

Finances i medi ambient

Ángel Berges, Emilio Ontiveros i Ricardo Pedraz, Analistas Financieros Internacionales

Policy Brief núm. 14

Febrer, 2019

ISSN 2014-7457

Resum executiu

- El canvi climàtic imposa uns costos sobre futures generacions; no obstant això, la generació actual no té incentius per evitar-ho, el que provoca la denominada “tragèdia de l’horitzó”, com la va definir Mark Carney, president del Financial Stability Board (FSB) i governador del Banc d’Anglaterra.
- Per resoldre aquesta paradoxa, i sobretot per establir els incentius apropiats, el millor és involucrar els mercats financers i posar preu als objectius i compromisos acordats a la cimera de París. Ara bé, per fer-ho resulta absolutament imprescindible més transparència informativa. I certament hi ha importants deficiències informatives sobre riscos financers associats al clima.
- Per superar aquestes deficiències hi ha les recomanacions emeses pel grup de treball (TCFD, o Task Force on Climate-related Financial Disclosure) de l’esmentat FSB, així com les del Grup d’Experts d’Alt Nivell sobre Finances Sostenibles creat per identificar els desafiaments i les oportunitats que afronta la Unió Europea per desenvolupar una política financera sostenible.
- Sobre la base d’aquestes recomanacions, la Comissió Europea va presentar, el març de 2018, el seu Pla d’acció en finances sostenibles on detallava els passos que han de donar les institucions europees per vincular el sistema financer al desenvolupament sostenible en el marc de la unió de mercat de capitals (UMC).
- Cal destacar el desenvolupament d’una definició comuna sobre el terme *finances sostenibles* que inclourà una taxonomia específica sobre “sostenibilitat” en l’àmbit europeu. Un cop definida la taxonomia, aquesta s’haurà d’integrar progressivament en la legislació

de la UE per proporcionar més seguretat jurídica als inversors i als altres agents.

- En la mateixa línia, es compromet a crear estàndards i “etiquetes” vinculades a productes financers verds, la qual cosa sens dubte els atorgarà més visibilitat, mecanismes de control i governança, que n’hauria d’afavorir la demanda.
- També cal destacar la incorporació de la sostenibilitat en els requisits de prudència per a les entitats financeres. La idea és que les entitats financeres tinguin incentius per finançar actius sostenibles o que es penalitzi la inversió en actius contaminants.
- Al marge de les recomanacions esmentades, cada vegada són més les entitats, sobretot en l’àmbit de la gestió d’actius, que adopten estratègies molt més proactives de mesurament i comunicació en relació amb el canvi climàtic i la petjada de carboni, que en alguns casos s’arriben a comprometre amb objectius quantificables de reduir l’exposició a actius causants d’aquestes emissions.
- Aquests compromisos de reducció d’actius exposats poden ser valuosos també en una perspectiva d’optimització del binomi rendibilitat/risc, com alguns informes recents posen de manifest, amb l’obtenció de més rendibilitats en la inversió sostenible, o de registrar taxes de morositat més reduïdes en finançaments a aquest tipus d’activitats.
- Espanya s’hi ha incorporat amb un cert retard (la primera emissió de bons verds realitzada per una empresa espanyola, Iberdrola, va ser el 2014) i caldria més impuls per part d’iniciatives públiques i privades, com les que ja s’han desenvolupat en la majoria de països del nostre entorn.

- D'altra banda, i des de l'evidència que s'ha observat en altres països, la inversió institucional té un paper clau en la canalització de l'estalvi dels particulars cap a inversions sostenibles. Creix la sensibilitat que molts inversors estan desenvolupant cap a inversions sostenibles, i sobretot l'evidència també creixent que aquest tipus d'inversions poden generar rendibilitats que fins i tot superen les obtingudes en inversions no sostenibles ("it pays to be green"). Són nombrosos els estudis sobre la relació entre criteris ASG (ambientals, socials i de govern corporatiu) i rendibilitat financera, però pel seu caràcter de metaanàlisi cal assenyalar l'elaborat per Friede *et al.* (2015). En aquest estudi s'indica que aproximadament el 90 % dels estudis troben una relació ASG i acompliment financer corporatiu no negativa. I el que és més important, la gran majoria parla de resultats positius.

- En el cas espanyol, si bé el punt de partida reflecteix un pes molt reduït de la inversió sostenible en les carteres institucionals, les expectatives són esperançadores, en la mesura en què una gran majoria d'entitats aposta per un creixement d'aquesta inversió, no tant per exigències reguladores, sinó per demandes creixents de clients inversors, i per la percepció que aquestes inversions poden ser tant o més rendibles que la resta.

1. El canvi climàtic. Implicacions per a l'estabilitat financera

1.1. Polítiques contra el canvi climàtic: conceptes bàsics i desenvolupaments recents

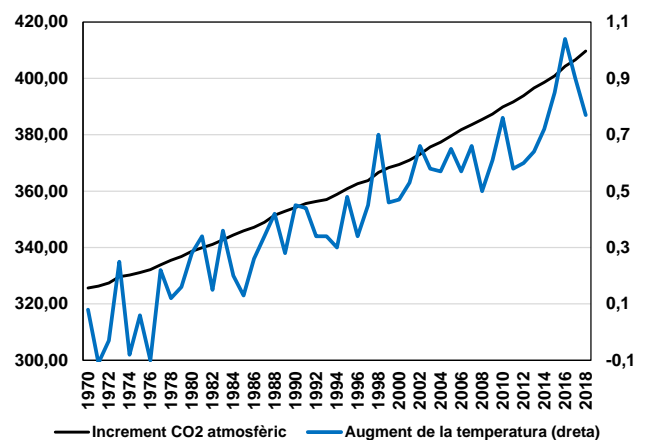
La desestabilització del planeta fa temps que va deixar de ser una amenaça hipotètica. Avui són diversos els riscos que han deixat constància de la seva virtualitat: el canvi climàtic és un dels més explícits i documentats, amb d'altres com les alteracions en l'ús de la terra, la pèrdua de biodiversitat i la deterioració dels recursos naturals.

La lluita contra el canvi climàtic com a prioritat ineludible i necessitada de compromisos fermes i coordinats ha anat calant en tots els estrats, i s'ha fet cada vegada més resistent a decisions de reversió adoptades, o anunciades, per certes administracions públiques. L'exemple més clar en aquest sentit són els Estats Units. Els anuncis de l'administració Trump sobre reversió dels seus compromisos assumits a la cimera de

París s'han respost de manera contundent des d'importants àmbits empresarials (incloses diverses de les companyies més importants i emblemàtiques, i gestors d'actius importants), així com per les administracions de nombrosos estats, nivell de l'administració nord-americana on recauen els principals esforços i compromisos adquirits en la lluita contra el canvi climàtic.

Aquest caràcter irreversible se sustenta en les evidències sobre l'escalfament global del planeta i els possibles efectes a llarg termini. Les emissions de gasos amb efecte d'hivernacle han augmentat gradualment de forma acumulada tots els anys (vegeu el gràfic 1). La comunitat científica adverteix que si la quantitat de diòxid de carboni que hi ha en l'atmosfera supera les 450 partícules per milió (ppm), la qual cosa equival a assumir un increment màxim d'uns 2 °C de la temperatura del planeta sobre valors preindustrials, els efectes desastrosos del canvi climàtic es podrien descontrolar (vegeu el cinquè informe d'avaluació de l'IPCC, Panell Intergovernamental del Canvi Climàtic).

Gràfic 1. CO₂ en l'atmosfera i temperatura global del planeta - respecte a la mitjana del s. xx



Font: Afi, IFA-Universitat de Hawaii i NOAA.

Aquesta constatació va fer que es desenvolupés el concepte de "pressupost de carboni", que és "la quantitat d'emissions de diòxid de carboni que podem emetre mentre encara tenim la possibilitat de limitar l'augment de la temperatura global a 2 graus per sobre dels nivells preindustrials". Aquest llinar el va suggerir en primer lloc el lloreat Nobel d'economia 2018, William Nordhaus, el 1977. Llinar que Nordhaus va reiterar a l'hora de rebre el premi, i que considera que la millor política possible és posar un preu adequat a les activitats econòmiques que generen noves emissions.

1.2. Els acords de París i les seves implicacions

La vint-i-unena reunió de la Convenció Marc de les Nacions Unides sobre el Canvi Climàtic (de l'anglès, UNFCC), celebrada el desembre de 2015 a París, va establir l'objectiu global –aprovat pels 195 països membres i ratificat per 184 fins al desembre de 2018– de limitar l'augment de les temperatures globals a 2 °C, i continuar amb els esforços per limitar aquest augment de la temperatura a 1,5 °C. Aquests objectius estan destinats a limitar el risc que el medi ambient arribi a un punt d'inflexió més enllà del qual es considera que les conseqüències del canvi climàtic poden ser catastròfiques i irreversibles de manera creixent.

Per a això, una de les eines de programació i coordinació és l'obligatòria comunicació, per part de cadascun dels estats, de les contribucions determinades en l'àmbit nacional (de l'anglès, NDC) cada cinc anys a partir de 2020 “amb la intenció d'aconseguir el propòsit de l'acord”. Funcionen com a exercicis de planificació formal per països pel que fa les polítiques de lluita contra el canvi climàtic d'acord amb les seves necessitats i oportunitats, però sempre sota el mateix objectiu global preestablert, aprovat i consensuat.

Ara com ara, el resultat de l'acció és que s'ha avançat en la dissociació de creixement econòmic i augment d'emissions en molts països, però les emissions i la concentració de CO₂ a l'atmosfera continuen augmentant, com també ho fa la temperatura del planeta (vegeu Tollefson, 2018).

1.3. Riscos potencials derivats del canvi climàtic: físics, legals, de transició i els *stranded assets*

Un dels elements essencials per gestionar un “problema” és identificar-lo i mesurar-lo amb exactitud. En aquest sentit, ja des dels primers informes de l'IPCC les evidències empíriques són clares, la qual cosa ha tingut una influència creixent en la presa de decisions fins avui dia.

Però sens dubte l'impuls a la transparència i a la mesura de riscos financers entorn del canvi climàtic el va donar el Financial Stability Board, la instància del G-20 per a la reforma financera internacional. Concretament, els famosos discursos del president del FSB i governador del Banc d'Anglaterra, Mark Carney, al Lloyd's of London el 2015 i el que es va fer a l'Arthur Burns Memorial Lecture a Berlín el 2016, van suposar un

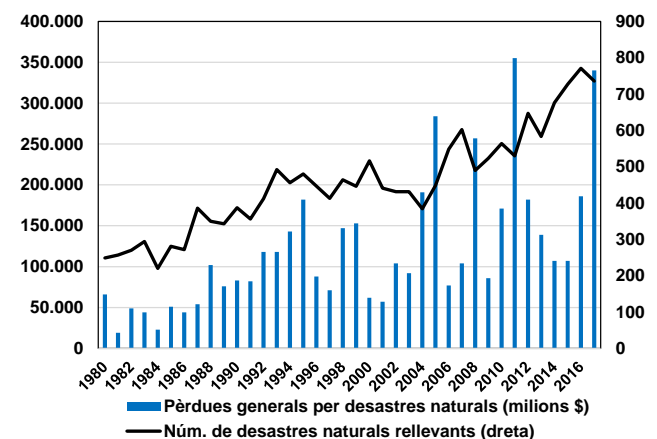
abans i un després per a l'àmbit econòmic i financer internacional.

L'anomenada “tragèdia de l'horitzó” –el problema que suposa la identificació de riscos materials per a empreses i actius associats al canvi climàtic, però que no formen part de la base de decisió de gestors i inversors perquè pertanyen a un àmbit temporal que va més enllà del que tenen en compte, a molt llarg termini– està clara des d'aleshores, i mostra un risc real que pot afectar fins i tot el mercat financer global tant per omissió com per acció accelerada. Tal com va assenyalar Carney el 2015, “quan el canvi climàtic es converteixi en un tema definitori per a l'estabilitat financera, potser ja serà massa tard” i amb això imposarà uns costos sobre futures generacions que, malgrat tot, l'actual generació no té incentius per evitar.

Davant d'aquest problema, una primera tasca a l'hora d'enfrontar-se al risc financer associat al canvi climàtic és poder-lo acotar i categoritzar. En aquest sentit, la transmissió de riscos climàtics al sistema financer ha quedat categoritzada en tres modalitats de riscos: físics, fiduciaris i de transició.

1. El que està constituït pels riscos físics és el més explícit. Els riscos creats per alteracions meteorològiques més o menys cròniques o episòdiques tenen un impacte clar sobre els passius de les companyies d'assegurances i sobre el valor dels actius financers i no financers. Com a exemple, Munich Re NatCatSERVICE va registrar 736 esdeveniments amb pèrdues rellevants el 2017 a tot el món, superiors a la mitjana dels últims deu anys (vegeu el gràfic 2).

Gràfic 2. Pèrdua de valor dels actius afectats per desastres naturals



Font: Afi. MunichRe-NatCatService.

En el mateix sentit cal citar un estudi publicat per la Reserva Federal (Colacito *et al.*, 2018) que estima l'impacte potencial de l'augment de temperatura sobre l'economia nord-americana. En un escenari d'emissions mitjanes o elevades preveu que l'economia nord-americana podria perdre entre 0,5 % i 1 % de potencial de creixement a llarg termini (horitzó 2017 a 2100).

2. En segon lloc, hi ha els riscos vinculats a obligacions derivades de danys susceptibles de ser percebuts en el futur, que acabin associant-se al canvi climàtic i exigeixin compensacions als extractors i emissors de carboni. Són els anomenats riscos fiduciaris.

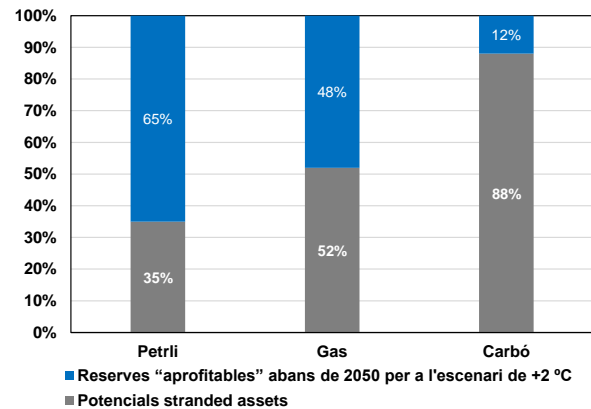
Encara que en la majoria dels casos són els governs els acusats, les empreses estan començant a patir aquest tipus de desafiaments. Els demandants tracten de promoure canvis en els seus plans de negoci futur, i litiguen pels danys causats en relació amb el canvi climàtic o per l'exigència de més informació sobre els riscos que les empreses presenten en aquest àmbit. En aquesta mateixa categoria de riscos fiduciaris caldria considerar també els anomenats riscos reputacionals. A mesura que augmenta la sensibilitat d'inversors i clients, inclosos grups d'activistes, pot produir erosió dels actius intangibles com el valor de les marques i, per tant, les posicions competitives de les empreses.

3. La tercera categoria de riscos associats al canvi climàtic faria referència als costos anomenats riscos de transició derivats del procés d'ajustar-se a una economia baixa en carboni. Canvis en polítiques, en tecnologies que accelerin l'obsolescència d'antigues inversions, o en la consideració d'actius en risc climàtic, poden determinar una revisió del valor de molts actius, en la mesura en què el compliment dels acords de París requereix mantenir una gran proporció de les reserves existents de combustibles fòssils sense explotar (*stranded assets*, per la referència en anglès). Segons un estudi publicat a la revista *Nature* el 2015, s'estima que el 35 % de les reserves de petroli, la meitat de les reserves de gas (52 %) i el 88 % de les reserves que es coneixen de carbó no s'utilitzaran (vegeu el gràfic 3).

En aquesta mateixa direcció d'identificar actius, i d'exposició als mateixos, afectats per risc de transició, cal destacar que la Junta Europea de Risc Sistèmic (D. Gros *et al.*, 2016), institució encarregada de la vigilància macroprudencial en el sistema financer europeu, calculava que el grau d'exposició de les entitats financeres a empreses que basen el seu model de negoci en recursos energètics fòssils era de més d'1 bilió d'euros (62 % deute, 38 % accions), i que els

principals índexs borsaris podrien caure un 15-20 % tenint en compte l'efecte sobre altres actius dependents d'intenses emissions de carboni. No obstant això, troben que les pèrdues de capital en aquest escenari són molt inferiors que en un escenari sever de "no mitigació" del canvi climàtic.

Gràfic 3. Reserves globals no "aprofitables" abans de 2050 en el marc de l'escenari de +2 °C



Font: *Nature* (2015).

1.4. Canvi climàtic i estabilitat financera: el paper del Financial Stability Board i les recomanacions del Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD)

Aquesta mateixa consideració de la pèrdua potencial de valor d'un elevat nombre d'actius com a conseqüència del canvi climàtic és la que atorga al canvi climàtic una gran rellevància des d'una perspectiva d'estabilitat financera.

En la lluita contra el canvi climàtic, i concretament en la consecució dels acords de París sobre estabilització de les emissions mundials contaminants, el paper dels agents de mercats financers –emissors, inversors, supervisors o reguladors– es considera essencial. Al cap i a la fi, la funció fonamental dels mercats financers és la seva capacitat de valoració relativa entre el present i el futur, fonament important per establir els incentius apropiats.

Aquest paper destaca que s'atorga als mercats financers en la lluita contra el canvi climàtic explica el lideratge que, a partir de la cimera de París, va prendre el FSB. Una de les primeres decisions d'aquest Consell va ser crear un grup de treball sobre la política de divulgació d'informació financera en relació amb el canvi climàtic (TCFD).

De la importància assignada al TCFD, i sobretot del seu abast més allà de les polítiques públiques, hi ha l'elenc dels membres que en són responsables: el president, Michael Bloomberg, exalcalde de Nova York i fundador de la firma d'informació financera que porta el seu nom; o quatre vicepresidents màxims executius d'AXA, Bradesco, Borsa de Singapur i d'Unilever, líders mundials en el sector assegurador, l'entitat financera més gran de Brasil, un dels principals mercats de valors asiàtics i mundials, i empresa multinacional líder en béns d'alimentació i consum.

Després de gairebé dos anys de treball intens, el TCFD va emetre unes recomanacions que es van presentar a la cimera dels G-20 a Hamburg, el juliol de 2017, que van girar entorn de quatre àmbits de la gestió empresarial, que haurien de ser objecte preferent de divulgació perquè els agents financers poguessin valorar el risc financer del canvi climàtic:

- Governança de les organitzacions pel que fa als riscos i oportunitats associats al canvi climàtic: supervisió dels consells d'administració i de la direcció de les empreses sobre aquest àmbit.
- Estratègia, en particular els impactes actuals i potencials d'aquests riscos i les oportunitats sobre el pla de negoci, els avantatges competitius i la planificació financera associada, prenent en consideració diferents escenaris relacionats amb el clima, inclòs un escenari de 2 °C o menys.
- Gestió de riscos, inclosos la identificació, el mesurament i la gestió de riscos relacionats amb el clima i com es defineixen els processos per incorporar-ho en la presa de decisions de l'organització i en la gestió interna.
- Mètriques i metes per mesurar i gestionar riscos i oportunitats que es generen, en línia amb l'estratègia i el procés de gestió de riscos, incloses les emissions que genera la pròpia activitat de l'organització (*scope 1*), les emissions indirectes a causa del consum d'energia (*scope 2*) i les generades en el marc de la cadena de valor (*scope 3*).

Per a cadascun d'aquests àmbits, el TCFD ha desenvolupat guies per divulgar la informació que es considera rellevant. Es podria pensar que la voluntarietat implícita en aquestes guies resta efectivitat a la pretesa política de transparència, però res més lluny de la realitat. De fet, aquesta voluntarietat en la divulgació d'informació de riscos financers associats al canvi climàtic el fa un element

diferenciador entre entitats, i alhora ajuda a incrementar l'alineament dels inversors amb el govern corporatiu de les companyies en temes relacionats amb el canvi climàtic, atès que aquest ja s'ha convertit en un estàndard de mercat.

Tot això ajuda al fet que cada vegada siguin més entitats financeres, sobretot en l'àmbit de la gestió d'actius, les que adopten estratègies molt més proactives de mesurament i comunicació en relació amb el canvi climàtic, i la petjada de carboni, que en alguns casos arriben a comprometre's amb objectius quantificables de reduir la seva exposició a actius causants.

1.5. El paper dels bancs centrals i els reguladors financers

Els darrers anys, i des de diversos àmbits complementaris, s'ha començat a debatre sobre la pertinència que els bancs centrals i els reguladors financers tinguin un paper vinculat a l'adaptació i la lluita contra el canvi climàtic. Aquestes demandes de més implicació dels bancs centrals descansarien en la seva capacitat per desenvolupar una àmplia gamma d'instruments de política monetària no convencional, el desenvolupament d'incentius regulatoris sobre préstecs, garanties o fins i tot requeriments de capital i l'aplicació del que s'ha anomenat "flexibilització quantitativa verda".

Una primera actuació en aquest sentit consistiria a eliminar els biaixos que actualment actuen en detriment d'una transició financera cap a un model més sostenible. Aquest és el cas de les compres de bons dutes a terme pel Banc Central Europeu o el Banc d'Anglaterra, en el marc dels seus programes de *Quantitative Easing*, que incorporen un clar biaix afavoridor de bons emesos per companyies amb alta intensitat de carbó, com es posa manifest en un recent estudi (Matikainen *et al.*, 2017). No obstant això, cal recordar que quan va començar el programa de compres de valors públics (PSPP) i el programa de compra de bons corporatius (CSPP), el mercat de bons verds era molt petit (vegeu l'apartat 3.2 d'aquest *Policy Brief*).

Malgrat que tenen un mandat institucional acotat (control de la inflació majoritàriament), alguns bancs centrals han començat a estudiar les implicacions del canvi climàtic i la transició a una economia de baixes emissions per al sector financer, principalment a causa

de la seva responsabilitat en l'estabilitat financera. Els *stranded assets* ja identificats comencen a ser elements de preocupació per la capacitat que tenen de generar implicacions adverses sobre l'estabilitat financera. El propi BCE reconeix que l'horitzó en el qual el canvi climàtic afecta l'economia s'ha escurçat (Cœuré, 2018).

En aquest sentit, alguns bancs centrals (França, Holanda i Suècia com a referents més proactius) han desenvolupat anàlisis sobre els riscos financers que el canvi climàtic pot generar sobre el seu sector. D'altra banda, el Banc d'Anglaterra ha revisat l'exposició específica del sector d'assegurances a riscos financers relacionats amb el clima, i actualment es troba en un procés similar amb el sector bancari.

El Banc Central Europeu ha comprat "bons verds" en el marc dels programes PSPP i CSPP. Pel que fa al primer, el BCE va arribar a adquirir al voltant del 24 % de l'univers "verd" elegible, xifra que arribaria gairebé als 50 mil milions d'euros (R. De Santis *et al.*, 2018). Pel que fa al segon, a finals de 2018 havia adquirit prop del 20 % de l'univers de bons corporatius "verds" elegibles, que suposava un volum excepcional de més de 30 mil milions d'euros.

Un pas addicional que han suggerit alguns bancs centrals, o organismes d'estabilitat financera supranacional, pot ser la incorporació d'escenaris climàtics estressats en els "test d'estrès" del sector bancari i sector assegurances. Aquest exercici, que el Banc d'Anglaterra es planteja estudiar, comportaria la inevitable consideració del risc climàtic a la cartera de les institucions financeres, i un pas més en la reorientació d'inversions i finançament cap a una economia baixa en carboni.

El debat a aquest nivell se centra més a identificar actius considerats problemàtics que a promocionar inversions sostenibles *per se*, atès el seu vincle amb l'estabilitat financera. No obstant això, com indica en el seu primer informe la xarxa de bancs centrals per a un sistema financer més verd, hi ha un problema de falta d'informació a nivell granular que dificulta el desenvolupament d'aquestes anàlisis perquè en molts casos cal fer-ho a nivell d'actiu (NGFS, 2018).

2. Cap a una unió de mercat de capitals i un sistema financer sostenible

2.1. De la unió bancària a la unió de mercat de capitals

Quan encara no s'ha completat la unió bancària (UB), la integració financera europea intenta donar un pas endavant important amb la unió de mercat de capitals (UMC), presentada el 2014 com una de les iniciatives més emblemàtiques de l'actual legislatura europea.

En pla d'acció de la UMC (presentat el 30 de setembre de 2015), es reconeix que els mercats de capitals a Europa es troben en un estat de desenvolupament clarament inferior al d'Estats Units i mancats d'una veritable integració paneuropea. Tot això els resta capacitat per tenir un paper important en el finançament del creixement, i per contribuir a un sistema financer més ric i variat –tant des de la perspectiva d'emissors com d'inversors–, amb més estabilitat financera i menys vulnerabilitat a xocs bancaris, com el que ha patit l'eurozona entre 2010 i 2014.

Les grans línies estratègiques que el pla d'acció assenyalava com la columna vertebral d'una futura unió de mercat de capitals a Europa són sis.

1. El camí al creixement: finançament de la innovació, d'empreses emergents (*start ups*) i d'empreses no cotitzades.
2. Facilitar la sortida a mercats i l'obtenció de capital en aquests mercats.
3. Inversió institucional a llarg termini per a infraestructures i inversions sostenibles.
4. Impuls i protecció addicional a l'inversor.
5. Més capacitat bancària per finançar el creixement.
6. Facilitar la inversió transfronterera.

La revisió intermèdia el juny de 2017 d'aquest pla d'acció va fer un èmfasi especial en el paper que els mercats de capitals poden exercir en el finançament de la transició cap a una economia més sostenible, on els riscos i les necessitats a llarg termini siguin atesos. Entre altres desafiaments de sostenibilitat a llarg termini, la Comissió Europea va assumir que la gestió del canvi climàtic depèn que els fluxos financers siguin coherents amb els objectius de descarbonització a llarg termini i el desenvolupament resiliència al clima:

“Ens hem d’assegurar que el marc regulatori ajuda el sector financer a ajustar-se als riscos del canvi climàtic i als desafiaments ambientals, i que fomenta els fluxos de capital privat cap a inversions sostenibles”.

En definitiva, la Comissió va reconèixer que seria necessària “una profunda reenginyeria del sistema financer perquè les inversions es fessin més sostenibles”, que comprometria iniciatives que tendeixen a adequar la informació, els ràntings crediticis, els estàndards comptables i els processos de supervisió a aquest propòsit, col·locant les finances en el centre d’aquesta política necessària per aconseguir els objectius dels acords de París.

2.2. La Unió Europea davant el canvi climàtic

Convé recordar que la Unió Europea és la que, d’una manera més conseqüent almenys fins al moment, s’ha compromès amb la transició cap a una economia baixa en carboni. A Europa, aquest compromís s’ha concretat a reduir, en relació amb els nivells de 1990, les emissions de CO₂ en, com a mínim, un 40 % en l’horitzó de 2030 i aconseguir una economia sense emissions – netes – el 2050 (Comissió Europea, 2018a). Això significa que de forma immediata cal adoptar polítiques que facilitin la transformació de les empreses cap a models de negoci més eficients en la utilització dels recursos i més circulars. I les finances tenen molta feina per fer.

Els nivells d’inversió actuals s’han considerat insuficients per donar suport a un sistema econòmic sostenible en termes socials i ambientals. Segons els càlculs fets per la pròpia Comissió, la Unió Europea ha d’aconseguir un dèficit d’inversió anual de gairebé 180.000 milions d’euros per aconseguir els objectius en matèria de clima i energia d’aquí a 2030. Això exigeix accions en matèria de renovació d’edificis cap a un major grau d’eficiència, generació i transmissió d’energia mitjançant fonts renovables, i transport de baixes emissions, entre d’altres.

Es tracta d’inversions amb unes quantitats que excedeixen la capacitat actual dels pressupostos públics i, en conseqüència, requereixen la participació d’inversors privats i el consegüent desplegament d’instruments que les vehiculin. També es fa necessari reorientar el marc regulatori perquè els fluxos de capital privat atenguin les necessitats d’inversió sostenible a través d’incentius adequats alhora que es garanteix l’estabilitat financer del sistema. L’existència d’externalitats negatives que el mercat per si sol no pot

corregir exigeix que la normativa ofereixi estímuls i directrius clares que donin els senyals que el mercat requereix per reorientar les seves inversions.

2.3. Les finances sostenibles en la unió de mercat de capitals

Amb la finalitat de definir una estratègia global en l’àmbit de les finances sostenibles, la Comissió Europea va decidir engagar un grup de treball d’experts d’alt nivell per identificar i superar les barreres que hi ha en relació amb la inversió sostenible i de llarg termini.

L’informe final del grup d’experts d’alt nivell (Comissió Europea, 2018b) descriu els desafiaments i les oportunitats que afronta la Unió Europea per desenvolupar una política financera sostenible identificant el que considera “la manera en què el sector financer es pot tornar a connectar amb l’economia real per donar suport a la transició cap a una economia més eficient en l’ús dels recursos i més circular”.

- Una taxonomia per a finances sostenibles: l’informe final va dissenyar un full de ruta i un marc per elaborar aquesta classificació d’inversions. L’informe sosté que si no som capaços d’identificar quins són els elements en què hem d’invertir, difícilment podrem mobilitzar nivells d’inversió i finançament considerables per aconseguir-ho.
- L’informe final es va manifestar a favor que les directrius per a l’emissió de bons verds (International Capital Market Association, 2018) fossin obligatòries, i que aquestes emissions estiguessin sempre acompanyades d’una “segona opinió” emesa per una entitat independent i acreditada, la qual cosa atorgaria una major credibilitat a aquest tipus d’emissions.
- La creació d’un organisme (Sustainable Infrastructure Europe) encarregat d’accelerar la inversió en aquest tipus d’infraestructures a Europa, partint d’una experiència pilot el 2018 que pogués evolucionar fins a ser una agència independent el 2020.
- L’enfortiment de les normes europees de divulgació per fer que els riscos i les oportunitats del canvi climàtic siguin “totalment transparents” per a inversors i consumidors. Per això recomanava específicament que la Unió Europea aprovi i implementi les directrius del TCFD, i explori com alinear-les millor amb la Directiva d’informes no financers de la UE, que requereix que les grans

empreses publiquin informes periòdics sobre els impactes socials i ambientals de les seves activitats.

- Els deures fiduciaris pel que fa a consideracions de sostenibilitat es van plantejar explícitament com a obligacions dels gestors d'actius i inversors, i deixava clar que aquests factors s'haurien d'incorporar a les decisions d'inversió.
- Els experts van sol·licitar a la Comissió que requereixi als reguladors de referència –com l'Organització Internacional de Comissions de Valors, l'Autoritat Bancària Europea i l'Autoritat Europea de Valors i Mercats– que actualitzin les seves orientacions i principis de manera que fessin referència explícita a criteris ambientals, socials i de governança (de anglès, ESG), i a assumptes de sostenibilitat.
- Es constata que les normes de comptabilitat, encara que sigui de forma no deliberada, afavoreixen les inversions a curt termini amb l'objecte de reduir els riscos d'inversió. En aquest sentit, es recomana legislar de manera que les normes de comptabilitat no desencoratgin indegudament la inversió a llarg termini.
- El paper que l'informe atorga als inversors minoristes, que suggereix diverses formes d'apoderar els estalviadors i petits inversors perquè entenguin l'impacte que les seves inversions tenen en la sostenibilitat. Per això aconsella establir estàndards mínims per als fons vinculats “al que és sostenible”, i crear una “etiqueta verda europea” voluntària que millori la visibilitat d'alguns productes financers davant de les inversions.

En definitiva, es tracta d'un informe rellevant tant per les seves recomanacions com per haver servit de fonament per a la Comissió Europea a l'hora de desenvolupar la seva pròpia base d'actuació futura. També constitueix un exercici de pedagogia excel·lent per entendre com és possible finançar el creixement de manera sostenible a llarg termini i contribuir a la creació d'una economia circular i baixa en carboni.

2.4. El Pla d'acció de la Comissió per al finançament del creixement sostenible

Amb l'objectiu de “convertir Europa en el centre de gravetat de la inversió global en una economia baixa en carbó, eficient en la utilització dels recursos i circular”, el març de 2018 la Comissió Europea va presentar el seu Pla d'acció per al finançament del creixement sostenible, o Pla d'acció en finances sostenibles (Comissió Europea, 2018c), en gran mesura seguint les

recomanacions del grup d'experts analitzades en la secció anterior.

El Pla d'acció inclou 10 iniciatives, entre les quals cal destacar les següents:

- Desenvolupar una definició comuna del terme *finances sostenibles* que inclogui una taxonomia específica sobre “sostenibilitat” en l'àmbit europeu, que estarà delimitada en quatre àmbits: mitigació del canvi climàtic, adaptació a aquest canvi, activitats ambientals i activitats socials.
- Un cop definida la taxonomia, s'haurà d'integrar progressivament a la legislació de la UE per proporcionar més seguretat jurídica a inversors i altres agents, encara que sota un criteri de neutralitat tecnològica.
- Crear estàndards i etiquetes vinculades a productes financers verds. Amb això es confia que l'interès creixent dels consumidors per aquest tipus d'etiquetes es traslladi als productes financers (com a fons d'inversió especialitzats en economia baixa en carboni, bons verds o fins i tot hipoteques verdes que es desenvolupin sota la seva protecció), i els doni una visibilitat, uns mecanismes de control i una governança que n'hauria d'afavorir l'augment de la demanda.
 - Aclarir les obligacions fiduciàries d'inversors i gestors d'actius quant a criteris de sostenibilitat.
 - Incorporar la sostenibilitat en els requeriments de prudència. La Comissió analitzarà els requisits de capital més adequats que han de tenir els “actius sostenibles” en poder dels bancs i de les companyies d'assegurances.

En aquest àmbit, el debat se centra en la incorporació d'un tractament explícitament favorable d'inversions sostenibles (*green supporting factor*), o un d'explícitament penalitzador (*brown penalising factor*) d'inversions més contaminants. La idea és que les entitats financeres tinguin incentius per finançar actius sostenibles o que es penalitzi la inversió en actius contaminants. Per això, un cop definida la taxonomia d'actius i inversions sostenibles serà el moment adequat per valorar el requeriment de capital més adequat que reflecteixi millor el risc que generen per a les entitats financeres la inversió en aquests actius.

Per tant, hi ha pocs dubtes sobre la voluntat de les institucions europees d'alinear la tensió transformadora de les finances amb el camí de la sostenibilitat de manera irreversible.

3. Bons verds i altres instruments financers sostenibles

3.1. Preferències en els mercats financers per instruments sostenibles

Cada vegada són més les entitats, sobretot en l'àmbit de la gestió d'actius, que adopten estratègies molt més proactives de mesurament i comunicació en relació amb el canvi climàtic i la petjada de carboni, que en alguns casos arriben a comprometre's amb objectius quantificables de reduir l'exposició a actius que causen aquesta petjada.

Aquestes polítiques de diferenciació en la transparència, o fins i tot en el compromís de reducció d'actius exposats, poden ser valuoses també en una perspectiva d'optimització del binomi rendibilitat/risc, com es posa de manifest en alguns estudis recents, i de forma especial en un informe recent de BlackRock (2018). En aquest informe s'analitza la *performance* de diverses carteres d'accions, classificades en funció de la intensitat en carboni de la seva activitat pel que fa a les vendes anuals. Com es pot comprovar en el gràfic 4, aquests resultats són millors com més gran ha estat l'avenç de les companyies per reduir la intensitat de carbó en les carteres.

Potser per això, el propi BlackRock, l'inversor institucional més important del món, en una carta als principals responsables de les empreses de les quals té accions advertia sobre la necessitat de més transparència i informació quant als efectes del canvi climàtic en les seves posicions.

Gràfic 4. Rendibilitat de la renda variable per intensitat de carboni, 2012-2018



Font: BlackRock, 2018.

En la mateixa direcció, cal destacar la declaració d'un conjunt de 60 inversors institucionals (responsables d'actius sota gestió per 10 bilions de dòlars) que van fer el 17 de maig de 2018, a través del *Financial Times*, adreçada a "les seves" empreses vinculades al negoci del gas i el petroli. Els reclamen explicacions sobre com pensen atendre la necessària transició energètica cap a una economia sense emissions netes de carboni que es va acordar a París per més de 200 estats i sobre la qual diversos països han començat ja a legislar. El sector de l'energia fòssil no depèn especialment del mercat de bons per finançar-se, per la qual cosa l'exigència de mercat cap a una transició de la seva activitat ve més de la banda dels accionistes, d'aquí la importància del posicionament d'aquests inversors.

Amb aquestes iniciatives adoptades per un nombre creixent d'entitats, sobretot en l'àmbit de la gestió d'actius, el propi FSB es planteja incorporar recomanacions reguladores que incentivin mesurar i reduir riscos financers associats al canvi climàtic, per l'amenaça que suposen per a l'estabilitat financera global. Entre aquestes recomanacions caldria destacar la consideració potencial d'aquests riscos en els exercicis de *stress test* aplicats a bancs i asseguradores, o la possibilitat que bons emesos per aquestes entitats amb la bolla de sostenibles (*green bonds*) puguin computar a l'efecte de compliment dels matalassos de preservació de capital, almenys en la part de derivats d'aquesta consideració dels riscos associats al canvi climàtic.

D'altra banda, un estudi de The Economist Intelligence Unit (2015) per al sector de gestió d'actius (exclusos els actius bancaris) estima que, en l'horitzó de 2100, el valor en risc (VaR, que mesura la grandària de les pèrdues que una cartera de valors pot experimentar en un horitzó temporal determinat, i amb unes probabilitats determinades) derivat del canvi climàtic sobre el total dels actius que es puguin gestionar al món, se situaria al voltant de 4,2 bilions de dòlars en valors actuals. Aquesta xifra equival al valor total de totes les companyies de gas i petroli que cotitzen en borsa al món, o al PIB del Japó.

Independentment de la fiabilitat que mereixin aquestes xifres, en gran mesura dependents de les probabilitats associades, els elevats ordres de magnitud en què es mouen justifiquen l'atenció que mereix aquest front de nous riscos sobre l'estabilitat financera global. I, en tot cas, justifiquen les exigències informatives específiques sobre el conjunt del sector financer i corporatiu.

Aquesta transparència sobre els riscos actuals o potencials en els balanços de la indústria de serveis financers és una condició necessària per evitar erosionar la confiança, de tal manera que inversors, auditors, companyies de comptabilitat i agències de ràting hauran de prendre en consideració aquestes recomanacions informatives.

Avançant-se a aquesta consideració, Standard & Poors, una de les agències de ràting més grans del món, va emetre un informe (2017) en el qual, assumint la tipificació dels riscos climàtics que fa el FSB, destaca l'adaptació al compliment d'aquestes restriccions com un veritable factor de risc, amb conseqüències materials probablement importants per a les seves qualificacions creditícies.

Per tot això, aquesta preparació per mesurar i gestionar els riscos associats al canvi climàtic és tan important com abordar el finançament de projectes orientats cap a una societat més resistent a les conseqüències de l'escalfament global. Es tractaria d'aprofitar els tipus d'interès baix i la demanda de crèdit reduïda, que limita les possibilitats de generar beneficis en el sector financer, per finançar aquesta transició a baixes emissions. Els esforços de transició necessiten temps, i el finançament sostenible es pot vincular a aquest procés en empreses i estats.

En aquest sentit, l'Agència Internacional de l'Energia (2015) va estimar que la implementació dels compromisos assumits requerirà, en un horitzó entre 2015 i 2030, inversions entorn de 13,5 bilions de dòlars en eficiència energètica i tecnologies baixes en carboni, la qual cosa obre sens dubte una nova possibilitat inversora per a bancs, asseguradores i institucions d'inversió col·lectiva. El creixement de les emissions de bons verds, que abordem en la secció següent, ja és un clar senyal sobre aquest tema.

3.2. Bons verds: concepte, evolució i principals agents que formen el mercat

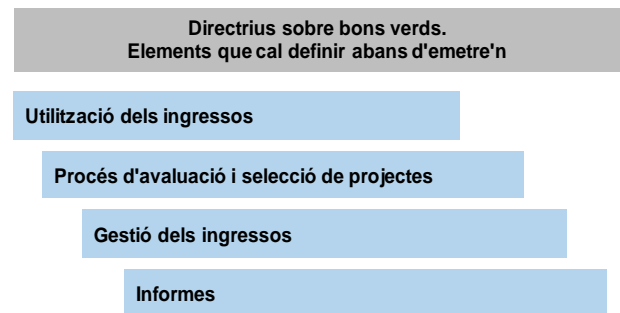
El sector de la gestió d'actius porta diversos anys assumint de forma progressiva la incorporació d'enfocaments d'inversió més sostenibles. En el cas d'inversions en renda variable (accions), aquest enfocament implica descartar la inversió en accions de companyies que no compleixin amb els criteris ESG.

En el cas de valors de renda fixa, l'enfocament és lleugerament diferent ja que no se centra en l'empresa, sinó en l'instrument. Així, és possible comprar bons

emesos per companyies que estan en un procés de transició cap a la descarbonització o que desenvolupen models de negoci vinculats a un desenvolupament més sostenible.

Així sorgeix el concepte de *bo verd*, entenent com a tal aquell els fons del qual es destinen exclusivament a finançar o refinançar, en part o íntegrament, projectes verds elegibles, com ara les reduccions d'emissions de CO₂ o finançar la compra de cotxes elèctrics. Aquests bons han de complir els *Green Bond Principles* (GBP) que promouen la integritat del mercat de bons verds a través de directrius que recomanen transparència, publicitat, elaboració d'informes i l'assignació del finançament a uns àmbits d'activitat específics (vegeu el gràfic 5).

Gràfic 5. Directrius sobre bons verds



Font: ICMA.

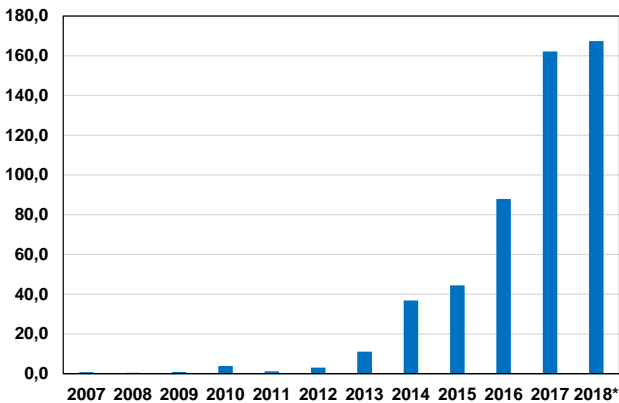
El punt de partida és el compliment de bones pràctiques d'adhesió voluntària com les que estableixen les directrius sobre bons verds (Afi és membre observador del marc de governança) adoptades en el marc de l'Associació Internacional de Mercats de Capitals (de l'anglès, ICMA), o l'aprovació d'estàndards, com el que propugna CBI (Climate Bonds Initiative). Aquestes directrius i estàndards marquen la pauta i faciliten el desenvolupament del mercat mitjançant la reducció de costos d'agència (comparabilitat i confiança) entre inversors i emissors.

Cal ressaltar que aquest tipus de bons porta implícit el risc de crèdit de l'emissor, en la mesura en què el pagament de cupons i la devolució del principal no estan vinculats al projecte que financen. Aquesta presència del "risc emissor" en els bons verds explica que, en les primeres fases de desenvolupament, els principals emissors fossin supranacionals. No en va, el debutant va ser, el 2007, el Banc Europeu d'Inversions (BEI) amb la seva saga de *climate awareness bond*.

El mercat de bons verds ha crescut des d'aleshores de forma exponencial, i a finals de 2017 va aconseguir un saldo viu de 372.000 milions de dòlars i unes emissions que van superar els 160.000 milions el 2018 (vegeu el gràfic 6).

Però la situació canvia en incorporar-se noves categories d'emissors, com ara empreses, especialment del sector d'*utilities*, i més presència d'agències i entitats supranacionals, de tal manera que actualment el mercat de bons verds presenta una distribució entre emissors empresarials (30 %) i la resta (70 %) similar a la del mercat de renda fixa global, si bé dins de les empreses hi ha més presència d'*utilities*, i de supranacionals i agències.

Gràfic 6. Emissions de bons verds des que van aparèixer (milers de milions de dòlars)



Font: Afi, CBI.
Nota (*): Tancament de 2018, xifra preliminar.

De cara a establir l'evolució potencial a llarg termini d'aquest mercat, hem de tenir en compte que el mercat actual de bons es troba entorn dels 16 bilions d'euros a la Unió Europea i podria arribar als 20 bilions d'euros. D'altra banda, si les necessitats estimades per finançar els compromisos d'energia i clima a la Unió són de 180.000 milions d'euros anuals fins el 2030, això hauria de suposar una xifra acumulada d'uns 2 bilions d'euros de bons verds emesos aquell any, la qual cosa suposaria el 10 % del total de renda fixa en aquell moment.

3.3. Altres iniciatives financeres que afavoreixen la transició

La transició cap a una economia baixa en carboni requereix inevitablement del suport paral·lel del sistema financer. En aquest sentit, els diferents proveïdors de serveis financers hauran de revisar els seus models de negoci i risc perquè coincideixin amb els nous patrons d'inversió i activitat que requereix

aquesta transició. Afortunadament, cada vegada més institucions financeres reconeixen que la sostenibilitat és clau en els seus models de futur, i envien senyals clars al mercat que el canvi és essencial i imperatiu per a gairebé tots els sectors.

- En el cas de les borses i els mercats de valors, cal destacar la iniciativa coneguda com a Sustainable Stock Exchanges (SSE), a la qual s'han adherit més de 70 borses de valors a tot el món, que representen més de les tres quartes parts dels mercats d'accions cotitzades. La seva tasca se centra a desenvolupar pràctiques de mercat, coordinades pels agents del mercat, sobre divulgació d'informació rellevant, la reassignació de capital mitjançant la introducció de productes verds, el desenvolupament de guies i activitat de formació per enfortir les capacitats del sector en aquest àmbit, i el desenvolupament d'intercanvis i processos de diàleg que estimulin el desenvolupament continu d'estàndards en la matèria.
- Amb un focus més orientat a les entitats bancàries, cal destacar la iniciativa financera del Programa de les Nacions Unides per al Medi Ambient (UNEP-FI), que ha coordinat el treball i l'intercanvi de coneixement amb més de 100 entitats bancàries internacionals per al desenvolupament de metodologies i eines que permetin als bancs entendre com el canvi climàtic genera impactes en el seu negoci i la seva activitat.
- En la indústria de la gestió d'actius també s'han produït iniciatives importants en la mateixa línia. Destaca per sobre de tots el Grup d'Inversors Institucionals sobre Canvi Climàtic (de l'anglès, IIGCC), que reuneix 160 membres de 12 països i que gestionen més de 21 bilions de dòlars. Aquest grup assumeix l'objectiu declarat de mobilitzar capital per al procés de descarbonització de l'activitat econòmica. En aquest sentit, duu a terme actuacions de coordinació de demandes dels seus membres, i col·labora amb empreses i responsables polítics en el desenvolupament de nous elements legislatius que ofereixin una visió clara i a llarg termini sobre la transició.
- Finalment, el sector assegurador és probablement el primer agent financer que en conjunt va albirar la importància dels riscos financers del canvi climàtic per a la seva activitat, atès que se'n veu afectat tant pel actius (inversions) com pels passius (pòlisses d'assegurança). De cara a mostrar accions

concretes que permetin comprendre millor, prevenir i reduir els riscos ambientals, socials i de governança, i gestionar millor les oportunitats per proporcionar una protecció de riscos de confiança i de qualitat, el sector ha desenvolupat la Iniciativa sobre unes Directrius d'Assegurança Sostenible (de l'anglès, PSI Initiative).

Tot això permet albirar que entendre la realitat climàtica en el sector financer s'erigeix en un factor clau en la gestió de riscos i oportunitats. A més, les noves oportunitats de negocis verds són un incentiu addicional que dona argument financer per a l'ecologització de l'activitat i el desenvolupament de productes d'estalvi, inversió, deute, garantia i assegurança vinculats a la identificació d'atributs climàtics de l'activitat econòmica que financen o els actius subjacents sobre els quals es recolzen.

4. Les finances sostenibles a Espanya

4.1. Principals operadors al mercat de renda fixa verda. Contrast amb les millors pràctiques europees

En el cas espanyol, la relació entre finances i canvi climàtic se centra en iniciatives puntuals d'alguns operadors, principalment pel que fa a emissions de bons verds, activitat en la qual ja han participat com a emissores algunes empreses del sector energètic espanyol, i també entitats financeres, com a emissores o com a col·locadores.

L'elèctrica Iberdrola va ser la pionera en l'emissió de bons verds, el 2014, i des d'aquesta data ha incrementat els imports i la periodicitat, fins als més de 1.400 milions d'euros emesos el 2018. Altres empreses energètiques han seguit la iniciativa, i han aconseguit una bona acceptació en el mercat (vegeu el quadre 1). Les empreses indiquen que es tracta d'emissions vinculades a una estratègia clara d'inversions en infraestructures per al procés de descarbonització de l'activitat econòmica. Alhora, atorguen a l'entitat una reputació positiva que, en general, compensa l'augment de requisits d'informació que exigeixen, i no tant un "efecte preu". El sector energètic ja té de per si un estàndard de provisió d'informació alt, per exigències normatives, per la qual cosa en aquest àmbit aquest cost d'emissió de bons verds és menyspreable i facilita que aquest sector sigui majoritari en el conjunt

d'emissors, més enllà de la seva actual transició energètica.

Altres entitats nacionals han fet emissions de bons "etiquetats" com a socials o sostenibles, que segueixen directrius similars a les dels bons verds, però el finançament que n'obtenen es destina a finalitats socials o una combinació entre aquests i els acceptats com a "verds". En aquest àmbit trobem entitats públiques com la Comunitat de Madrid o l'Ajuntament de Barcelona, i entitats financeres com Kutxabank o Caja Rural de Navarra, amb diferents enfocaments en cada cas.

Quant a entitats financeres que actuen com a col·locadores o subscriptores d'emissions verdes, cal destacar que els principals bancs espanyols han desenvolupat una intensa activitat l'any 2017, amb volums entorn dels 2.000 milions de dòlars, encara que clarament inferiors als principals agents internacionals en aquest àmbit (Credit Agricole, HSBC i Citigroup), amb operacions que van superar els 7.000 milions.

Quadre 1. Emissió de bons verds per part d'entitats espanyoles. Anys 2017 i 2018

Emissors de bons verds	Any	Període (anys)	Quantitat emesa (\$)
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA	2018	7	1.160.590.000
ACS Servicios Comunicaciones y Energía, SL	2018	8	870.510.000
Iberdrola Finanzas, SA	2018	8	870.337.500
Iberdrola International BV	2018	8	812.483.000
Adif - Alta Velocidad	2018	8	696.354.000
Iberdrola International BV	2017	8	1.179.510.000
Iberdrola Finanzas, SA	2017	8	1.057.490.000
Gas Natural Fenosa Finance BV	2017	8	943.808.000
Iberdrola Finanzas, SA	2017	8	891.090.000
Adif - Alta Velocidad	2017	6	680.304.000
Iberdrola Finanzas, SA	2017	8	265.240.000
ACCIONA Financiación Filiales, SA	2017	13	78.027.950
ACCIONA Financiación Filiales, SA	2017	3	13.426.440

Font: Afí. Bloomberg.

Nota 1: Repsol va emetre l'any 2017 un bo verd que complia els principis dels bons verds, però l'emissió no s'ha inclòs perquè Bloomberg no la considera com a tal per la seva finalitat.

Un cas particular és el dels préstecs verds que BBVA ha concedit a diverses entitats espanyoles, i que s'han regit per les mateixes normes que l'emissió de bons verds, els anomenats principis de préstec verd coordinats per l'Associació Internacional de Mercats de Capitals. Altres entitats financeres com Bankia, CaixaBank, Kutxabank, Santander o Triodos España també han apostat per la sostenibilitat en els seus préstecs de caràcter minorista i per al finançament de projectes. Ofereixen condicions especials a operacions emmarcades en àmbits de millora de la sostenibilitat (habitatge, reforma, compra de vehicles, etc.) que, tot i que no segueix els principis internacionals, tracten

d'identificar-se en el creixent àmbit de finançament de projectes i actius sostenibles.

No obstant això, s'està lluny del desenvolupament aconseguit en altres països del nostre entorn, amb iniciatives entre les quals cal destacar:

- Debat públic-privat llançat el 2016 pel Govern d'Itàlia per identificar els elements pràctics i polítics que són necessaris per mobilitzar el sistema financer italià entorn d'un desenvolupament sostenible i l'acció climàtica.
- Elaboració d'una guia, el 2018, per part de les principals entitats bancàries holandeses, sobre la capacitat del sistema financer de contribuir a la transició cap a una economia circular.
- Definició, per part de les principals entitats financeres britàniques, el 2017, de 15 directrius que han de permetre "enverdir" la seva activitat financera.
- Definició d'un etiquetatge "verd" als fons d'inversió francesos en el marc de l'aplicació de la Llei de transició energètica i lluita contra el canvi climàtic elaborat el 2015 pel Govern de França.

En definitiva, el sector financer i empresarial espanyol comença a ser part del moviment internacional de gran escala que té en compte els riscos i les oportunitats de la lluita contra el canvi climàtic i altres aspectes ambientals com un element d'inversió i valoració de risc. Tot i així, l'avenç actual dista molt d'aconseguir el desenvolupament d'altres països del nostre entorn. Per això, la futura llei de canvi climàtic i transició energètica haurà d'impulsar el desenvolupament d'aquest àmbit i haurà de ser un revulsiu per al sector.

4.2. La inversió institucional espanyola davant les finances sostenibles

La inversió institucional té una funció clau en la canalització de l'estalvi dels particulars cap a inversions sostenibles. Aquest paper descansa, d'una banda, en la sensibilitat creixent que molts inversors estan desenvolupant cap a inversions sostenibles, però també en l'evidència creixent que aquest tipus d'inversions poden generar rendibilitats que fins i tot superen les obtingudes en inversions no sostenibles, com ha quedat de manifest a l'apartat 3.

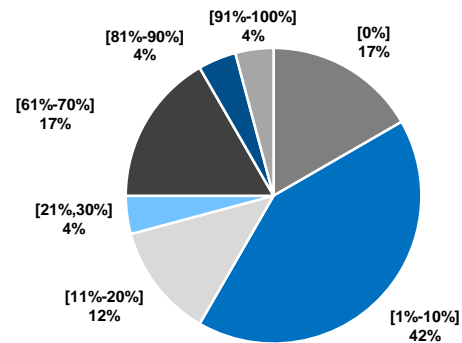
Per això, no sorprèn que alguns dels principals inversors institucionals al món hagin desenvolupat estratègies molt proactives quant a inversions sostenibles, tant en

termes de més transparència en mesurar els riscos, com en el compromís per reduir-los.

És en el marc d'aquesta tendència internacional creixent que hem volgut fer visible la inversió institucional a Espanya, pel que fa a l'actitud i les estratègies davant de la inversió sostenible. Per això hem elaborat un treball de camp que consisteix a identificar un espectre ampli d'aquests inversors, i recopilar les seves percepcions en una enquesta elaborada a aquest efecte. El treball de camp s'ha dut a terme el juliol de 2018, i sobre una població total de 87 inversors institucionals, la mostra de respostes n'abasta 24, la qual cosa sens dubte dona una representativitat raonable.

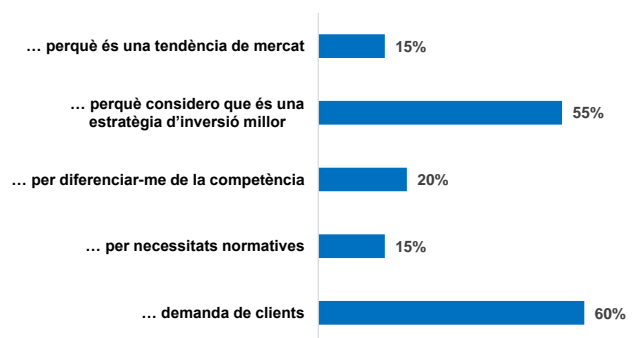
La sensibilitat creixent cap a la inversió sostenible es posa de manifest en comprovar que només un 17 % de les entitats no té cap inversió en les seves carteres. Un 54 % manté entre un 1 % i un 20 %, i en un 25 % d'inversors institucionals ja és majoritària la presència d'inversions sostenibles.

Gràfic 7. Inversió sostenible com a percentatge de la cartera



Font: Afi.

Gràfic 8. Motivació per a la inversió sostenible



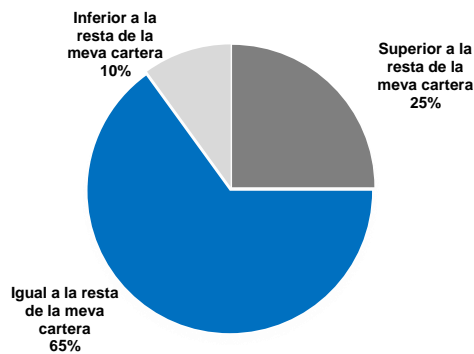
Font: Afi.

Quant als motius per incorporar inversions sostenibles a les carteres, cal destacar que el principal és la demanda

per part dels clients, i en segon lloc perquè es considera que és una bona estratègia d'inversió. Sens dubte es tracta de les dues raons que en altres països venen impulsant aquesta actitud proactiva per part dels gestors d'actius, i és molt més prometedor que si el motiu principal fos per necessitats normatives o per mera tendència de mercat.

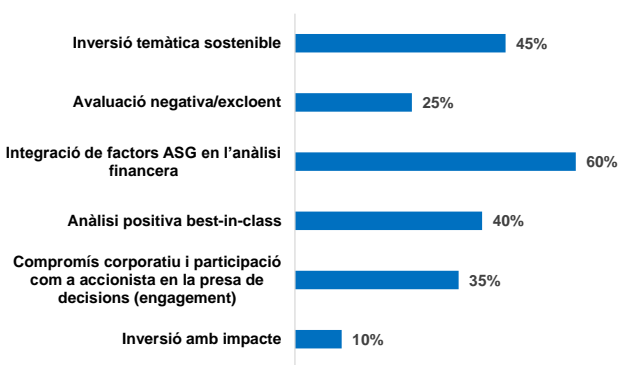
Tradicionalment es considerava que la inversió responsable implicava una acceptació de rendibilitats menors. No obstant això, els estudis empírics recents no només no ho corroboren, sinó que arriben a comprovar una lleugera millora en la rendibilitat, conclusió que sembla que també obtenim del nostre treball de camp (gràfic 9). La majoria (65 %) afirma que la inversió sostenible genera una rendibilitat similar a la resta d'inversions, mentre que un 25 % opina que genera una rendibilitat millor, davant de solament un 10 % en la direcció contrària.

Gràfic 9. Rendibilitat relativa de la inversió sostenible



Font: Afi.

Gràfic 10. Estratègies que se segueixen en la inversió sostenible

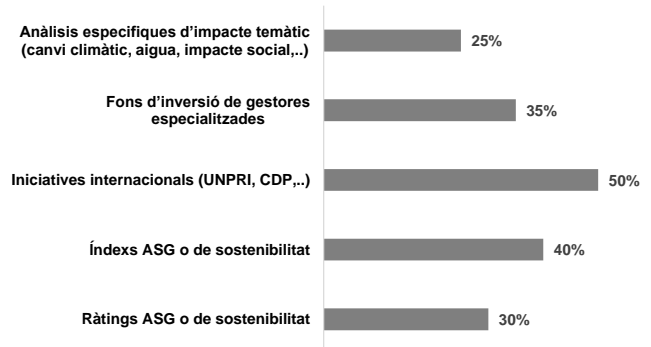


Font: Afi.

Dins de la diversitat d'opcions que ofereix la inversió sostenible en l'actualitat, les estratègies d'inversió definides tendeixen a utilitzar més d'un enfocament (el 55 % combina almenys dues metodologies), i les més importants són la integració de factors ASG en l'anàlisi

financera (60 %) i la definició de fons d'inversió temàtica sostenible (45 %).

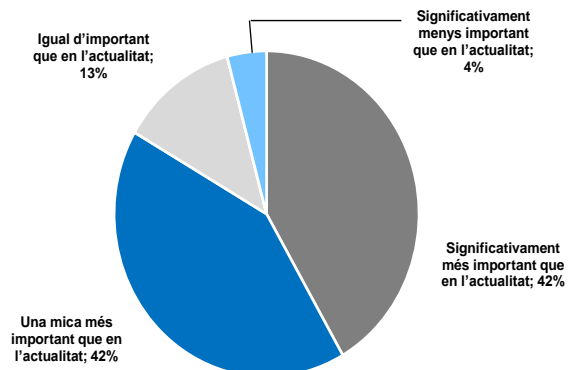
Gràfic 11. Benchmarking utilitzats per a la inversió sostenible



Font: Afi.

Els inversors institucionals espanyols utilitzen una diversitat de referents internacionals en sostenibilitat a l'hora de *benchmark* de les seves inversions (55 %). Les iniciatives internacionals que estableixen criteris estàndard per a les seves entitats adherides són les més utilitzades (50 %), seguides per l'evolució dels índexs ASG (40 %).

Gràfic 12. Perspectives de futur per a la inversió sostenible



Font: Afi.

L'evolució esperada de la cartera construïda amb criteris d'inversió sostenible creixerà en els propers dos anys segons la majoria (84 %) d'institucions d'inversió col·lectiva d'Espanya; de fet, en un 42 % d'aquestes institucions aquest creixement pot ser substancial, la qual cosa pot escurçar la bretxa que ha suposat la incorporació tardana a Espanya d'inversions sostenibles a les carteres d'inversió institucional.

5. Conclusions

Els elevats ordres de magnitud en què es mouen els impactes potencials negatius justifiquen l'atenció que mereix aquest front de nous riscos sobre l'estabilitat financera global. Així mateix, és necessari gestionar millor les oportunitats per proporcionar una senda de confiança i de qualitat a tots els agents.

Un element clau del desenvolupament de les finances sostenibles és disposar de més informació i transparència comunicativa. El model d'implementació de requeriments establert des de 2015 a França (el conegut com a article 173 de la Llei de transició energètica i canvi climàtic francesa) es considera adequat. Els inversors institucionals i gestors d'actius es veuen obligats a definir amb més claredat la seva implicació en aquests aspectes, i a explicitar els riscos i les oportunitats climàtiques que presenten les seves carteres. La capacitat d'arrossegar la resta d'ens (empreses, institucions i supervisors principalment) és notable i una bona pràctica a implementar en el nostre context.

Diverses anàlisis que s'han fet fins avui conclouen que les inversions sostenibles són més rendibles o tenen menys risc que les que no tenen en compte aquest tipus d'aspectes, per la qual cosa hauria de tenir una incidència favorable en els requisits prudencials (*green supporting factor*). No obstant això, la seva aplicació hauria d'anar acompanyada d'un factor penalitzador per a les activitats que operen en sentit contrari (*brown penalising factor*). Aquests elements tindrien una gran importància per a les entitats bancàries i asseguradores.

L'anunciada futura llei de canvi climàtic i transició energètica haurà d'impulsar el desenvolupament d'aquest àmbit i haurà de ser un revulsiu per al sector.

Referències

- ALLEN, F.; GU, XIAN; KOWALEWSKI, O. (2017). "[Financial Structure, Economic Growth and Development](#)", IÉSEG Working Paper Series 2017-ACF-04.
- BANC CENTRAL EUROPEU (2017). [Financial Integration in Europe](#), maig.
- BERGES, A.; ONTIVEROS, E. (2014). "[Financiación de la economía: bancarización frente a mercados](#)". *Mediterráneo Económico*, n. 25, p. 195-212.
- BLACKROK (2018). [Sustainable investing: a 'why not' moment](#).
- BUSCH, D. (2017). "[A Capital Markets Union for a divided Europe](#)". *Journal of Financial Regulation*, vol. 3, p. 262-279
- CARNEY, M. (2015). "[Breaking the Tragedy of the Horizon – climate change and financial stability](#)". Discurs a Lloyd's of London el 29 de setembre de 2015.
- CARNEY, M. (2016). "[Resolving the climate paradox](#)". Discurs fet a Arthur Burns Memorial Lecture, Berlín, el 22 de setembre de 2016.
- COLACITO, R.; HOFFMANN, B.; PHAN, T. (2018). "[Temperature and Growth: A Panel Analysis of the United States](#)". *Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper*, n. 18-09.
- COMISSIÓ EUROPEA (2017a). [Mid-Term review of the Capital Markets Union Action Plan](#).
- COMISSIÓ EUROPEA (2017b). [Annual report on European SME's 2016-2017](#), Novembre.
- COMISSIÓ EUROPEA (2018a). [A Clean Planet for all A European strategic long-term vision for a prosperous, modern, competitive and climate neutral economy](#).
- COMISSIÓ EUROPEA. (2018b). [Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance](#).
- COMISSIÓ EUROPEA (2018c). [Plan de Acció: Financiar el desarrollo sostenible](#).
- CŒURÉ, B. (2018). "[Monetary policy and climate change](#)", conferència organitzada per Network for Greening the Financial System, el Deutsche Bundesbank i el Council on Economic Policies.

- DEMERTZIS, M.; MERLER, S.; WOLF, G. (2017). "[Capital Markets Union and the fintech opportunity](#)". *Bruegel Policy Contribution*, n. 22, setembre.
- DE SANTIS, R.; HETTLER, K., ROSS, M., TAMBURRINI, F. "[Purchases of green bonds under the Eurosystem's asset purchase programme](#)". *ECB Economic Bulletin*, Issue 7/2018.
- FRIEDE *et al.* (2015). "[ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies](#)". *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5:4, 2010-233.
- GRANTHAM RESEARCH INSTITUTE (2018). [Global trends in climate change legislation and litigation: 2017 update](#).
- GROS, D.; LANE, P.; LANGFIELD, S.; MATIKAINEN, S.; PAGANO, M.; SCHOENMAKER, M. (2015). [Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk](#). *European Systemic Risk Board. ASC Report*.
- INTERGOVERNMENTAL PANEL ON CLIMATE CHANGE (2007). [Cuarto Informe de Evaluación del Panel Inter gubernamental sobre Cambio Climático](#).
- INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION (2018). [Green Bonds Principles](#).
- INTERNATIONAL ENERGY AGENCY (2015). [Energy and Climate Change. World Energy Outlook Special Briefing for COP21](#).
- LANNOO, K. (2015). "[Which Union for Europe's Capital Markets?](#)", *ECMI Policy Brief*, n. 22, febrer.
- LEVINE, R. (2002). "[Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?](#)" *William Davidson Working Paper*, n. 442, febrer.
- MATIKAINEN *et al.* (2017). "[The climate impact of quantitative easing](#)". *Policy Paper*. Maig 2017.
- MCGLADE, C.; EKINS, P. (2015). "[The geographical distribution of fossil fuels unused when limiting global warming to 2 °C](#)". *Nature*, v. 517, p. 187-190.
- MUNICH, RE. (2018). [Topics Geo: Natural catastrophes 2017. Analyses, assessments, positions](#).
- NORDHAOUS, W. (1977). [Economic Growth and Climate: The Carbon Dioxide Problem](#). *The American Economic Review* Vol. 67, N. 1, Papers and Proceedings of the Eighty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association (febrer, 1977), p. 341-346.
- NGFS (2018). [Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System \(2018\). First Progress Report](#).
- ONTIVEROS, E. (2018). "[Las finanzas sostenibles en la Unión de los Mercados de Capitales](#)". *Finanzas a las nueve*, Blog d'Afi a *El País*, 13 de febrer.
- STANDARD & POORS (2017). [How Environmental And Climate Risks And Opportunities Factor Into Global Corporate Ratings - An Update](#).
- TASK FORCE ON CLIMATE RELATED FINANCIAL DISCLOSURES (2017). [Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures](#).
- THE ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT (2015). [The Cost of Inaction: recognizing the Value at Risk from Climate Change](#).
- TOLLEFSON, J. (2018). [Global industrial carbon emissions to reach all-time high in 2018](#), *Nature*.
- VERON, N.; WOLF, G. (2015). "[Capital Markets Union: a vision for the long term](#)". *Bruegel Policy Contribution*, n. 5.

EuropeG està integrat per Antoni Castells i Josep Oliver (codirectors), Emilio Ontiveros, Martí Parellada i Gemma García (coordinadora).

EuropeG

Parc Científic de Barcelona
Baldri i Reixac, 4
08028 Barcelona
Tel. 934 033 723
www.europeg.com



Amb el suport de:

