



INVERSIONES TEMÁTICAS

PHILIPPE ROHNER ¹

- 1 Philippe Rohner posee un título de Bachelor of Science (B.S.) de la Universidad de Carolina del Sur y un Master of Science (M.S.) de Lamar University, ambos en Ingeniería Química. Philippe también es Doctor en Filosofía (Ph.D.) en Química Industrial y Aplicada del Instituto Federal Suizo de Tecnología y tiene un M.B.A. de Especialización en Finanzas de la Universidad de Strathclyde (Glasgow). Actualmente, Rohner es Administrador Superior de Inversiones de Pictet Asset Management (PAM), donde trabaja en el equipo de Fondos Sectoriales y Temáticos y administra los Fondos de Agua y Energía Limpia. Originalmente se incorporó a Pictet & Cie en 1998 como Analista de Acciones responsable del sector de productos químicos suizos.*

El propósito de este documento es compartir algunas de las experiencias que hemos tenido en la administración de inversiones temáticas. Además, trataremos de relacionar estas experiencias con los fondos de pensiones centrándonos en las características comunes entre ellos.

Como administradores de carteras o fondos de pensiones tenemos que tratar con requerimientos muchas veces conflictivos, tales como maximizar los retornos y diversificar los riesgos de la inversión en forma eficiente, es decir, obtener el mejor desempeño ajustado por riesgo o escoger el crecimiento correcto versus el perfil de valor de manera de cumplir con nuestros objetivos de desempeño. Estos son algunos de los desafíos que quisiéramos analizar basándonos en dos fondos temáticos en los que estamos directamente involucrados: la administración del agua y energía limpia.

LA INDUSTRIA DEL AGUA

En primer lugar, queremos establecer lo que significa invertir en la industria del agua. El agua se puede considerar como un producto básico o commodity. Si se trata de lluvia, es gratis, se puede acceder a ella libremente, es decir no se necesita una licencia para recolectarla y usarla o “consumirla”. Por otra parte, podemos considerar que el agua es un servicio en vez de un commodity. En este caso, el servicio es proporcionar “agua” cuando sea solicitada, en la cantidad deseada y en la calidad requerida. Para asegurar este servicio, se necesita infraestructura y tecnologías para recolectar, tratar y entregar la “lluvia”. Lo que es interesante para los inversionistas es que este servicio es muy intenso en energía y activos, es decir, se necesita una gran cantidad de energía e inversiones para obtener una unidad de ingresos. Esta base de activos, sin embargo, no es visible, puesto que la mayor parte de la infraestructura está “oculta” para los inversionistas en la forma de redes de tuberías, plantas de recolección y tratamiento. La escasez de acciones cotizadas dentro de los índices más importantes no ayuda a mejorar las cosas cuando se trata de aumentar la conciencia sobre la industria del agua.

Mi función como administrador de cartera es comenzar comprendiendo los fundamentos de la industria y la dinámica del mercado en que operan las empresas activas en la

industria del agua. Desde el punto de vista de los ingresos, esta industria tiene aproximadamente el tamaño de la industria farmacéutica. Sin embargo, como no es muy visible y accesible para los inversionistas, nuestra tarea inicial es identificar qué es lo que está disponible en términos de acciones cotizadas públicamente. Para dar una idea, de aproximadamente 37.000 empresas que cotizan en las bolsas del mundo, existen aproximadamente 240 que tienen que ver con el mercado que estamos a punto de analizar.

Como inversionistas de largo plazo, una de las características comunes que tienen los fondos de pensiones y los fondos temáticos es prever y monitorear las tendencias de crecimiento secular. Enfatizamos la palabra secular, es decir, las tendencias de más largo plazo, tales como demográficas, de urbanización, etc., y no aquellas impulsoras de un crecimiento cíclico, tales como desarrollos económicos a lo largo de un lapso de tiempo de 12 a 18 meses. En el enfoque tradicional de la administración de carteras, se proporciona un portafolio de referencia (*benchmark*) que sirve a la vez como una herramienta de administración del riesgo y como base para determinar la calidad del desempeño. En términos de operación, el administrador de carteras generalmente asigna sectores y regiones en dirección “descendente” basándose en un escenario macroeconómico determinado. Luego escoge acciones individuales que se ajusten al escenario macro (valor versus crecimiento). Invertir en crecimiento secular es un enfoque ascendente que se centra en los impulsores de valor con probabilidad de estar presentes por un período de tiempo más prolongado, digamos de 3 a 5 años.

En otras palabras, los factores cíclicos de más corto plazo no son importantes por sí mismos, pero es clave determinar el atractivo de la inversión en acciones cuando las perspectivas de mayor plazo juegan un rol importante. En este sentido, uno está menos preocupado de lo que el dólar de Estados Unidos hará en los próximos meses, o en la decisión de comprar o vender, menos aún de lo que pasará con la economía en el corto plazo. En mi calidad de inversionista secular, me preocupó más de los impulsores de más largo plazo y cómo ellos pueden verse afectados por los sucesos actuales en el largo plazo.

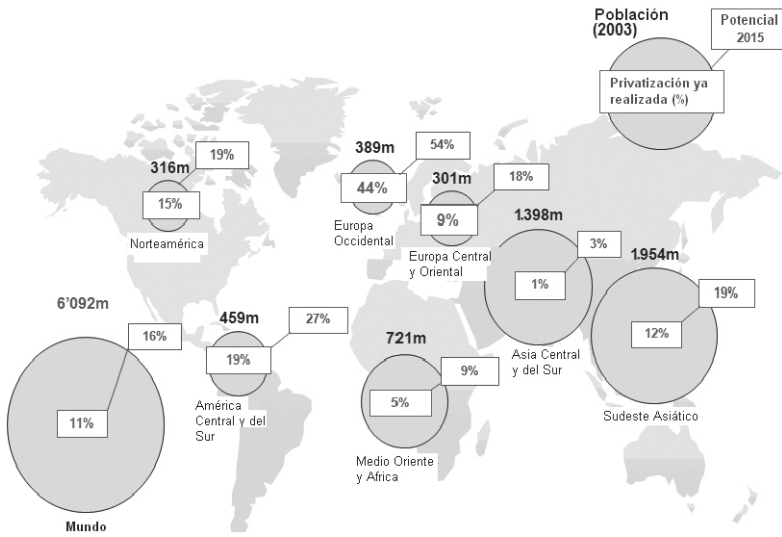
Uno de los principales impulsores de la industria del agua es la urbanización. Mientras más se urbaniza una sociedad, más se desarrolla y crece esta industria. Por consiguiente, mientras continúe este impulsor fundamental de largo plazo, la tendencia secular permanecerá intacta. Además, mientras más se urbanice una sociedad, mayor es el acceso que se requerirá a los servicios vinculados con la industria del agua. Si vivimos en el campo, podemos recoger agua “de lluvia” y construir un foso séptico para eliminar las aguas residuales; mientras que en una ciudad con millones de personas, este modelo no funciona, lo que significa que alguien tiene que prestar ese servicio. En este caso particular de inversión temática en agua no solamente tenemos que considerar el crecimiento de la población, sino también la urbanización.

¿Qué aspectos se deben considerar al invertir en este segmento o tema en particular? Un aspecto sería la disponibilidad y el estado de la infraestructura en relación con dónde hay –o podría haber– problemas de escasez de agua. Uno se da cuenta de que en estas regiones, la infraestructura o no existe o es obsoleta. Por ende, invertir en el segmento agua produce oportunidades de inversión tanto para los mercados accionarios emergentes como para aquéllos desarrollados. Desde la perspectiva de escasez de agua, Estados Unidos resulta un mercado tan atractivo como China o Chile para los inversionistas en acciones. Si el riesgo de liquidez es un problema importante para el administrador de la cartera, el universo de inversión es determinado por donde sea que existan acciones cotizadas de empresas que proporcionen servicios de agua o sean proveedoras en industrias auxiliares.

Otro aspecto que conviene revisar es la externalización de servicios de agua por parte de las municipalidades. Quisiera enfatizar la externalización y no la privatización, puesto que externalización también implica externalizar los servicios industriales. Ya sea se trate de municipalidades o grupos industriales, administrar la infraestructura del agua exige una especialización cada vez más compleja que tiene poca o ninguna sinergia con sus habilidades técnicas y administrativas. Esto significa que el agua no es un segmento específico para el mercado nacional, sino uno mucho más amplio que incluye los mercados industriales impulsados por la necesidad de externalizar servicios a través de aquellos más capaces de hacerlo.

La Figura 1 muestra un ejemplo del riesgo que los inversionistas de largo plazo están tomando en este segmento del mercado y que nosotros monitoreamos muy de cerca. En nuestra calidad de inversionistas en acciones, queremos saber cuán rápidamente está produciéndose la externalización de servicios. En este ejemplo particular, nos concentramos en los mercados municipales. De acuerdo con Envisager, 11% de la población global actual es atendida por un operador privado, muchos de los cuales cotizan acciones en el mercado bursátil. Envisager espera que este número aumente a 16% hacia 2015. Este monitoreo de tendencias seculares es determinante en nuestras decisiones de inversión. Así, uno de los mercados principales que se deben observar es Francia, donde la industria se desarrolló siguiendo el modelo basado en concesiones, lo que significa la externalización de las responsabilidades de operación a operadores que no poseen los activos subyacentes. Otro mercado clave es Inglaterra, con una historia más reciente que Francia y donde los operadores, y por ende los accionistas, poseen los activos, pero las tarifas de agua se basan en retornos establecidos por un ente regulador.

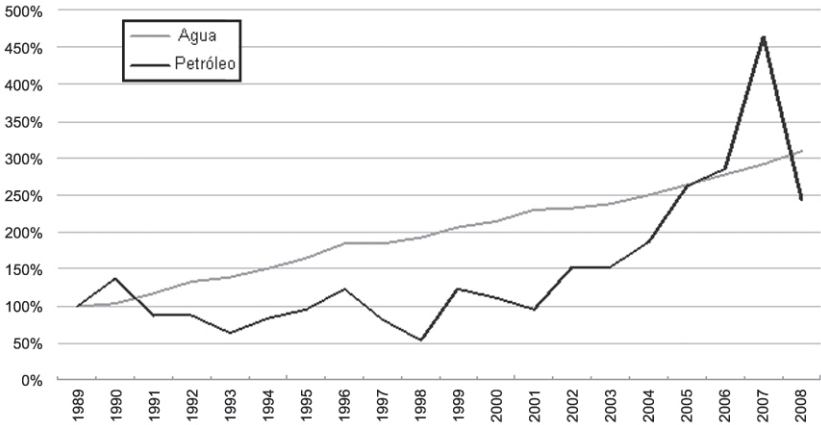
FIGURA 1
EXTERNALIZACIÓN DE SERVICIOS DE AGUA – PREDICCIONES: POTENCIAL DEL MERCADO 2003-2015



FUENTE: DAVID OWEN, DIRECTOR GERENTE ENVISAGER LTD, 2007.

Otro aspecto importante para un inversionista de largo plazo es monitorear las tarifas del agua. Algo que observamos con las tendencias de las tarifas del agua es que están en constante aumento, independientemente de en qué parte del ciclo se encuentre la economía. Ello da a los inversionistas una visibilidad inusual de qué tipo de retornos esperar si la tendencia continúa. La Figura 2 muestra un buen ejemplo, California, donde encontramos todos los problemas de agua que se pueden ver en el mundo. La mayor parte de la demanda de agua está en California del Sur, un área que enfrenta serios problemas de escasez de este bien, puesto que la mayor parte de su suministro de está en California del Norte. Aproximadamente 20% de la energía consumida en el estado de California se usa para traspasar agua, lo que implica una relación directa entre agua y energía que también debe ser monitoreada. El punto aquí es que muchos commodities, tales como el petróleo, tienen una volatilidad muy alta, mientras que las tarifas del agua tienden a ser muy estables, producto de políticas reguladoras correctas y un adecuado apoyo político. Esto es lo que hace atractivo invertir en proyectos relacionados con agua.

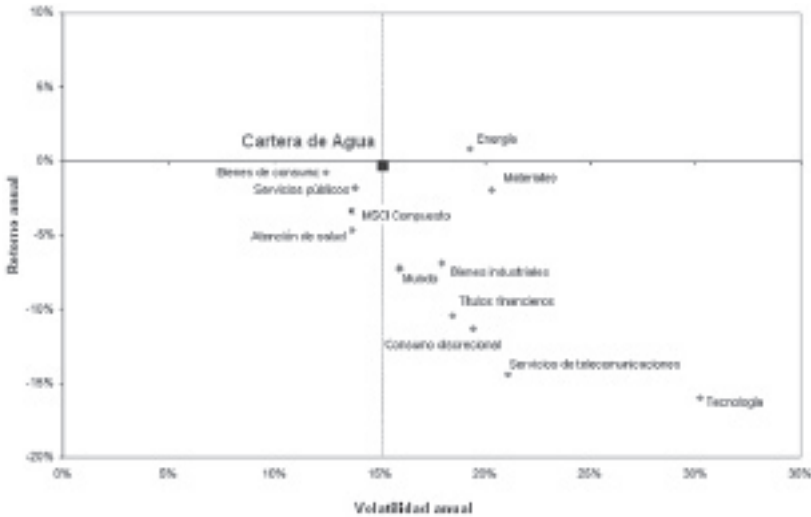
FIGURA 2
PRECIOS HISTÓRICOS DEL AGUA EN CALIFORNIA: 1989-2008



FUENTE: PRESENTACIÓN A LA SEC DE AMERICAN STATES WATER 2008, BLOOMBERG CANASTA DE PETRÓLEO CRUDO DE LA OPEP (ORGANIZACIÓN DE PAISES EXPORTADORES DE PETRÓLEO).

¿Qué obtiene un inversionista al invertir en la industria del agua en términos de retornos ajustados por riesgo? La Figura 3 ilustra el perfil riesgo-retorno de una cartera de acciones cotizadas relacionadas con la industria del agua, el cual considero único. En cierta medida, tenemos un perfil riesgo-retorno que ninguno de los sectores del índice MSCI (Morgan Stanley Capital Investment), individualmente o en combinación, han podido reproducir en los últimos 10 años. ¿Qué es lo diferente en los respectivos universos de inversión? Parece que las carteras temáticas, tales como las carteras relacionadas con el agua, tienden a tener una exposición mucho mayor a empresas de capitalización de mercado de tamaño pequeño y mediano que el índice MSCI, lo que genera tal sesgo de crecimiento. Creo que el mensaje principal de la Figura 3 es que al seleccionar acciones basadas en un tema común, en vez de en una región o un sector, probablemente uno es más capaz de diversificar eficientemente los riesgos de la inversión en el largo plazo.

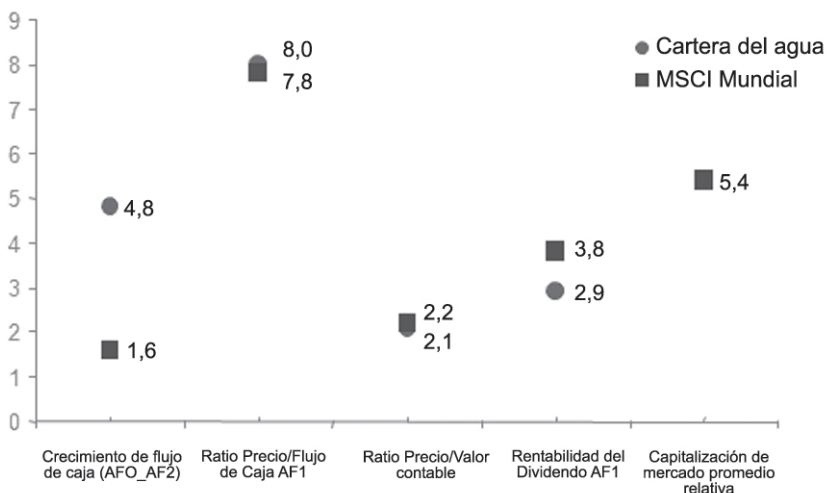
FIGURA 3
PERFIL RIESGO-RETORNO DE UNA CARTERA INVERTIDA EN AGUA
(ENERO 2000 – MARZO 2009)



FUENTE: PICTET ASSET MANAGEMENT, FACTSET.

¿Paga un inversionista una prima por invertir en temas? En términos de matrices de valorización, la cartera actual tiene un crecimiento relativo del flujo de caja similar al índice de acciones globales que se encuentra en el MSCI. Al comparar el ratio precio/flujo de caja (*price-to-cash-flow ratio*) y el ratio precio/valor contable (*price-to-book ratio*), ambos son similares, aunque la rentabilidad del dividendo (*dividend yield*) es levemente más atractiva para el MSCI. Al momento de preparar este gráfico, el mercado no estaba descontando ninguna prima por el crecimiento del flujo de caja. Quiero agregar que el nivel de la calidad y visibilidad de las proyecciones es mejor para el portafolio del agua que aquél del MSCI.

FIGURA 4
CARACTERÍSTICAS DEL SECTOR AGUA EN RELACIÓN CON EL MERCADO DE ACCIONES MUNDIAL



FUENTE: MSCI, IBES, WORLDSCOPE, PICTET ASSET MANAGEMENT, AL 04/02/09.

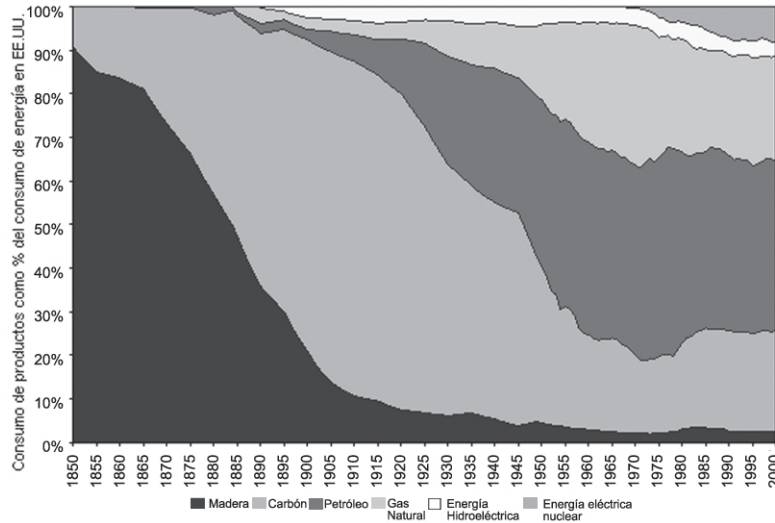
En resumen, aunque la industria del agua ofrece una cantidad relativamente pequeña de acciones, permite suficiente diversificación, ya sea a través de clases de activos (de capitalización pequeña/mediana vs. gran capitalización), por región (Europa, Norteamérica, Mercados Emergentes), o por sector (Industrial, Servicios Públicos) para producir un perfil equilibrado de valor y crecimiento que – con los años – ha proporcionado un retorno ajustado por riesgo superior en relación con índices de acciones estándares más diversificados. Por ende, el enfoque temático a la inversión nos permite concentrarnos en los impulsores del crecimiento secular de largo plazo.

ENERGÍA LIMPIA

Un segundo tema que quisiera analizar es la energía limpia. La pregunta en este caso, como en cualquier tema, es cuál es la mejor manera de definirlo desde una perspectiva de administración de cartera. Obviamente, al intentar definir dicho tema, surgen varios aspectos a considerar, tales como visiones preconcebidas de la energía renovable, la energía alternativa, las causas del cambio climático, etc. Sin embargo, no creemos que esta sea la mejor manera de invertir y trataré de ilustrar por qué.

Nuestro enfoque es adoptar una visión de más largo plazo e identificar los impulsores del crecimiento secular. La Figura 5 ilustra un horizonte de más largo plazo que rápidamente lleva a concluir que ha habido transiciones en la energía. Básicamente, nos hemos desplazado desde economías basadas en la madera hacia economías basadas en el carbón, luego hacia economías basadas en el petróleo, y ahora aparentemente estamos llegando a un punto donde las inquietudes de seguridad del suministro se combinan con los desafíos ambientales, tales como la reducción de las emisiones de CO₂, lo que se traduce en la necesidad de cambiar la mezcla de energías.

FIGURA 5
CONSUMO DE ENERGÍA POR TIPO

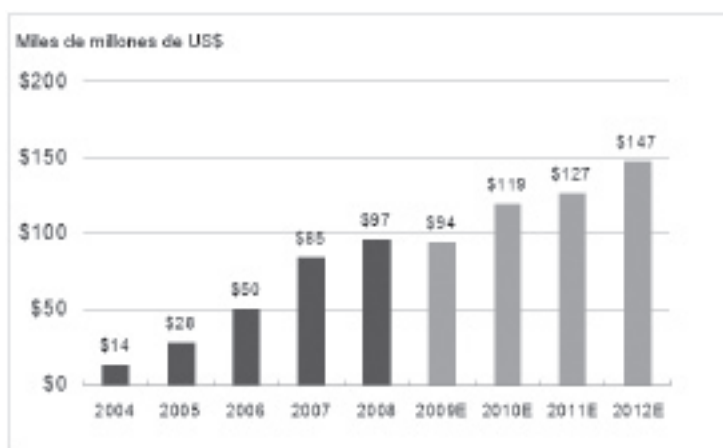


FUENTE: MINISTERIO DE ENERGÍA DE EE.UU.

Visto en el largo plazo, existe un cambio que debe ocurrir, que a su vez generará oportunidades de inversión. Este cambio no depende del ambiente macroeconómico per se. Su ritmo se puede disminuir, o se puede acelerar, pero la tendencia no cambia fundamentalmente según dónde nos encontremos en el ciclo económico. Pero hay que tener cuidado, es posible que descubramos fuentes de energía que nunca hayamos visto antes.

La Figura 6 muestra que incluso el crecimiento secular no es lineal. Si usted observa la transición de 2008 a 2009, verá que existe una leve disminución. A pesar de la ciclicidad del corto plazo, en lo que se refiere a temas ambientales, tanto las tendencias de largo plazo como la necesidad de cambiar la mezcla de energías permanecerán.

FIGURA 6
NUEVA INVERSIÓN EN ENERGÍA RENOVABLE



FUENTE: NEW ENERGY FINANCE, FEBRERO 2009 [LAS PREDICCIONES PARA 2009-2012 SON NÚMEROS PRELIMINARES].

Desde la perspectiva de la transición de la energía, ¿por qué esto es interesante ahora para los inversionistas? Básicamente, a lo largo de la historia, no hemos tenido que enfrentarnos a un problema como el que estamos afrontando en este momento, es decir, la fuerte interrelación entre la energía y el medio ambiente a nivel global. Siempre hemos tenido este problema a nivel local. Por ejemplo, los romanos desforestaron la mayor parte de la cuenca del Mediterráneo, pero eso fue un problema regional. Ahora, estamos hablando de un problema global. Al considerar la mezcla de energías futuras, tenemos que tomar en cuenta las consecuencias ambientales de nuestras decisiones. Esto crea oportunidades de inversión, y el propósito de este fondo temático es identificarlas e invertir en ellas si están valorizadas apropiadamente con respecto a los retornos ajustados por riesgo que se pueden generar.

¿Cuáles son los impulsores de energía limpia de más largo plazo? Uno de ellos es obviamente el nexo entre el ambiente y la energía, no sólo respecto del cambio climático, sino también en relación con los temas ambientales amplios de la energía: cómo la obtenemos y cómo decidimos usarla. A riesgo de ser demasiado simplista, necesitamos desmaterializar nuestra mezcla de energía, alejándola de los recursos y acercándola a las fuerzas, y también necesitamos reducir la densidad de la energía en las etapas de generación, transmisión y consumo. A esto se suman los temas tradicionales de la ener-

gía, tales como la seguridad e independencia energética, es decir, inquietudes de más largo plazo sobre la dependencia de la energía importada proveniente de una fuente no renovable.

¿Qué tipo de oportunidades de inversión existen para los inversionistas de largo plazo que están observando el tema, en este caso la energía, según el análisis anterior? La Figura 7 ilustra las oportunidades tanto por el lado de la oferta como de la demanda. Nuestra definición del tema, que es la necesidad de reducir el impacto ambiental de la mezcla de energías, identifica el problema de la demanda en vez de centrarse solamente en la generación, lo que generalmente tiende a ser el foco de interés al buscar oportunidades de inversión. En este sentido, ¿se trata de la misma oportunidad de inversión cuando se invierte en reducir la demanda de energía que cuando se invierte en energías alternativas o renovables? Ciertamente es un factor muy importante a considerar. Si usamos menos, nos enfrentamos a una gran cantidad de problemas por el lado de la oferta.

Volviendo a la Figura 7, por el lado de la oferta, hay energías libres de carbono, tales como la energía solar, el viento, etc., y energías de bajo contenido de carbono, que pueden desempeñar un papel importante en la transición de la que estamos hablando, y por ende proporcionar oportunidades de inversión. Aunque estrictamente hablando no son renovables, juegan un rol cada vez más importante en el largo plazo puesto que actúan como un suministro de respaldo para las fuentes renovables y alternativas. Por el lado de la demanda, la eficiencia energética es todo lo que importa.

El asunto aquí se resume en el problema de la divergencia de incentivos. ¿Qué es un problema de divergencia de incentivos? Es cuando el propietario del activo y el usuario del mismo no son la misma persona, lo que sucede a menudo. El ejemplo más fácil es el caso del propietario y el arrendatario de un departamento o una casa. El propietario de la casa no tiene ningún incentivo para hacerla más eficiente en el uso de energía porque no obtendrá el beneficio. El arrendatario o usuario seguramente no invertirá en algo que no es de su propiedad. En tanto no hayamos tenido este problema, obviamente será un tema a resolver. Sin embargo, estoy seguro de que encontraremos formas de enfrentarlo en el futuro. Otro ejemplo son las empresas de servicios públicos. Las empresas de servicios de electricidad están diseñadas para hacer, producir y vender más “electrones”, no para reducir el consumo. Por lo tanto, el regulador de los servicios públicos tiene que cambiar el modelo de compensación para tomar en cuenta que menos es más. Aquí hay una oportunidad de inversión para quienes entiendan este planteamiento y creen modelos de negocios en los que se pueda invertir.

FIGURA 7
OPORTUNIDADES DE ENERGÍA LIMPIA



FUENTE: PICTET ASSET MANAGEMENT.

Desde el punto de vista financiero, la energía limpia es similar al agua. Estamos hablando de aproximadamente 250 empresas que han cotizado sus acciones en la bolsa. Las Figuras 8 y 9 ilustran un cuadro similar al del ejemplo del agua, es decir, un precio atractivo para el perfil de crecimiento. La diferencia entre ambos es que el crecimiento tiene un riesgo mayor (volatilidad de precios) en el caso de la energía limpia. En términos de flujo de caja, o de utilidades, el mercado no descuenta plenamente el crecimiento del proyecto. El punto que deseo ilustrar aquí es que un inversionista de largo plazo obtiene un mejor crecimiento pero no paga el precio total. Y la inversión en acciones está totalmente relacionada con el crecimiento.

FIGURA 8
CRECIMIENTO DE P/E VS. EPS²

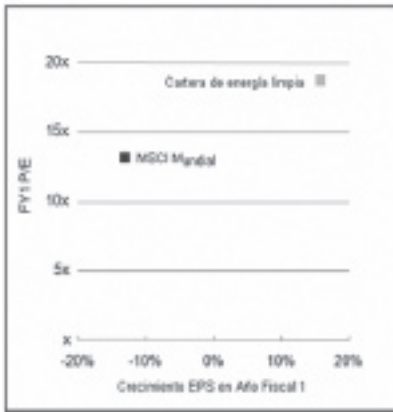
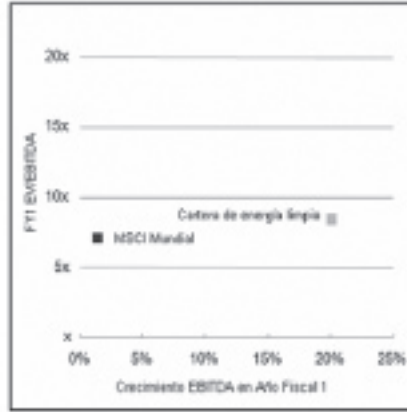


FIGURA 9
CRECIMIENTO DE EV/EBITDA VS. EBITDA³



FUENTE: FACTSET, AL 27/02/09.

- 2 El ratio P/E ("Price-to-Earnings ratio", o "ratio precio/utilidad") de una acción es una medida del precio pagado por una acción en relación con el ingreso neto anual o utilidad devengada por la empresa por cada acción (generalmente denominado "Earnings per Share" - EPS - o "Ganancias por Acción").
- 3 EV/EBITDA (Valor de la Empresa/Utilidades Antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización) es un múltiplo de valorización que se aplica generalmente al valorizar negocios basados en fondos en efectivo.

CONCLUSIONES

Primero, desearía referirme al asunto de incorporar el costo de usar la “bio-infraestructura”, es decir, las externalidades. “¿Cuál es el costo marginal de eliminar el CO2?”. No es de sorprender que los números tengan diferencias de cinco o seis veces: en vez de 10 a 15 Euros por tonelada de CO2, más bien es aproximadamente 80 Euros por tonelada. El proceso de toma de decisiones hace que uno se pregunte qué es lo que se debería tener en cuenta al tomar decisiones de inversión de más largo plazo.

También desearía abordar la inversión sectorial en oposición a la inversión temática. Estoy hablando de temas tales como energía limpia, agua, seguridad, digitalización de comunicaciones y seguridad. Los sectores tradicionales no están contruidos así, de manera que cuando se trata de decidir si invertir en instrumentos financieros o retirarse de los materiales, la decisión no se basa en impulsores de más largo plazo, sino en factores macro de más corto plazo. Es difícil identificar y acceder a temas de más largo plazo. El índice MSCI, o un grupo similar de índices, desempeñan una función distinta de identificar temas con perfiles de crecimiento secular. Los índices, por ende, no sirven para identificar oportunidades de inversión, ya sea respecto de energía limpia, agua, u otro tema.

Finalmente, la inversión temática está impulsada por procesos y no por benchmarks. En mi opinión, éste es un aspecto muy importante. Si el mismo benchmark no proporciona perspectivas de retornos ajustados por riesgo de más largo plazo, ¿cuál es el propósito de invertir? La inversión temática requiere una administración activa y disciplinada tanto en la selección de oportunidades de inversión como en la consideración de los riesgos asociados. Pero para ello debemos contar con un proceso claro. Este aspecto a menudo se ignora al seleccionar a un administrador de inversiones de fondos temáticos.

Como una observación final, quisiera llamar la atención hacia la Figura 10. Lo que hicimos aquí fue producir una canasta de diversas inversiones temáticas igualmente ponderadas que nosotros administramos sólo como fondos mutuos de largo plazo. Con ello se está diversificando el riesgo asociado con un perfil de crecimiento secular específico. Cabe advertir que efectivamente se logra un mejor rendimiento en este período de tiempo que si se hubiera invertido en el índice mundial MSCI, lo que genera otro argumento a favor de la inversión temática.

FIGURA 10
SIMULACIÓN DEL RENDIMIENTO HISTÓRICO DE UN PORTAFOLIO DE FONDOS
TEMÁTICOS IGUALMENTE PONDERADO



NOTA: EL RENDIMIENTO PASADO NO ES UNA GARANTÍA DEL RENDIMIENTO FUTURO. LOS DATOS DE RENDIMIENTO NO INCLUYEN LAS COMISIONES Y HONORARIOS COBRADOS AL MOMENTO DE SUSCRIBIR EL RESCATE DE ACCIONES.
FUENTE: PICTET; EN EUROS; RENDIMIENTO HISTÓRICO A LO LARGO DE 5 AÑOS DESDE EL 31 DE ENERO DE 2004 AL 30 DE ENERO DE 2009, REBALANCEO MENSUAL DE ACTIVOS.

Entonces, ¿por qué los fondos de pensiones deberían considerar la inversión temática? Primero, la inversión temática ofrece una perspectiva de más largo plazo para invertir y por ende está más alineada con los objetivos de inversión de los fondos de pensiones. Segundo, la inversión temática proporciona una exposición a las acciones globales que no está sesgada hacia un índice en particular y al mismo tiempo mantiene un enfoque estructurado en la construcción de la cartera. Tercero, la inversión temática permite identificar sistemáticamente las acciones que tienen impulsores comunes de más largo plazo. Los mercados accionarios están en constante evolución. El enfoque temático de la inversión proporciona una forma sistemática de enfrentar este desafío.