "oportunista" discrecional con protecciones explícitas de riesgo y liquidez.

Con el tiempo, estos elementos pueden evolucionar desde una superposición en una estructura SAA a un enfoque de cartera total más completamente integrado, alineando mejor la gobernanza, la implementación y el despliegue de capital con los objetivos generales de la cartera.

Posibles precauciones y compensaciones. Si bien la implementación de un marco de cartera integral puede aumentar la flexibilidad y optimizar la asignación de capital entre activos, también modifica la estructura y la rendición de cuentas. Por diseño, otorga mayor discreción al CIO, lo que puede reducir la latencia de las decisiones, pero también puede hacer que la toma de decisiones sea menos formal y menos documentada que un proceso de SAA impulsado por el consejo de administración. Las rutinas de gobernanza y los informes pueden estructurarse para compensar este riesgo.

En relación con esto, los marcos tradicionales de asignación estratégica de activos suelen ofrecer una visión más clara del posicionamiento de la cartera, ya que unas medidas de seguridad estrictas permiten a las partes interesadas aproximarse razonablemente a las exposiciones de la cartera a partir de la combinación de políticas a largo plazo. Un marco orientado a la asignación estratégica de activos, en cambio, prioriza la información oportuna a nivel de posición y la medición basada en factores para mantener una comprensión compartida de los activos de la cartera y cómo se compara su postura de riesgo con la cartera de referencia. Sin embargo, sin una infraestructura de datos sólida y una disciplina en la elaboración de informes, puede resultar difícil comunicar el posicionamiento y las exposiciones de la cartera con confianza.

Finalmente, la experiencia organizativa, las redes de abastecimiento y la supervisión de los gestores suelen basarse en las clases de activos, y estas etiquetas pueden proporcionar la base práctica para la implementación y el seguimiento. Sin una estructura de categorías, existe el riesgo de que las carteras se construyan de forma puramente ascendente, con concentraciones de factores imprevistas que solo se hacen evidentes posteriormente, lo que resulta en un conjunto de inversiones sin coherencia a nivel de cartera total.

SECCIÓN V

Conclusión

Creemos que el enfoque de cartera total se entiende mejor como una evolución de la asignación estratégica de activos, con un giro importante. En concreto, el TPA traslada la responsabilidad del rendimiento de las clases de activos frente a los índices de referencia a los resultados a nivel de cartera total.

Al igual que SAA, mantiene un ancla clara, normalmente una cartera de referencia y un presupuesto de riesgo en lugar de una combinación de políticas estática, pero reasigna la toma de decisiones desde categorías de activos discretos a una perspectiva más integrada de cartera completa.

Para los inversores con una exposición significativa al Mercado Privado, este cambio puede ofrecer beneficios tangibles: una visión más holística de la liquidez, mayor flexibilidad para gestionar entornos de estrés y efectos del denominador, un ritmo más estable entre las distintas añadas y una mayor capacidad para reasignar el capital a medida que cambia el valor relativo. Los inversores pueden incorporar elementos seleccionados de TPA mediante una superposición de "mínimo viable" a sus marcos de SAA existentes, reforzando el análisis total de la cartera, aumentando la cadencia de decisiones y probando una rama discrecional.

Igualmente importante, creemos que un enfoque de cartera integral puede replantear el proceso de toma de decisiones para conectar mejor los objetivos a largo plazo con las acciones de la cartera a corto plazo. En lugar de depender de ajustes de políticas poco frecuentes, un consejo de administración u órgano equivalente puede definir objetivos y límites claros —como una cartera de referencia y el apetito de riesgo— y delegar mayor discreción al CIO para gestionar las exposiciones dentro de un presupuesto de riesgo de cartera integral.

Al combinarse con una perspectiva analítica común que abarca la rentabilidad esperada, el riesgo, las correlaciones, la exposición a factores y la liquidez, esta estructura puede reducir la latencia de las decisiones, limitar la presión del reequilibrio mecánico durante las caídas de los precios y preservar la capacidad de desplegar capital cuando los mercados se desestabilizan. Operativamente, esto podría implicar la centralización de las funciones a nivel de cartera y el fortalecimiento de las capacidades internas.

construcción de carteras y capacidades de valor relativo, y ejecutar un ciclo interno de asignación y revisión con mayor frecuencia que los restablecimientos de políticas tradicionales, incluso cuando la implementación se ajusta más gradualmente.

Sin embargo, enfatizamos que un enfoque de cartera integral no sustituye la habilidad. En nuestra opinión, su eficacia depende en última instancia de la calidad de las previsiones, la modelización del riesgo, la selección de gestores y, sobre todo, la disciplina de implementación. Cuando estos datos son sólidos, un marco de cartera integral tiene el potencial de influir en la asignación del capital en todo el universo de inversión y ayudar a los inversores a construir carteras más resilientes, con mayor conciencia del ciclo y más alineadas con los objetivos de su misión.

TPA traslada la responsabilidad del desempeño de la

clase de activos frente a los índices de referencia a los

resultados a nivel de cartera total.

Información importante

Las referencias a "nosotros", "nos" y "nuestro" se refieren al Sr. McVey y/o al equipo de Macroeconomía Global y Asignación de Activos de KKR, según lo requiera el contexto, y no a KKR. Las opiniones expresadas reflejan las opiniones actuales del Sr. McVey a la fecha del presente documento y ni el Sr. McVey ni KKR se comprometen a informarle sobre cualquier cambio en las opiniones expresadas en este documento. Las opiniones o declaraciones sobre las tendencias del mercado financiero se basan en las condiciones actuales del mercado y están sujetas a cambios sin previo aviso. Las referencias a una cartera objetivo y a las asignaciones de dicha cartera se refieren a una asignación hipotética de activos y no a una cartera real. Las opiniones expresadas en este documento y el análisis de cualquier cartera objetivo o asignación pueden no reflejarse en las estrategias y productos que KKR ofrece o en los que invierte, incluidas las estrategias y los productos para los que el Sr. McVey proporciona asesoramiento de inversión a KKR o en su nombre. No se debe asumir que el Sr. McVey ha hecho o hará recomendaciones de inversión en el futuro que coincidan con las opiniones expresadas en este documento, ni que utilice alguna o todas las técnicas o métodos de análisis descritos en este documento para la gestión de cuentas de clientes o propias. Además, el Sr. McVey puede hacer recomendaciones de inversión y KKR y sus filiales pueden tener posiciones (largas o cortas) o realizar operaciones con valores que no coincidan con la información y las opiniones expresadas en este documento.

Las opiniones expresadas en esta publicación son las opiniones personales de Henry H. McVey de Kohlberg Kravis Roberts & Co. LP (junto con sus filiales, "KKR") y no reflejan necesariamente las opiniones de KKR ni de ningún profesional de la inversión de KKR. Este documento no constituye una investigación y no debe considerarse como tal. No constituye juicios de valoración con respecto a ningún instrumento financiero, emisor, valor o sector que pueda describirse o mencionarse en el presente documento, ni representa una opinión formal u oficial de KKR. Este documento no pretende, ni se relaciona específicamente con, ninguna estrategia o producto de inversión que KKR ofrezca. Se proporciona simplemente para proporcionar un marco que facilite la implementación del propio análisis y la opinión del inversor sobre el tema aquí tratado.

Esta publicación se ha elaborado exclusivamente con fines informativos. La información aquí contenida es válida únicamente a la fecha indicada y puede ser sustituida por eventos posteriores del mercado o por otras razones. Los gráficos y tablas que se incluyen aquí son solo para fines ilustrativos. La información de este documento se ha desarrollado internamente o se ha obtenido de fuentes consideradas fiables; sin embargo, ni KKR ni el Sr. McVey garantizan la exactitud, idoneidad o integridad de dicha información. Nada de lo aquí contenido constituye asesoramiento de inversión, legal, fiscal o de otro tipo, ni debe utilizarse como base para tomar decisiones de inversión o de cualquier otra índole.

No puede haber garantía de que una estrategia de inversión tenga éxito. Las tendencias históricas del mercado no constituyen indicadores fiables del comportamiento futuro real del mercado ni del rendimiento futuro de ninguna inversión en particular, que pueden diferir sustancialmente, y no deben tomarse como tales. Las asignaciones objetivo aquí contenidas están sujetas a cambios. No se garantiza que se alcancen las asignaciones objetivo, y las asignaciones reales pueden ser significativamente diferentes a las que se muestran aquí. Esta publicación no debe interpretarse como una recomendación actual o pasada, ni como una solicitud de oferta para comprar o vender valores ni para adoptar ninguna estrategia de inversión.

La información de esta publicación puede contener proyecciones u otras declaraciones prospectivas sobre eventos, objetivos, pronósticos o expectativas futuras en relación con las estrategias aquí descritas, y solo está vigente a la fecha indicada. No se garantiza el logro de dichos eventos u objetivos, y pueden ser significativamente diferentes a los aquí mostrados. La información de este documento, incluidas las declaraciones sobre las tendencias del mercado financiero, se basa en las condiciones actuales del mercado, que fluctuarán y podrán verse sustituidas por eventos posteriores del mercado o por otras razones. El rendimiento de todos los índices citados se calcula sobre la base de la rentabilidad total con dividendos reinvertidos. Los índices no incluyen gastos, comisiones ni cargos, no están gestionados y no deben considerarse inversiones.

La estrategia de inversión y los temas aquí analizados pueden no ser adecuados para los inversores en función de sus objetivos específicos de inversión y su situación financiera. Tenga en cuenta que las fluctuaciones en el tipo de cambio de una divisa pueden afectar negativamente el valor, el precio o la rentabilidad de una inversión.

Ni KKR ni el Sr. McVey asumen obligación alguna de actualizar las declaraciones prospectivas ni se comprometen a hacerlo. KKR, el Sr. McVey ni ninguna otra persona, ni en su nombre, realizan ninguna declaración ni otorgan garantía alguna, expresa o implícita, sobre la exactitud, integridad o imparcialidad de la información contenida en esta publicación, y no se asume ninguna responsabilidad por dicha información. Al aceptar este documento, el destinatario reconoce su comprensión y aceptación de la declaración anterior.

La información de MSCI contenida en este documento es propiedad exclusiva de MSCI Inc. (MSCI). MSCI no ofrece garantías ni declaraciones, expresas ni implícitas, y no asumirá responsabilidad alguna con respecto a los datos de MSCI aquí contenidos. Los datos de MSCI no podrán redistribuirse ni utilizarse como base para otros índices, valores o productos financieros. Este informe no ha sido aprobado, revisado ni elaborado por MSCI.

© 2025 Kohlberg Kravis Roberts & Co. LP

KKR

Kohlberg Kravis Roberts & Co. LP
30 yardas Hudson
Nueva York, Nueva York 10001
+1 (212) 750.8300
www.kkr.com