



El Covid-19 accelera la disrupció: La Inversió Socialment Responsable com a estratègia de present i futur

20 d'abril de 2020



Fa poc més de cent anys, enmig de la primera guerra mundial, es va produir la major epidèmia del segle XX, la grip de 1918, també coneguda com a grip espanyola. Tal crisi sanitària va causar efectes molt dispars entre classes, la qual cosa va motivar els profunds canvis en la societat de l'època. Per exemple, va suposar un avanç en la conscienciació social sobre la importància de la sanitat pública, i va desencadenar àmplies millores de la cobertura mèdica.

D'altra banda, fa poc més d'una dècada va tenir lloc la crisi financera global, que essencialment va ser provocada per un excés d'acceptació del risc per part del sector financer. Fonamentalment, es va tractar d'una crisi de Governança Corporativa, atès que les entitats financeres comptaven amb polítiques de control de riscos clarament deficientes. Novament, una crisi va ser necessària per a motivar canvis profunds i necessaris, i aquesta en concret va desembocar en una àmplia reforma del sector financer. En



aquest sentit la reforma del marc regulador i supervisor van suposar, per exemple, requisits de solvència molt més estrictes o l'homogeneïtzació dels estàndards comptables.

Només es tracta de dos exemples, però el que evidencien és que les crisis, ja siguin econòmiques, mediambientals, socials o de governança corporativa, modifiquen els hàbits i preferències de la societat, i l'actual crisi del coronavirus no serà aliena a això, amb el que hem d'estar preparats per a anticipar-nos a aquests canvis. En concret, les enquestes mostren que les persones cada vegada valorem més els aspectes essencials o vitals com la sanitat pública, la seguretat laboral o altres beneficis socials com el dret a prestacions bàsiques.

D'altra banda, el medi ambient tampoc és aliè a la situació actual, ja que la reducció de l'activitat econòmica ha donat una breu treva al planeta, mentre s'estima que les emissions de gasos d'efecte d'hivernacle s'han reduït al voltant del 25% (estimació de la Xina). Així i tot, tal com indica l'Organització Meteorològica Mundial, la pandèmia acabarà, el món tornarà a treballar, i amb això les emissions de CO2 tornaran a augmentar. Per tant, la recent millora en la qualitat de l'aire ha de servir per a conscienciar a la societat que el canvi és possible i ha de fer-se com més aviat millor.

En el seu conjunt, veiem que tant l'aspecte Mediambiental com Social de la ASG (mediambiental, Social i de Governança corporativa) estan més d'actualitat que mai. Tenim la convicció que la indústria de la inversió sobre la base de criteris ASG és un dels més rellevants per a canalitzar i fer efectiu tot aquest creixent interès, amb el que vaticinem un molt bon comportament a futur d'aquestes estratègies. Prova d'això és el següent gràfic de Morgan Stanley, que compara l'evolució en el que portem d'any dels fluxos cap a estratègies passives que apliquen ASG enfront d'estratègies tradicionals.



Això ens mostra que les empreses no poden ni han de ser alienes a aquesta tendència, i a pesar que al començament de la propagació del virus, poques empreses eren conscients de com podien contribuir, recentment hem vist múltiples exemples d'idees en els nostres fons d'inversió que estan col·laborant per a superar aquesta crisi. Per exemple la cadena de distribució minorista de productes rurals dels Estats Units, Tractor Supply, va sorprendre donant bonus als seus empleats, que estan treballant a primera línia per a proporcionar consumibles a ramaders i agricultors. Per part seva, LVMH ha adaptat les seves fàbriques de perfums perquè fabriquin gels desinfectants. Altres empreses en segments menys exposats, estan oferint donacions per a combatre el virus, com Cisco, que va contribuir amb una donació de 225 milions de dòlars. Tot això no fa més que reforçar l'aspecte Social d'aquestes empreses, alguna cosa que també valora el mercat, perquè...

Sabies que la Inversió Socialment Responsable s'ha comportat millor que la inversió tradicional al llarg dels últims 3, 5 i 7 anys?

Sembla una afirmació molt contundent, però si ens cenyim a les dades empíriques, això és el que es deriva en comparar els índexs ASG (mediambiental, Social i de Governança corporativa) de MSCI europeus, globals i emergents, enfront dels índexs homòlegs no-ASG en diferents finestres temporals (amb dades a tancament de març de 2020). Aquest millor comportament s'ha produït en diferents entorns de mercat, inclusivament durant les recents caigudes dels mercats financers arran del Covid-19, la qual cosa posa de manifest la gran consistència d'aquesta tipologia d'inversió.

Taula comparativa dels retorns ASG vs No-ASG

	Global		Europa		Emergents	
	ASG	No-ASG	ASG	No-ASG	ASG	No-ASG
2020	-17,67%	-19,20%	-19,84%	-22,59%	-20,83%	-21,80%
1 any	-5,45%	-8,35%	-7,98%	-13,53%	-13,85%	-15,54%
3 anys	7,90%	3,23%	-2,52%	-9,21%	-2,67%	-6,21%
5 anys	20,27%	14,71%	-0,68%	-8,38%	3,85%	-2,12%
7 anys	82,06%	73,05%	43,97%	29,65%	35,21%	16,52%

Font: CI Gestió amb dades de Bloomberg a 31 de març de 2020, en euros i incloent dividends. Els índexs utilitzats són MSCI World ESG Leaders vs MSCI World, MSCI Europe ESG Leaders vs MSCI Europe i MSCI Emerging Markets Leaders vs MSCI Emerging Markets.

Malgrat que certs inversors podrien considerar-ho mera coincidència o casualitat, al llarg de les últimes dècades, acadèmics i inversors han elaborat nombrosos estudis amb la finalitat de destriar si existeix o no una relació causa-efecte entre l'aplicació de criteris ASG i l'acompliment borsari de les companyies. A través d'una recopilació de més de 2.200 d'aquests estudis empírics, Gunnar Friede, Timo Busch i Alexander Bassen van concloure que prop del 90% no encontraven relació negativa entre la inversió amb criteris ASG i el retorn financer, més encara, la majoria d'ells mostraven una relació positiva.

No obstant això, el quid de la qüestió és comprendre quin és l'argument que ha recolzat tal relació en el passat i concloure si és extrapolable a futur. Per a això és necessari destacar el primer element sobre el qual pivota la nostra tesi: un menor cost del capital. En aquest sentit, ens remetem a l'estudi publicat el 25 de febrer de 2020 per Ashish Lodh, Vice President del Equity Solutions Research de MSCI. L'estudi conclou que les companyies amb una millor qualificació de la seva informació extrafinanciera tenen un



cost de capital, deute i equity menor i, per tant, tenen millors condicions d'accés al finançament. La solidesa de l'estudi no té parangó, ja que presenta una tendència descendent dels costos a mesura que la qualitat ASG incrementa, tal com mostren els següents gràfics.

Relació entre qualitat ASG i el cost del capital, deute i equity.



Font: MSCI, agafant com a índexs el MSCI World i el MSCI Emerging Markets amb mitjanes mensuals durant el 31 de desembre de 2015 i el 29 de novembre de 2019.

L'abast d'aquestes dades és totalment transcendent per als mercats financers, atès que la seva existència es trasllada en què les millors companyies sobre la base d'aspectes ASG es beneficien de:

1. **Majors marges de beneficis.** Ceteris paribus, un menor cost del deute comporta uns menors interessos sobre el deute, i per tant, optimitzen els resultats nets.
2. **Major disponibilitat del capital.** El menor cost del deute possibilita l'accés a un major nombre de projectes, i al mateix temps millora la posició relativa enfront de competidors ressagats en ASG, ja que aquests no tenen accés a tal nombre de projectes.
3. **Majors valoracions dels actius.** En tant que un cost del capital inferior es tradueix en un major valor present dels fluxs de caixa futurs, la qual cosa es demostra en la menor prima exigida a les inversions.

En la nostra opinió, encara existeix un altre element que explica el millor rendiment de les estratègies ASG enfront de les estratègies tradicionals: la qualitat superior de les companyies (mesura en termes de retorns, marges i endeutament). Si comparem els principals ràtios referents a aquests tres elements que

pivoten sobre el concepte de qualitat, ens adonem que existeix una clara superioritat en els ràtios dels índexs ASG, tal com es mostra en la taula adjunta a continuació.

Taula comparativa de la qualitat ASG vs No-ASG

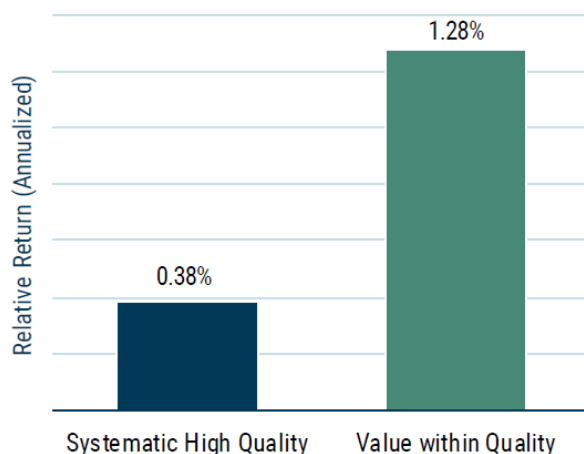
	Global		Europa		Emergents	
	ASG	No-ASG	ASG	No-ASG	ASG	No-ASG
Marge Brut	34,93%	31,57%	34,94%	30,11%	24,56%	22,63%
Marge Operatiu	12,40%	11,49%	9,74%	9,72%	12,77%	11,90%
Marge Net	9,20%	8,35%	7,03%	6,55%	10,22%	8,65%
ROA	2,19%	1,86%	1,49%	1,18%	2,07%	2,06%
ROE	13,60%	12,02%	11,82%	9,90%	12,44%	10,95%
ROC	6,66%	5,44%	5,50%	4,12%	6,32%	5,65%
Deute/ Equity	112,69%	133,09%	130,84%	163,43%	106,21%	100,43%
Deute/Actius	19,67%	22,83%	17,99%	21,60%	19,54%	20,65%

Font: CI Gestió amb dades de Bloomberg a 31 de desembre de 2019. Els índexs utilitzats són MSCI World ESG Leaders vs MSCI World, MSCI Europe ESG Leaders vs MSCI Europe i MSCI Emerging Markets Leaders vs MSCI Emerging Markets.

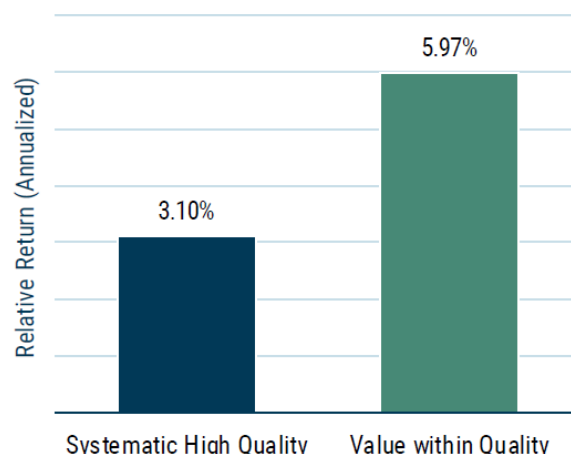
S'han realitzat múltiples estudis al llarg dels últims anys que demostren que la inversió en empreses de qualitat obté un retorn superior al del mercat en horitzons temporals a llarg termini. Un dels estudis més extensos fins avui és el de la signatura d'inversió GMO, que va analitzar el comportament de les companyies de qualitat nord-americanes enfront del comportament del mercat durant el període comprès entre abril de 1928 i desembre de 2018.

Diferència en el retorn anualitzat de les estratègies de qualitat enfront del mercat

ALL PERIODS



BEAR MARKETS



Font: GMO amb dades des d'abril de 1928 fins a desembre de 2018. Systematic High Quality es refereix al millor terç de qualitat del mercat americà (sobre la base de criteris de rendibilitat, estabilitat i endeutament). Value within Quality es refereix al 50% més barat d'aquests en relació a la resta del mercat. Bear Markets es refereix a caigudes superiors al 20% en un període d'almenys 3 mesos.

La conclusió a la qual van arribar va ser que les companyies de qualitat, enteses com el 33% més ben posicionat en termes de rendibilitat, estabilitat i endeutament, obtenien un retorn anualitzat superior del 0,38% al retorn del mercat. Quant al comportament durant els mercats baixistes (Bear Markets), els resultats van ser encara millors, perquè les companyies de qualitat van obtenir un retorn anualitzat superior al del S&P 500 del 3,10%, la qual cosa demostra la fortalesa d'aquest estil d'inversió.

Per a posar en context aquestes diferències, que a priori poden semblar petites, ens cenyirem a un exemple que demostra la importància de la composició de retorns. Durant el període comprès entre abril de 1928 i desembre de 2018, el S&P 500 va obtenir un rendiment anualitzat del 9,16%, de manera que una inversió de 100 dòlars a l'abril de 1928 s'hauria transformat en 289.391 dòlars al desembre de 2018. Per part seva, el superior retorn del 0,38% de les estratègies de qualitat transforma el retorn agregat en un 9,56% anualitzat, per tant una inversió de 100 dòlars a l'abril de 1928 s'hauria transformat en 396.662 dòlars, exactament 107.271 dòlars més, o cosa que és el mateix, un retorn un 37% superior.

Per tant, si combinem el menor cost del capital, deute i equity amb la major qualitat de les companyies líders en ASG, sembla raonable pensar que el retorn d'aquestes estratègies fos superior en el passat, però...

Són aquestes bondats extrapolables a futur?

Estem totalment convençuts que sí que és extrapolable a futur, ja que els dos elements que subjeuen la nostra tesi, el menor cost del capital i la qualitat superior de les companyies, romandran o s'engrandiran en un horitzó a llarg termini i, per tant, els beneficis que aquestes característiques proporcionen a nivell fonamental també subsistiran.

L'argument basi és que els beneficis d'aquestes característiques retro alimenten els elements que els creen. Per exemple, com ja hem comentat anteriorment, el menor cost del capital possibilita l'accés a un major nombre de projectes, i al mateix temps millora la posició relativa enfront de competidors ressagats en ASG, ja que aquests no tenen accés a tal nombre de projectes. En definitiva, engrandeix la posició d'aquestes companyies dins de la indústria i retro alimenta el menor cost del capital enfront dels seus competidors.

No obstant això, resulta rellevant destacar que a causa de la combinació entre el fort increment dels fluxos d'entrada cap a estratègies d'inversió socialment responsable i l'escassetat d'alternatives d'inversió amb provat impacte social o mediambiental, s'està produint una expansió de múltiples notòria, situant les valoracions de determinades companyies sensiblement per sobre de les del mercat. Encara que l'escassetat té un preu, no seriem partidaris d'assignar qualsevol valoració a aquesta tipologia de companyies, especialment si a més d'objectius extra-financiers les estratègies ASG volen continuar mantenint un millor resultat amb respecte el mercat.

Finalment, i a pesar que seguim convençuts que la integració d'aspectes ASG continuarà millorant els termes qualitatius de les companyies, creiem que el millor acompliment borsari també estarà condicionat a aquelles estratègies que siguin selectives en la selecció d'idees.



Referències dels articles/estudis esmentats.

- * Friede, Gunnar and Busch, Timo and Bassen, Alexander, *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies (October 22, 2015). Journal of Sustainable Finance & Investment, Volume 5, Issue 4, p. 210-233, 2015, DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2699610>*
- * Ashish Lodh, *ESG and the cost of capital. Disponible en: <https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589>*
- * GMO. *QUALITY STRATEGY. Disponible en: <https://www.gmo.com/globalassets/documents---manually-loaded/documents/product-primer/quality-strategy-product-primer.pdf>*

DISCLAIMER

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, a la data d'emissió d'aquest, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé, CAIXA ENGINYERS GESTION no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes.

És possible que la informació pugui referir-se a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals existeixi informació addicional en documentació separada, incloent el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per a poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, en qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contingut dels informes en cap cas constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i instruments financers a què es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTION, S.A.O. en la seva condició d'emissor de l'informe, així com de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS, S. COOP. DE CREDITO, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui sofrir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes. L'inversor deu, així mateix, tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions, no garanteixen l'evolució o resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni fins i tot citant les fonts, excepte amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.