

El Covid-19 acelera la disrupción: La Inversión Socialmente Responsable como estrategia de presente y futuro

20 de abril de 2020



Hace poco más de cien años, en medio de la primera guerra mundial, se produjo la mayor epidemia del siglo XX, la gripe de 1918, también conocida como gripe española. Tal crisis sanitaria causó efectos muy dispares entre clases, lo que motivó los profundos cambios en la sociedad de la época. Por ejemplo, supuso un avance en la concienciación social sobre la importancia de la sanidad pública, y desencadenó amplias mejoras de la cobertura médica.

Por otra parte, hace poco más de una década tuvo lugar la crisis financiera global, que esencialmente fue provocada por un exceso de aceptación del riesgo por parte del sector financiero. Fundamentalmente, se trató de una crisis de Gobernanza Corporativa, dado que las entidades financieras contaban con políticas de control de riesgos claramente deficientes. Nuevamente, una crisis fue necesaria para motivar cambios profundos y necesarios, y ésta en concreto desembocó en una

amplia reforma del sector financiero. En este sentido la reforma del marco regulatorio y supervisor supusieron, por ejemplo, requisitos de solvencia mucho más estrictos o la homogenización de los estándares contables.

Solo se trata de dos ejemplos, pero lo que evidencian es que las crisis, ya sean económicas, medioambientales, sociales o de gobernanza corporativa, modifican los hábitos y preferencias de la sociedad, y la actual crisis del coronavirus no será ajena a ello, con lo que debemos estar preparados para anticiparnos a estos cambios. En concreto, las encuestas muestran que las personas cada vez valoramos más los aspectos esenciales o vitales como la sanidad pública, la seguridad laboral u otros beneficios sociales como el derecho a prestaciones básicas.

Por otra parte, el medio ambiente tampoco es ajeno a la situación actual, puesto que la reducción de la actividad económica ha dado una breve tregua al planeta, en tanto en cuanto se estima que las emisiones de gases de efecto invernadero se han reducido alrededor del 25% (estimación de China). Aun así, tal y como indica la Organización Meteorológica Mundial, la pandemia terminará, el mundo volverá a trabajar, y con eso las emisiones de CO₂ volverán a aumentar. Por tanto, la reciente mejora en la calidad del aire debe servir para concienciar a la sociedad de que el cambio es posible y debe hacerse cuanto antes.

En su conjunto, vemos que tanto el aspecto Medioambiental como Social de la ASG (medioAmbiental, Social y de Gobernanza corporativa) están mas de actualidad que nunca. Tenemos la convicción que la industria de la inversión en base a criterios ASG es uno de los entes más relevantes para canalizar y hacer efectivo todo este creciente interés, con lo que vaticinamos un muy buen comportamiento a futuro de estas estrategias. Prueba de ello es el siguiente gráfico de Morgan Stanley, que compara la evolución en lo que llevamos de año de los flujos hacia estrategias pasivas que aplican ASG frente a estrategias tradicionales.



Ello nos muestra que las empresas no pueden ni deben ser ajenas a esta tendencia, y a pesar de que al comienzo de la propagación del virus, pocas empresas eran conscientes de cómo podían contribuir, recientemente hemos visto múltiples ejemplos de ideas en nuestros fondos de inversión que están colaborando para superar esta crisis. Por ejemplo la cadena de distribución minorista de productos rurales de los Estados Unidos, Tractor Supply, sorprendió dando bonus a sus empleados, que están trabajando a primera línea para proporcionar consumibles a ganaderos y agricultores. Por su parte, LVMH ha adaptado sus fábricas de perfumes para que fabriquen geles desinfectantes. Otras empresas en segmentos menos expuestos, están ofreciendo donaciones para combatir el virus, como Cisco, que contribuyó con una donación de 225 millones de dólares. Todo ello no hace más que reforzar el aspecto Social de estas empresas, algo que también valora el mercado, porque...

¿Sabías que la Inversión Socialmente Responsable se ha comportado mejor que la inversión tradicional a lo largo de los últimos 3, 5 y 7 años?

Parece una afirmación muy contundente, pero si nos ceñimos a los datos empíricos, esto es lo que se deriva al comparar los índices ASG (medioAmbiental, Social y de Gobernanza corporativa) de MSCI europeos, globales y emergentes, frente a los índices homólogos no-ASG en diferentes ventanas temporales (con datos a cierre de marzo de 2020). Este mejor comportamiento se ha producido en diferentes entornos de mercado, inclusive durante las recientes caídas de los mercados financieros a raíz del Covid-19, lo que pone de manifiesto la gran consistencia de esta tipología de inversión.

Tabla comparativa de los retornos ASG vs No-ASG

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

Fuente: CI Gestión con datos de Bloomberg a 31 de marzo de 2020, en euros e incluyendo dividendos. Los índices utilizados son MSCI World ESG Leaders vs MSCI World, MSCI Europe ESG Leaders vs MSCI Europe y MSCI Emerging Markets Leaders vs MSCI Emerging Markets.

A pesar que ciertos inversores podrían considerarlo mera coincidencia o casualidad, a lo largo de las últimas décadas, académicos e inversores han elaborado numerosos estudios con el fin de discernir si existe o no una relación causa-efecto entre la aplicación de criterios ASG y el desempeño bursátil de las compañías. A través de una recopilación de más de 2.200 de estos estudios empíricos, Gunnar Friede, Timo Busch y Alexander Bassen concluyeron que cerca del 90% no encontraban relación negativa entre la inversión con criterios ASG y el retorno financiero, más aún, la mayoría de ellos mostraban una relación positiva.

Sin embargo, el quid de la cuestión es comprender cuál es el argumento que ha respaldado tal relación en el pasado y concluir si es extrapolable a futuro. Para ello es necesario destacar el primer elemento sobre el que pivota nuestra tesis: un menor coste del capital. En este sentido, nos remitimos al estudio publicado el 25 de febrero de 2020 por Ashish Lodh, Vice President del Equity Solutions Research de MSCI. El estudio concluye que las compañías con una mejor calificación de su información extrafinanciera tienen un coste de capital, deuda y equity menor y, por tanto, tienen mejores

condiciones de acceso a la financiación. La solidez del estudio no tiene parangón, ya que presenta una tendencia descendiente de los costes a medida que la calidad ASG incrementa., tal y como muestran los siguientes gráficos.

Relacion entre calidad ASG y el coste del capital, deuda y equity



Fuente: MSCI, cogiendo como índices el MSCI World y el MSCI Emerging Markets con promedios mensuales durante el 31 de diciembre de 2015 y el 29 de noviembre de 2019.

El alcance de estos datos es totalmente trascendental para los mercados financieros, dado que su existencia se traslada en que las mejores compañías en base a aspectos ASG se benefician de:

1. **Mayores márgenes de beneficios.** Ceteris paribus, un menor coste de la deuda conlleva unos menores intereses sobre la deuda, y por tanto, optimizan los resultados netos.
2. **Mayor disponibilidad del capital.** El menor coste de la deuda posibilita el acceso a un mayor número de proyectos, y al mismo tiempo mejora la posición relativa frente a competidores rezagados en ASG, ya que éstos no tienen acceso a tal número de proyectos.
3. **Mayores valoraciones de los activos.** En tanto que un coste del capital inferior se traduce en un mayor valor presente de los flujos de caja futuros, lo que se demuestra en la menor prima exigida a las inversiones.

En nuestra opinión, aún existe otro elemento que explica el mejor rendimiento de las estrategias ASG frente a las estrategias tradicionales: la calidad superior de las compañías (medida en términos de retornos, márgenes y endeudamiento). Si comparamos los principales ratios referentes a estos tres

elementos que pivotan sobre el concepto de calidad, nos damos cuenta de que existe una clara superioridad en los ratios de los índices ASG, tal y como se muestra en la tabla adjunta a continuación.

Tabla comparativa de la calidad ASG vs No-ASG

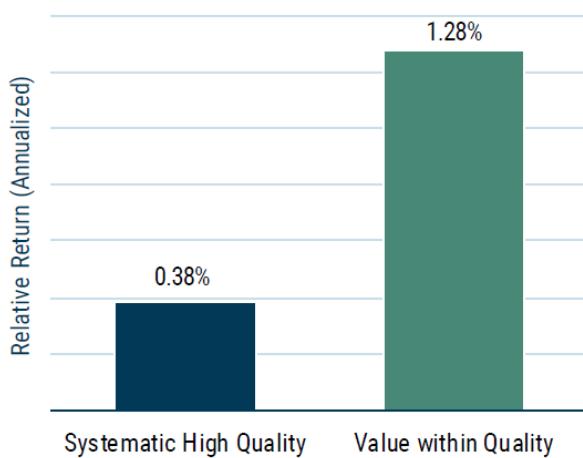
	Global		Europa		Emergentes	
	ASG	No-ASG	ASG	No-ASG	ASG	No-ASG
Margen Bruto	34,93%	31,57%	34,94%	30,11%	24,56%	22,63%
Margen Operativo	12,40%	11,49%	9,74%	9,72%	12,77%	11,90%
Margen Neto	9,20%	8,35%	7,03%	6,55%	10,22%	8,65%
ROA	2,19%	1,86%	1,49%	1,18%	2,07%	2,06%
ROE	13,60%	12,02%	11,82%	9,90%	12,44%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

Fuente: CI Gestión con datos de Bloomberg a 31 de diciembre de 2019. Los indices utilizados son MSCI World ESG Leaders vs MSCI World, MSCI Europe ESG Leaders vs MSCI Europe y MSCI Emerging Markets Leaders vs MSCI Emerging Markets.

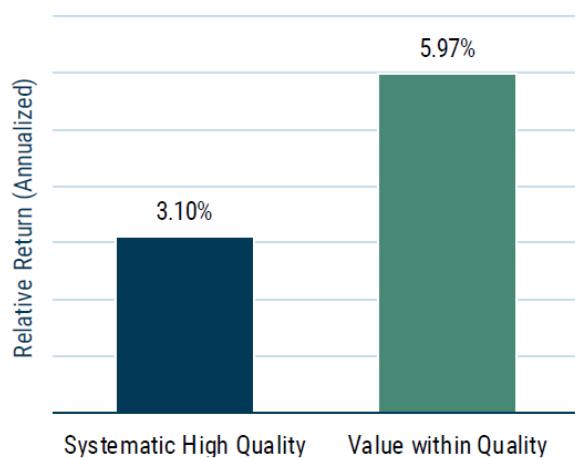
Se han realizado múltiples estudios a lo largo de los últimos años que demuestran que la inversión en empresas de calidad obtiene un retorno superior al del mercado en horizontes temporales a largo plazo. Uno de los estudios más extensos hasta la fecha es el de la firma de inversión GMO, que analizó el comportamiento de las compañías de calidad norteamericanas frente al comportamiento del mercado durante el periodo comprendido entre abril de 1928 y diciembre de 2018.

Diferencia en el retorno anualizado de las estrategias de calidad frente al mercado

ALL PERIODS



BEAR MARKETS



Fuente: GMO con datos desde abril de 1928 hasta diciembre de 2018. Systematic High Quality se refiere al mejor tercio de calidad del mercado americano (en base a criterios de rentabilidad, estabilidad y endeudamiento). Value within Quality se refiere al 50% más barato de éstos en relación al resto del mercado. Bear Markets se refiere a caídas superiores al 20% en un periodo de al menos 3 meses.

La conclusión a la que llegaron fue que las compañías de calidad, entendidas como el 33% mejor posicionado en términos de rentabilidad, estabilidad y endeudamiento, obtenían un retorno anualizado superior del 0,38% al retorno del mercado. En cuanto al comportamiento durante los mercados bajistas (Bear Markets), los resultados fueron aún mejores, pues las compañías de calidad obtuvieron un retorno anualizado superior al del S&P 500 del 3,10%, lo que demuestra la fortaleza de este estilo de inversión.

Para poner en contexto dichas diferencias, que a priori pueden parecer pequeñas, nos ceñiremos a un ejemplo que demuestra la importancia de la composición de retornos. Durante el periodo comprendido entre abril de 1928 y diciembre de 2018, el S&P 500 obtuvo un rendimiento anualizado del 9,16%, de forma que una inversión de 100 dólares en abril de 1928 se habría transformado en 289.391 dólares en diciembre de 2018. Por su parte, el superior retorno del 0,38% de las estrategias de calidad transforma el retorno agregado en un 9,56% anualizado, por tanto una inversión de 100 dólares en abril de 1928 se habría transformado en 396.662 dólares, exactamente 107.271 dólares más, o lo que es lo mismo, un retorno un 37% superior.

Por tanto, si combinamos el menor coste del capital, deuda y equity con la mayor calidad de las compañías líderes en ASG, parece razonable pensar que el retorno de estas estrategias fuera superior en el pasado, pero...

¿Son estas bondades extrapolables a futuro?

Estamos totalmente convencidos de que sí es extrapolable a futuro, ya que los dos elementos que subyacen nuestra tesis, el menor coste del capital y la calidad superior de las compañías, permanecerán o se agrandaran en un horizonte a largo plazo y, por tanto, los beneficios que dichas características proporcionan a nivel fundamental también subsistirán.

El argumento base es que los beneficios de estas características retroalimentan los elementos que los crean. Por ejemplo, como ya hemos comentado anteriormente, el menor coste del capital posibilita el acceso a un mayor número de proyectos, y al mismo tiempo mejora la posición relativa frente a competidores rezagados en ASG, ya que éstos no tienen acceso a tal número de proyectos. En definitiva, agranda la posición de estas compañías dentro de la industria y retroalimenta el menor coste del capital frente a sus competidores.

No obstante, resulta relevante destacar que debido a la combinación entre el fuerte incremento de los flujos de entrada hacia estrategias de inversión socialmente responsable y la escasez de alternativas de inversión con probado impacto social o medioambiental, se está produciendo una expansión de múltiplos notoria, situando las valoraciones de determinadas compañías sensiblemente por encima de las del mercado. Aunque la escasez tiene un precio, no seríamos partidarios de asignar cualquier valoración a esta tipología de compañías, especialmente si además de objetivos extra-financieros las estrategias ASG quieren seguir manteniendo un mejor desempeño con respecto al mercado.

Por último, y a pesar de que seguimos convencidos de que la integración de aspectos ASG seguirá mejorando los términos cualitativos de las compañías, creemos que el mejor desempeño bursátil también estará condicionado a aquellas estrategias que sean selectivas en la selección de ideas.

Referencias de los artículos/estudios mencionados.

- * 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

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS GESTION no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja de Ingenieros, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTION, S.A.U. en su condición de emisor del informe, así como de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CREDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.