

Inversión en el cambio climático: consideraciones sobre el «cero neto»

Noviembre de 2021

Paul LaCoursiere, director global de inversiones ASG, analiza las principales consideraciones relacionadas con la inversión climática y la senda para reducir a cero las emisiones netas de carbono.

Aspectos destacados:

- ▶ *El cambio climático requiere actuar de manera inmediata, pero creemos que ciertos enfoques pueden tener consecuencias no deseadas de ciertos enfoques que pueden subestimarse.*
- ▶ *Los mercados de capitales y los gestores de activos tienen que desempeñar un claro papel en la transición hacia cero emisiones netas de carbono (el «cero neto») y deben ir de la mano de medidas firmes en la política gubernamental y fiscal si se desea obtener los resultados previstos.*
- ▶ *Los compromisos de cero emisiones netas podrían tener contrapartidas a nivel de cartera individual y es importante entenderlas bien.*

El cambio climático constituye un peligro real y actual para el mundo que nos rodea, y creemos que este es el momento de actuar. Las pruebas son contundentes:

- ▶ La temperatura media de la superficie del planeta ha aumentado 1,18 grados centígrados (2,12 grados Fahrenheit) desde finales del siglo XIX.
- ▶ La mayor parte del calentamiento ha ocurrido en las últimas cuatro décadas, mientras que los últimos siete años han sido los más cálidos.
- ▶ Los años 2016 y 2020 empatan como año más cálido desde que se tienen registros.
- ▶ El nivel del mar ha subido unos 20 centímetros a nivel global en el último siglo. Sin embargo, el ritmo de las dos últimas décadas casi duplica al del siglo pasado y se acelera ligeramente cada año¹.



Creemos que el sector de la inversión tiene que desempeñar un importante papel para intentar frenar el calentamiento global y poder avanzar hacia el objetivo de cero emisiones netas de carbono para 2050, tal y como se aprobó en el Acuerdo de París de las Naciones Unidas de 2015. Además, consideramos que la inclusión de factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en el análisis de las inversiones, incluido el riesgo climático, influye de forma importante en la rentabilidad ajustada al riesgo.

Pero, por lo que respecta al cambio climático, ¿existe el peligro de que la comunidad inversora se equivoque al centrar sus esfuerzos? Por ejemplo, si los clientes priorizan los riesgos del cambio climático de diferente manera, ¿deben los gestores de activos comprometerse a cumplir determinados objetivos o exclusiones? ¿Debe recaer la responsabilidad de promover el cambio en los mercados de capitales o en los políticos? ¿Y qué preguntas deberían formular los inversores a los gestores de activos para asegurarse de que están alineados con los objetivos?

El Acuerdo de París y el cero neto para 2050²

El Acuerdo de París es un tratado internacional jurídicamente vinculante sobre el cambio climático. Fue aprobado por 196 partes en la COP21 de París en diciembre de 2015 y entró en vigor en noviembre de 2016.

Su objetivo es limitar el calentamiento global muy por debajo de 2 grados centígrados, preferiblemente 1,5, con respecto a los niveles preindustriales.

Para conseguir este objetivo de temperatura a largo plazo, los países pretenden alcanzar un pico global de emisiones de gases de efecto invernadero lo antes posible y lograr la neutralidad climática en el mundo para 2050.

El papel de los mercados financieros en la descarbonización de la economía



Ante el foco cada vez mayor en la forma en que las empresas abordan las cuestiones ASG y la aceptación de los cambios necesarios, cada vez se suscriben más objetivos de «cero neto». De acuerdo con la Agencia Internacional de la Energía, de aquí a 2030, la senda hacia el objetivo del cero neto podría elevar la inversión total anual en energía hasta los 5 billones de dólares, lo que podría sumar 0,4 puntos porcentuales más al año al crecimiento del PIB global³. Esta situación conllevaría un gran aumento del gasto privado y público, así como la creación de millones de puestos de trabajo en el sector de las energías limpias y los sectores relacionados de ingeniería, fabricación y construcción. Pese a ello, los inversores deben tener

en cuenta que no está claro si la transición del carbono contribuirá de forma neta al crecimiento. Los escenarios expuestos anteriormente tienen importantes consecuencias para los mercados de capitales.

La intención es que el capital fluya hacia las empresas que hacen posible la neutralidad del carbono y se aleje de las que no, obligando así a las empresas a actuar de forma adecuada y acelerando la transición del carbono. Las beneficiarias podrían ser empresas con una baja huella de carbono que utilicen o produzcan energías limpias y otras soluciones climáticas. También podrían ser empresas con altas emisiones que tengan una estrategia creíble de transición de carbono y estén en proceso de mejora. Por el contrario, el capital debería alejarse de las empresas rezagadas o «malas» que no cuenten con una estrategia creíble de transición.

Creemos que el objetivo del cero neto es muy importante y supone un paso positivo como objetivo tangible para trabajar en la lucha contra el cambio climático. Pero admitimos que existen posibles desafíos y consecuencias imprevistas que habrá que tener en cuenta. Un ejemplo lo tenemos en el contexto del petróleo y el gas. Si los valores de las compañías de petróleo y gas rezagadas cotizadas en bolsa se desploman, hay una serie de proveedores de capital alternativo deseosos de aprovechar los activos con grandes descuentos. Los nuevos propietarios de capital riesgo o de empresas estatales pueden entonces tratar de operar los activos a una mayor capacidad. Esto provocaría un aumento de las emisiones, en lugar de la disminución esperada.

Otros desafíos serán cómo decidir cuáles son las empresas «buenas» y cuáles las «malas»: con tantas cuestiones complejas vinculadas a la transición, ¿quién y en qué se basan los responsables de asignación de activos para tomar este tipo de decisiones? Además, ¿cuáles son los posibles efectos colaterales a los que se enfrentan las sociedades o las economías (la «S» de ASG) que dependen en gran medida del empleo o los ingresos de los sectores con altas emisiones? Muchos sectores se enfrentan también a límites naturales en su capacidad de reducir las emisiones, dada la naturaleza extractiva de sus operaciones o la dependencia de los combustibles fósiles, por lo que ahora mismo no está claro hasta qué punto los gobiernos o futuras tecnologías proporcionarán opciones de compensación significativas. Estos desafíos no deberían desalentar la transición global del carbono, pero habrá que abordarlos.

Necesidad de acción política y normativa

En nuestra opinión, la magnitud del reto requiere una respuesta coordinada que incluya tanto los mercados de capitales como la política. Por sí solos, los mercados de capitales no podrán impulsar la escala de cambio necesaria. Si los responsables políticos no consiguen amoldar la demanda de combustibles fósiles y forzar un cambio radical de comportamiento, el impacto será escaso. Por consiguiente, creemos que los políticos y los reguladores tienen la responsabilidad de imponer el cambio y modificar el comportamiento del público. No tiene mucho sentido resolver gran parte de la ecuación de la financiación solo para fracasar debido a diferencias en las leyes nacionales que son vulnerables al arbitraje regulatorio regional. Esto haría posible que las empresas se aprovecharan de las diferencias de políticas entre las regiones.

Sin embargo, para los políticos, dirigir la atención hacia los mercados de capitales es más fácil que explicar a sus electores el mayor coste para la sociedad de una economía con menos emisiones de carbono. Nos parece que los gestores de activos tienen que desempeñar un papel clave, pero, como se señala más adelante en este documento, nos gustaría sobre todo que hubiese cambios en la política fiscal, que, en nuestra opinión, es con diferencia la forma más eficiente y eficaz de facilitar la transición. En resumen, consideramos poco probable que los mercados de capitales por sí solos vayan a lograr que el mundo reduzca las emisiones netas a cero en 2050. Solamente con una respuesta coordinada de los responsables políticos a nivel mundial, junto con la reorientación ya en marcha de los flujos de activos, el objetivo será realista.

Gestores de activos: un instrumento para el cambio

En este doble modelo, los gestores de activos desempeñan claramente un papel importante. En Janus Henderson, creemos que un enfoque activo de la inversión, en lugar de pasivo, es fundamental para influir en los factores complejos y con muchos matices relacionados con el cambio climático. Bajo nuestro punto de vista, el análisis multidimensional, la inversión selectiva y las prácticas de implicación directa de un enfoque activo son la clave para orientar los flujos por la dirección correcta y ofrecer la rentabilidad ajustada al riesgo que desean nuestros clientes.

No obstante, dado que los distintos gestores de activos adoptan diferentes enfoques ASG, ¿cómo deberían los inversores evaluar con quién asociarse? Las preguntas clave pueden ser:

- ¿Cómo se aplica la política de cambio climático para tener en cuenta las diferentes formas en que los clientes perciben los riesgos y las soluciones más adecuadas?
- ¿Qué importancia debe darse al número de afiliaciones suscritas por el gestor de activos con organizaciones y organismos del sector en materia ASG? ¿Cuáles son las más importantes?
- ¿Cómo deben juzgar los inversores los progresos de un gestor de activos en el cumplimiento de sus compromisos? ¿Deben basarse en los registros de votación e implicación, o en los informes y datos, y si es así, qué conjuntos de datos cuentan una historia exacta? ¿O algo totalmente distinto?

En Janus Henderson, muchos clientes se han comprometido a alcanzar objetivos de cero emisiones netas, y nosotros apoyamos enormemente estas iniciativas y nos entusiasma trabajar para su consecución.

Asimismo, admitimos que entre los clientes que sí asumen las causas y los problemas que plantea el cambio climático, cada uno puede priorizar ese riesgo de forma diferente frente a la generalidad. Por ejemplo, un inversor puede dar prioridad a una Transición justa (un marco que asegure que la transición hacia una economía climáticamente neutral se realiza de una manera justa, garantizando los derechos y el medio de vida de los trabajadores) por encima del ritmo de la transición. Esto significaría que querrían ver programas gubernamentales para apoyar la reeducación, la transferencia de empleo y las políticas de uso de la tierra antes de apoyar un calendario o enfoque específico de la transición del carbono. En nuestra opinión, las diferentes formas de abordar el reto respaldan la necesidad de un enfoque de inversión activo que permita adaptar o seleccionar estrategias que se ajusten con precisión a los objetivos de los clientes.

Equilibrar los compromisos con las necesidades del cliente

La reflexión se extiende a nuestro enfoque hasta la fecha de las políticas de neutralidad de carbono a nivel de cartera. Como empresa, estamos firmemente comprometidos con la lucha contra el cambio climático y estamos orgullosos de ser CarbonNeutral® desde 2007⁴. Además, formamos parte del Foro de inversión sostenible del Reino Unido desde 1991 y somos inversores firmantes del Carbon Disclosure Project desde el año 2000. También hemos firmado o estamos afiliados a: Climate Action 100+, el Foro de inversión sostenible de Europa, la Global Impact Investing Network, el Institutional Investors Group on Climate

Change (IIGCC), el Grupo de Trabajo sobre Información Financiera relacionada con el Clima (TCFD) y firmantes fundadores de los Principios para la Inversión Responsable de la ONU en 2006. Nuestro equipo de renta variable global sostenible es uno de los pioneros de la inversión sostenible y en 2021 celebra su 30.º aniversario.

Sin embargo, hasta ahora, nos hemos abstenido de aplicar un enfoque global de neutralidad de carbono a nuestras carteras de inversión. Como gestor de activos, creemos que hacerlo supondría en la práctica tomar una decisión por cuenta de todos los clientes para los que gestionamos dinero y en todas las carteras. Esto se adelanta potencialmente a la decisión que tomen los clientes y podría entrar en conflicto con sus políticas.

Como gestor de inversiones, creemos que es correcto poder influir, y de hecho lo hacemos, en las empresas en las que invertimos. Pero no creemos que debemos dirigir esta influencia hacia nuestros clientes, y no debemos determinar las políticas de inversión y las declaraciones de misión en su nombre. Al contrario, creemos que nuestro papel es garantizar que nuestros equipos de inversión tengan la capacidad, los recursos y la información necesarios para cumplir los objetivos de nuestros clientes, ya sean basados en la rentabilidad, el riesgo o el clima.

Para aquellos clientes que quieran aplicar estrategias de inversión basadas en el clima o con conciencia climática, tenemos una amplia gama de opciones disponibles y nos encanta adaptar los enfoques para satisfacer necesidades específicas.

Evaluación de los diferentes enfoques

Sobre el papel, algunos enfoques de los gestores de activos parecen cumplir los requisitos climáticos. Sin embargo, es posible que no siempre obtengan los resultados esperados. Creemos que es importante ser conscientes de los desafíos.

1. Desinversiones y exclusiones

La desinversión o la exclusión de las empresas que presentan un riesgo climático importante conlleva hoy en día contrapartidas.

Podría decirse que «ecologizar» una cartera tiende a reducir su nivel de riesgo de mercado. Esto se debe a que las empresas más ecológicas tienden a mostrar una mayor calidad de los beneficios, con un menor apalancamiento y una menor volatilidad de los mismos, lo que hace que sean menos vulnerables a los movimientos del mercado.

En determinados casos, esto puede ser beneficioso para los inversores. Sin embargo, el riesgo de mercado y la rentabilidad esperada están relacionados y algunos inversores precisan el riesgo de



mercado para alcanzar sus objetivos de rentabilidad y cumplir sus objetivos financieros y sus posibles obligaciones. En consecuencia, las expectativas de rentabilidad de las carteras podrían verse afectadas. Lógicamente, eso está bien siempre que el inversor lo aprecie.

Además, como se ha mencionado anteriormente, la desinversión en empresas petroleras y de gas o la facilitación de un cambio en el que las empresas vendan sus yacimientos petrolíferos al capital privado o a las empresas públicas para alcanzar sus objetivos en materia de emisiones de carbono, seguramente no disminuirá las emisiones

relacionadas con el petróleo mientras la demanda no varíe. Las exclusiones generales en este ámbito también eliminarían el capital de los mejores grandes emisores que están realizando una transición activa. Podría ser mejor implicarse con estas empresas en lugar de excluirlas o dejar de invertir en ellas.

2. Objetivos y compromisos

Para medir el progreso hacia los compromisos de cero emisiones netas se necesitan datos fiables. Los conjuntos de datos relacionados con el riesgo climático no son completos actualmente y se basan en gran medida en estimaciones y previsiones. Esta supone una limitación que no siempre se tiene en cuenta.

Aunque los datos relativos a la disponibilidad y calidad están mejorando —la nueva normativa en todos los sectores ayuda—, muchas empresas siguen sin divulgar indicadores climáticos básicos, como las emisiones de carbono. Esto significa que los proveedores de datos cubren estas lagunas con las medias del sector o regresiones basadas en desgloses de los ingresos. El resultado es una cantidad importante de estimaciones que plantean retos evidentes para el análisis y las decisiones de inversión. El problema de los datos debe resolverse, con el riesgo de que las inexactitudes puedan someter a una cartera a futuros costes innecesarios de rotación y negociación.

3. Adecuación al cliente

Como hemos apuntado, es importante determinar si resulta adecuado aplicar de forma generalizada los objetivos de cero neto en todas las carteras. Podría haber problemas con la adopción de objetivos de emisiones, la implicación y los requisitos de votación/escalamiento, independientemente de quién sea el cliente. Lógicamente, es fundamental armonizar las expectativas y garantizar que cualquier cambio de enfoque sea adecuado para los acuerdos de gestión de inversiones existentes.

Transición del carbono: desafíos y posibles soluciones

Como hemos apuntado anteriormente, vemos desafíos importantes al confiar en los mercados de capitales por sí solos para cumplir los objetivos necesarios. También creemos que es necesario centrarse en la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero, y no solo en alcanzar el objetivo de cero neto. El objetivo «neto» puede permitir a los países y a las empresas «jugar con el sistema», al seguir contaminando mientras encuentran otras maneras de reducir su huella de carbono. Puede que esto tenga que abordarse a nivel normativo.

También reconocemos que hay muchos obstáculos. Recientemente, por ejemplo, los esfuerzos de la Administración Biden por eliminar las subvenciones a la industria de los combustibles fósiles sufrieron un revés. En agosto de 2021, una sentencia judicial obligó a reanudar las subastas, en las que el Gobierno está obligado por ley a ofrecer superficie a la industria del petróleo y el gas.



Los riesgos de la transición del carbono para los países más pobres tampoco se tienen totalmente en cuenta. El informe de Oxfam «Tightening the Net»⁵ expresó la inquietud por las extensiones de tierra en los países de bajos ingresos que se requieren para compensar las emisiones mediante la silvicultura. El informe alertaba de que la reforestación de tierras en los países pobres tendría como consecuencia una explosión de la demanda de tierras y un fuerte

encarecimiento de los precios de los alimentos que, si no se somete a rigurosas salvaguardias, podría aumentar el hambre y alentar la desigualdad de la tierra.

Un enfoque que creemos que cambiaría sustancialmente las cosas, como se ha apuntado arriba, es la adopción de un sistema de precios del carbono basado en impuestos. Este debería ser lo suficientemente alto como para incentivar a las empresas a abandonar los combustibles fósiles y hacer que la descarbonización resulte económicamente viable. Dentro de este sistema fiscal, el gobierno fijaría el precio que se debería pagar por cada tonelada de emisiones de gases de efecto invernadero que genere una empresa en bienes y servicios que sean intensivos en gases de efecto invernadero. El objetivo sería que consumidores y empresas aceptasen el cambio y utilizarasen nuevas tecnologías o energías más limpias para reducir su factura de impuestos al carbono.

Estos impuestos también servirían para recaudar fondos que los gobiernos podrían destinar a iniciativas ecológicas. Sin embargo, las administraciones tendrán que estudiar detenidamente cómo podrían afectar estas políticas al consumidor, dado que las empresas repercutirán los costes, y cualquier efecto perjudicial para los distintos grupos de renta. Solo una transición «justa» para todos los grupos parece ser una propuesta viable que pueda presentarse a los electores. Vinculado a este modelo estaría el desarrollo de mercados financieros de carbono para permitir el comercio de créditos de carbono. El objetivo sería reducir las emisiones de gases de efecto invernadero/carbono de forma rentable, estableciendo límites a las emisiones y permitiendo el comercio de unidades de emisión para facilitar y acelerar el progreso.

Conclusión

En Janus Henderson hemos asumido el compromiso de promover la sostenibilidad medioambiental y estamos orgullosos de nuestra sólida tradición de participación con organizaciones e iniciativas relacionadas con la sostenibilidad cuidadosamente seleccionadas.

Creemos firmemente en el importante papel que desempeñan los gestores de activos en la lucha contra el cambio climático y tratamos de equilibrarlo siempre con las responsabilidades que tenemos con nuestros clientes. Un aspecto clave de esto es señalar los posibles problemas y trabajar para encontrar soluciones. Nuestro objetivo es seguir evolucionando en nuestro compromiso y ofrecer la variedad de herramientas, análisis y estrategias que mejor se adapten a los resultados deseados por los clientes y la sociedad en el futuro.

Referencias

¹ NASA <https://climate.nasa.gov/evidence/>

² Naciones Unidas <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>

³ Agencia Internacional de la Energía <https://www.iea.org/news/pathway-to-critical-and-formidable-goal-of-net-zero-emissions-by-2050-is-narrow-but-brings-huge-benefits>

⁴ La certificación CarbonNeutral® se aplica a Janus Henderson Investors desde 2017 y a Henderson Global Investors antes de esa fecha.

⁵ Oxfam [«Tightening the net: Net zero climate targets - implications for land and food equity»](#).

INFORMACIÓN IMPORTANTE

La inversión medioambiental, social y de gobierno corporativo (ASG) o sostenible tiene en cuenta factores que van más allá de los análisis financieros tradicionales. Esto puede limitar las inversiones disponibles y provocar diferencias en la rentabilidad y las exposiciones, pudiendo estar más concentradas en determinadas áreas que en el mercado general.

Los puntos de vista que aquí figuran corresponden a la fecha de publicación. Se ofrecen exclusivamente con fines informativos y no deben considerarse ni utilizarse como asesoramiento de inversión, jurídico o fiscal ni como oferta de venta, solicitud de una oferta de compra o recomendación para comprar, vender o mantener ningún valor, estrategia de inversión o sector de mercado. Nada de lo incluido en el presente material debe considerarse una prestación directa o indirecta de servicios de gestión de inversión específicos para los requisitos de ningún cliente. Las opiniones y los ejemplos se ofrecen a efectos ilustrativos de temas más generales, no son indicativos de ninguna intención de operar, pueden variar y podrían no reflejar los puntos de vista de otros miembros de la organización. No se pretende indicar o dar a entender que cualquier ilustración/ejemplo mencionado forma parte o formó parte en algún momento de ninguna cartera. Las previsiones no pueden garantizarse y no es seguro que la información proporcionada sea completa o puntual, ni hay garantía con respecto a los resultados que se obtengan de su uso. A no ser que se indique lo contrario, Janus Henderson Investors es la fuente de los datos y confía razonablemente en la información y los datos facilitados por terceros. **Las rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros. La inversión conlleva riesgo, incluida la posible pérdida de capital y la fluctuación del valor.**

No todos los productos o servicios están disponibles en todas las jurisdicciones. El presente material o la información contenida en él podrían estar restringidos por ley y no podrán reproducirse ni mencionarse sin autorización expresa por escrito, ni utilizarse en ninguna jurisdicción o en circunstancias en que su uso resulte ilícito. Janus Henderson no es responsable de cualquier distribución ilícita del presente material a terceros, en parte o su totalidad. El contenido no ha sido aprobado ni respaldado por ningún organismo regulador.

Janus Henderson Investors es el nombre bajo el cual las entidades que se indican ofrecen productos y servicios de inversión en las siguientes jurisdicciones: (a) En **Europa**, Janus Capital International Limited (n.º de registro 3594615), Henderson Global Investors Limited (n.º de registro 906355), Henderson Investment Funds Limited (n.º de registro 2678531), Henderson Equity Partners Limited (n.º de registro 2606646), (cada una de ellas registrada en Inglaterra y Gales en 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera) y Henderson Management S.A. (n.º de registro B22848, en 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburgo y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier). (b) En **EE. UU.**, los asesores de inversión registrados ante la SEC filiales de Janus Henderson Group plc. (c) En **Canadá**, a través de Janus Capital Management LLC, solo para inversores institucionales de determinadas jurisdicciones. (d) En **Singapur**, Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (número de registro de la sociedad: 199700782N). (e) En **Hong Kong**, Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. (f) En **Taiwán (República de China)**, Janus Henderson Investors Taiwan Limited (con funcionamiento independiente), Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipéi (110). Tel.: (02) 8101-1001. Número de licencia SICE autorizada 023, emitida en 2018 por la Comisión de Supervisión Financiera. (g) En Corea del Sur, Janus Henderson Investors (Singapore) Limited, exclusivamente para Inversores profesionales cualificados (según se definen en la Ley de servicios de inversión financiera y mercados de capitales y sus subreglamentos). (h) En **Japón**, Janus Henderson Investors (Japan) Limited, regulada por la Agencia de Servicios Financieros y registrada como Entidad de servicios financieros que realiza actividades de gestión de inversión, asesoramiento de inversión y actividad de agencia y actividades de instrumentos financieros de tipo II. (i) En **Australia y Nueva Zelanda**, Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 561, AFSL 444266). (j) En **Oriente Medio**, Janus Capital International Limited, regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái como Oficina de representación. No se realizarán transacciones en Oriente Medio y cualquier consulta deberá dirigirse a Janus Henderson. Las llamadas telefónicas podrán ser grabadas para nuestra mutua protección, para mejorar el servicio al cliente y a efectos de mantenimiento de registros reglamentario. Exclusivamente con fines promocionales.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Intech, Knowledge Shared y Knowledge Labs son marcas comerciales de Janus Henderson Group plc o una de sus filiales. © Janus Henderson Group plc.