

INTRODUCCIÓN

Inversiones sostenibles en tiempos revueltos

Vivimos tiempos convulsos para la transición energética, la descarbonización o, en general, la incorporación de la sostenibilidad en el ámbito empresarial o gubernamental. Las decisiones recientes del presidente Trump que tratan de desmontar las políticas climáticas de sus predecesores, o la creciente incertidumbre acerca del mantenimiento de la ambición climática en Europa, que se está traduciendo en manifestaciones de algunos líderes nacionales a favor de relajar los objetivos e instrumentos climáticos en la Unión, o el cada vez mayor cuestionamiento de los estándares ESG, o de la inversión sostenible, en el ámbito empresarial, son síntomas de un cambio de orientación en la agenda ambiental y climática que los países desarrollados llevaban impulsando desde hacía décadas. Un cambio que viene apoyado en el creciente descontento de una parte de la opinión pública, y canalizado y a veces alimentado por muchos partidos populistas.

En este contexto, cabe preguntarse por el futuro de los marcos de inversión sostenible que se han venido utilizando hasta ahora, y que ya se han cubierto en ocasiones en esta revista. Pero también puede aprovecharse este momento para tratar de establecer sobre bases más sólidas los distintos esquemas de valoración empresarial o los métodos de planificación de inversiones en este nuevo marco, de forma que el retorno hacia la senda deseada sea más robusto. Ese es el objetivo de este número.

En el primer artículo, **Robert Engle**, profesor de la Universidad de Nueva York, y galardonado en 2003 con el premio del Banco de Suecia en Ciencias Económicas en memoria de Alfred Nobel, se pregunta si los mercados de capitales han olvidado la sostenibilidad, a la vista del comportamiento bursátil de la industria fósil y del desempeño de los fondos sostenibles. Para ello introduce el concepto de riesgo de terminación: el riesgo de que una actividad deba cesar, incluso contando con flujos de caja positivos.

Este riesgo de terminación le permite explicar por qué el sector fósil ha tenido un buen desempeño bursátil: el riesgo incentiva a las empresas a reducir su inversión, y por ello a aumentar el flujo de caja. Si el flujo de caja aumenta significativamente, el precio de las acciones también lo hará. Si además se produce un *shock* de demanda (como el posterior a la pandemia), los precios de los fósiles aumentan y las acciones siguen subiendo. Engle recuerda además que este efecto se amplifica al no contar con un impuesto a las emisiones de CO₂: los retornos van a los accionistas en lugar de al fisco.

Ahora bien, el autor considera que sigue teniendo sentido invertir en carteras que cubran el riesgo de terminación. Si se sigue tratando de luchar contra el cambio climático, los cambios en el riesgo de terminación llevarán a las carteras en la dirección correcta, y las acciones de fósiles caerán y tenderán a cero. Pero eso requiere que, también para reducir el riesgo de terminación de la humanidad, los principales países emisores colaboren, cooperen y trabajen juntos hacia ese objetivo.

En el segundo trabajo, **Juan Ignacio Peña, Kurt A. Desender y Bing Guo**, de la Universidad Carlos III de Madrid, analizan la robustez de los indicadores de desempeño ambiental (la E, dentro del marco ESG) y en qué medida su dispersión puede aportar información. Los autores comienzan observando que, en muchas ocasiones, hay desacuerdo entre las empresas de *rating* (dispersión externa), o incluso dentro de una misma valoración (dispersión interna), acerca del desempeño ambiental de las empresas. Y se preguntan por el significado de este desacuerdo.

A partir de datos de EE. UU. en el período 2002-2019, encuentran que la dispersión externa es mayor en las industrias más emisoras, mientras que en las industrias verdes las diferencias se deben más a cuestiones de transparencia y vigilancia institucional. En cambio, la dispersión interna es mayor en las empresas verdes. Ello los lleva a las siguientes conclusiones: en primer lugar, la dispersión no es aleatoria, sino que refleja cuestiones estructurales de las empresas y las agencias de *rating*, lo que sugiere diferencias metodológicas más que la existencia de visiones radicalmente diferentes acerca del comportamiento ambiental de la empresa. En segundo lugar, la dispersión interna muestra fundamentalmente la complejidad de cumplir con todos los requisitos ambientales por parte de las empresas. Tercero, la estructura de propiedad explica también los resultados, a través de las reglas de “disclosure”.

Peña *et al.* recomiendan a los reguladores centrarse en mejorar la transparencia y la coherencia entre las agencias de *rating*, para lograr que los inversores no se vean confundidos por diferencias metodológicas evitables. También tienen un mensaje para los inversores: una única valoración ESG no puede contar la historia completa, es fundamental entender las diferencias entre *ratings* para asignar correctamente las inversiones.

Finalmente, **Antonio F. Rodríguez Matas**, investigador del IIT en la Universidad Pontificia Comillas, presenta distintas herramientas para planificar inversiones de forma robusta frente a tanta incertidumbre actual, en particular en el sector energético, en el que las inversiones son intensivas en capital y de larga vida útil, y en el que es necesario evaluar las inversiones de forma sistémica y no aislada.

El autor defiende que en planificación de inversiones energéticas es preciso tener en cuenta la incertidumbre “profunda” o “epistémica”, es decir, aquella que no se puede representar mediante funciones de probabilidad. Y que para ello no basta trabajar con escenarios “pro-

bables” y contextos de optimización. Las preguntas dejan de ser cuáles son las inversiones óptimas, y pasan a ser qué estrategias siguen funcionando cuando el futuro cambia, o qué incertidumbres hay que vigilar para evitar el colapso de una estrategia.

Para hacer operativas estas ideas, Rodríguez Matas introduce tres herramientas, incorporadas en el modelo de acceso abierto openMASTER: la optimización robusta unida a la minimización del máximo arrepentimiento; la integración de las correlaciones entre parámetros inciertos; y el diseño de políticas robustas. Y propone una guía práctica para incorporar estas herramientas en las decisiones de inversión, que puede ser útil para distintos actores: administraciones públicas, reguladores, empresas o la sociedad civil. También ofrece algunas implicaciones generales para la agenda inversora en la transición energética: priorizar inversiones habilitadoras y de flexibilidad (como las redes, el almacenamiento o la gestión de la demanda), incorporar la demanda como recurso o utilizar los resultados del modelado para monitorizar y adaptar las estrategias.

Confío, como en otras ocasiones, en que estas lecturas sean de utilidad para mantener la senda de la transición energética y acomodar las inversiones necesarias a estos tiempos inciertos.