

Inversión ESG: Una moda que crea distorsiones en los mercados

NOTA DEL EDITOR: Este texto es obtenido de una carta trimestral de azValor Asset Management.

* * *

Actualmente, nos encontramos ante un universo de inversión con divergencias cada vez mayores entre las industrias más populares y las menos populares. Esta disonancia está efectivamente legitimada por la jerarquía de asignación de capital imperante, que define la volatilidad como riesgo, y en la que la inversión pasiva, “agnóstica” a toda valoración, se percibe como una alternativa muy superior a la gestión activa.

Adicionalmente, otro sistema de creencias actual requiere implementar una ortodoxia de firme compromiso con las normas percibidas como positivas en materia de responsabilidad social corporativa o ESG (*Environment, Social and Governance*), las cuales deberían formar parte de un proceso de inversión moderno. En nuestra opinión, las distorsiones creadas por estas modas son actualmente el principal responsable de las enormes e inexplicables disparidades de valoración en el mercado. Paradójicamente, son también estas externalidades y sesgos los que obstaculizan la eficiencia del mercado en la distribución del capital, por lo que, en cierto modo, deberíamos agradecerlos ya que crean y enriquecen las oportunidades de inversión, aunque sea a costa de exigirnos más paciencia.

El flujo de fondos de la gestión activa hacia la pasiva continuó en 2019, un año poco brillante para los gestores activos ya que, prácticamente, NINGUNO logró batir al mercado. De hecho, cerca de un tercio del rendimiento del S&P 500 provino de únicamente 6 acciones. Batir al mercado requería, pues, una sobreponderación de activos ya sobrevalorados que, por supuesto, se opone diametralmente a nuestro proceso de inversión. La resultante naturaleza del índice ha creado un círculo vicioso en el que éste supera el rendimiento de los gestores activos, muchos de los cuales se ven obligados a capitular para proteger su negocio en detrimento de la preservación de su filosofía de inversión. Este comportamiento realza la preponderancia de los flujos frente a la valoración. Cuando la valoración deja de ser importante, es inevitable que surjan graves errores en la formación de precios. Del mismo modo, la obsesión por neutralizar la volatilidad y un entorno de tipos deprimidos lleva a justificar que un tipo de compañías coticen a valoraciones que nos parecen claramente excesivas.

En este contexto nos resulta perfectamente lógico haber encontrado las oportunidades de inversión fuera de los índices, en sectores que presentan características cíclicas o de cierta volatilidad, como la energía, la industria extractiva y el transporte marítimo, que actualmente representan la mayoría de nuestra cartera. Este es, en nuestra opinión, el “punto dulce” del mercado, donde todos los elementos empíricos, como la baja valoración, se encuentran con los psicológicos, todo ello, coronado por una actividad de venta forzosa que es la semilla de sólidos rendimientos futuros según nuestra experiencia.

Asociado a las externalidades de la inversión pasiva en la determinación de precios está el fenómeno de la inversión socialmente responsable o ESG por sus siglas en inglés, un estilo de inversión que tiene en cuenta criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno corporativo. Aunque las intenciones son buenas, igual que es el propósito original de la inversión pasiva de defender los intereses de los inversores por encima de la remuneración de los gestores, creemos firmemente que muchas consecuencias imprevistas de la ESG son igualmente parasitarias para la determinación de precios.

En primer lugar, respecto a los efectos **medioambientales**, existe una narrativa de que las compañías mineras y energéticas son intrínsecamente antagónicas al medio ambiente, y por ello tal narrativa aconseja no invertir en ellas; se frustra así la disponibilidad del imprescindible capital ... creando una probable escasez a futuro. En realidad, muchos proyectos mineros ofrecen empleo y oportunidades a regiones desfavorecidas, por no hablar de que la minería moderna está dotada de meticulosos sistemas de rehabilitación y recuperación, de tal forma que los proyectos se suelen traducir en algo positivo tanto para las economías regionales como para sus habitantes.

La inversión **socialmente responsable** plantea turbias preguntas sobre lo que supone una inversión responsable y socialmente armoniosa. Las industrias energéticas y extractivas ya han descubierto y agotado los yacimientos obvios y tradicionales, quedando por explorar regiones mucho más recónditas del mundo. Estas regiones tendrían muchas dificultades para atraer inversión de otro modo; igualmente, la inversión industrial crea riqueza y empleos que, de lo contrario, dejarían a la población local empobrecida. Tomemos como ejemplo la inversión de Agnico Eagle en la región de Nunavut, que ahora representa un 30% del PIB de la provincia más pobre y dura de Canadá. O el reciente éxito exploratorio en Guyana por los hallazgos de Exxon en Starboek y de Tullow en Orinduik, que podrían dotar a un país que apenas alcanzó un PIB per cápita de 1.000 dólares en 2004, con más de 10.000 millones de barriles de petróleo. Consideramos que estos prodigiosos recursos naturales y su consiguiente comercialización son una bendición para las poblaciones más desfavorecidas y un camino fundamental para mejorar su calidad de vida.

Por último, el buen **gobierno corporativo** ha sido y será siempre una cuestión clave para Azvalor. Consideramos de fundamental importancia enfocarse en la alineación de intereses entre accionistas y equipos de gestión, y sólo invertir en empresas con programas de cumplimiento normativo muy perfeccionados. Existen muchas compañías pequeñas en el sector de los recursos naturales que muestran un flagrante abuso de los derechos de los accionistas minoritarios; obviamente, éstas serán diligentemente filtradas como parte de nuestro proceso de inversión.

En conclusión, la inversión bajo criterios de ESG debe ser considerada sobre una base idiosincrática, caso por caso, siendo nuestra creencia que en la actualidad muchas industrias están siendo ignoradas y privadas de capital por razones caprichosas y superficiales, cuando al mismo tiempo, son administradoras ejemplares de capital que por lo tanto deberían ser recompensadas.