



ESG

Tu nie chodzi (tylko) o stopy zwrotu

WPROWADZENIE

Czego oczekują inwestorzy ESG? Okazuje się, że głównym motywatorem jest chęć pozytywnego wpływu na świat. Stopa zwrotu jest dopiero kolejna na liście priorytetów. Jakie są stopy zwrotu strategii ESG? Historycznie były satysfakcjonujące, kursy spółek z wysokimi ratingami ESG zachowywały się lepiej aniżeli kursy spółek słabych w tym aspekcie. Wynikało to jednak bardziej ze spadającej premii za ryzyko (i rosnących wycen) aniżeli rosnącej szybciej rentowności czy zyskom. W najbliższej przyszłości ta tendencja ma szansę się utrzymać, jednak długoterminowo wyższe oczekiwane stopy zwrotu mają unikane przez inwestorów ESG spółki/sektory.

Jarosław Przybył

Warszawa, grudzień 2021 r.

Inwestycje zrównoważone cieszą się coraz większą popularnością na świecie. Kilkukrotnie zajmowaliśmy się już tym tematem. W tym materiale chcielibyśmy przyjrzeć się dwóm kwestiom.

1. Jakie są oczekiwania inwestorów ESG? Na ile ważna jest dla nich stopa zwrotu, a na ile po prostu świadomość, że ich inwestycje mają pozytywny wpływ na otaczających ich świat lub przynajmniej mu nie szkodzą.
2. Jak rosnąca fala ESG wpływa na stopy zwrotu inwestycji wysoko plasowanych w rankingach zrównoważonych inwestycji, a jak tych, które plasują się nisko.

Co jest ważne dla inwestorów ESG?

Światło na motywy inwestycji może rzucić badanie A. Riedl i P. Smeets z 2017 r. Analizie poddani zostali inwestorzy funduszowi ESG/SRI z Holandii¹. Poniżej konkluzje²:

- Najważniejszą kwestią dla tych inwestorów jest społeczna odpowiedzialność. Nie ma tutaj dużej różnicy między inwestorami różniących się wiedzą, płcią, wiekiem, podejścia do ryzyka, częstotliwości transakcji;
- Oczekiwana stopa zwrotu odgrywa pewną rolę, ale niezbyt znaczącą. Oczekiwania negatywnej stopy zwrotu funduszu ESG zmniejszają prawdopodobieństwo inwestycji w ten fundusz, niemniej jednak inwestorzy ESG, jako grupa, nadal są gotowi zaakceptować taką inwestycję. Większość inwestorów ESG oczekiwało od swoich inwestycji gorszej stopy zwrotu od konwencjonalnych funduszy, ale i tak nadal byli w stanie zaakceptować wyższe koszty związane z funduszami ESG;
- Działalność charytatywna nie jest substytutem inwestycji ESG. Inwestorzy ESG, średnio, przeznaczali na cele charytatywne 41% więcej niż pozostali inwestorzy;
- Siła przekonań ma wpływ na alokację w fundusze ESG. Inwestorzy o mniejszej sile przekonań mieli mniejszą procentową ekspozycję.

Czy powyższe badania można rozciągnąć na inne kraje? Według autorów tak, przynajmniej jeżeli chodzi o kraje Europy Zachodniej. Wskazują oni na podobne podejście społeczeństw Niemiec, czy Wielkiej Brytanii odnośnie środowiska naturalnego, czy działalności charytatywnej.

Wiemy już zatem, że inwestorzy ESG dbają głównie o to aby ich inwestycje miały pozytywny wpływ. Kolejnym pytaniem będzie więc ilu takich inwestorów jest. Takich naprawdę skupionych na społecznej odpowiedzialności, którzy dopiero na drugim miejscu (lub dalej) stawiają stopy zwrotu. Pewne światło na ten temat może rzucić coroczna, globalna ankieta inwestorów przeprowadzona przez firmę Schroders³.

Tabela 1. Pozytywne nastawienie do inwestowania wyłącznie w fundusze zrównoważone według państw z całego świata

Kraj	Pozytywne	Neutralne	Negatywne
Tajlandia	76%	21%	3%
Indie	74%	22%	4%
Chiny	74%	24%	2%

¹ A. Riedl, P. Smeets, Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?, Journal of Finance, 2017 r.

² <https://alphaarchitect.com/2021/11/22/what-motivates-socially-responsible-investors/>

³ <https://www.schroders.com/pl/pl/professional-investor/wiadomosci/globalne-badanie-inwestorow/2021-findings/sustainability-report/#sc-art-4>

Indonezja	72%	28%	1%
Brazylia	69%	25%	7%
USA	68%	25%	7%
Meksyk	67%	30%	2%
Grecja	62%	15%	22%
Malezja	62%	33%	5%
Chile	62%	34%	4%
ZEA	61%	36%	2%
Portugalia	60%	33%	7%
Argentyna	59%	36%	5%
Hiszpania	58%	38%	5%
Wlk. Brytania	57%	40%	4%
Singapur	57%	37%	6%
Polska	56%	39%	5%
Australia	56%	36%	8%
Włochy	55%	38%	6%
RPA	54%	41%	5%
Francja	53%	39%	8%
Niemcy	51%	42%	7%
Belgia	51%	42%	7%
Holandia	49%	45%	6%
Tajwan	48%	47%	6%
Dania	47%	46%	7%
Austria	47%	47%	6%
Korea Południowa	47%	49%	4%
Szwajcaria	46%	49%	6%
Kanada	43%	42%	15%
Hongkong	40%	56%	4%
Japonia	37%	51%	12%
Szwecja	36%	48%	16%
Średnia	57%	37%	6%

Źródło: www.Schroders.com

Trudno powiedzieć na ile faktycznie wyniki tej ankiety reprezentują realne preferencje szerokiej grupy inwestorów w tych krajach, ale są one zaskakujące. Po pierwsze naprawdę dużo inwestorów gotowych byłoby przejść wyłącznie na inwestycje społecznie odpowiedzialne. Po drugie najbardziej pozytywni do zupełnego „przerzucenia” się na fundusze ESG są inwestorzy z rynków wschodzących. Nisko z kolei kraje, które są pionierami i liderami inwestycji ESG: Szwecja, Austria, Dania, Holandia, Belgia, Niemcy czy Francja. Inwestorzy z Polski znajdują się w środku tabeli, ale nadal jest to dość zaskakująco pozytywny wynik. Zaskakujący z powodu nadal niskiej świadomości polskich inwestorów w tym obszarze, który na co dzień obserwujemy. Być może jest to kwestia sformułowanych pytań, lub po prostu niedostatecznej wiedzy na temat tego typu inwestycji. Wyniki sugerują jednak, że potencjał wzrostu wynikający z rosnącej bazy inwestorów nadal jest⁴. Dlaczego to jest ważne? No właśnie...

⁴ Jedną z zasadniczych różnic między badaniem A. Riedl i P. Smeets a ankietą inwestorów Schroders jest czas przeprowadzenia analizy. Pierwsza analiza pochodzi z 2017 r. Inwestycje ESG były wtedy jeszcze dość mało popularne, mało się o nich mówiło. Można założyć, że inwestorzy, którzy inwestowali w tego typu fundusze byli

ESG a stopy zwrotu

W pierwszej części ostatniego raportu Investthink na temat ESG przytoczyliśmy badania odnośnie stóp zwrotu tych strategii na świecie. Generalnie większość badań wskazywała na neutralny lub pozytywny wpływ na stopę zwrotu. Jednocześnie w drugiej części raportu przytaczaliśmy wyniki badań, które pokazywały, że spółki społecznie odpowiedzialne mają niższy koszt kapitału (niższe oprocentowanie długu i wyższe wyceny akcji)⁵. Jest to trochę dziwne. Jeżeli firmy z wysokimi rankingami ESG mają niższy koszt kapitału, to ich oczekiwane stopy zwrotu powinny być niższe, a nie takie same, czy wyższe niż szeroki rynek (lub spółki z niższymi ratingami ESG). Niższy koszt kapitału to właśnie niższe oprocentowanie obligacji, czy niższa stopa dyskontowa (premia za ryzyko), wyższe wyceny i niższa oczekiwana stopa zwrotu w przypadku akcji. Historycznie jednak to spółki ESG osiągały lepsze stopy zwrotu. Jak to wytłumaczyć?

Niedawno ukazało się ciekawe badanie O. Stotz, które może pomóc w wyjaśnieniu tej tajemnicy. Autor rozebrał stopy zwrotu tych spółek na dwie składowe: zmiany cash flow/zyski (np. w wyniku poprawiającej się marżowości) i zmiany stopy dyskontowej (koszt kapitału własnego – de facto premii za ryzyko)⁶. Innymi słowy starał się odpowiedzieć, czy to zyski tych spółek rosły szybciej i były odpowiedzialne za lepszą relatywną stopę zwrotu, czy może inwestorzy po prostu akceptowali niższą premię za ryzyko podbijając tym samym ceny i wyceny. Wykorzystując szeroką próbę spółek z rynku amerykańskiego za okres 2008 – 2018 r. stworzona została symulacja strategii, która zajmowała pozycję długą (gra na wzrosty) na spółkach z wysokimi ratingami ESG i jednocześnie krótką (gra na spadki) na spółkach ze słabymi ratingami ESG. Brzmi może trochę skomplikowanie, ale konkluzje badania są dość jasne⁷:

- Spółki ESG generowały stopę zwrotu wyższą o 2,3 ppt. rocznie aniżeli spółki anti-ESG;
- Wyższa stopa zwrotu nie była generowana przez wyższe cash flow/zyski;
- Spadek stopy dyskontowej (premię za ryzyko) był głównie odpowiedzialny za lepsze stopy zwrotu spółek ESG. Wpływ jej spadku wynosił między 2,1% a 3,6%;
- Spadek premii za ryzyko nie wynikał ze zmian charakterystyki spółek, tylko z popytu inwestorów. Ich znaczące napływy spowodowały jej obniżenie: rosnący udział inwestorów ESG był pozytywnie skorelowany ze spadkiem stopy dyskontowej;
- Zwiększenie współczynnika udziału inwestorów ESG o 10% powodował wzrost cen spółek ESG o 9,5% w porównaniu do spółek anti-ESG;
- Spółki ESG miały mniejsze ryzyko (zmiennosc) niż spółki anti-ESG.

Reasumując popyt inwestorów o preferencjach innych niż tylko finansowe, znacząco podbił wyceny spółek ESG (poprzez mechanizm stopy dyskontowej). To zmiany wycen tych spółek, nie zyski doprowadziły do lepszych stóp zwrotu. Dla dalszego lepszego zachowania tych spółek potrzebny będzie dalszy wzrost udziału inwestorów społecznie odpowiedzialnych w rynku.

dość świadomi i przekonani do takiego sposobu inwestowania. Obecnie, przy praktycznie masowym zainteresowaniu inwestorów, trudno powiedzieć czy poziom motywacji jest taki sam. Co prawda 74% (z 57% gotowych przejść całkowicie na inwestycje ESG) ankietowanych przez Schroders wskazuje, że motywatorem jest sprawienie, że świat stanie się lepszy, to jednocześnie 43% wskazuje, że jest pewna co do stóp zwrotu. Trudno powiedzieć jak Ci inwestorzy zareagują na dłuższy okres rozczarowujących stóp zwrotu, tym bardziej, że wyniki historyczne były satysfakcjonujące.

⁵ <https://www.investthink.org/raport>

⁶ O. Stotz, Expected and realized returns on stocks with high- and low-ESG exposure, Journal of Asset Management, 2021 r.

⁷ <https://alphaarchitect.com/2021/10/14/the-impact-of-esg-scores-on-asset-prices/>

Czy dalszy wzrost udziału inwestorów ESG w całości rynku jest nadal możliwy?

Spoglądając na wcześniej prezentowaną ankietę Schroders wydaje się, że pewien margines nadal istnieje. Regulacje, co wskazywaliśmy w naszych raportach, są też jednym z głównych czynników wzrostu znaczenia tych inwestycji. Wkrótce doradztwo inwestycyjne, czy dostawcy produktów finansowych będą musieli uwzględniać kryteria ESG. Idzie to w parze z dużymi wymaganiami raportowymi w stosunku do samych spółek, tak aby faktycznie można było te kwestie realnie ocenić. Kwestią czasu jest też dodanie pytań o zrównoważony rozwój do tzw. ankiety MIFID. Wiele będzie zależało od sposobu sformułowania pytań, ale z dużym prawdopodobieństwem przekieruje napływy w stronę rozwiązań ESG ze strony kolejnej części inwestorów. Może to nadal wspierać wyceny tych spółek i wywierać presję na wyceny spółek anti-ESG, czy po prostu spółek z niewłaściwych sektorów (np. sektor surowcowy).

Długofalowe implikacje

Długofalowo jednak spółki z omijanych sektorów, ze słabymi ratingami ESG mogą przynieść wyższe stopy zwrotu niż spółki ESG. W pewnym momencie rynek nasyci się inwestorami ESG i pozytywny wpływ na wyceny zniknie. W jednym z naszych wpisów na LinkedIn podaliśmy przykład innych omijanych spółek, tzw. sin stocks. Długofalowo, przez fakt oczekiwania przez inwestorów wysokiej premii za ryzyko i rozsądne wydatkowanie drogiego kapitału, spółki te osiągały lepsze stopy zwrotu przy niższym ryzyku (zmienności). Podobny mechanizm może zadziałać i tutaj. Stopy zwrotu to jednak nie jest najważniejszy czynnik przy inwestycjach ESG. Jak widzieliśmy inwestorzy społecznie odpowiedzialni są w stanie zaakceptować niższą stopę zwrotu, nawet więcej: duża część z nich z góry zakłada, że stopy zwrotu będą niższe. To chęć wywarcia pozytywnego wpływu na świat jest decydującym czynnikiem inwestycji.

Bibliografia

1. A. Riedl, P. Smeets, Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?, Journal of Finance, 2017 r.
2. O. Stotz, Expected and realized returns on stocks with high- and low-ESG exposure, Journal of Asset Management, 2021 r.
3. Praca zbiorowa, Odpowiedzialność środowiskowa spółek a dostęp do kapitału i jego koszt, Investthink, 2020 r.
4. Praca zbiorowa, Rynek inwestycji ESG ze szczególnym uwzględnieniem ryzyk klimatycznych, Investthink, 2020 r.

Źródła internetowe

1. www.alphaarchitect.com
2. www.investthink.org
3. www.Schroders.com