

## REALISMO, ESG Y TRANSICIÓN ENERGÉTICA

El avance hacia objetivos tan importantes como la transición energética y el cambio climático exigen responsabilidad y realismo, pues no hacerlo con ese anclaje, expondría principalmente a países menos desarrollados y segmentos de la población menos acomodados a potenciales consecuencias que son antagónicas al espíritu que debiese guiar las inversiones ESG

Por Eugenio Andrés Acevedo, CFA, CAIA

Las inversiones en base a estándares ESG (Environmental, Social and Governance) han sido y probablemente continuarán siendo uno de los factores que moldearán las estructuras de los mercados financieros globales. De acuerdo con Bloomberg Intelligence los activos administrados bajo estos estándares alcanzarán 37.8 trillones de dólares este año y llegarían a los 53 trillones hacia el año 2025.

De ESG se ha escrito mucho y el material que CFA Institute pone a disposición de sus miembros es muy superior al que quien escribe estas palabras podría aspirar, por lo que mi objetivo es distinto.

Por medio de este artículo pretendo visibilizar ciertos efectos de segundo orden con consecuencias potencialmente negativas de **ciertas formas** de entender e implementar ESG. Antes de esto, parece importante clarificar un par de puntos; lo primero es que este movimiento tiene muchas más implicancias positivas que negativas. El solo hecho de cuantificar, recopilar y difundir una gran cantidad de información relacionada a aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo hacen más transparente al mercado financiero, poniendo más y mejores herramientas a disposición de todos sus stakeholders. Y segundo, que existen distintas formas de integrar y entender ESG. De hecho, el propio PRI (Principles for Responsible Investment) muestra una serie de casos en su sitio web, y en la gran mayoría de estos, la implementación no es simplemente a través de la exclusión de sectores o compañías, sino que se basan en el análisis de las implicancias específicas de factores ESG en cada caso de inversión, resultando en

ajustes a tasas de descuento o cambios a estimaciones de valor presente.

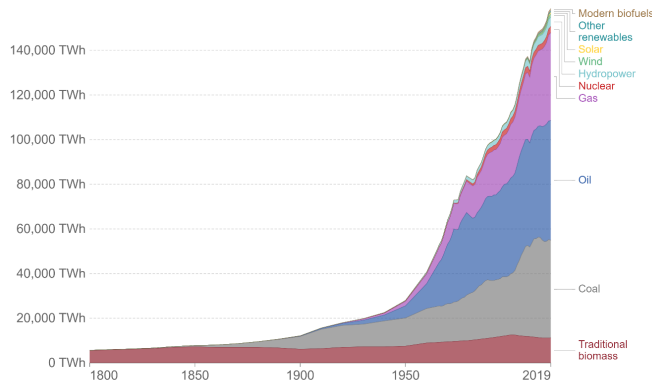
Pero a diferencia los casos anteriores, existe una multiplicidad de otras situaciones, en que la implementación se hace a través de exclusiones taxativas de ciertos sectores o a través de campañas de activistas que buscan modificar el comportamiento de empresas, buscando alinearlas por ejemplo a objetivos de reducción de emisiones consistentes con el acuerdo de París. Lo anterior sin duda traerá consigo efectos positivos de primer orden en el avance de los objetivos de desarrollo sostenible 13, 14 y 15 (Acción por el clima, Vida Submarina, Vida y ecosistemas terrestres) de las Naciones Unidas. Pero una implementación responsable y realista de cualquier política o iniciativa debe al mismo tiempo considerar los potenciales efectos segundo y tercer orden.

Uno de los sectores en los que más se han centrado este tipo de exclusiones y campañas, y en el que en esta ocasión quiero centrarme, ha sido el de energía, en particular el de compañías dedicadas a la extracción y comercialización de combustibles fósiles.

Como punto de partida, me pareció didáctico el siguiente gráfico de Our World in Data, que muestra como durante los últimos 2 siglos, las nuevas fuentes de energía, más densas y menos contaminantes toman el liderazgo en términos de servir la creciente demanda, pero las fuentes anteriores en el mejor de los casos dejan de crecer, pero siguen siendo parte de las fuentes de energía que el mundo requiere para su normal funcionamiento.

## Global direct primary energy consumption

Direct primary energy consumption does not take account of inefficiencies in fossil fuel production.



Lo anterior pone de manifiesto la magnitud del desafío en torno a la llamada transición energética, y mi objetivo es intentar graficar la importancia de enfrentarla con responsabilidad y realismo, pues no hacerlo podría arriesgar de forma involuntaria pero material algunos de los más importantes objetivos de desarrollo sostenible antes mencionados. En particular los del Fin de la Pobreza, Cero Hambre, Reducción de la Desigualdad y al menos parcialmente el de Energía Asequible y no contaminante.

Las iniciativas ligadas a ESG que ha enfrentado esta industria se podrían dividir en 4 categorías principales:

1. Procesos de inversión que integran factores ESG de forma similar a los ejemplos mencionados en el tercer párrafo de este artículo y que impactan decisiones de inversión a través de ajustes a tasas de descuento y valores presentes o que buscan generar *engagement* con las administraciones para progresivamente mejorar la alineación a los estándares ESG de las empresas en cuestión.

2. Decisiones de desinversión en el sector por parte de un amplio rango de instituciones. Las que se originan internamente o producto de interacciones con campañas medioambientales. Un ejemplo de estas es la liderada por el grupo Stand.earth, cuyo último reporte Divest Invest muestra como sus objetivos son mucho más ambiciosos que simplemente motivar a las compañías a mejorar sus prácticas en una industria que seguirá siendo necesaria por al menos las próximas dos décadas. Los siguientes extractos parecen llamativos en esta línea: “...*divestment has proven*

*successful at its core goal of helping to delegitimize fossil fuel companies as political players”, “Oil companies themselves have started to admit that the divestment movement is raising their costs and hampering their profits and access to capital”*

3. El compromiso de algunos gobiernos a finalizar el financiamiento estatal a la industria y presiones sobre el sistema bancario para eliminar o reducir el acceso a capital. Esto a pesar de que el mismo sistema financiero ha aumentado de forma significativa el financiamiento a proyectos verdes desde montos que hace 8 años eran bastante inateriales.

4. Inversionistas que a través de “*proxy fights*” intentan generar cambios en la gestión de las compañías por medio de propuestas votadas en juntas de accionistas.

Dos casos interesantes de esta cuarta categoría son los que enfrentaron Exxon y BP este año. El primero fue levantado por el grupo Engine N°.1, que logró el nombramiento de tres miembros al directorio de la compañía. En su propia página web el grupo transparenta los objetivos de esta campaña, entre los cuales está alinear a la compañía a los objetivos del acuerdo de París, incluyendo para la estimación de las emisiones de la empresa no solo aquellas directamente producidas por la compañía en sus procesos de extracción y comercialización, sino que también las producidas por sus clientes en el uso de los combustibles. El segundo ejemplo, si bien fue rechazado, logro más que duplicar el apoyo obtenido el año previo y buscaba que BP hiciese compromisos aún mayores a los ya asumidos por el nuevo CEO, los que buscan disminuir la producción de gas y petróleo en 40% para el año 2030.

Adicionalmente a este tipo de iniciativas hay otras campañas que sería injusto relacionar a procesos ESG pues están ligados principalmente al mundo político o liderados por grupos ambientalistas. Entre estos últimos, destaca la decisión de un tribunal en Holanda que ordenó a Shell reducir sus emisiones en 45% para el año 2030 respecto al nivel del año 2019.

La totalidad de estas dinámicas tiene una serie de efectos en la industria. Por una parte, las principales compañías de occidente, las de mayor tamaño y

visibilidad al verse enfrentadas a estas presiones, deben realizar compromisos por reducir su producción de combustibles fósiles, pero lo hacen por medio de la venta de activos a empresas mucho más pequeñas, a inversionistas privados o a actores en mercados emergentes, todos los cuales enfrentan un menor escrutinio público y para quienes la adherencia a los máximos estándares medio ambientales será probablemente una prioridad menor. Es decir, al menos parte estos compromisos se logran a través de lo que podría entender como un arbitraje atencional, desplazando activos productivos a actores menos afectados por algunas de estas tendencias.

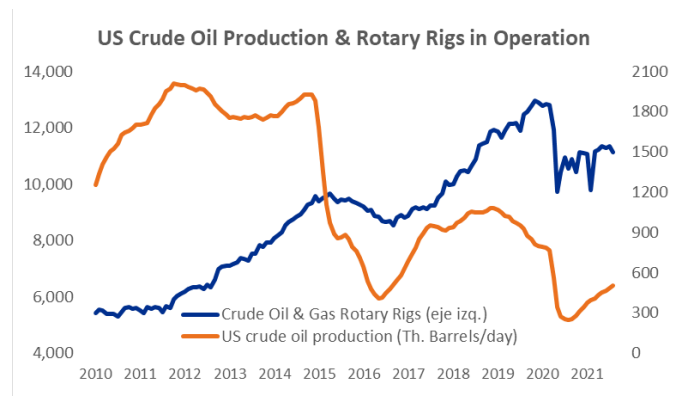
**La frase “The cure for high prices is high prices” ha sido casi un mantra en la industria de commodities, ¿seguirá siendo válida para el sector de energía?**

Adicionalmente, se aumenta el costo de capital para la industria, lo que sumado al riesgo de acceso futuro al mercado de capitales (explicitado en varios de los informes anuales de compañías del sector) hace que las exigencias de retorno para financiar un nuevo proyecto sean materialmente mayores y que estos deban depender de una mayor proporción de capital propio. Esto lleva a la industria a priorizar la disminución de endeudamiento, la recompra de acciones y el pago de dividendo por sobre iniciativas de crecimiento, es decir, a menor producción.

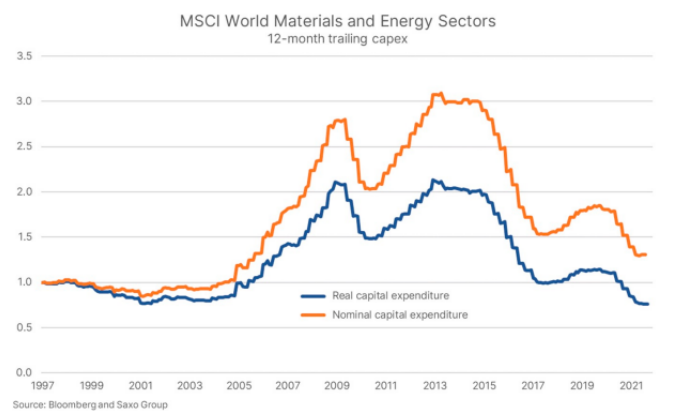
Desde una perspectiva anecdótica el siguiente ejemplo sirve para graficar como estos impactos al conjugarse, se agudizan. A comienzos de año, Shell vendió sus activos en la formación Duvernay en Canadá a una compañía llamada Crescent Point Energy (CPG), con una capitalización más de 55 veces inferior a la de Shell, un ejemplo de lo que denominé arbitraje atencional. Pero al mismo tiempo es un buen ejemplo de cómo esta transacción aumenta el costo de capital efectivo para este activo. Para entender esto, basta comparar los ratios de valorización a los que transa cada compañía, Shell lo hace a un earning yield cercano a 10% de acuerdo a proyecciones para los próximos 12 meses, sin duda una valorización muy razonable, pero CPG lo hace a un nivel cercano a 25%. Lo que nos indica que probablemente el mejor uso para el flujo de caja generado por esta compañía sea la

recompra de sus propias acciones y no la inversión en nuevos proyectos.

Desde un enfoque más macro, monitorear la evolución del productor marginal de petróleo por excelencia de la última década, el shale oil & gas norteamericano, parece relevante. El siguiente gráfico muestra como a pesar de precios que han alcanzado niveles máximos en 7 años para el petróleo y de más de una década para el gas natural, la producción y por sobre todo la cantidad de *rotary rigs* en servicio continúan lejos de los niveles máximos para una tecnología que sin inversión permanente declina rápidamente en producción.



Por otra parte, el CAPEX de las industrias de Materiales y Energía en términos reales se encuentra en niveles inferiores a los observados hace dos décadas.



Pero estos efectos en la capacidad y disposición a aumentar producción de estos combustibles deben entenderse en el contexto de una demanda de energía global que continuará aumentando y de la necesidad creciente de materias primas que la propia transición

energética exige, cuya extracción es altamente demandante de energía. Respecto a este punto, simplemente al apreciar las necesidades relativas a las siguiente tres transformaciones reflejan la importancia de dar máximo realismo a cualquier iniciativa que apunte a limitar la oferta de estas fuentes de energía.

1. La electrificación del parque automotriz precisará de una cantidad mucho mayor de minerales como litio, cobalto, níquel y cobre que la que sería requerida para la renovación de este con automóviles de combustión interna.

2. Las redes de transmisión requerirán inversiones durante la próxima década que de acuerdo con la EIA podrían ser hasta 50% superiores a las observadas durante la última década. Esto producto de la necesidad de transferir mayor cantidad de energía y desde distancias superiores hasta centros de consumo a las que son usuales con fuentes de generación tradicionales.

3. Las energía solar y eólica son por naturaleza inestables y por ende requerirán de una fuerte inversión en baterías que permitan una provisión estable de energía sin poner en riesgo la resiliencia del sistema, es decir, aun mayor demanda de algunos de los mismos materiales que requiere un automóvil eléctrico.

No es mi intención hacer una defensa institucional de la industria de energía, pues desde múltiples perspectivas merece ser criticada y al mismo tiempo deben continuar avanzando en la mejora de estándares medioambientales bajo los cuales llevan a cabo sus actividades, sobre todo en países emergentes. Pero es mi opinión que varias de las dinámicas que se observan hoy a nivel global, motivadas sin duda por un objetivo encomiable pero aplicadas con cierta falta de realismo, pueden llevarnos a eventuales situaciones de escasez energética. Los últimos meses han abierto una ventana a las potenciales implicancias: precios récord de energía en Europa, precios récord de GNL a nivel global y China, el motor de la manufactura a nivel global, viéndose forzado a enfrentar racionamiento energético y como consecuencia de aquello, mandando a los actores relevantes a producir *“tanto carbón como sea posible”*. ¿Pero algún otro gobernante no recurriría también a la más

contaminante de las fuentes energéticas enfrentado a la certeza de racionamiento eléctrico?

¿Son estas situaciones asignables exclusivamente a una falta de realismo en la transición energética? No, sin duda hay también factores geopolíticos relevantes en juego, pero esto no debe cegarnos a la realidad de que la transición energética tomara décadas, no años y que demonizar una industria que sigue siendo crítica para el normal funcionamiento de la economía global puede tener consecuencias que afectaran principalmente a países menos desarrollados y a segmentos de la población global menos acomodados.

Hace unos días, Bill Ackman, fundador de Pershing Square Capital Management publicó lo siguiente:



Pero mi perspectiva es que ESG no debiese transformarse en una fuente de inflación, menos en el escenario actual en que las presiones inflacionarias ya se encuentran elevadas a nivel global, menos aun considerando que la inflación afecta primordialmente a los segmentos menos acomodados que deben destinar gran parte o todo su ingreso a consumo presente.

Por lo mismo, como profesionales de inversión y Charterholders debemos apoyar con claridad la transición energética, pero siempre con un enfoque de máximo realismo. Esto quizás nos llevará a una menos cómoda posición de argumentar a favor de aumentar la inversión en algunos combustibles fósiles como el gas natural y a considerar de forma realista la energía nuclear como parte de la solución, pero es la única posición responsable si queremos mantener un adecuado equilibrio en el avance de los distintos objetivos de desarrollo sustentable.

*Disclaimer: Si bien el objetivo de esta columna está lejos de ser una recomendación de inversión, y no debe entenderse como tal. Me pareció adecuado transparentar que entre mis inversiones personales mantengo algunas acciones de empresas del sector energía.*