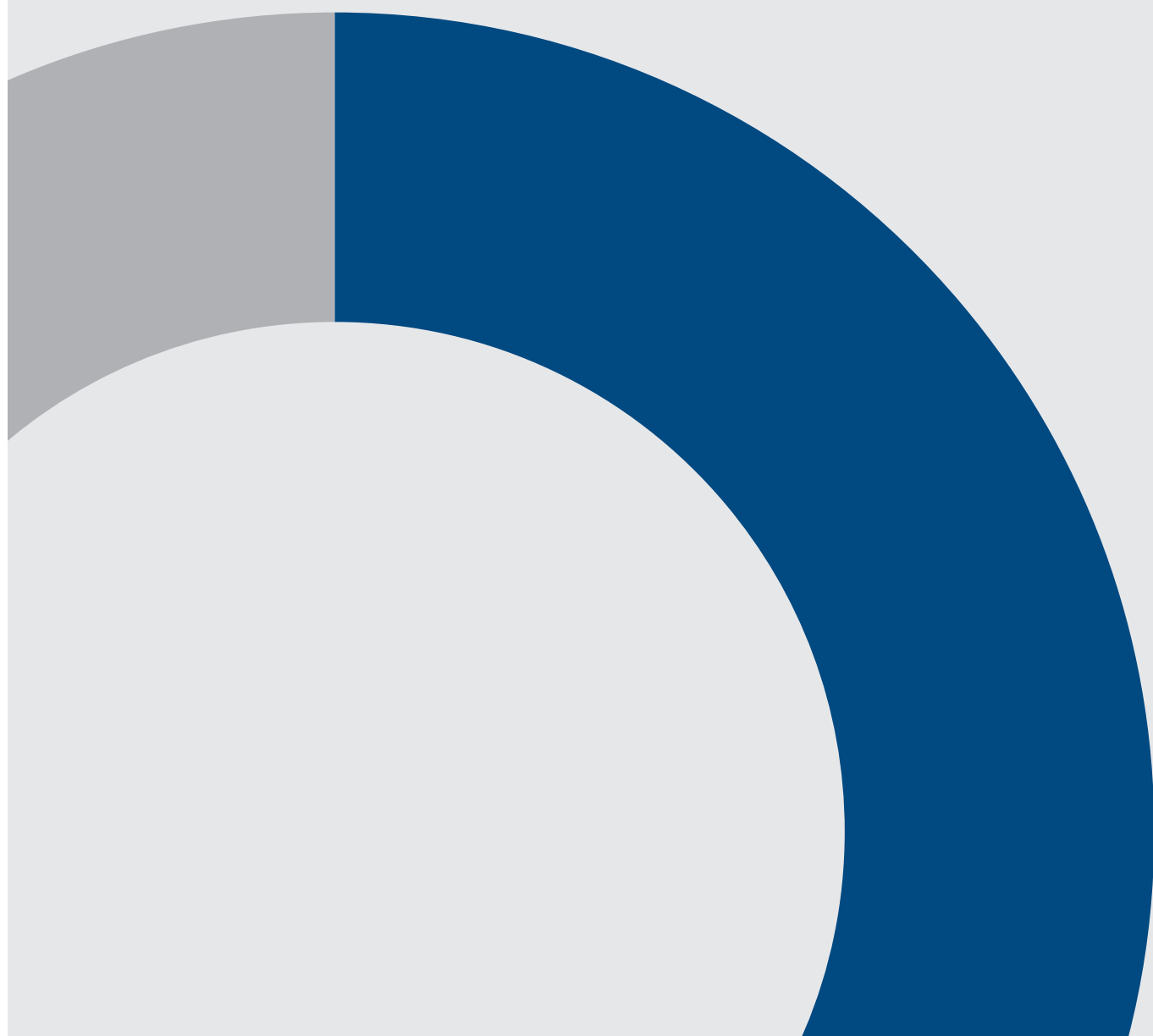


Deuda soberana y factores ESG

Nuestra posición ante un mundo complicado

Agosto de 2021



Deuda soberana y factores ESG: Nuestra posición ante un mundo complicado

AUTORES



Janet He, CFA
*Executive Director,
Estratega Macro,
Emerging Markets Debt*



Fan Wu, CFA
*Vicepresidenta, Gestora
de carteras, Global
Rates*

EN RESUMEN

- Los factores ESG son impulsores importantes para el desempeño económico e impactan sobre el riesgo financiero y la rentabilidad en el espacio de la deuda soberana.
- Los datos ESG pueden estar disponibles más fácilmente que para otras clases de activos, pero no siempre son puntuales o precisos, y pueden implicar sesgos. El uso de una serie de fuentes disponibles internacionalmente puede ayudar.
- Si bien la puntuación puede ser útil, no proporciona una imagen completa. Los inversores deben considerar la trayectoria e implicarse para alcanzar una comprensión más profunda.
- En J.P. Morgan Asset Management, utilizamos un marco de puntuación ESG soberano propio para generar puntuaciones para nuestros procesos de inversión en mercados emergentes y desarrollados.
- Este marco consistente se adapta a las diferentes disponibilidades de datos y los impulsores de los mercados desarrollados frente a los emergentes y se construye de modo que se alinee con nuestros procesos de inversión existentes.
- Cuando se combina con una superposición cualitativa y se complementa con la implicación, creemos que nos proporciona una visión más holística de los emisores soberanos, lo que contribuye a generar una rentabilidad ajustada por el riesgo más sólida.



INTRODUCCIÓN

La deuda soberana es uno de los mercados más grandes y líquidos del mundo, con más de 60 billones de USD en circulación¹. Es probable que la mayoría de las carteras tengan alguna asignación a deuda soberana, ya sea en forma de activos de referencia "libres de riesgo", como los bonos del Tesoro estadounidense o de deuda de mercados emergentes de mayor rendimiento. Sin embargo, a pesar del tamaño y la importancia del mercado de deuda soberana, la implementación de un marco medioambiental, social y de gobernanza (ESG) en este segmento conlleva un conjunto de desafíos. Para ayudarle a evaluar el riesgo ESG soberano, varias partes, incluidas agencias de calificación, gestores de inversiones y proveedores externos de datos ESG, han desarrollado puntuaciones ESG en el ámbito de deuda soberana (consulte el **APÉNDICE 1** para obtener información sobre los enfoques de puntuación más utilizados). Las puntuaciones ESG pueden ser herramientas muy útiles, ya que sintetizan datos complejos en una clasificación simple, pero toda puntuación es, en última instancia, una herramienta limitada que debe funcionar en el marco de un enfoque de inversión ESG más amplio.

Proponemos un conjunto de principios comunes y un marco compartido para ayudar a los inversores a evaluar las características ESG de la deuda soberana con un enfoque holístico y orientado a los datos. Los principios comunes son la base de nuestro marco de puntuación ESG compartido, a través del cual generamos puntuaciones ESG propias en el ámbito soberano para nuestros procesos de inversión en divisas, mercados emergentes y mercados desarrollados. En este documento, nos centramos en el mercado de los bonos soberanos.²

PRINCIPIOS COMUNES

Los siguientes principios sustentan nuestro marco de puntuación ESG y nuestro enfoque de inversión.

1. Los factores ESG son impulsores importantes para el desempeño económico e impactan sobre el riesgo y el rendimiento financieros.

Como inversores en deuda soberana, creemos firmemente que la integración de los factores ESG es fundamental para obtener mejores resultados de inversión; no se trata de un mero ejercicio para señalar virtudes. Numerosos inversores dirán que siempre han integrado los factores ESG, aunque puede que se les diera otro nombre, como riesgo político. Una buena gobernanza, instituciones sólidas y bajos niveles de corrupción se han identificado durante mucho tiempo como impulsores del crecimiento económico y de menores costes de financiación³. De manera intuitiva y empírica, entendemos que los países que brindan mejores condiciones sociales tienden a experimentar mejores resultados económicos.

La igualdad de ingresos, el equilibrio de género, el desarrollo humano y la demografía desempeñan un papel en el crecimiento a largo plazo de un país.⁴ E, incluso antes de que el seguimiento de las emisiones de carbono se volviera algo común, ya comprendimos que los países que dependían de las exportaciones de materias primas solían ser vulnerables a sus precios cíclicos y al comportamiento de búsqueda de rentas. Los factores ESG complementan el análisis crediticio convencional, recogiendo información que no es capturada por el análisis de riesgo crediticio tradicional, con un enfoque a largo plazo. Identificar un vínculo fundamental y empírico entre los indicadores ESG y los precios de los activos es un paso fundamental en la creación de nuestros marcos propios. En nuestras puntuaciones ESG propias para la deuda soberana de los mercados desarrollados y emergentes, podemos ver que la deuda soberana con puntuaciones ESG más altas generalmente se negocia con diferenciales más bajos (**GRÁFICO 1**).

¹ ICMA, agosto 2020. <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/bond-market-size/>

² Visite el sitio web de J.P. Morgan Asset Management y busque "Currencies through an ESG lens" o hable con su representante habitual de J.P. Morgan Asset Management.

³ Governance, Corruption & Economic Performance. George T. Abed y Sanjeev Gupta. https://www.researchgate.net/profile/Sanjeev-Gupta-9/publication/234791577_Governance_Corruption_Economic_Performance/links/00b7d520d3e3c53a2a000000/Governance-Corruption-Economic-Performance.pdf

⁴ Trends in income inequality and its impact on economic growth. <https://www.oecd.org/newsroom/inequality-hurts-economic-growth.htm>

LA DEUDA SOBERANA CON UNA Puntuación ESG SUPERIOR SE NEGOCIA GENERALMENTE CON DIFERENCIALES MÁS BAJOS EN LOS MERCADOS DESARROLLADOS Y EMERGENTES

GRÁFICO 1A: MERCADOS DESARROLLADOS

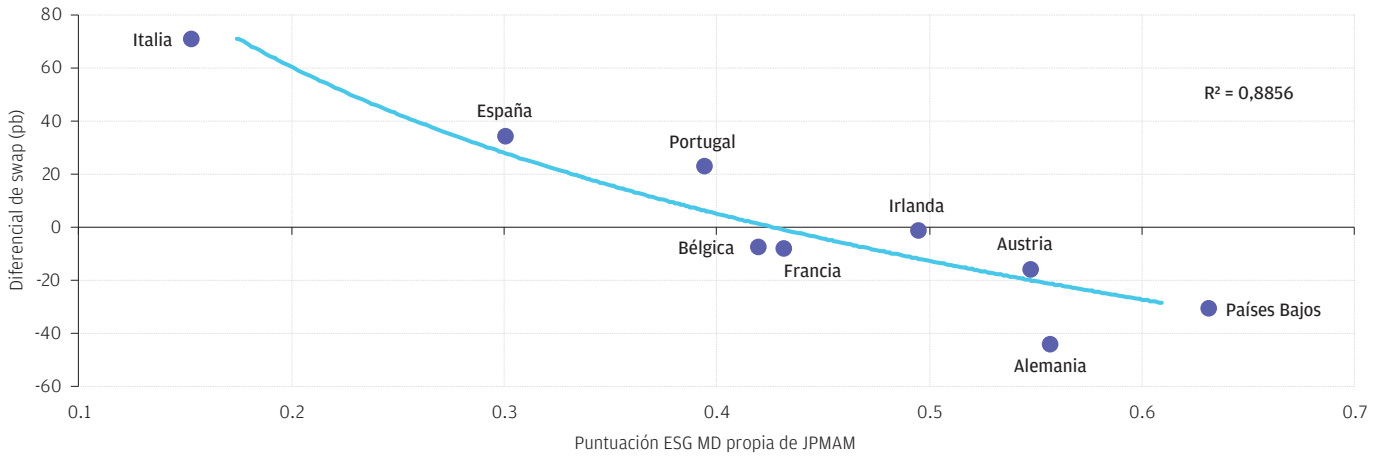
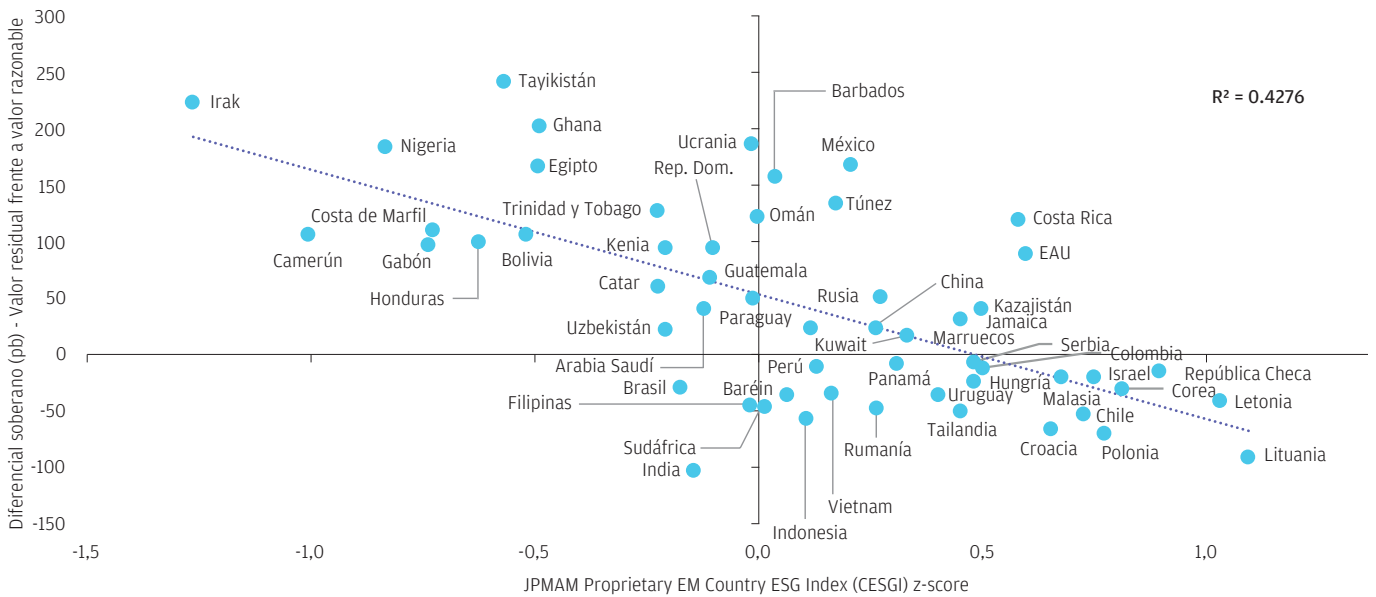


GRÁFICO 1B: MERCADOS EMERGENTES

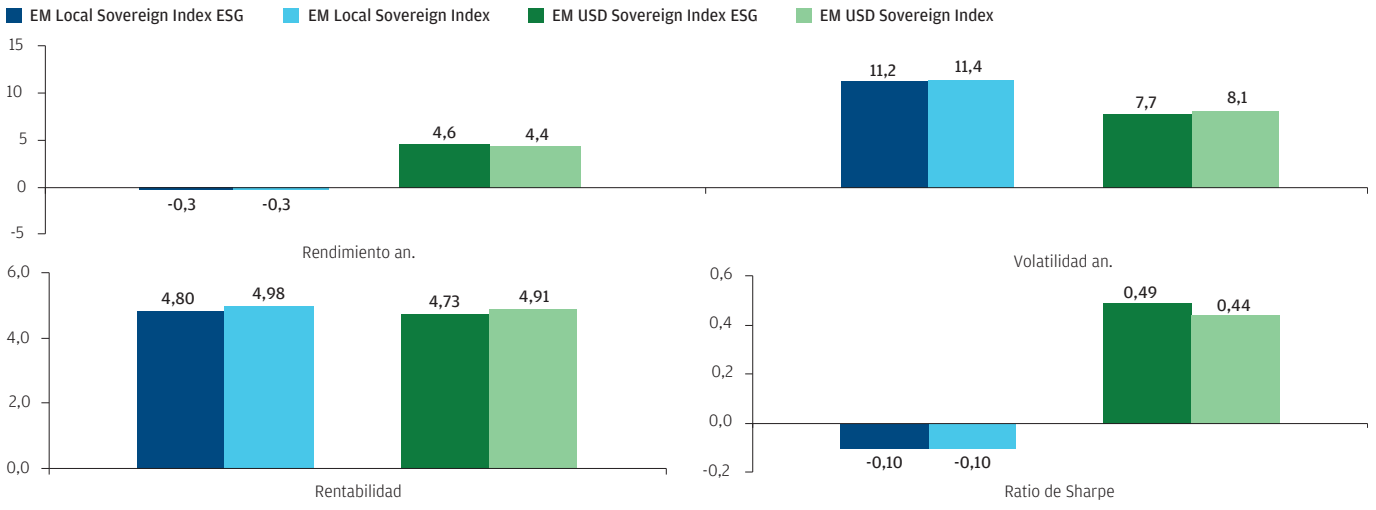


Fuente: J.P. Morgan Asset Management; datos a agosto de 2021. Los diferenciales de swap de los mercados desarrollados se refieren a un periodo de 10 años. Los diferenciales soberanos de mercados emergentes que se muestran son un elemento residual de un valor razonable implícito conforme a las métricas de crédito tradicionales (Country Fundamental Index, CFI, detallado en la sección "Metodología de mercados emergentes"). Las puntuaciones ESG de los mercados desarrollados se escalan de 0 a 1, lo que refleja el rango percentil de un país. Las puntuaciones ESG de los países de mercados emergentes (CESGI) reflejan una puntuación Z (0 es el promedio, 1 es una desviación estándar mejor). R2 es una medida estadística referida al grado de cercanía de los datos frente a la línea de regresión ajustada y demuestra la relevancia empírica de la puntuación.

Incluso si se es escéptico sobre la relevancia de los factores ESG en la actualidad, su importancia no deja de crecer. Los gobiernos están adoptando mayoritariamente políticas que requerirán una mayor divulgación de las métricas ESG y penalizarán las malas prácticas en materia ESG (por ejemplo, impuestos sobre las emisiones de carbono). Los inversores están reasignando capital hacia emisores con características ESG más sólidas y exigiendo avances a este respecto.

Si bien se ha demostrado ampliamente en el espacio de renta variable que los enfoques ESG no se logran a costa de la rentabilidad⁵, los inversores en renta fija se han mostrado más escépticos, dado que los créditos con puntuaciones ESG más bajas suelen presentar rentabilidades más elevadas. En concreto, en el caso de la deuda soberana, podemos ver el ejemplo del conjunto de índices ESG de J.P. Morgan en comparación con sus índices tradicionales de deuda de mercados emergentes (**GRÁFICO 2**). Las versiones ESG de los índices han podido demostrar rendimientos similares, con una volatilidad cada vez más baja. En los mercados desarrollados, las puntuaciones ESG más altas se han correlacionado históricamente con retrocesos más bajos en tiempos de tensión en los mercados (**GRÁFICO 3**).

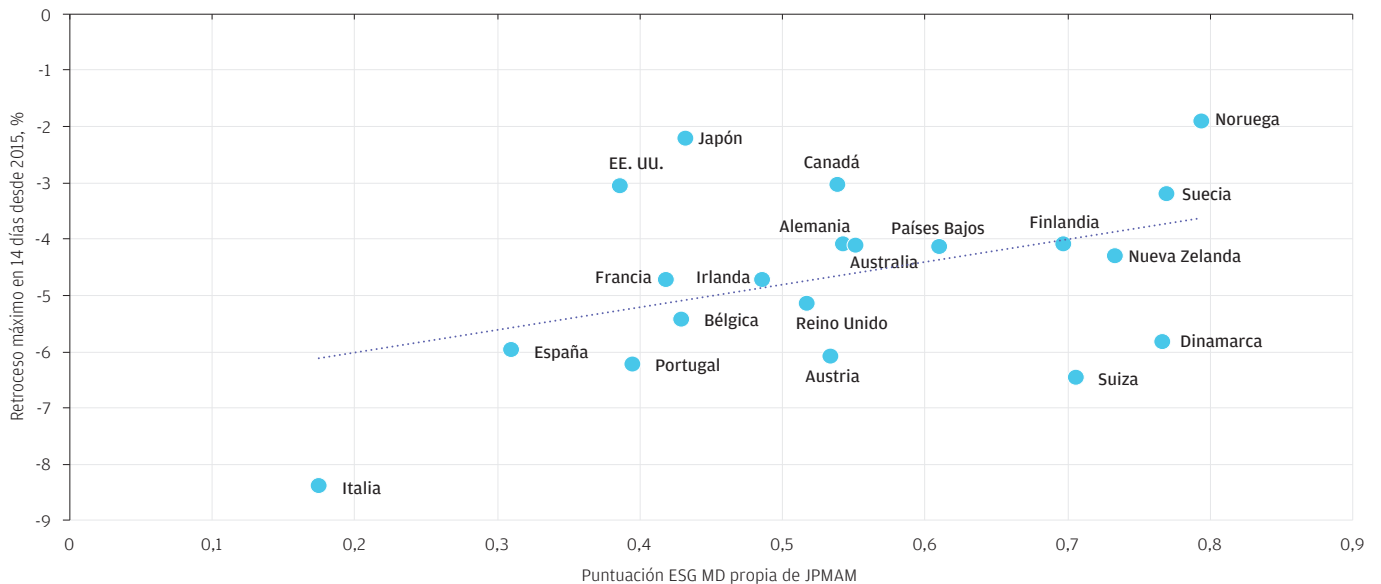
GRÁFICO 2: LOS ÍNDICES ESG DE MERCADOS EMERGENTES HAN PODIDO DEMOSTRAR RENDIMIENTOS SIMILARES A LOS ÍNDICES TRADICIONALES CON MENOR VOLATILIDAD A LARGO PLAZO



Fuente: J.P. Morgan; datos a 30 de junio de 2021. Cálculos de rentabilidad y volatilidad del 31 de diciembre de 2012 al 30 de junio de 2021. EM Local Sovereign Index = GBI-EM Global Diversified. EM USD Sovereign Index = EMBI Global Diversified. ESG Index creado por J.P. Morgan; excluye ciertos sectores, los valores ESG con baja puntuación y los infractores del Pacto Mundial de Naciones Unidas, y aumenta la ponderación de los bonos verdes. Se proporciona más información aquí: <https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/cib/complex/content/markets/composition-docs/pdf-30.pdf>

La rentabilidad pasada no es un indicador fiable de los resultados actuales y futuros.

GRÁFICO 3: LA INCORPORACIÓN DE LAS CONSIDERACIONES ESG PARA LA DEUDA SOBERANA DE MERCADOS EMERGENTES OFRECE PROTECCIÓN FRENTE A RETROCESOS



Fuente: J.P. Morgan, Bank of America Merrill Lynch, J.P. Morgan Asset Management; data a agosto de 2021. Retroceso calculado en función de J.P. Morgan and Bank of America Merrill Lynch country sovereign debt index.

⁵ ESG factors and equity returns - a review of recent industry research. <https://www.unpri.org/pri-blog/esg-factors-and-equity-returns-a-review-of-recent-industry-research/7867.article>

Por último, el análisis ESG en el espacio de los bonos soberanos presenta algunas características únicas que difieren de los enfoques hacia otras clases de activos. Los bonos soberanos están significativamente influenciados por las políticas de los bancos centrales y el riesgo crediticio puede variar según el nivel de apoyo oficial del sector. Por ejemplo, los bonos soberanos con un fuerte apoyo de bancos centrales totalmente fiables, como los bonos del Tesoro estadounidense, se negociarán con poco o ningún riesgo crediticio. Los bonos de mercados emergentes en monedas fuertes sin un comprador explícito de último recurso se negociarán principalmente con riesgo crediticio. También hay muchos casos intermedios. Por ejemplo, el Banco Central Europeo presta apoyo al mercado de deuda soberana de la zona euro, pero tiene más restricciones sobre qué y cuánto puede comprar, por lo que los bonos de esta región pueden negociarse con más prima por riesgo crediticio en comparación con otros bonos de los principales mercados desarrollados. Los bancos centrales de los mercados emergentes también pueden comprar deuda interna, pero a menudo presentan una credibilidad inflacionaria imperfecta y mayores riesgos crediticios.

En cuanto a la deuda soberana que se negocia principalmente con riesgo crediticio, la óptica ESG es similar a la de las acciones o los bonos corporativos. Para aquellos que no se negocian en función del riesgo crediticio, el análisis ESG está más relacionado con el impacto de estos factores sobre las perspectivas de crecimiento e inflación. Por ejemplo, los factores ESG que dan como resultado mejores noticias de crecimiento pueden ser positivos para las operaciones soberanas con riesgo crediticio, dado que ese riesgo se reduce con un crecimiento más fuerte. Sin embargo, estos factores pueden no ser positivos para las operaciones con valores soberanos con poco riesgo crediticio si el crecimiento más fuerte conduce a una mayor inflación y a una política monetaria más restrictiva.

2. El uso de una variedad holística de fuentes de datos reconocidas internacionalmente ayuda a protegerse contra el sesgo.

Al invertir en deuda soberana, es imposible no considerar la política, que con frecuencia implica sesgos. Creemos que considerar una variedad de perspectivas y observar una amplia gama de fuentes de datos internacionalmente reconocidas es un buen comienzo para formarse una perspectiva objetiva.

Una queja común sobre el análisis ESG es que los datos pueden ser difíciles de obtener. En realidad, algunos datos soberanos están más fácilmente disponibles que los datos corporativos, dada la multitud de organizaciones multinacionales y ONG, incluidos el Banco Mundial, el FMI y las Naciones Unidas, junto a muchos otros agentes, que llevan décadas rastreando datos a escala de país. Sin embargo, el hecho de que los datos estén disponibles no significa que sean fáciles de usar e interpretar, o que sean precisos o no estén sesgados. La puntualidad es un problema común, puesto que la mayoría de los datos ESG se actualizan anualmente en el mejor de los casos y a menudo con retrasos de varios años. Esto puede hacer particularmente difícil la evaluación del progreso en algunas áreas, como la política de cambio climático. Las evaluaciones cualitativas de políticas traducidas en clasificaciones cuantitativas, como los

Indicadores mundiales de buen gobierno del Banco Mundial o el Índice de Desempeño frente al Cambio Climático de Germanwatch, pueden ayudar a disponer de evaluaciones más puntuales.

Por último, la cobertura supone un desafío especialmente para los países emergentes y frontera, donde a menudo puede ser difícil obtener datos de mayor resolución. En el **APÉNDICE 2**, consideramos los datos de emisiones de carbono como ejemplo de los desafíos de la obtención y evaluación de datos soberanos en materia de ESG.

A pesar de las deficiencias actuales de los datos disponibles, creemos que existe suficiente información para que los inversores en deuda soberana evalúen las tendencias generales y hagan algunas comparaciones entre países. Con la creciente demanda de datos precisos y actualizados, la próxima frontera para el análisis ESG podrían ser fuentes de datos alternativas que utilicen tecnologías de aprendizaje automático para analizar las publicaciones de los medios de comunicación y de política, así como datos geoespaciales para rastrear las emisiones de los países y el progreso de la biodiversidad.⁶

3. La puntuación es solo una parte de cualquier enfoque: los inversores también deben tener en cuenta la trayectoria y la implicación.

Los marcos de puntuación persiguen un propósito importante: proporcionan una comprensión sencilla de los emisores como "mejores" o "peores". Las puntuaciones de terceros también proporcionan a los inversores una evaluación independiente, similar al papel de una agencia de calificación crediticia. Sin embargo, las puntuaciones de terceros pueden diferir ampliamente y, hasta el momento, no existe una estandarización del sector. Las puntuaciones también pueden carecer de transparencia y no estar alineadas con los valores y los objetivos de un inversor específico.

LOS INVERSORES DEBEN COMPRENDER LA METODOLOGÍA, LAS LIMITACIONES Y LAS APLICACIONES DE CUALQUIER PUNTUACIÓN. La puntuación se basa en datos para los que puede haber problemas, como la cronología y el sesgo, como se menciona anteriormente. Una evaluación cualitativa a menudo puede complementar un enfoque basado en puntuaciones e incorporar vistas de frecuencia más alta y otras consideraciones que los datos no logran capturar bien. Muchas puntuaciones ESG en el ámbito soberano exhiben un sesgo de ingresos (es decir, los países más ricos suelen presentar puntuaciones ESG más altas)⁷. Si bien esta puede ser una característica deseable, ya que es probable que los inversores sostenibles deseen invertir en países que ofrezcan un mejor nivel de vida, también puede tener el efecto perjudicial al alejar los flujos financieros de los países que más los necesitan. El sesgo de ingresos se puede abordar comparando países dentro de sus grupos de pares de ingresos u observando la trayectoria y el momentum, no solo los niveles actuales.

⁶ Banco Mundial; WWF. 2020. Spatial Finance: Challenges and Opportunities in a Changing World. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/34894>

⁷ World Bank, A New Dawn Rethinking Sovereign ESG. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/694901623100755591/pdf/A-New-Dawn-Rethinking-Sovereign-ESG.pdf>

LAS PUNTUACIONES DEBEN ADAPTARSE A UN ENFOQUE ESG MÁS AMPLIO.

Las puntuaciones ESG suelen aplicarse más fácilmente a enfoques de cribado negativo o de sesgo positivo hacia la inversión sostenible. Sin embargo, unas bajas puntuaciones medioambientales o sociales podrían reflejar una mayor oportunidad para un enfoque de impacto, mientras que las estrategias que buscan la mejor sostenibilidad en su clase pueden centrarse en puntuaciones secundarias específicas. Las estrategias centradas en invertir en bonos verdes, sociales y sostenibles también pueden requerir más análisis a escala de valores, en lugar de depender únicamente de las puntuaciones en el ámbito del emisor.

EL ENGAGEMENT ES CRÍTICO, PERO PUEDE SER MÁS MATIZADA PARA LA DEUDA SOBERANA EN COMPARACIÓN CON LA DEUDA CORPORATIVA.

Apreciamos que exista una amplia gama de consideraciones en la formulación de políticas públicas. Sin embargo, también creemos que los tenedores de bonos desempeñan un papel importante en la promoción de un cambio positivo. La implicación con los emisores de deuda soberana puede adoptar diversas formas, incluida la ayuda a los gobiernos para financiar proyectos sostenibles específicos, las reuniones regulares con funcionarios públicos para revisar el progreso en los objetivos climáticos y la participación en grupos sectoriales para abogar colectivamente por una mejor divulgación y mejores prácticas por parte de las empresas estatales.

MARCO DE PUNTUACIÓN ESG DE EMISORES SOBERANOS DE J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT

Nuestro marco de puntuación de deuda soberana aplica nuestros principios comunes a nuestros procesos de inversión dedicados en bonos de mercados desarrollados y emergentes. Creemos que una puntuación ESG propia nos permite comprender mejor las entradas de datos y las limitaciones, además de ajustar nuestro enfoque con nuestros procesos de inversión existentes.

GRÁFICO 4: MARCO DE PUNTUACIÓN ESG DE EMISORES SOBERANOS DE J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT

UNIVERSO		MERCADOS DESARROLLADOS	MERCADOS EMERGENTES
FACTORES MEDIOAMBIENTALES (ponderación 15% en MD, ponderación 20% en ME)	Gestión de emisiones	<ul style="list-style-type: none"> Emisión de carbono por energía (Global Carbon Project) Intensidad energética por PIB (Banco Mundial) Renovables como % de consumo (Banco Mundial) 	<ul style="list-style-type: none"> CO2 per cápita (Base de Datos de Emisiones para la Investigación Atmosférica Global)
	Riesgo climático y gestión de recursos	<ul style="list-style-type: none"> Notre Dame Global Adaptation Index (ND-GAIN) - Vulnerabilidad Índice de Desempeño frente al Cambio Climático (Germanwatch) Agotamiento de los recursos naturales (Banco Mundial) 	<ul style="list-style-type: none"> ND-GAIN - Vulnerabilidad
FACTORES SOCIALES (ponderación 25% en MD, ponderación 15% en ME)	Socioeconómico	<ul style="list-style-type: none"> Índice de Gini (Banco Mundial) Participación en la fuerza laboral (Banco Mundial) Índice de Desarrollo Humano (Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD)) Educación como % del gasto público (Banco Mundial) 	<ul style="list-style-type: none"> Pobreza (Banco Mundial)
	Género	<ul style="list-style-type: none"> Tasa de participación en la fuerza laboral de mujeres frente a hombres (Banco Mundial) 	<ul style="list-style-type: none"> Índice de Desarrollo de Género (PNUD)
FACTORES DE GOBERNANZA (ponderación 60% en MD, ponderación 65% en ME)	Entorno regulatorio	<ul style="list-style-type: none"> Facilidad para hacer negocios (Banco Mundial) 	<ul style="list-style-type: none"> Facilidad para hacer negocios (Banco Mundial)
	Gobernanza y corrupción	<ul style="list-style-type: none"> Gobernanza, Banco Mundial Corrupción, Transparency International Deuda frente al PIB (FMI, J.P. Morgan Asset Management) Balance fiscal (FMI, J.P. Morgan Asset Management) 	<ul style="list-style-type: none"> Gobernanza, Banco Mundial Corrupción, Transparency International Short-term Political Index (J.P. Morgan Asset Management)

Fuente: J.P. Morgan Asset Management, a agosto de 2021.

Nuestras metodologías de puntuación en los mercados desarrollados y los mercados emergentes presentan similitudes y diferencias clave

CADA UNO DE LOS TRES PILARES (MEDIOAMBIENTE, SOCIAL Y GOBERNANZA) SE PONDERA DE FORMA DIFERENTE, A FIN DE REFLEJAR LOS FACTORES MÁS RELEVANTES EMPÍRICAMENTE Y EN CUANTO A FUNDAMENTALES PARA CADA UNIVERSO DE INVERSIÓN.

La gobernanza tiene el mayor peso de los tres pilares sobre las puntuaciones, al ser el más relevante empíricamente para los precios de los activos. Filosóficamente, también vemos la buena gobernanza como un pilar fundamental para lograr desarrollos ESG positivos en otros pilares. Además de la gobernanza, los factores medioambientales tienen un mayor peso para los mercados emergentes, mientras que los factores sociales tienen un mayor peso para los mercados desarrollados. Estas diferencias de ponderación reflejan análisis cuantitativos y cualitativos que impulsan nuestros procesos dedicados para ambos tipos de mercados, pero también están respaldados por un razonamiento fundamental. Los países de los mercados desarrollados generalmente tienen mayores recursos para resolver los desafíos del cambio climático, mientras que los países de los mercados emergentes pueden ser más vulnerables a los riesgos medioambientales⁸. Nuestras puntuaciones de mercados emergentes también se utilizan como una superposición de un modelo fundamental tradicional que incluye el PIB per cápita, altamente correlacionado con muchos indicadores sociales. Nuestras puntuaciones para los mercados desarrollados se utilizan como una medida absoluta, por lo que utilizan un conjunto de indicadores más completo, que incluye numerosas variables sociales de creciente importancia para la vulnerabilidad frente a la deuda.

DENTRO DE CADA UNO DE LOS TRES PILARES, NOS CENTRAMOS EN LOS MISMOS DOS TEMAS.

En el pilar medioambiental, queremos comprender cómo están contribuyendo los bonos soberanos a los desafíos climáticos, así como sus vulnerabilidades. En el pilar social, nos centramos en los ejes de desigualdad socioeconómica y de género. En el pilar de gobernanza, analizamos el entorno normativo, que es clave para la actividad empresarial y para una economía fuerte, así como la gobernanza y la corrupción.

BAJO LOS MISMOS DOS TEMAS, UTILIZAMOS DIFERENTES INDICADORES, QUE REFLEJAN LAS DIFERENCIAS EN LA COBERTURA Y MATERIALIDAD DE LOS DATOS.

Por ejemplo, bajo el pilar social, el coeficiente de Gini⁹ y la tasa de participación de la fuerza laboral son factores materiales para los países desarrollados, pero la calidad y cobertura de los datos tienden a ser menores en el caso de los países de mercados emergentes. Por el contrario, la pobreza está bien cubierta y tiene una mayor importancia en el caso de los mercados emergentes. En cuanto al género, las puntuaciones de los mercados desarrollados se centran más en la dinámica del mercado laboral y analizan la tasa de participación femenina, mientras que las puntuaciones de los mercados emergentes analizan el índice de desarrollo humano relativo al género de las Naciones Unidas, que se centra en los años previstos de escolaridad y la esperanza de vida.

La comparación de los valores soberanos de los mercados emergentes y desarrollados por separado nos permite eliminar algunos sesgos de ingresos. Nuestras puntuaciones ESG se calculan anualmente, dado que es la frecuencia más común de los datos subyacentes. Perseguimos incluir información a corto plazo en el marco de la puntuación, en un análisis cuantitativo separado o en una evaluación cualitativa centrada en señales prospectivas. Al evaluar las puntuaciones, también consideramos la trayectoria, ya sea incorporada directamente en las puntuaciones o como un análisis separado de los indicadores a lo largo del tiempo.

Nuestro marco de puntuaciones permite la flexibilidad suficiente para adaptarse al énfasis cambiante que los inversores y reguladores colocan sobre cada pilar ESG. Por ejemplo, hemos incrementado el peso de los factores medioambientales en nuestra puntuación ESG para los mercados desarrollados a fin de reflejar la creciente importancia del cambio climático en los riesgos de diferencial soberano.

Aplicamos estas puntuaciones principalmente en el proceso de integración de los factores ESG para que nos permita determinar si recibimos una compensación adecuada por los riesgos ESG. También utilizamos las puntuaciones para fundamentar estrategias de inversión sostenibles, identificar oportunidades de obtener alfa y gestionar el riesgo.

⁸ PRI. 2019. A practical guide to ESG integration in sovereign debt. <https://www.unpri.org/fixed-income/a-practical-guide-to-esg-integration-in-sovereign-debt/4781.article>

⁹ Gini es una medida de dispersión estadística destinada a representar la desigualdad de ingresos o riqueza dentro de un grupo de personas. Un Gini de 0 expresa igualdad perfecta donde todas las personas tienen la misma riqueza, mientras que un Gini de 1 expresa desigualdad máxima donde una persona tiene toda la riqueza.

Mercados desarrollados

La amplitud y calidad de los datos en el ámbito soberano de los mercados desarrollados nos permiten ser selectivos y al mismo tiempo tener en cuenta una amplia gama de indicadores. Nuestro marco de puntuaciones ESG para los mercados desarrollados incorpora 16 indicadores que se remontan a 2000. Cada indicador se puntúa entre 0 y 1 según su rango percentil en todo el conjunto de datos. Una puntuación de 0 significa que está en el percentil más bajo, mientras que una puntuación de 1 significa que está en el más alto.

Nuestro enfoque ESG está integrado en nuestro proceso de inversión a través de nuestro marco de investigación fundamental, cuantitativo y técnico más amplio. Como parte clave del proceso de investigación cuantitativa, el marco de puntuaciones ESG se utiliza como evaluación independiente del perfil ESG de un país y como herramienta de valoración.

Como herramienta de análisis fundamental independiente, la puntuación ESG permite resaltar el desempeño soberano y los impulsores correspondientes. Como herramienta de valoración, la puntuación ESG se utiliza junto con nuestra puntuación fundamental soberana propia para el análisis del valor razonable. Al evaluar las puntuaciones, no solo nos centramos en el nivel absoluto para identificar el atractivo relativo de los diferenciales soberanos, sino también en el momentum, a fin de identificar oportunidades estructurales. Las señales generadas a partir de estas herramientas cuantitativas se utilizan posteriormente junto con nuestro análisis cualitativo, complementado con investigaciones independientes de terceros, a fin de fundamentar nuestras decisiones de inversión.

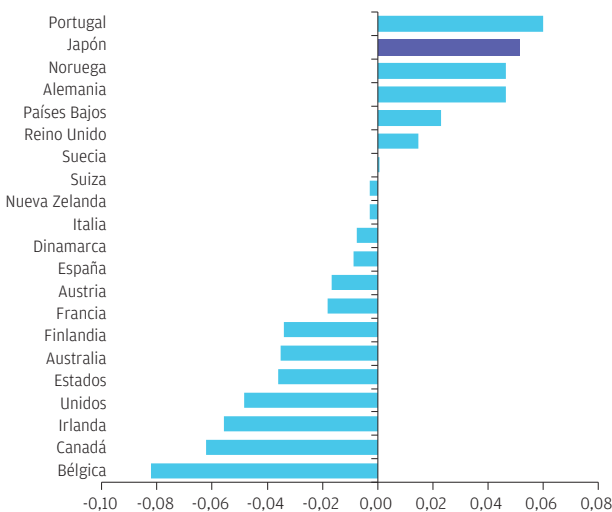
Caso práctico de mercados desarrollados: Japón

Nuestro análisis ESG comienza diferenciando cómo los factores ESG impactan sobre las perspectivas crediticias de los valores soberanos y las perspectivas de crecimiento/inflación. Consideramos que los factores ESG son menos importantes para las perspectivas crediticias de Japón, principalmente debido a la capacidad del Banco de Japón para proporcionar un apoyo fundamental al mercado de deuda pública. Consideramos que los factores ESG son un factor más importante para las perspectivas de crecimiento/inflación de Japón.

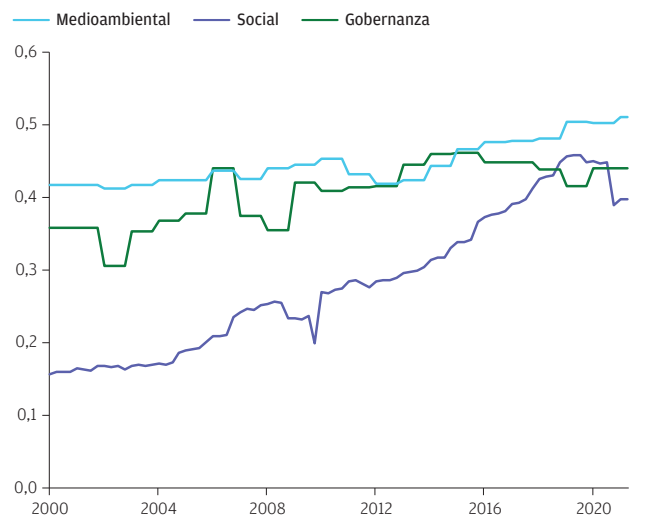
Uno de los principales desafíos para el crecimiento a los que se enfrenta Japón es la demografía. Una baja tasa de fertilidad y una creciente tasa de dependencia de las personas mayores limitarán el crecimiento de la oferta laboral y lastrarán el crecimiento potencial, lo que convierte a los factores sociales en el impulsor más importante para el crecimiento a largo plazo de Japón. Ante estos desafíos, nuestro marco de puntuaciones ESG ha identificado avances sustanciales en el país: ocupa el primer lugar en mejora social y el segundo lugar en mejora general en materia ESG en la última década. El origen de esta mejora es general, pero el aumento de la participación en la fuerza laboral, especialmente la participación femenina, ha sido una compensación clave para la disminución de la población en edad de trabajar. Esto respaldará el crecimiento potencial y, al mismo tiempo, mantendrá bajos los salarios y la inflación, condiciones favorables para la deuda soberana de Japón. Aparte de los factores sociales, las iniciativas del gobierno por estabilizar la trayectoria fiscal han contribuido positivamente a la puntuación de los factores de gobernanza y también se han logrado avances en las métricas medioambientales. En general, la mejora del desempeño en el ámbito ESG contribuye a nuestra opinión positiva sobre la deuda pública japonesa (**GRÁFICO 5**).

EXHIBIT 5: JAPAN'S IMPROVING ESG METRICS

Puntuación ESG MD propia de JPMAM, cambio desde 2010



Puntuaciones ESG secundarias de Japón propias de JPMAM



Fuente: J.P. Morgan Asset Management; datos a agosto de 2021.

Mercados emergentes

Nuestro análisis de la deuda soberana de mercados emergentes consta de varias herramientas propias para evaluar la capacidad y la voluntad de un país para reembolsar su deuda, incluido nuestros índices Country Fundamental Index (CFI) y Country ESG Index (CESGI).

El índice CFI proporciona una medida objetiva e independiente de la capacidad crediticia mediante la incorporación de indicadores fundamentales que abarcan factores estructurales, de solvencia y de liquidez. Estos últimos incluyen ratios de deuda y déficit fiscal, ratios de servicio de la deuda, reservas, saldo por cuenta corriente, PIB per cápita y exposición a exportaciones de materias primas. El índice CFI se utiliza para calcular un diferencial soberano de valor razonable basado en estos indicadores fundamentales tradicionales (valor razonable implícito de CFI).

El modelo CESGI proporciona una evaluación cuantitativa holística de los factores ESG que se utiliza para calcular un diferencial de valor razonable ajustado por factores ESG. Consideramos más de 30 indicadores ESG al confeccionar el índice, reduciéndolo a indicadores con la cobertura de país y la puntualidad adecuadas. Dado que el

índice CESGI fue diseñado como una superposición a nuestro índice fundamental tradicional (CFI), no repetimos indicadores como los ratios de deuda y fiscal. En cambio, nos centramos en nuevos indicadores que ayudarían a explicar la diferencia entre nuestro valor razonable implícito de CFI y los diferenciales reales. Todos los indicadores se convirtieron en puntuaciones Z, donde 0 representaba el país promedio de los mercados emergentes en nuestro universo para un indicador dado. Llevamos a cabo un análisis de regresión entre países para determinar una combinación ponderada de indicadores con un poder explicativo razonable sin redundancias innecesarias. Terminamos con ocho indicadores que creemos que tienen un fuerte vínculo fundamental y empírico con los diferenciales soberanos.

El resultado de estas herramientas cuantitativas se utiliza junto con las evaluaciones de investigación cualitativa de nuestros analistas, fundamentado todo con reuniones regulares con responsables de bancos centrales, funcionarios públicos y analistas locales. Los analistas también realizan investigaciones temáticas periódicas, relacionadas con temas ESG como descarbonización / riesgo climático y riesgos de inestabilidad política, en diferentes países.

Caso práctico de mercados emergentes: Jamaica y Honduras

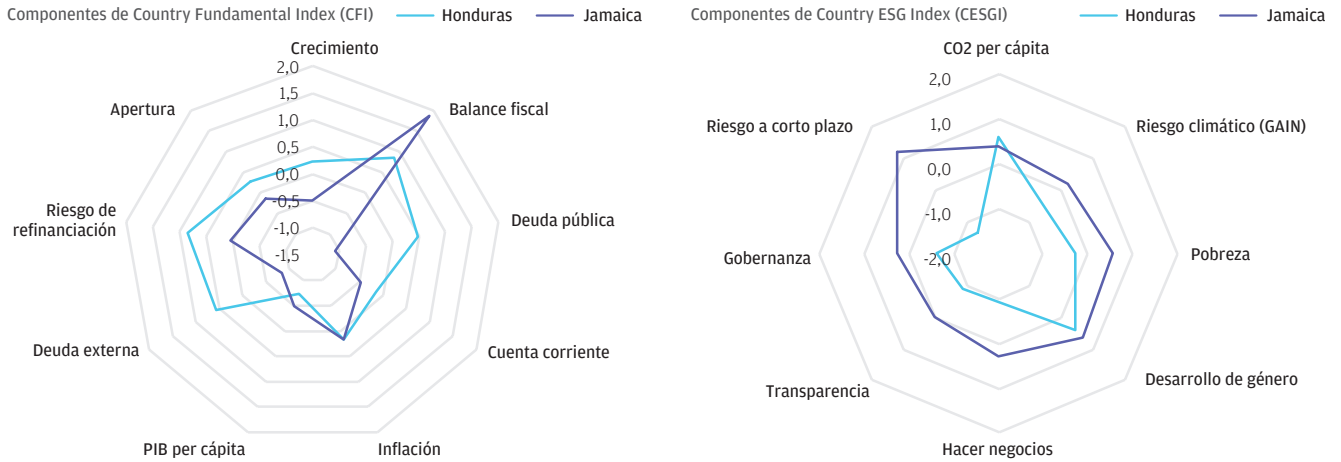
Jamaica y Honduras son dos países soberanos para los cuales los factores ESG cambian significativamente nuestras opiniones más allá de las métricas crediticias tradicionales (**GRÁFICOS 6 y 7**).

JAMAICA se negocia en niveles elevados en relación con sus métricas crediticias tradicionales y su calificación de crédito, algo que creemos que se explica, al menos parcialmente, por unas características ESG positivas. Las métricas crediticias tradicionales, como la deuda pública frente al PIB, son altas en relación con sus pares y los diferenciales son estrechos en relación con otros títulos con calificación de B. Sin embargo, Jamaica se ubica por encima del promedio en factores ESG, incluidas las emisiones de carbono per cápita, el desarrollo de género y la facilidad para hacer negocios. La vulnerabilidad climática es un problema para Jamaica como nación insular, pero este indicador en realidad se acerca al promedio una vez ajustado al PIB per cápita y es relativamente mejor en comparación con sus pares regionales como Honduras. Además, Jamaica ha ido mejorando gracias a positivos cambios de política tras completar de forma satisfactoria los programas del FMI en los últimos años. Estos cambios de política incluyen la diversificación de su matriz energética y los ahorros fiscales relacionados, la provisión de transferencias sociales para poblaciones vulnerables y el mantenimiento de la disciplina fiscal sobre múltiples administraciones gubernamentales. Si bien el ritmo de la recuperación del turismo sigue siendo un riesgo relevante a corto plazo, creemos que la dirección positiva de la política anclará más bajos los diferenciales a medio plazo.

HONDURAS es un valor por el que creemos que no recibimos compensación a cambio de los riesgos ESG. Las métricas crediticias tradicionales son sólidas, con bajos niveles de deuda y una política fiscal estricta. Sin embargo, el riesgo climático y la pobreza son peores que el promedio. Honduras tiene una alta exposición a los peligros naturales, que impactan sobre el sector agrícola y afectan a la infraestructura crítica. Si bien esta situación convierte a Honduras en un buen candidato potencial para la inversión de impacto, los bajos indicadores de gobernanza podrían limitar la efectividad de una estrategia de impacto o de implicación. La corrupción sigue siendo un problema persistente y el país se clasifica sistemáticamente como deficiente (actualmente en el puesto 157 de 180 países) en el Índice de Percepción de la Corrupción de Transparency International. El actual presidente, Juan Orlando Hernández, ganó unas elecciones muy controvertidas en 2017 y desde entonces los tribunales estadounidenses lo acusan de haber aceptado sobornos de narcotraficantes. El mandato de la Misión de Apoyo a la Lucha contra la Corrupción y la Impunidad respaldada por la Organización de los Estados Americanos expiró a principios de 2020, aumentando la preocupación de las agencias internacionales con respecto a la monitorización de la corrupción en el país. La nueva campaña del presidente Biden para vincular la ayuda estadounidense en Centroamérica a las reformas para luchar contra la corrupción podría resultar en cambios significativos, al igual que las elecciones en Honduras en noviembre de 2021, pero tendremos que seguir siguiendo de cerca los acontecimientos futuros.

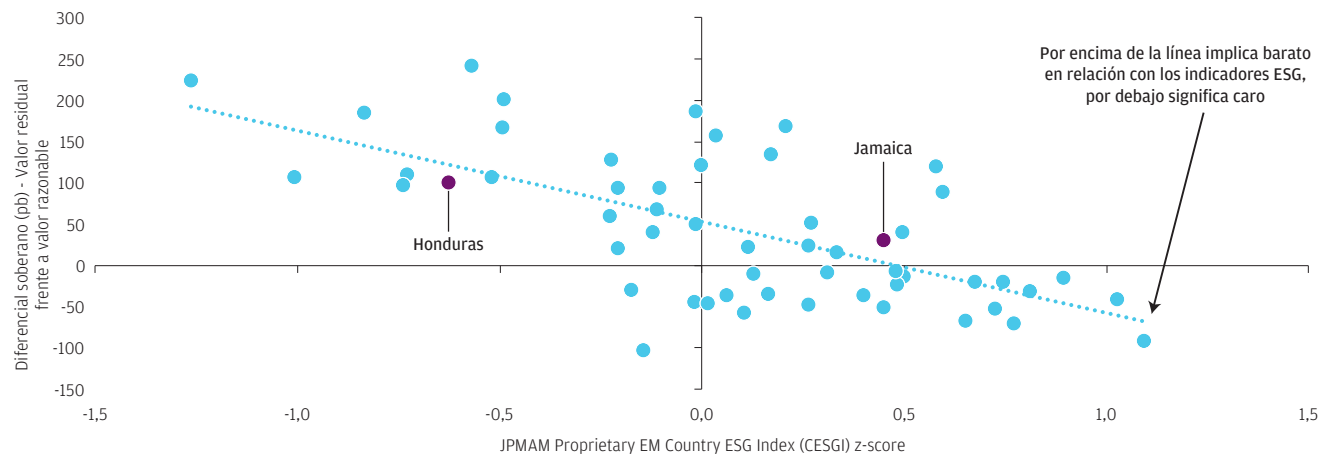
Caso práctico de mercados emergentes: Jamaica y Honduras (continuación)

GRÁFICO 6: EL ANÁLISIS ESG COMPLEMENTA EL ANÁLISIS FUNDAMENTAL TRADICIONAL: NUESTRO COUNTRY ESG INDEX (CESGI) ARROJA UNA PUNTUACIÓN SUPERIOR PARA JAMAICA QUE PARA HONDURAS



Fuente: J.P. Morgan Asset Management. Las puntuaciones muestran puntuaciones Z entre las diferentes dimensiones, donde las puntuaciones positivas corresponden a características positivas. Por ejemplo, una puntuación de 1 en Riesgo climático significa que un país tiene una desviación estándar mejor (menos vulnerable) que el país promedio de mercados emergentes en el universo en relación con esta característica.

GRÁFICO 7: CONVERSIÓN A VALORACIÓN: HONDURAS SE NEGOCIA MÁS BARATO EN CUANTO A SU VALOR RAZONABLE IMPLÍCITO, PERO, SI SE TIENEN EN CUENTA LAS MÉTRICAS ESG, JAMAICA RESULTARÍA MÁS ATRACTIVO



Fuente: J.P. Morgan Asset Management, datos a agosto de 2021. El eje Y se refiere al elemento residual de los diferenciales de mercado a partir de un valor razonable implícito en las métricas crediticias tradicionales (Country Fundamental Index, CFI). La línea ajustada refleja el poder de los factores ESG (Country ESG Index, CESGI) para explicar ese residual.

CONCLUSIÓN

Aunque se dispone de una amplia gama de datos ESG en el ámbito de la emisión soberana, su interpretación puede ser irregular, sesgada y compleja. Las puntuaciones de terceros pueden proporcionar una comprensión simple de las características ESG de un país, pero pueden carecer de transparencia y, hasta el momento, no existe un estándar del sector. Creemos que nuestro marco propio nos proporciona información más completa y, por tanto, una mayor convicción. El enfoque es multifacético y transparente, tiene en cuenta una amplia gama de información y puede combinarse con una superposición cualitativa y complementarse con la implicación. Se ha desarrollado para alinearse con nuestros procesos de inversión actuales y fundamentarlos y, al ofrecernos una visión más holística de los emisores soberanos, creemos que contribuye a una rentabilidad ajustada por el riesgo más sólida.

APÉNDICE 1: PROVEEDORES EXTERNOS DE PUNTUACIONES ESG DE DEUDA SOBERANA COMÚNMENTE UTILIZADOS

Proveedor	Producto	Descripción de la puntuación	Países cubiertos	Ponderaciones (%)		
				E	S	G
MSCI	MSCI ESG Government Ratings	Identifica la exposición y la gestión de los factores de riesgo ESG y explica cómo estos factores pueden afectar a la sostenibilidad económica a largo plazo. Las calificaciones tienen como objetivo complementar el análisis tradicional de la deuda pública para analizar la solvencia crediticia de un país.	198	25	25	50
ISS	ISS ESG Country Ratings	Evalúa hasta qué punto un emisor soberano está posicionado para gestionar los riesgos ESG, proporcionando a los inversores información prospectiva sobre riesgos de sostenibilidad, impactos adversos y oportunidades de inversión. Complemento a las calificaciones financieras tradicionales.	121	50	15	35
Beyond Ratings	Beyond Ratings Sovereign Credit Risk Scores	Análisis de riesgo crediticio aumentado con integración sistemática de factores ESG. Según el análisis del proveedor, las puntuaciones de crédito han aumentado la correlación con los swaps de incumplimiento crediticio (CDS), las divisas y las rentabilidades y se pueden utilizar para anticipar cambios en las calificaciones financieras.	146	30	30	40
Sustainlytics	Sustainlytics Country Risk Ratings	Evalúa la prosperidad de los países considerando su acceso y gestión de la riqueza natural, humana e institucional. Aportación a los índices de deuda soberana JESG de J.P. Morgan.	172	15	35	50
RepRisk	RepRisk Country ESG Risk Index (RRI)	Cuantifica la exposición reputacional a los riesgos de conducta empresarial y ESG. No está diseñado para predecir el rendimiento de los valores. Aportación a los índices de deuda soberana JESG de J.P. Morgan.	225		N.D.	
ODS NU	SDG Index y posiciones	Los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas son 17 objetivos globales interconectados para lograr un futuro mejor y más sostenible para todos. Los ODS se han convertido en parte de los marcos de bonos sostenibles de muchos emisores en los últimos años. SDG Index tiene como objetivo rastrear el progreso de los países hacia los objetivos, ayudar a identificar brechas en los datos y complementar otras herramientas de formulación de políticas.	193		N.D.	

Fuente: Banco Mundial, proveedores de puntuaciones, J.P. Morgan Asset Management.

PUNTUACIONES DIFERENTES, OBJETIVOS DIFERENTES. La tabla que figura arriba presenta las puntuaciones ESG de terceros de uso común que consideran los pilares E, S y G. La mayoría de las puntuaciones suelen conceder mayor ponderación al pilar de gobernanza, si bien ISS lo hace sobre el pilar medioambiental. Los proveedores generalmente utilizan una amplia gama de aportaciones de datos, con más de 100 indicadores subyacentes para algunas puntuaciones. Casi todas las puntuaciones utilizan algunos elementos cualitativos para completar las deficiencias en los datos o proporcionan una opinión sobre factores menos cuantificables. Es importante destacar que cada puntuación persigue un propósito específico. Algunas puntuaciones se diseñaron para complementar las calificaciones crediticias tradicionales (MSCI, ISS), mientras que otras apuntan a la relevancia de los indicadores financieros, la riqueza de un país o el riesgo empresarial. Las agencias de calificación crediticia tradicionales también han comenzado a proporcionar puntuaciones ESG, pero principalmente con el propósito de explicar cómo se integran las consideraciones ESG en sus calificaciones (por ejemplo, ESG Credit Impact Score de Moody's y ESG Relevance Score de Fitch).

BARRERAS A LA ESTANDARIZACIÓN. No está claro si alguna vez existirá un único estándar del sector para medir el riesgo ESG soberano. Además del hecho de que diferentes puntuaciones pretenden alcanzar diferentes objetivos, la mayoría de las puntuaciones no están disponibles públicamente. De las que se muestran en la tabla anterior, solo SDG Index de las Naciones Unidas está disponible públicamente de forma gratuita. Esto podría limitar potencialmente una adopción más amplia y una comprensión transparente de la metodología.

APÉNDICE 2: DATOS DE EMISIONES SOBERANAS

LAS FUENTES DE DATOS DE EMISIONES SOBERANAS REFLEJAN EL EQUILIBRIO ENTRE PUNTUALIDAD, COBERTURA Y PREFERENCIAS METODOLÓGICAS.

La Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (CMNUCC) evalúa el progreso de los países hacia el Acuerdo de París utilizando datos proporcionados por los gobiernos. Los datos de la CMNUCC están más disponibles para los países desarrollados (en particular, los 43 países del Anexo I) que para los países emergentes. Algunos analistas también han apreciado preocupaciones sobre la diferencia en la metodología y el sesgo potencial en los datos de emisiones presentados por cuenta propia. Para una cobertura de país más amplia utilizando fuentes no gubernamentales independientes, EDGAR y CAIT son dos bases de datos reconocidas. Idealmente, los datos deberían cubrir un amplio abanico de emisiones de gases de efecto invernadero (GEI), pero esto generalmente implica un retraso temporal adicional y problemas potenciales de calidad de datos en comparación con las emisiones de carbono (CO2) definidas con mayor precisión.

PRODUCCION FRENTE A CONSUMO. Los datos de emisiones más ampliamente disponibles provienen de una perspectiva territorial o de producción, que miden emisiones que tienen lugar dentro de las fronteras de un país. Un enfoque basado en el consumo pretende medir las emisiones allí donde se produce el consumo, teniendo en cuenta el comercio internacional. El programa Global Carbon Project estima las emisiones basadas en el consumo, pero con menor cobertura y mayor retraso temporal.

FUENTES DE DATOS DE EMISIONES SOBERANAS SELECCIONADAS

Fuente	EDGAR	CAIT	Global Carbon Project
Organización	Comisión Europea	World Resources Institute / Climate Watch	Future Earth y World Climate Research Programme
Perspectiva	Producción	Producción	Producción + consumo
Alcance	CO2 + GEI	CO2 + GEI	CO2
Años	1970-2019	1990-2018	1990-2018
Países	208	186	118
Resumen de la metodología	<ul style="list-style-type: none"> Estimación independiente utilizando las Directrices del IPCC. Incluye el uso de combustibles fósiles (AIE), procesos industriales y uso de productos. Extendido de 2015 a 2019 con estimación. Excluye el cambio de uso de la tierra y la silvicultura. Datos de GEI solo hasta 2018. Informes de CO2, CH4, N2O y gases fluorados por separado. 	<ul style="list-style-type: none"> Estimación independiente. Usa AIE para datos de combustibles fósiles hasta 2013, luego usa otras fuentes, como CDIAC, US EPA y FAO. Todos los datos con un retraso de tres años. Los datos de GEI incluyen CO2, CH4, N2O y gases fluorados. Incluye el cambio de uso de la tierra y la silvicultura. 	<ul style="list-style-type: none"> Emisiones de CO2 ajustadas por comercio internacional utilizando estimaciones de un modelo de cadena de suministro global. Los datos basados en el consumo tienen un retraso adicional de un año.

En última instancia, estas fuentes disponen de datos similares y muestran la inmensa mayoría de las emisiones globales atribuibles a China, Estados Unidos y la UE. Existe una variación notable en algunos países. Si se analizan los gases de efecto invernadero en comparación con el CO2, se muestran emisiones relativamente más altas de

agricultura y cambio de uso de la tierra en países como Brasil e Indonesia. Al contemplar el consumo en lugar de la producción se muestran mayores emisiones para países desarrollados como Estados Unidos y Alemania y menores emisiones para exportadores emergentes como China y Rusia.

Más allá de elegir una fuente, los inversores también deben interpretar los datos de emisiones con cierta normalización (por ejemplo, por PIB o per cápita) y complementarlos con una visión de la vulnerabilidad del país al cambio climático y la política climática.

Construyendo carteras más sólidas

En J.P. Morgan Asset Management, nuestra razón de ser es colaborar con nuestros clientes para construir carteras más sólidas.

Nuestro compromiso consiste en compartir nuestra experiencia, ideas y soluciones en todas las clases de activos para tomar las mejores decisiones de inversión. Sea cual sea su objetivo, juntos podemos lograrlo.



LET'S SOLVE IT®

SOLO PARA CLIENTES PROFESIONALES | PROHIBIDO EL USO O LA DISTRIBUCIÓN ENTRE INVERSORES MINORISTAS

Este es un documento comercial y como tal las opiniones contenidas en el mismo no deben considerarse asesoramiento o recomendación de comprar o vender acciones. Queda a discreción del lector, basarse en información contenida en este material. Cualquier análisis contenido en este documento se ha realizado, y puede ser utilizado, por J.P. Morgan Asset Management para sus propios fines. Los resultados de estos análisis se utilizan como información adicional y no reflejan necesariamente las opiniones de J.P. Morgan Asset Management. Cualesquiera estimaciones, cifras, opiniones, estados de tendencias del mercado financiero o técnicas y estrategias de inversión que se mencionan, a menos que se indique otra cosa, son de J.P. Morgan Asset Management a fecha de este documento. Se consideran fiables en el momento en que se ha redactado el presente documento, pero pueden no ser necesariamente completas, y no se garantiza su exactitud. Pueden estar sujetas a cambios sin que se le comuniquen o notifiquen. Debe señalarse que el valor de las inversiones y sus rendimientos pueden fluctuar en función de las condiciones del mercado y los acuerdos fiscales, y los inversores pueden no recuperar el importe íntegro invertido. La inversión en los Fondos conlleva riesgos y puede no ser adecuada para usted. Los cambios en los tipos de cambio pueden tener un efecto desfavorable sobre el valor, precio o rendimiento de los fondos o de las inversiones subyacentes extranjeras. Los resultados y rentabilidades pasadas no constituyen una indicación fiable de los resultados futuros. No se garantiza que cualquier previsión realizada se materialice. Por otra parte, aunque nuestra intención consiste en lograr el objetivo de inversión del fondo de inversión, no podemos garantizar que dicho objetivo vaya a cumplirse. J.P. Morgan Asset Management es el nombre comercial del negocio de gestión de activos de JPMorgan Chase & Co. y sus filiales en todo el mundo. Tenga en cuenta que si se pone en contacto con J.P. Morgan Asset Management por teléfono, la conversación puede ser grabada y monitorizada con fines de seguridad y formación. También debe tener en cuenta que la información y los datos de sus comunicaciones se recogerán, almacenarán y procesarán por J.P. Morgan Asset Management, de acuerdo con la Política de Privacidad de EMEA, que puede consultarse en el siguiente sitio web <http://www.jpmorgan.com/pages/privacy>. Como el producto puede no estar autorizado o su oferta puede estar restringida en su jurisdicción, cada lector es responsable de comprobar que la oferta cumple en su totalidad con las leyes y regulaciones de cada jurisdicción. Antes de efectuar cualquier solicitud, se aconseja a los inversores que se asesoren legal, regulatoria y fiscalmente de las consecuencias de una inversión en los fondos. Las acciones y otros intereses pueden no ser ofrecidos a o comprados directa o indirectamente por una persona estadounidense. Todas las transacciones deberán basarse en el último folleto completo disponible, el Documento con los Datos Fundamentales para el Inversor (KIID) y cualquier documento local de oferta. Dichos documentos, junto con el informe anual, semestral y los estatutos correspondientes a los fondos domiciliados en Luxemburgo están disponibles gratuitamente previa solicitud en la página web www.jpmorganassetmanagement.com, y en las oficinas de JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Sucursal en España o en la del resto de los distribuidores. Publicado por Europa Continental por JPMorgan Asset Management (Europe) Société à responsabilité limitée, European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L - 2633 Senningerberg, Gran Ducado de Luxemburgo, R.C.S. Luxemburgo B27900, capital corporativo EUR 10.000.000. Publicado por JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. Sucursal en España con domicilio en Paseo de la Castellana 31. Registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Copyright 2021 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

LV-JPM53318 | 09/21 | ES | 09w0211108115325