

BBVA

Asset Management

GESTORES DE TU CONFIANZA

ISR a Fondo

Boletín de la Inversión
Socialmente Responsable

Nº 14 · 1^{er} semestre 2020



XXXI
**Premios
Fondos**
2020
Expansión  allfunds

Premio Expansión - Allfunds Bank
Mejor Fondo Solidario
BBVA Futuro Sostenible ISR, FI

Creando Oportunidades

Índice

Flujos de entrada en Inversión Socialmente Responsable	4
Evolución Inversión Socialmente Responsable	7
Ratios fundamentales ASG durante Covid-19	10
Criterios sectoriales en Inversión Socialmente Responsable	12
Composición carteras ASG	13
Exceso de rentabilidad por distribución sectorial	14

Introducción

A la hora de examinar qué puede cambiar en un mundo post Covid-19 las inversiones con criterios ASG (medioambientales, sociales y gobierno corporativo) están en el punto de mira.

Se ha producido una aceleración en el proceso de inversión socialmente responsable y es que la pandemia ha disparado los flujos de entrada en fondos que aplican criterios ASG frente a los fondos tradicionales.

La preocupación de los inversores por generar un impacto positivo en la sociedad y hacerla más sostenible para las futuras generaciones no ha dejado atrás el viejo objetivo de aquellos: obtener un retorno de su inversión adecuado a su nivel de riesgo. Y es que, en términos rentabilidad-riesgo las inversiones socialmente responsables lo están haciendo muy bien.

Vamos a tratar de profundizar en esta positiva evolución para ver si podemos atribuir este exceso de rentabilidad a los propios factores ASG o a otros factores indirectamente relacionados con ellos.



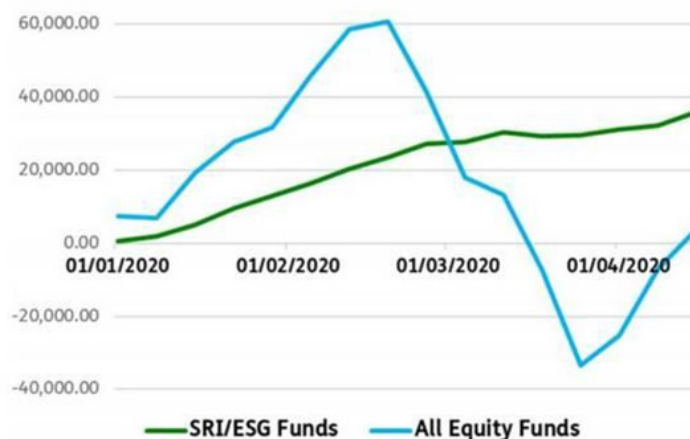
Flujos de entrada en Inversión Socialmente Responsable

El 45% de las gestoras encuestadas por Inverco (asociación que aglutina las instituciones de inversión colectiva) han percibido un mayor interés de los partícipes por la inversión socialmente responsable durante la crisis sanitaria. Este hecho se reafirma con los datos publicados por Morningstar: durante el segundo trimestre de 2020 los ETFs que replican índices con criterios ASG obtuvieron unas entradas de 6.700 millones de euros brutos en Europa (un 15,51% más que en el primer trimestre). En total fueron 5.400 millones de euros descontando las salidas en fondos ASG (los fondos ETFs de Renta Variable no ASG sufrieron unas salidas netas de fondos de 1.400 millones de euros).

Mientras que en abril y mayo los ETFs de renta variable cerraron con leves salidas de fondos, se muestran indicios de que en estos meses los inversores tomaron posiciones en fondos de renta variable con temática ASG, que tratan de aportar un valor añadido a la sociedad bajo los objetivos de sostenibilidad.

A nivel global la entrada de fondos con temática ASG ha continuado al alza, y parece que no se ha visto afectada por la crisis sanitaria, mientras que en fondos tradicionales de renta variable observamos una enorme volatilidad en los flujos de entrada y salida de los mismos, como podemos ver en la siguiente gráfica.

Figura 1. Flujos YTD, en millones de USD, en fondos de renta variable vs fondos ESG a nivel global



Fuente: EFPR
Datos a 30/04/2020

Vamos a tratar de ver el criterio financiero de un comportamiento que, como se puede observar en el gráfico anterior, muestra una disposición a invertir muy dispar si comparamos los flujos de inversiones tradicionales con las inversiones con criterios ASG.

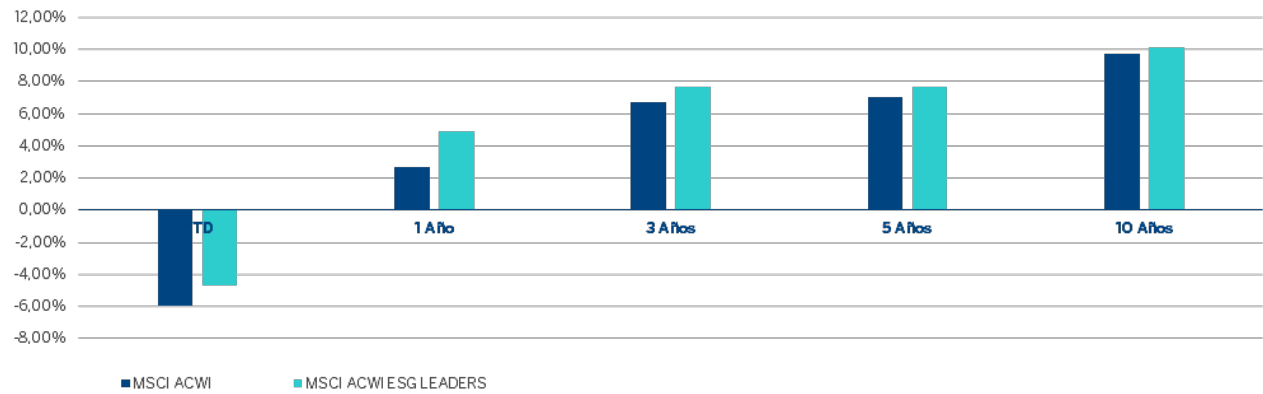
Como hemos mencionado anteriormente, invertir con criterios de inversión socialmente responsable aporta a las carteras un binomio rentabilidad – riesgo más atractivo que invertir sin seguir criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno.

Los ciudadanos están cada vez más comprometidos con lograr un mundo mejor, y esta disposición se ve claramente en el comportamiento de los inversores, que cada vez se preocupan más de dónde se canaliza su ahorro y de qué forma contribuyen con esta elección a lograr estos objetivos sociales, medioambientales y de buen gobierno corporativo.

Por otra parte, en términos más puramente financieros se ha escrito mucho acerca del mejor comportamiento que tienen las empresas al seguir estos criterios ASG, por razones muy obvias como la capacidad de atraer y retener talento dentro de las organizaciones, la reducción de riesgo de infracción medioambiental y el mayor margen de maniobra en la toma de decisiones. Como podemos observar en el siguiente gráfico estas circunstancias se traducen en mayor rentabilidad para los accionistas, tanto en los períodos cortos como en el largo plazo.

Sirva de ejemplo la comparativa entre el índice global MSCI All Country y su versión sostenible (MSCI ACWI ESG Leaders):

Figura 2. Rentabilidad anualizada



Fuente: BBVA AM, datos MSCI
Datos a 30/06/2020

El índice MSCI ACWI ESG LEADERS es un índice de capitalización que aglutina las compañías con alto impacto en términos medioambientales, sociales y de buen gobierno (ASG). El índice está compuesto por compañías de 23 países desarrollados y 26 países emergentes de larga y mediana capitalización en los mercados bursátiles. Se caracteriza por desviarse muy poco en la distribución, que hace que la evolución respecto al índice de referencia sea mínima. Aún así, claramente se observan resultados positivos en la rentabilidad.

Evolución Inversión Socialmente Responsable

La rentabilidad de los fondos que incorporan criterios extrafinancieros y las diferencias tan marcadas en el comportamiento de determinados sectores tras el inicio de la crisis del Covid-19 han abierto el debate sobre el performance de los índices sostenibles. En concreto, sobre si lo han hecho mejor por su condición sostenible o por otras cuestiones menos relacionadas con ella, como puede ser la composición sectorial de los mismos.

Se analiza si parte de esta rentabilidad adicional que obtienen las inversiones socialmente responsables podría estar explicada por la concentración de las inversiones en sectores que lo han hecho mejor en términos de rentabilidad (como podría ser el sector tecnológico) y/o por discriminar otros sectores que han obtenido menor rentabilidad (por ejemplo el sector energía). En las siguientes páginas vamos a hablar sobre esta diversificación sectorial y la evolución que han tenido los diversos sectores que componen el universo invertible ASG.

Para invertir con criterios ASG se pueden seguir una serie de estrategias diferentes, con el objetivo de crear un impacto positivo en el mundo a través de las inversiones.



01 | **Exclusión**

Consiste en reducir el universo de inversión aplicando criterios de exclusión a sectores, países o compañías controvertidos

(por ejemplo, sector tabacalero)



02 | **Screening basado en normas**

Es una estrategia basada en el cumplimiento de normas internacionales dictaminadas por la OCDE, Naciones Unidas, etc.



03 | **Best in Class**

Dentro de un sector o país esta estrategia escoge las compañías que tengan mejor valoración en factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG).



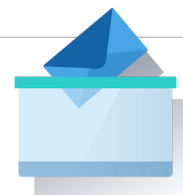
04 | **Inversión temática**

Estrategia consistente en invertir en aquellos activos o fondos que persiguen una determinada temática relacionada con la sostenibilidad.



05 | **Integración**

Consiste en integrar de manera eficaz los factores ASG en todo el proceso de selección de compañías y en la toma de decisiones de inversión.



06 | **Voto y Engagement**

Estrategia que busca influir en la compañía mediante el voto en las Juntas y el diálogo con ellas.



07 | **Inversión de impacto**

Invierte en compañías o proyectos que buscan generar un impacto positivo en el entorno ambiental o social, además de obtener una rentabilidad financiera. Actualmente muy ligados a los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

En lo que llevamos de año, y de acuerdo con un reciente informe emitido por J.P. Morgan, las estrategias “Best in Class” y “Exclusión” son las que reflejan retornos más bajos entre todas estrategias. En el lado opuesto, las estrategias “Screening basado en normas” e “Integración” son las que se han comportado mejor.

Otro aspecto destacable del informe es que las compañías con alto riesgo de sostenibilidad se han comportado mejor que todas las estrategias ASG durante estos meses. Las compañías con alto riesgo de sostenibilidad son aquellas que presentan pocos datos y poca información sobre su propia sostenibilidad. Los resultados para el periodo analizado, caracterizado por la crisis sanitaria mundial, no son consistentes en un horizonte temporal mayor. Al no tener datos e información sobre la sostenibilidad de las compañías podríamos concluir que estos resultados han sido mera casualidad debido a la incertidumbre y la poca duración del periodo analizado.

De hecho, a largo plazo las compañías de alto riesgo de sostenibilidad lo hacen peor, soportando mayores caídas en mercados bajistas y obteniendo menor rendimiento a largo plazo que las compañías con buena calificación ASG en todas las regiones. Esto es lógico y no hace otra cosa que reafirmar que la inversión con criterios ASG presenta resultados más positivos en períodos largos, reduciendo riesgo y aumentando rentabilidad, pese a que estas compañías no hayan tenido este comportamiento desde comienzo de 2020.

Un factor que ha podido influir en el comportamiento tan casual a corto plazo de las compañías con alto riesgo de sostenibilidad es la recuperación de la economía en forma de V. Esto nos lleva a preguntarnos cuáles han sido las razones del buen comportamiento de la inversión socialmente responsable frente a las inversiones tradicionales en este periodo de tiempo.

Ratios fundamentales ASG durante Covid-19

Desde comienzos de 2020, analizar los ratios fundamentales debería servirnos para explicar una parte de la rentabilidad adicional aportada por ISR frente a inversiones tradicionales. Para explicar los diferentes ratios fundamentales de las compañías vamos a dividirlos por estrategias ASG y a diferenciarlas de las compañías con riesgo de sostenibilidad.

En la siguiente tabla podemos encontrar las estrategias ISR y el mercado tradicional en su conjunto (mercado europeo). En ella aparecen los ratios de valoración (**PER**), beneficio por acción (**BPA**) y rentabilidad sobre recursos propios (**RoE**):

	Exclusión	Best in Class	Basado en Normas	Integración	Alto riesgo de Sostenibilidad
Beta respecto al mercado	+	=	=	+	=
(PER) Múltiplo de valoración respecto al mercado	=	+	=	-	-
BPA respecto al mercado	-	+	-	+	-
Crecimiento de los beneficios respecto al mercado	+	-	-	+	-
(RoE) Rentabilidad sobre recursos propios respecto al mercado	=	-	-	+	-

Comparativa ratios fundamentales con respecto al mercado europeo por estrategias ASG

PER: Este múltiplo nos indica el número de veces que el beneficio de una compañía está contenido en una acción (por ejemplo, un PER 10 nos indica que la acción vale 10 veces lo que esa empresa genera como beneficio). En Europa, los múltiplos de valoración en compañías ESG son muy parecidos a los ratios de inversiones tradicionales, aunque estrategias como Best in Class han tenido un múltiplo mayor y estrategias como la Integración han cotizado con descuento frente al mercado.

RoE: La rentabilidad de las compañías sobre sus fondos propios (RoE), que mide la relación entre el beneficio neto de las compañías y su cifra de fondos propios, es mejor en la estrategia Integración que en el mercado total, pero las demás estrategias ASG tienen menor RoE que el mercado, es decir, aportan menor rentabilidad sobre sus fondos propios que el mercado.

BPA: En las variaciones en los beneficios por acción (beneficio obtenido por la empresa una vez deducidos todos los impuestos y las amortizaciones) también se observan menores en las estrategias ISR frente al mercado, y se espera que los ingresos caigan más que la media del mercado en las estrategias que invierten con criterios ASG, pero menos en las compañías con alto riesgo de sostenibilidad.

Ante estos múltiplos fundamentales presentados, cabe destacar que las compañías con alto riesgo de sostenibilidad (aquellas con pocos datos ASG, no categorizadas) presentan ratios menos atractivos que todas las estrategias ASG (exclusión, best in class, basado en normas e integración).

Con estos datos hemos de estudiar otras fuentes de rentabilidad adicional obtenida por las inversiones con criterios ASG que se han visto estos últimos meses.

Criterios sectoriales en ISR

Está claro que la inversión socialmente responsable no tiene que ver nada con la distribución sectorial. Los criterios que se están estableciendo para obtener índices representativos ISR están poniendo mucho esfuerzo en que las distribuciones sectoriales y por países queden igual que el índice de referencia en su versión tradicional.

Es cierto que hay sectores que por su propia actividad productiva tienen mayor probabilidad de obtener mejores calificaciones en términos ASG por las agencias. Por otra parte hay estrategias que se basan en excluir aquellos sectores que son controvertidos, como alcohol, tabaco, armas, juegos de azar, energía nuclear... Y otras estrategias que fundamentalmente focalizan la inversión en temáticas que favorecen el desarrollo sostenible, por ejemplo: energías renovables, agua, salud, etc.

La ISR está impactando en las decisiones de inversión de los ahorradores, y se están diferenciando tanto sectores como compañías. Dentro de cada sector las compañías están tratando de implementar mejoras en cuanto a la sostenibilidad de su actividad, por ejemplo en el caso de las utilities se observa un trasvase a las energías renovables, las petroleras tratan de reducir su exposición fósil, las automovilísticas giran en torno al transporte eléctrico, el sector bancario trabaja para retener el talento, por la privacidad de datos, etc.

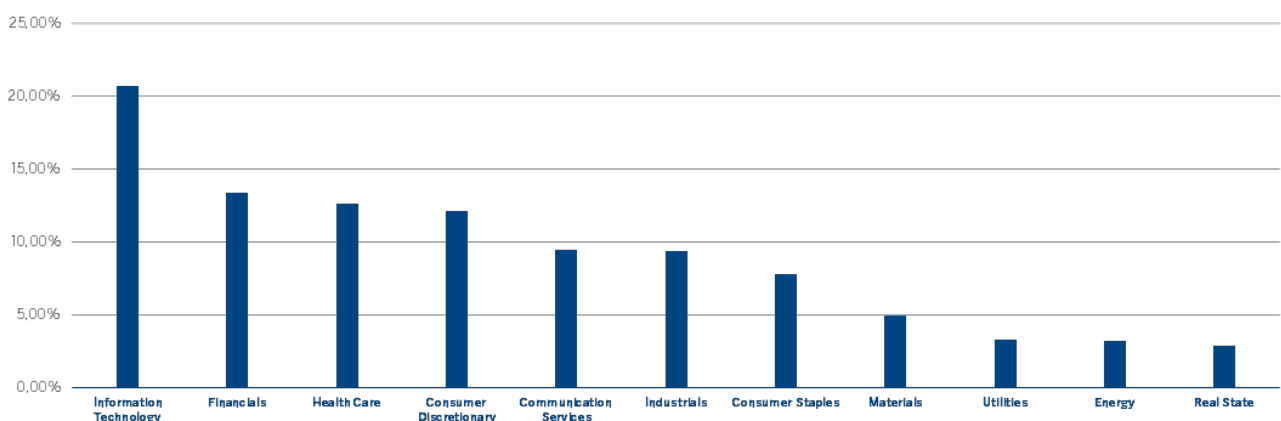
Por estas razones directas se podría obtener una concentración global en determinados sectores, que directamente puede atraer rentabilidad extra por el propio retorno de estas actividades económicas.

Composición carteras ASG

Como mencionamos, las empresas de calificación ASG están haciendo un gran esfuerzo para definir cuáles deben ser las métricas a seguir a la hora de asignar puntuación ASG a las compañías, y están tratando de difundir índices que tengan composiciones casi idénticas a los índices de referencia con el objetivo de aislar el efecto que tienen los factores ASG sobre las compañías de otras variables.

Las diferencias en las composiciones de los índices por pesos sectoriales podrían ser un indicio de este exceso de rentabilidad en los periodos, donde se observa que la gran mayoría de índices ASG están sobreponderados en tecnología e infraponderados en energía desde que comenzó la crisis sanitaria por el Covid-19.

Figura 3. **Composición Universo Invertible ESG**



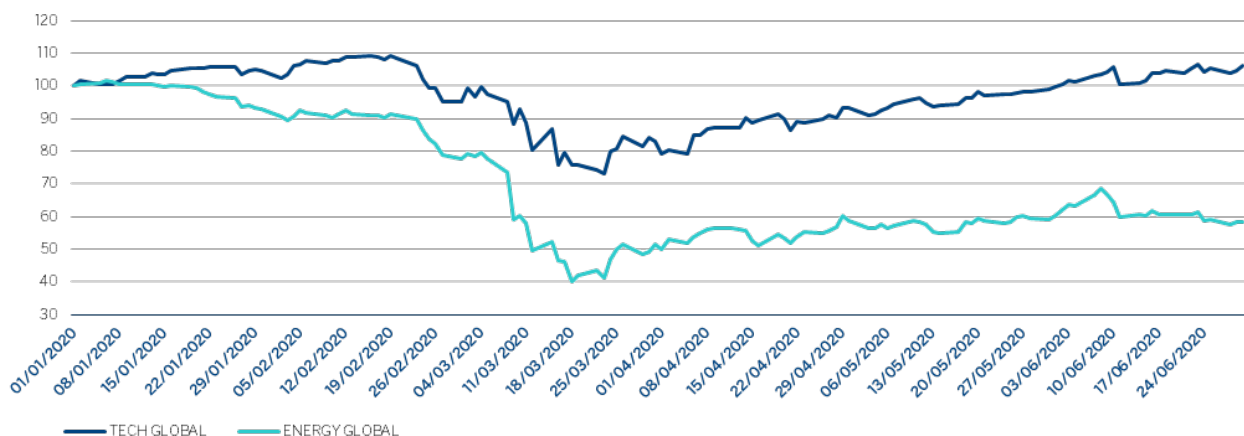
Fuente: MSCI ESG LEADERS INDEX
Datos a 30/06/2020

Exceso de rentabilidad por distribución sectorial

El comportamiento de los mercados durante 2020 ha estado marcado por la crisis sanitaria originada por el Covid-19. Desde finales de febrero las bolsas de todo el mundo cayeron con fuerza a medida que los contagios aumentaban y se comenzaban a cerrar economías. Conforme se iba controlando la pandemia los confinamientos comenzaban a ser menos estrictos y las economías comenzaban a abrirse de nuevo, la incertidumbre disminuía, por lo que las bolsas se iban recuperando y ajustándose a las nuevas previsiones económicas.

Esta crisis ha hecho que ciertos sectores hayan sufrido más que otros, como el caso de la energía frente a la tecnología, dando lugar a grandes diferencias en términos de rentabilidad.

Figura 4. **Evolución Tecnología y Energía**



Fuente: BBVA AM, Datos: Bloomberg.
Datos a 30/06/2020

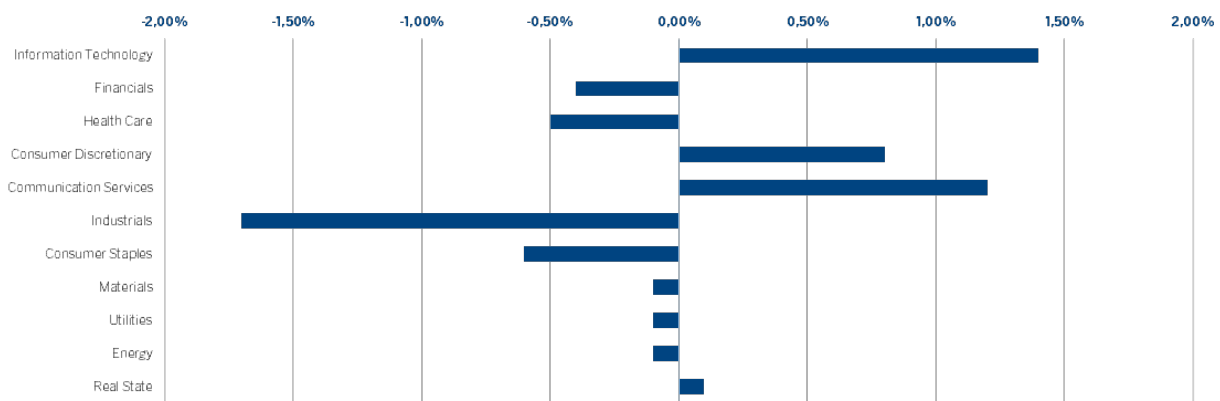
Como se puede observar en el gráfico anterior, la evolución global desde comienzo de año de los sectores **tecnología** y **energía** ha sido muy dispar. Influenciado por el impacto del Covid-19 la rentabilidad aportada por el sector tecnológico (12% desde el 1 de enero al 30 de junio) ha sido mucho mayor que la rentabilidad aportada por el sector energético (-35%).

Trataremos de explicar una parte del exceso de rentabilidad en estrategias ISR e inversiones tradicionales. En este periodo de tiempo, caracterizado por la pandemia, los indicios muestran que la evolución de compañías con buena calificación ASG han evolucionado ligeramente por debajo que aquellas compañías con pocos datos sobre su sostenibilidad. Para ello nos apoyaremos en la evolución de los sectores tecnología y energía.

Se muestran evidencias de gran correlación entre las diferencias de rentabilidades entre estrategias ASG contra inversiones tradicionales y diferencias entre rentabilidad de sector tecnológico contra rentabilidad de sector energía.

Es decir, una pequeña parte del exceso de rentabilidad en vehículos ISR frente a tradicionales podríamos explicarlo por el hecho de que los vehículos que invierten con criterios ASG tienen mayor exposición en compañías del sector tecnológico y menor en compañías del sector energía. Este hecho hace que la suma de esta sobreponderación en tecnología e infraponderación en energía de resultados positivos, que han contribuido en aportar una ligera rentabilidad extra frente al índice de referencia.

Figura 5. **Diferencias de distribución sectorial. ISR vs Tradicional. S&P 500 ESG vs. S&P 500**



Fuente: Gráfico BBVA AM, Datos: S&P.
Datos a 30/06/2020

En este gráfico podemos comprobar como a cierre del primer semestre el índice de S&P 500 ESG tenía mayor exposición en tecnología, consumo cíclico y servicios de comunicación respecto al índice S&P 500, de referencia para el mercado estadounidense. Los sectores infraponderados a destacar en este índice son financieros, salud, industriales y consumo básico.

Conclusiones

La evolución de las estrategias de inversión con criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno corporativo se han comportado mejor en términos de rentabilidad y riesgo en el largo plazo y durante la crisis sanitaria desde el comienzo del 2020. Así se ha reflejado en las entradas netas de fondos este último semestre. Mientras que los fondos de renta variable tradicional han sufrido entradas y salidas de dinero con fuertes variaciones, los fondos con criterios ASG han tenido unas entradas netas positivas, constantes y consistentes, sin haberse visto afectadas por la evolución de la pandemia.

Como hemos visto, seleccionar compañías con criterios extrafinancieros tiene todo el sentido para identificar las empresas más sostenibles y aportar mayor rentabilidad en las carteras. Tener una cartera diversificada con buena puntuación en términos de sostenibilidad aporta mayor rentabilidad dentro de las organizaciones por hechos como la capacidad de atraer talento, menor riesgo de cometer una infracción o mayor agilidad en la toma de decisiones.

Además de estas cuestiones obvias, una parte de la rentabilidad adicional se podría explicar por otras cuestiones indirectamente vinculadas con la ISR, como la distribución sectorial.

Estrategias de inversión con criterios ASG como exclusión e inversión temática podrían hacer que la predisposición a invertir se focalice en sectores determinados como el sector tecnológico, que ha tenido una evolución más favorable que la del propio mercado. Además, sectores como el energético han podido quedar discriminados, que casualmente han obtenido peores resultados en este último periodo.

La sobreponderación en el sector tecnológico e infraponderación en sector energía podría explicar una parte del exceso de rentabilidad, puesto que en términos relativos la tecnología lo ha hecho mejor y la energía mucho peor.

Los esfuerzos de las empresas de calificación se están concentrando en obtener índices con distribuciones sectoriales idénticas al índice de referencia, de forma que se pudiera aislar totalmente el efecto ASG sobre el retorno de la inversión, positivo hasta el momento observándose a través del MSCI ACWI ESG LEADERS contra el MSCI ACWI, con mínima discrepancia sectorial.

Referencias

- Bloomberg
- EFPR Group
- El Confidencial
- J.P. Morgan Global Quantitative & Derivatives Strategy
- Morningstar
- MSCI ESG RESEARCH
- Spainsif
- S&P Dow Jones Indices

Aviso Legal

El contenido del presente documento se basa en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas, pero ninguna garantía, expresa o implícita se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

La presente documentación tiene carácter meramente informativo y no constituye, ni puede interpretarse, como una oferta, invitación o incitación para la suscripción, reembolso, canje o traspaso de acciones o participaciones emitidas por ninguna de las Instituciones de Inversión Colectiva indicadas en este documento, ni su contenido constituirá base de ningún contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Cualquier decisión de suscripción, reembolso, canje o traspaso de acciones o participaciones, deberá basarse en la documentación legal de la IIC correspondiente.

Los productos, opiniones, estimaciones, recomendaciones o estrategias de inversión que se expresan en la presente declaración se refieren a la fecha que aparece en el mismo y por tanto, pueden verse afectados, con posterioridad a dicha fecha, por riesgos e incertidumbres que afecten a los productos y a la situación del mercado, pudiendo producirse un cambio en la situación de los mismos, sin que BBVA se obligue a revisar las opiniones, estimaciones, recomendaciones o estrategias de inversión expresadas en este documento.

Este documento no supone una manifestación acerca de la aptitud de esta Institución de Inversión Colectiva a efectos del régimen de inversiones que afecte a terceros, que deberá ser contrastada en cada caso por el inversor de acuerdo con su normativa aplicable.

Lo expuesto en esta declaración debe ser tenido en cuenta por todas aquellas personas o entidades que puedan tener que adoptar decisiones o elaborar o difundir opiniones relativas a acciones o participaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva señaladas en este documento.

Los datos sobre las Instituciones de Inversión Colectiva que pueda contener el presente documento pueden sufrir modificaciones o cambiar sin previo aviso. Las alusiones a rentabilidades pasadas no presuponen, predisponen o condicionan rentabilidades futuras. Las inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva, cualquiera que sea su política de inversión, están sujetas a las fluctuaciones de los mercados y otros riesgos inherentes a la inversión en valores. Por consiguiente, el valor liquidativo de sus acciones o participaciones puede fluctuar tanto al alza como a la baja.

La presente documentación y la información contenida en la misma no sustituye ni modifica la contenida en la preceptiva documentación correspondiente a la Institución de Inversión Colectiva correspondiente. En el caso de discrepancia entre este documento y la documentación legal de la IIC correspondiente, prevalecerá esta última.