

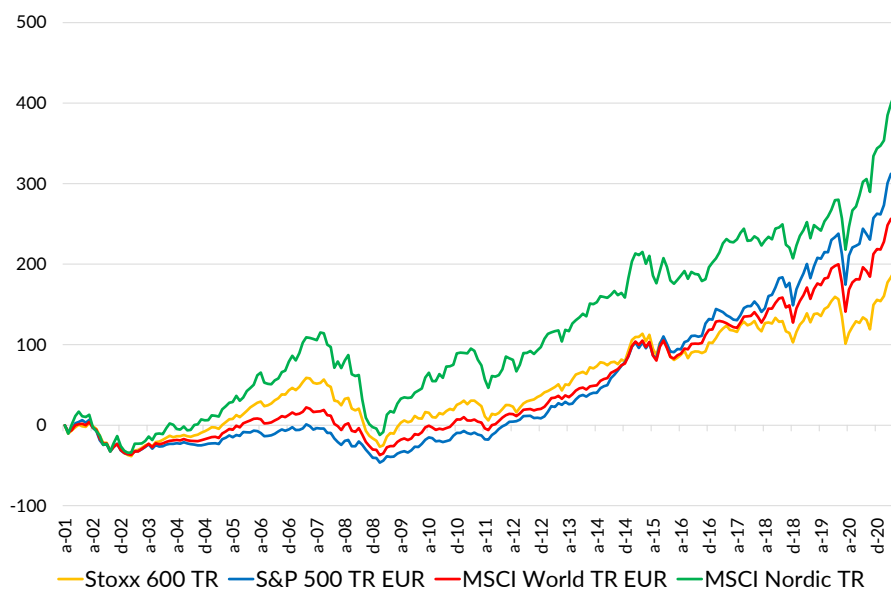
Fondos CI Gestión. Compañías Nórdicas, un caso excepcional

6 de agosto de 2021

La región de países conocidos como nórdicos comprende cinco estados que se organizan a través del Consejo Nórdico: **Islandia, Dinamarca, Suecia, Finlandia y Noruega**, incluyendo sus territorios dependientes. Estos países se encuentran ligados por la cercanía geográfica y comparten lazos en común en cuanto a estilo de vida, historia e idiomas además de tener diferentes aspectos culturales y étnicos entrelazados y parecidos entre sí. A pesar de que sus territorios ocupan el 7% de la superficie terrestre, sus 27 millones de habitantes tan solo representan el 0,3% de la población mundial, menos de la mitad que países como Italia.

Compañías Nórdicas, las más rentables y sostenibles del mundo

Una de las primeras características que llama la atención de los países nórdicos es su potencial económico y, especialmente, corporativo. Empezando por lo primero, su peso en el PIB mundial a cierre del 2020 de acuerdo con los datos del Banco Mundial fue del 1,4%, **más de 3,5 veces con respecto a su peso poblacional**. En términos corporativos, el rendimiento del índice MSCI Nordic Total Return durante los últimos 20 años ha sido claramente superior al MSCI World, al del Euro Stoxx 600 e incluso al del S&P 500.



Fuente: Bloomberg

Pero eso no es todo. Además, las compañías nórdicas ocupan puestos delanteros punteros en términos de sostenibilidad. Así pues, de acuerdo con el índice de referencia *Corporate Knights'* de las corporaciones más sostenibles del mundo, **el 14% de las compañías que lo conforman son nórdicas**, ocupando 2 posiciones (Ørsted y Neste) dentro del Top 5 pese al reducido tamaño poblacional de la región.

Ranking 2021	Compañía	País	Puntuación
2	Ørsted A/S	Denmark	82.7%
4	Neste Oyj	Finland	80.7%
8	Metso Outotec	Finland	78.4%
14	Storebrand ASA	Norway	75.2%
21	Vestas Wind Systems A/S	Denmark	72.6%
22	UPM-Kymmene Oyj	Finland	72.4%
24	Chr Hansen Holding A/S	Denmark	72.3%
36	Novozymes A/S	Denmark	70.0%
63	Essity AB	Sweden	63.4%
81	Orkla ASA	Norway	58.7%
86	Nordea Bank Abp	Finland	57.1%
87	Kesko Oyj	Finland	56.8%
89	Ericsson	Sweden	55.8%
98	Novo Nordisk A/S	Denmark	52.6%

Fuente: *Corporate Knights'*

Prueba de la excelencia a nivel de sostenibilidad, Dinamarca, Finlandia, Islandia, Noruega y Suecia tienen el **objetivo de tener una huella de carbono neutral para 2050** mientras que el ya de por sí ambicioso plan de la Unión Europea es reducirla en un 80% con respecto a los niveles de 1990.

A priori, es complicado poder determinar los motivos por los cuales el promedio de compañías nórdicas suelen tener un mejor comportamiento bursátil junto con un perfil ESG superior. Sin embargo, trataremos de desgranar los diferentes factores con el objetivo de explicar la **relación entre la generación de valor para los accionistas y el elevado perfil ISR** (Inversión Socialmente Responsable) de las compañías nórdicas.

Generación de valor: una cuestión de múltiplos y ASG

Al contrario de lo que cabría pensar en base a la introducción de este texto, la evolución en el número de compañías nórdicas dentro de la lista Fortune 500 ha sido claramente decreciente en el periodo que comprende desde 2005 (13 compañías) hasta el 2020 (4). De hecho, la región nórdica también está por detrás de países como Italia, Alemania, Francia o España en la lista del Financial Times de las 1.000 empresas europeas de más rápido crecimiento, incluso cuando se ajusta por población. A colación, merece la pena recordar que el crecimiento del conjunto del mercado europeo está claramente por debajo del de sus homólogos estadounidense y chino.

Por lo tanto, es difícil entender los motivos por los cuales el comportamiento de los índices nórdicos ha sido superior durante los últimos 20 años, especialmente teniendo en cuenta que el

crecimiento de los negocios que los conforman ha sido inferior. En este sentido, un estudio realizado por la consultora McKinsey & Co arroja luz a la respuesta.

En primer lugar, tal y como se ha señalado, el buen comportamiento del rendimiento total para los accionistas no ha venido explicado por un mejor perfil de crecimiento de los ingresos o los beneficios. Al contrario: el crecimiento del beneficio del conjunto de compañías nórdicas en el periodo 2005-2019 está significativamente por debajo de sus comparables globales (-3,0% anualizado). Sin embargo, este menor crecimiento ha sido más que compensado por dos variables: el **cambio en los múltiplos de cotización** y el rendimiento de los dividendos, siendo la primera variable la de más peso y el objeto de este texto.



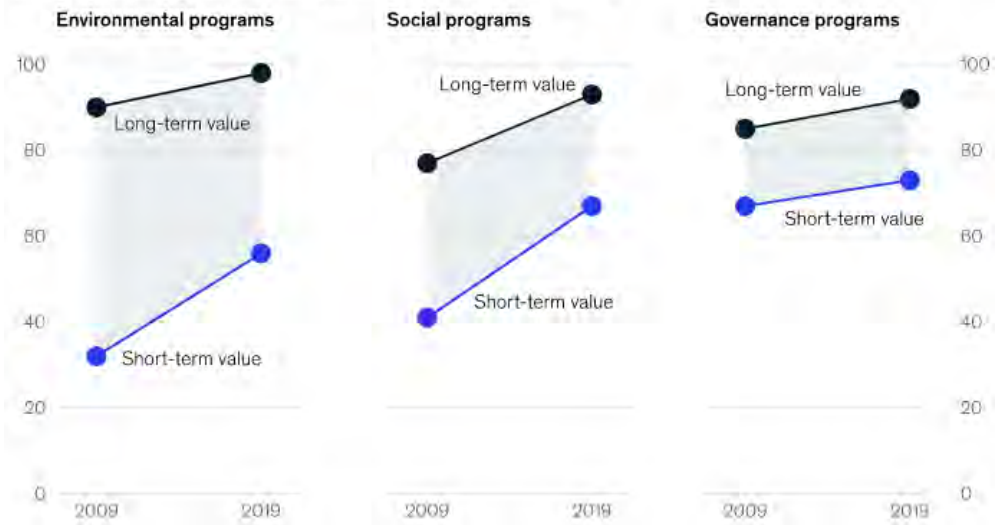
Fuente: McKinsey & Co

Los motivos que subyacen en la variación positiva de los múltiplos a los que cotizan las compañías nórdicas en contraposición a la variación negativa tanto a nivel europeo como global vienen explicados en gran parte por **el perfil ASG de la región nórdica.**

En este sentido, de acuerdo con el ranking ASG publicado por la consultora ISS en 2019, 3 países nórdicos se encuentran en el TOP 5 (Suecia, Finlandia y Noruega). De acuerdo con la Clasificación de Países según Sostenibilidad realizada por la firma Robeco, **los 5 países que conforman la región nórdica** (Suecia, Finlandia, Noruega, Dinamarca e Islandia) **ocupan las 5 primeras posiciones en el ranking a nivel mundial.**

Por otro lado, una encuesta realizada por McKinsey & Co en 2019 a 558 participantes de diferentes regiones, industrias y tamaños de empresas señalaba el **cambio al alza** durante el periodo 2009-2019 en el porcentaje de respuestas que sostenían que las políticas ASG generaban valor para los accionistas tanto a corto como a largo plazo; lo que justificaría un **incremento en las valoraciones de las compañías nórdicas debido a una mejora de la percepción** por parte de la comunidad financiera. Además, esta encuesta también señaló que el conjunto de los encuestados estarían dispuestos a pagar una **prima promedio del 10% por una empresa con un elevado perfil ISR** incluso entre los encuestados que opinaron que los programas ASG no tienen ningún efecto sobre el valor para los accionistas.

Share of respondents who say given program creates value, %¹



Fuente: McKinsey & Co

Por tanto, es fácil concluir que **la excelencia en términos ASG de los países nórdicos ha favorecido una mejora en las valoraciones** de sus compañías durante el periodo 2009-2019 mientras que las de sus comparables han empeorado, siendo este el principal factor que explica los retornos superiores de sus índices en relación al de sus comparables.

Aspectos cualitativos de los países nórdicos

Los lazos en común y las características compartidas de los países nórdicos han favorecido un desarrollo en la región por encima del promedio europeo. A continuación trataremos de desglosar los aspectos cualitativos que favorecen el devenir económico de los países nórdicos.

Creemos interesante hacer hincapié en el estudio hecho por el investigador Björn Preuss de la Copenhagen Business School realizado con algoritmos de aprendizaje automático en el que analiza el lenguaje utilizado por las empresas nórdicas en comparación con sus comparables internacionales. De acuerdo con este estudio, existen varios motivos que consideramos relevantes señalar:

- **La menor disparidad de género en los consejos directivos nórdicos favorece el perfil sostenible de las corporaciones.** En este sentido, Suecia, Dinamarca y Finlanda ocupan 3 de los 4 primeros puestos en el ranking de Igualdad de género de la Unión Europea - Noruega e Islandia no forman parte de la UE-.
- **La menor diferencia entre clases sociales tiene un impacto en los modelos de negocio.** En este sentido, la desigualdad social medida a través del Índice Gini de los países nórdicos (en torno al 0,27 siendo 0 igualdad completa) es claramente inferior al de países como España y Estados Unidos (0,35) o China (0,51).
- **La transparencia favorece un entorno de inversión.** La divulgación más rápida de datos para el análisis en la clasificación de la sostenibilidad proviene de la Bolsa de Valores de

Copenhague (promedio de solo 73 días entre el final del año fiscal y la publicación de los datos de sostenibilidad anual).

Por otro lado, al contrario de lo que cabría pensar en base al elevado tipo impositivo que aplica a las personas físicas, **los impuestos corporativos se sitúan entre el 20 y el 22% en la región nórdica, lo que favorece el desarrollo empresarial.** En otros países europeos, el tipo impositivo es sustancialmente más elevado como es el caso de Francia (32%), Alemania (30%) o Italia (28%).

Otros factores como su reducida población, **la hostilidad natural del territorio** donde habitan y la consiguiente necesidad de **expandirse internacionalmente** para crecer han impactado de manera positiva en la región. Además, la **estabilidad política y jurídica** imprime confianza en los inversores, lo que favorece la valoración de estas compañías.

Conclusiones

El presente escrito trata de argumentar la relación entre el mejor comportamiento a nivel bursátil de los índices nórdicos y su elevado perfil ASG. Así pues, tal y como hemos ido señalando en anteriores notas comunicativas ([enlace](#)) **la correlación positiva entre el comportamiento de los activos financieros de riesgo y su perfil ISR aplica a los mercados nórdicos, siendo una de las principales causas de su mejor rendimiento** en relación a su comparable europeo, estadounidense y mundial.

Es por ello que en Caja Ingenieros Gestión tratamos de sobreponderar el peso en cartera de este perfil de compañías dada la alineación existente entre estas y nuestro propósito como inversores junto con nuestro compromiso con la Inversión Socialmente responsable.

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 CRÈDITO 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, SGIC, SAU. All rights reserved.