

Finanzas y medio ambiente

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

Policy Brief núm. 14

Febrero, 2019

ISSN 2014-7457

Resumen ejecutivo

- El cambio climático impone unos costes sobre futuras generaciones; sin embargo, la generación actual no tiene incentivos para evitarlo, lo que conforma la denominada “tragedia del horizonte”, como la definió Mark Carney, presidente del Financial Stability Board (FSB) y gobernador del Banco de Inglaterra.

- Para resolver esa paradoja, y sobre todo para establecer los incentivos apropiados, nada mejor que involucrar a los mercados financieros en cuanto a ponerle precio a los objetivos y compromisos acordados en la Cumbre de París. Ahora bien, para ello resulta absolutamente imprescindible una mayor transparencia informativa. Y ciertamente existen importantes deficiencias informativas sobre riesgos financieros asociados al clima.

- A superar esas deficiencias van encaminadas las recomendaciones emitidas por el grupo de trabajo (TCFD, o Task Force on Climate-related Financial Disclosure) del mencionado FSB, así como las del Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre Finanzas Sostenibles creado para identificar los desafíos y las oportunidades que enfrenta la Unión Europea para desarrollar una política financiera sostenible.

- Sobre la base de esas recomendaciones, la Comisión Europea presentó, en marzo de 2018, su Plan de acción en finanzas sostenibles donde detallaba los pasos que deben dar las instituciones europeas para vincular el sistema financiero al desarrollo sostenible en el marco de la unión de mercado de capitales (UMC).

- Cabe destacar el desarrollo de una definición común sobre el término *finanzas sostenibles* que incluirá una taxonomía específica sobre “sostenibilidad” en el ámbito europeo. Una vez definida la taxonomía, esta se habrá de integrar progresivamente en la legislación de

la UE para proporcionar una mayor seguridad jurídica a inversores y otros agentes.

- En la misma dirección, se compromete a crear estándares y “etiquetas” vinculadas a productos financieros verdes, lo que sin duda les otorgará una mayor visibilidad, mecanismos de control y gobernanza que debería favorecer una mayor demanda de los mismos.

- También cabe destacar la incorporación de la sostenibilidad en los requerimientos de prudencia para las entidades financieras. La idea es que las entidades financieras tengan incentivos para financiar activos sostenibles o que se penalice la inversión en activos contaminantes.

- Al margen de las mencionadas recomendaciones, cada vez son más las entidades, sobre todo en el ámbito de la gestión de activos, que adoptan estrategias mucho más proactivas de medición y comunicación en relación con el cambio climático y la huella de carbono, que en algunos casos llegan a comprometerse con objetivos cuantificables de reducción de su exposición a activos causantes de dichas emisiones.

- Esos compromisos de reducción de activos expuestos pueden ser valiosos también en una perspectiva de optimización del binomio rentabilidad/riesgo, como algunos informes recientes ponen de manifiesto, en forma de obtención de mayores rentabilidades en la inversión sostenible, o de registrar tasas de morosidad más reducidas en financiaciones a dicho tipo de actividades.

- España se ha incorporado con un cierto retraso (la primera emisión de bonos verdes realizada por una empresa española, Iberdrola, fue en 2014) y sería

necesario un mayor impulso desde iniciativas público-privadas, como las que ya se han desarrollado en la mayoría de países de nuestro entorno.

- Por otra parte, y desde la evidencia observada en otros países, la inversión institucional tiene un papel clave en la canalización del ahorro de los particulares hacia inversiones sostenibles. Crece la sensibilidad que muchos inversores están mostrando hacia inversiones sostenibles, y sobre todo existe una creciente evidencia de que dicho tipo de inversiones pueden generar rentabilidades que incluso superan a las obtenidas en inversiones no sostenibles (“it pays to be green”). Son numerosos los estudios sobre la relación entre criterios ASG (ambientales, sociales y de gobierno corporativo) y rentabilidad financiera, pero por su carácter de metaanálisis cabe señalar el elaborado por Friede *et al.* (2015). En el mismo se señala que aproximadamente el 90 % de los estudios encuentran una relación ASG y desempeño financiero corporativo no negativa. Más importante aún, la gran mayoría informa sobre resultados positivos.

- En el caso español, si bien el punto de partida refleja un peso muy reducido de la inversión sostenible en las carteras institucionales, las expectativas son esperanzadoras, en la medida en que una gran mayoría de entidades apuesta por un crecimiento de dicha inversión, no tanto por exigencias reguladoras, sino por crecientes demandas de clientes inversores, así como por la percepción de que dichas inversiones pueden ser tanto o más rentables que el resto.

1. El cambio climático. Implicaciones para la estabilidad financiera

1.1. Políticas contra el cambio climático: conceptos básicos y desarrollos recientes

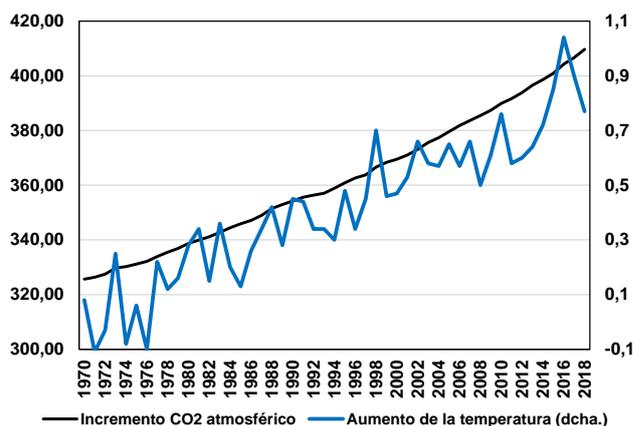
La desestabilización del planeta hace tiempo que dejó de ser una amenaza hipotética. Hoy son varios los riesgos que han dejado constancia de su virtualidad: el cambio climático es uno de los más explícitos y documentados, junto con otros como las alteraciones en el uso de la tierra, la pérdida de biodiversidad y el deterioro de los recursos naturales.

La lucha contra el cambio climático como prioridad ineludible y necesitada de compromisos firmes y coordinados ha ido calando en todos los estratos, y se ha hecho cada vez más resistente a decisiones de

reversión adoptadas, o anunciadas, por ciertas administraciones públicas. El ejemplo más claro en este sentido lo constituye Estados Unidos. Los anuncios de la administración Trump sobre reversión de sus compromisos asumidos en la Cumbre de París han sido respondidos de forma contundente desde importantes ámbitos empresariales (incluyendo varias de las más importantes y emblemáticas compañías e importantes gestores de activos), así como por las administraciones de numerosos estados, nivel de la administración estadounidense donde recaen los principales esfuerzos y compromisos adquiridos en la lucha contra el cambio climático.

Esta irreversibilidad se sustenta en las evidencias sobre el calentamiento global del planeta y sus posibles efectos a largo plazo. Las emisiones de gases de efecto invernadero han aumentado paulatinamente de forma acumulada todos los años (véase el gráfico 1). La comunidad científica advierte que si la cantidad de dióxido de carbono que hay en la atmósfera supera las 450 partículas por millón (ppm), lo que equivale a asumir un incremento máximo en torno a 2 °C de la temperatura del planeta sobre valores preindustriales, los efectos desastrosos del cambio climático podrían descontrolarse (véase el quinto informe de evaluación del IPCC, Panel Intergubernamental del Cambio Climático).

Gráfico 1. CO₂ en la atmósfera y temperatura global del planeta - respecto a la media del s. xx



Fuente: Afi, IFA-Universidad de Hawái y NOAA.

Dicha constatación hizo que se desarrollara el concepto de “presupuesto de carbono”, que no es más que “la cantidad de emisiones de dióxido de carbono que podemos emitir mientras todavía tenemos una posibilidad de limitar el aumento de la temperatura global a 2 grados por encima de los niveles

preindustriales”. Este umbral fue sugerido en primer lugar por el laureado Nobel de Economía 2018, William Nordhaus, en 1977. Umbral que Nordhaus reiteró en la recepción del premio, y para el que considera que la mejor política posible es poner un precio adecuado a las actividades económicas que generan nuevas emisiones.

1.2. Los acuerdos de París y sus implicaciones

La vigésimo primera reunión de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (UNFCCC por sus siglas en inglés), celebrada en diciembre de 2015 en París, estableció el objetivo global –aprobado por los 195 países miembros y ratificado ya por 184 hasta diciembre de 2018– de limitar el aumento de las temperaturas globales promedio a 2 °C, y proseguir los esfuerzos para limitar ese aumento de la temperatura a 1,5 °C. Dichos objetivos están destinados a limitar el riesgo de que el medio ambiente llegue a un punto de inflexión más allá del cual se considera que las consecuencias del cambio climático pueden ser catastróficas e irreversibles de manera creciente.

Para ello, una de las herramientas de programación y coordinación es la obligatoria comunicación, por parte de cada uno de los estados, de las contribuciones determinadas en el ámbito nacional (NDC por sus siglas en inglés) cada cinco años a partir de 2020 “con miras a alcanzar el propósito del acuerdo”. Funcionan como ejercicios de planificación formal por países en lo que concierne a sus políticas de lucha contra el cambio climático de acuerdo con sus necesidades y oportunidades, pero siempre bajo el mismo objetivo global prestablecido, aprobado y consensuado.

Por ahora, el resultado de la acción es que se ha avanzado en la disociación de crecimiento económico y aumento de emisiones en muchos países, pero las emisiones y concentración de CO₂ en la atmósfera siguen aumentando, al igual que la temperatura del planeta (véase Tollefson, 2018).

1.3. Riesgos potenciales derivados del cambio climático: físicos, legales, de transición y los *stranded assets*

Uno de los elementos esenciales para la gestión de un “problema” es identificarlo y medirlo de forma precisa. En este sentido, ya desde los primeros informes del IPCC las evidencias empíricas son claras, lo cual ha

tenido una creciente influencia en la toma de decisiones hasta la fecha.

Pero sin duda alguna el impulso a la transparencia y a la medición de riesgos financieros en torno al cambio climático lo proporcionó el Financial Stability Board, la instancia del G-20 para la reforma financiera internacional. Concretamente, los famosos discursos del presidente del FSB y gobernador del Banco de Inglaterra, Mark Carney, en Lloyd’s of London en 2015 y el celebrado en el Arthur Burns Memorial Lecture en Berlín de 2016, supusieron un antes y un después para el ámbito económico y financiero internacional.

La denominada “tragedia del horizonte” –el problema que supone la identificación de riesgos materiales para empresas y activos asociados al cambio climático, pero que no forman parte de la base de decisión de gestores e inversores por pertenecer a un ámbito temporal que va más allá de su consideración, a muy largo plazo– permanece clara desde entonces, y muestra un riesgo real que puede afectar incluso al mercado financiero global tanto por omisión como por acción acelerada. Tal y como señaló Carney en 2015, “una vez que el cambio climático se convierta en un tema definitorio para la estabilidad financiera, puede que ya sea demasiado tarde” imponiendo con ello unos costes sobre futuras generaciones que, sin embargo, la actual generación no tiene incentivos para evitar.

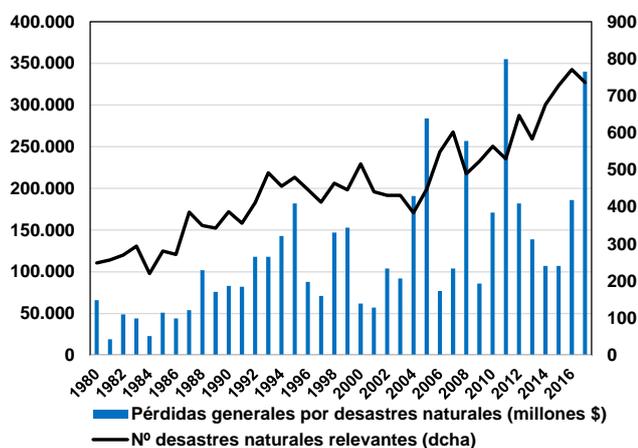
Ante este problema, una primera tarea a la hora de enfrentarse al riesgo financiero asociado al cambio climático es poderlo acotar y categorizar. En este sentido, la transmisión de riesgos climáticos al sistema financiero ha quedado categorizada en tres modalidades de riesgos: físicos, fiduciarios y de transición.

1. El constituido por los riesgos físicos es el más explícito. Los riesgos creados por alteraciones meteorológicas más o menos crónicas o episódicas tienen un claro impacto sobre los pasivos de las compañías de seguros y sobre el valor de los activos financieros y no financieros. A modo de ejemplo, Munich Re NatCatSERVICE registró 736 eventos con pérdidas relevantes en 2017 en todo el mundo, superiores al promedio de los últimos diez años (véase el gráfico 2).

En la misma dirección cabe citar un estudio publicado por la Reserva Federal (Colacito *et al.*, 2018) que estima el potencial impacto del aumento de temperatura sobre la economía estadounidense. En un escenario de

emisiones medias o elevadas estima que la economía estadounidense podría perder entre 0,5 % y 1 % de potencial de crecimiento a largo plazo (horizonte 2017 a 2100).

Gráfico 2. Pérdida de valor de los activos afectados por desastres naturales



Fuente: Afi, MunichRe-NatCatService.

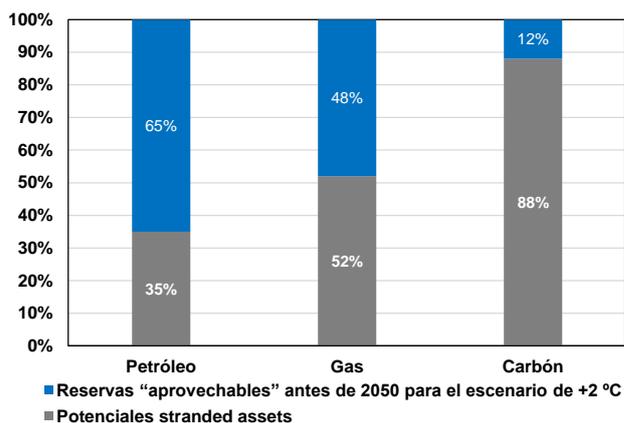
2. En segundo lugar, están los riesgos vinculados a obligaciones derivadas de daños susceptibles de percibirse en el futuro, que acaben asociándose al cambio climático y exijan compensaciones a los extractores y emisores de carbono. Son los llamados riesgos fiduciarios.

Aunque en la mayoría de los casos son los gobiernos los acusados, las empresas están comenzando a sufrir este tipo de desafíos. Los demandantes tratan con ello de promover cambios en sus planes de negocio futuro, litigando por los daños causados en relación al cambio climático o por la exigencia de mayor información sobre los riesgos que las empresas presentan en este ámbito. En esta misma categoría de riesgos fiduciarios habría que considerar también los denominados riesgos reputacionales. Conforme aumenta la sensibilidad de inversores y clientes, incluidos grupos de activistas, se puede producir erosión de los activos intangibles como el valor de las marcas y, por ende, las posiciones competitivas de las empresas.

3. La tercera categoría de riesgos asociados al cambio climático haría referencia a los costes denominados como riesgos de transición derivados del proceso de ajuste a una economía baja en carbono. Cambios en políticas, en tecnologías que aceleren la obsolescencia de antiguas inversiones, o en la consideración de activos en riesgo climático, pueden determinar una revisión del valor de muchos activos, en la medida en

que el cumplimiento de los acuerdos de París requiere mantener una gran proporción de las reservas existentes de combustibles fósiles sin explotar (*stranded assets*, por su referencia en inglés). Según un estudio publicado en la revista *Nature* en 2015, se estima que el 35 % de las reservas de petróleo, la mitad de las reservas de gas (52 %) y el 88 % de las reservas conocidas de carbón no se utilizarán (véase el gráfico 3).

Gráfico 3. Reservas globales no "aprovechables" antes de 2050 en el marco del escenario de +2 °C



Fuente: *Nature* (2015).

En esa misma dirección de identificar activos, y exposición a los mismos, afectados por riesgo de transición, cabe resaltar que la Junta Europea de Riesgo Sistémico (D. Gros *et al.*, 2016), institución encargada de la vigilancia macroprudencial en el sistema financiero europeo, calculaba que el grado de exposición de las entidades financieras a empresas que basan su modelo de negocio en recursos energéticos fósiles era de más de 1 billón de euros (62 % deuda, 38 % acciones), y que los principales índices bursátiles podrían caer un 15-20% teniendo en cuenta el efecto sobre otros activos dependientes de intensas emisiones de carbono. Sin embargo, encuentran que las pérdidas de capital en este escenario son mucho menores que en un escenario severo de "no mitigación" del cambio climático.

1.4. Cambio climático y estabilidad financiera: el papel del Financial Stability Board y las recomendaciones del Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD)

Esa misma consideración de la pérdida potencial de valor de un elevado número de activos como consecuencia del cambio climático es la que otorga al cambio climático una gran relevancia desde una perspectiva de estabilidad financiera.

En la lucha contra el cambio climático, y concretamente en la consecución de los acuerdos de París sobre estabilización de las emisiones mundiales contaminantes, el papel de los agentes de mercados financieros –emisores, inversores, supervisores o reguladores– se considera esencial. Al fin y al cabo, la función fundamental de los mercados financieros es su capacidad de valoración relativa entre el presente y el futuro, fundamento importante para establecer los incentivos apropiados.

Ese papel destacado que se les otorga a los mercados financieros en la lucha contra el cambio climático explica el liderazgo que, a partir de la cumbre de París, tomó el FSB. Una de las primeras decisiones de ese Consejo fue la creación de un grupo de trabajo sobre la política de divulgación de información financiera en relación con el cambio climático (TCFD).

De la importancia asignada al TCFD, y sobre todo del alcance del mismo mucho más allá de las políticas públicas, da cuenta el elenco de sus miembros responsables: su presidente, Michael Bloomberg, ex alcalde de Nueva York y fundador de la firma de información financiera que lleva su nombre; o cuatro vicepresidentes máximos ejecutivos de AXA, Bradesco, Bolsa de Singapur y de Unilever, líderes mundiales en el sector asegurador, la mayor entidad financiera de Brasil, uno de los principales mercados de valores asiáticos y mundiales, y empresa multinacional líder en bienes de alimentación y consumo.

Tras casi dos años de intensos trabajos, el TCFD emitió unas recomendaciones que fueron presentadas en la cumbre del G-20 en Hamburgo, en julio de 2017, que giraron en torno a cuatro ámbitos de la gestión empresarial, que deberían ser objeto preferente de divulgación con objeto de que los agentes financieros pudieran valorar el riesgo financiero del cambio climático:

- Gobernanza de las organizaciones con respecto a los riesgos y oportunidades asociados al cambio climático: supervisión de los consejos de administración y de la dirección de las empresas sobre este ámbito.
- Estrategia, en particular los impactos actuales y potenciales de esos riesgos y oportunidades sobre el plan de negocio, las ventajas competitivas y la planificación financiera asociada, tomando en consideración diferentes escenarios relacionados con el clima, incluido un escenario de 2 °C o menos.

- Gestión de riesgos, incluyendo la identificación, medición y gestión de riesgos relacionados con el clima y cómo se definen los procesos para incorporarlo en la toma de decisiones de la organización y en la gestión interna.
- Métricas y metas para medir y gestionar riesgos y oportunidades que se generan, en línea con su estrategia y proceso de gestión de riesgos, incluyendo las emisiones que genera la propia actividad de la organización (*scope 1*), las emisiones indirectas debido al consumo de energía (*scope 2*) y las generadas en el marco de la cadena de valor (*scope 3*).

Para cada uno de estos ámbitos, el TCFD ha desarrollado guías para divulgar la información que se considera relevante. Podría pensarse que la voluntariedad implícita en esas guías resta efectividad a la pretendida política de transparencia, pero nada más lejos de la realidad. De hecho, esa voluntariedad en la divulgación de información de riesgos financieros asociados al cambio climático hace del mismo un elemento diferenciador entre entidades, al tiempo que ayuda a incrementar el alineamiento de los inversores con el gobierno corporativo de las compañías en temas relacionados con el cambio climático, dado que este se ha convertido ya en un estándar de mercado.

Todo ello está ayudando a que cada vez sean más entidades financieras, sobre todo en el ámbito de la gestión de activos, las que adoptan estrategias mucho más proactivas de medición y comunicación en relación con el cambio climático, y la huella de carbono, que en algunos casos llegan a comprometerse con objetivos cuantificables de reducción de su exposición a activos causantes.

1.5. El papel de los bancos centrales y los reguladores financieros

En los últimos años, y desde diversos ámbitos complementarios, se ha comenzado a debatir sobre la pertinencia de que los bancos centrales y los reguladores financieros tengan un papel vinculado a la adaptación y lucha contra el cambio climático. Esas demandas de mayor implicación de los bancos centrales descansarían en su capacidad para desarrollar una amplia gama de instrumentos de política monetaria no convencional, el desarrollo de incentivos regulatorios sobre préstamos, garantías o incluso requerimientos de capital y la aplicación de lo que se ha denominado “flexibilización cuantitativa verde”.

Una primera actuación en esa dirección consistiría en eliminar aquellos sesgos que actualmente están actuando en detrimento de una transición financiera hacia un modelo más sostenible. Ese es el caso de las compras de bonos llevadas a cabo por el Banco Central Europeo o el Banco de Inglaterra, en el marco de sus programas de *Quantitative Easing*, que incorporan un claro sesgo favorecedor de bonos emitidos por compañías con alta intensidad de carbono, como se pone manifiesto en un reciente estudio (Matikainen *et al.*, 2017). No obstante, cabe recordar que cuando comenzó el programa de compras de valores públicos (PSPP) y el programa de compra de bonos corporativos (CSPP), el mercado de bonos verdes era muy pequeño (véase el apartado 3.2 de este *Policy Brief*).

Pese a tener un mandato institucional acotado (control de la inflación mayoritariamente), algunos bancos centrales han comenzado a estudiar las implicaciones del cambio climático y la transición a una economía de bajas emisiones para el sector financiero, principalmente debido a su responsabilidad en la estabilidad financiera. Los *stranded assets* ya identificados empiezan a ser elementos de preocupación por su capacidad de generar implicaciones adversas sobre la estabilidad financiera. El propio BCE reconoce que el horizonte en el cual el cambio climático afecta a la economía se ha acortado (Cœuré, 2018).

En esta dirección, algunos bancos centrales (Francia, Holanda y Suecia como referentes más proactivos) han desarrollado análisis sobre los riesgos financieros que el cambio climático puede generar sobre su sector. Por otro lado, el Banco de Inglaterra ha revisado la exposición específica del sector de seguros a riesgos financieros relacionados con el clima, y actualmente se encuentra en un proceso similar con el sector bancario.

El Banco Central Europeo ha comprado “bonos verdes” en el marco de los programas PSPP y CSPP. Bajo el primero, el BCE llegó a adquirir alrededor del 24 % del universo “verde” elegible, cifra que alcanzaría casi los 50 mil millones de euros (R. De Santis *et al.*, 2018). Bajo el segundo, a finales de 2018 había adquirido cerca del 20 % del universo de bonos corporativos “verdes” elegibles, que suponían un volumen excepcional de más de 30 mil millones de euros.

Un paso adicional que han sugerido algunos bancos centrales, u organismos de estabilidad financiera supranacional, puede llegar a ser la incorporación de escenarios climáticos estresados en los “test de estrés”

del sector bancario y sector seguro. Este ejercicio, que el Banco de Inglaterra plantea estudiar, conllevaría la inevitable consideración del riesgo climático en la cartera de las instituciones financieras, y con ello un paso más en la reorientación de inversiones y financiación hacia una economía baja en carbono.

El debate a este nivel se centra más en identificar activos considerados problemáticos que en promocionar inversiones sostenibles *per se*, dado su vínculo con la estabilidad financiera. No obstante, como señala en su primer informe la red de bancos centrales para un sistema financiero más verde, hay un problema de falta de información a nivel granular que dificulta el desarrollo de estos análisis dado que en muchos casos hay que realizarlo a nivel de activo (NGFS, 2018).

2. Hacia una unión de mercado de capitales y un sistema financiero sostenible

2.1. De la unión bancaria a la unión de mercado de capitales

Cuando todavía no se ha completado la unión bancaria (UB), la integración financiera europea intenta dar un importante paso adelante con la unión de mercado de capitales (UMC), presentada en 2014 como una de las más emblemáticas iniciativas de la actual legislatura europea.

En el plan de acción de la UMC (presentado el 30 de septiembre de 2015), se reconoce que los mercados de capitales en Europa se hallan en un estado de desarrollo claramente inferior al de Estados Unidos y faltos de una verdadera integración paneuropea. Todo ello les resta capacidad para jugar un importante papel en la financiación del crecimiento, así como para contribuir a un sistema financiero más rico y variado –tanto desde la perspectiva de emisores como de inversores–, con mayor estabilidad financiera y menor vulnerabilidad a *shocks* bancarios, como el sufrido en la eurozona entre 2010 y 2014.

Seis son las grandes líneas estratégicas que el plan de acción señala como la columna vertebral de una futura unión de mercado de capitales en Europa.

1. El camino al crecimiento: financiación de la innovación, de empresas emergentes (*start ups*) y de empresas no cotizadas.

2. Facilitar la salida a mercados y la obtención de capital en los mismos.
3. Inversión institucional a largo plazo para infraestructuras e inversiones sostenibles.
4. Impulso y protección adicional al inversor.
5. Mayor capacidad bancaria para financiar el crecimiento.
6. Facilitar la inversión transfronteriza.

La revisión intermedia en junio de 2017 de ese plan de acción hizo especial hincapié en el papel que los mercados de capitales pueden desempeñar en la financiación de la transición hacia una economía más sostenible, donde los riesgos y necesidades a largo plazo sean atendidos. Entre otros desafíos de sostenibilidad a largo plazo, la Comisión Europea asumió que la gestión del cambio climático depende de que los flujos financieros sean coherentes con los objetivos de descarbonización a largo plazo y el desarrollo resiliente al clima:

“Debemos asegurarnos de que el marco regulatorio ayuda al sector financiero a ajustarse a los riesgos del cambio climático y los desafíos ambientales, y que fomenta los flujos de capital privado hacia inversiones sostenibles”.

En definitiva, la Comisión reconoció que sería necesaria “una profunda reingeniería del sistema financiero para que las inversiones se hicieran más sostenibles”, comprometiendo iniciativas que tienden a adecuar la información, los ratings crediticios, los estándares contables y los procesos de supervisión a ese propósito, colocando a las finanzas en el centro de esta política necesaria para alcanzar los objetivos de los acuerdos de París.

2.2. La Unión Europea ante el cambio climático

Conviene recordar que es la Unión Europea la que, de forma más consecuente al menos hasta el momento, se ha comprometido con la transición hacia una economía baja en carbono. En Europa, ese compromiso se ha concretado en reducir, en relación a los niveles de 1990, las emisiones de CO₂ en, al menos, un 40 % en el horizonte de 2030 y alcanzar una economía sin emisiones –netas– en 2050 (Comisión Europea, 2018a). Ello significa que hay que adoptar de forma inmediata políticas que faciliten la transformación de las empresas hacia modelos de negocio más eficientes en la

utilización de los recursos y más circulares. Y en ello, las finanzas tienen mucho que hacer.

Los niveles de inversión actuales se han considerado insuficientes para apoyar un sistema económico sostenible en términos sociales y ambientales. Según cálculos realizados por la propia Comisión, la Unión Europea tiene que alcanzar un déficit de inversión anual de casi 180.000 millones de euros para lograr los objetivos en materia de clima y energía de aquí a 2030. Esto exige acciones en materia de renovación de edificios hacia un mayor grado de eficiencia, generación y transmisión de energía mediante fuentes renovables, y transporte de bajas emisiones, entre otros.

Se trata de inversiones cuya cuantía excede a la capacidad actual de los presupuestos públicos y, en consecuencia, requieren la participación de inversores privados y el consecuente despliegue de instrumentos que las vehiculen. Asimismo, se hace necesario reorientar el marco regulatorio para que los flujos de capital privado atiendan las necesidades de inversión sostenible a través de incentivos adecuados al tiempo que se garantiza la estabilidad financiera del sistema. La existencia de externalidades negativas que el mercado por sí solo no puede corregir exige que la normativa ofrezca estímulos y directrices claras que den las señales que el mercado requiere para reorientar sus inversiones.

2.3. Las finanzas sostenibles en la unión de mercado de capitales

Con el fin de definir una estrategia global en el ámbito de las finanzas sostenibles, la Comisión Europea decidió poner en marcha un grupo de trabajo de expertos de alto nivel para identificar y superar las barreras existentes en relación a la inversión sostenible y a largo plazo.

El informe final del grupo de expertos de alto nivel (Comisión Europea, 2018b) describe los desafíos y las oportunidades que enfrenta la Unión Europea para desarrollar una política financiera sostenible identificando lo que considera “la manera en que el sector financiero puede volver a conectarse con la economía real para apoyar la transición hacia una economía más eficiente en el uso de los recursos y más circular”.

- Una taxonomía para finanzas sostenibles: el informe final diseñó una hoja de ruta y un marco

para elaborar dicha clasificación de inversiones. El informe sostiene que si no somos capaces de identificar cuáles son los elementos en los que invertir, difícilmente podremos movilizar considerables niveles de inversión y financiación hacia dicho fin.

- El informe final se manifestó a favor de que las directrices para la emisión de bonos verdes (International Capital Market Association, 2018) fueran obligatorias, y que dichas emisiones estuviesen siempre acompañadas de una “segunda opinión” emitida por una entidad independiente y acreditada, lo que otorgaría una mayor credibilidad a este tipo de emisiones.
- La creación de un organismo (Sustainable Infrastructure Europe) encargado de acelerar la inversión en este tipo de infraestructuras en Europa, partiendo de una experiencia piloto en 2018 que pudiera evolucionar hasta ser una agencia independiente en 2020.
- El fortalecimiento de las normas europeas de divulgación para hacer que los riesgos y oportunidades del cambio climático sean “totalmente transparentes” para inversores y consumidores. Por ello recomendaba específicamente que la Unión Europea apruebe e implemente las directrices del TCFD, y explore cómo alinearlas mejor con la Directiva de informes no financieros de la UE, que requiere que las grandes empresas publiquen informes periódicos sobre los impactos sociales y ambientales de sus actividades.
- Los deberes fiduciarios con respecto a consideraciones de sostenibilidad se plantearon explícitamente como obligaciones de los gestores de activos e inversores, dejando claro que dichos factores deberían incorporarse en las decisiones de inversión.
- Los expertos solicitaron a la Comisión que requiera a los reguladores de referencia –como la Organización Internacional de Comisiones de Valores, la Autoridad Bancaria Europea y la Autoridad Europea de Valores y Mercados– actualizar sus orientaciones y principios de forma que los mismos hicieran referencia explícita a criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG por sus siglas en inglés), y a asuntos de sostenibilidad.
- Se constata que las normas de contabilidad, aunque sea de forma no deliberada, favorecen las inversiones a corto plazo con el objeto de reducir

los riesgos de inversión. En este sentido, se recomienda legislar de forma que las normas de contabilidad no desalienten indebidamente la inversión a largo plazo.

- El papel que el informe otorga a los inversores minoristas, que sugiere diversas formas de empoderar a los ahorradores y pequeños inversores para que entiendan el impacto que sus inversiones tienen en la sostenibilidad. Para ello aconseja establecer estándares mínimos para los fondos vinculados a “lo sostenible”, así como crear una “etiqueta verde europea” voluntaria que mejore la visibilidad de algunos productos financieros ante las inversiones.

En definitiva, se trata de un informe relevante tanto por sus recomendaciones como por haber servido de fundamento para la Comisión Europea a la hora de desarrollar su propia base de actuación futura. También constituye un excelente ejercicio de pedagogía para entender cómo es posible financiar el crecimiento de manera sostenible a largo plazo y contribuir a la creación de una economía circular y baja en carbono.

2.4. El Plan de acción de la Comisión para la financiación del crecimiento sostenible

Con el objetivo de “convertir Europa en el centro de gravedad de la inversión global en una economía baja en carbono, eficiente en la utilización de los recursos y circular”, en marzo de 2018 la Comisión Europea presentó su plan de acción para la financiación del crecimiento sostenible, o Plan de acción en finanzas sostenibles (Comisión Europea, 2018c), en gran medida siguiendo las recomendaciones del grupo de expertos analizadas en la sección anterior.

El Plan de acción incluye 10 iniciativas, entre las que cabe destacar las siguientes:

- Desarrollar una definición común del término *finanzas sostenibles* que incluya una taxonomía específica sobre “sostenibilidad” a nivel europeo, que estará delimitada en cuatro ámbitos: mitigación del cambio climático; adaptación al mismo; actividades ambientales; y actividades sociales.

Una vez definida la taxonomía, ésta se habrá de integrar progresivamente a la legislación de la UE para proporcionar una mayor seguridad jurídica a inversores y otros agentes, aunque bajo un criterio de neutralidad tecnológica.

- Crear estándares y etiquetas vinculadas a productos financieros verdes. Con ello se confía en que el creciente interés de los consumidores por este tipo de etiquetas se traslade a los productos financieros (como fondos de inversión especializados en economía baja en carbono, bonos verdes o incluso hipotecas verdes que se desarrollen bajo su amparo), dándoles una visibilidad, unos mecanismos de control y una gobernanza que debería favorecer una mayor demanda de los mismos.
- Clarificar las obligaciones fiduciarias de inversores y gestores de activos en cuanto a criterios de sostenibilidad.
- Incorporar la sostenibilidad en los requerimientos de prudencia. La Comisión analizará los requisitos de capital más adecuados que deben tener los “activos sostenibles” en poder de bancos y compañías de seguros.

En este ámbito, el debate se centra en la incorporación de un tratamiento explícitamente favorable de inversiones sostenibles (*green supporting factor*), o uno explícitamente penalizador (*brown penalising factor*) de inversiones más contaminantes. La idea es que las entidades financieras tengan incentivos para financiar activos sostenibles o que se penalice la inversión en activos contaminantes. Por ello, una vez definida la taxonomía de activos e inversiones sostenibles será el momento adecuado para valorar el requerimiento de capital más adecuado que refleje mejor el riesgo que generan para las entidades financieras la inversión en estos activos.

Caben pocas dudas, por tanto, sobre la voluntad de las instituciones europeas de alinear la tensión transformadora de las finanzas con la senda de la sostenibilidad de una forma irreversible.

3. Bonos verdes y otros instrumentos financieros sostenibles

3.1. Preferencias en los mercados financieros por instrumentos sostenibles

Cada vez son más las entidades, sobre todo en el ámbito de la gestión de activos, que adoptan estrategias mucho más proactivas de medición y comunicación en relación con el cambio climático y la huella de carbono, que en algunos casos llegan a

comprometerse con objetivos cuantificables de reducción de su exposición a activos que causan dicha huella.

Esas políticas de diferenciación en la transparencia, o incluso en el compromiso de reducción de activos expuestos, pueden ser valiosas también en una perspectiva de optimización del binomio rentabilidad/riesgo, como se pone de manifiesto en algunos estudios recientes, y de forma especial en un reciente informe de BlackRock (2018). En este informe se analiza la *performance* de varias carteras de acciones, clasificadas en función de la intensidad en carbono de su actividad con respecto a las ventas anuales. Como puede comprobarse en el gráfico 4, esos resultados son tanto mejores cuanto mayor ha sido el avance de las compañías en reducir la intensidad de carbono en las carteras.

Quizás por ello, el propio BlackRock, el inversor institucional más importante del mundo, en una carta a los principales responsables de las empresas de las que posee acciones advertía sobre la necesidad de más transparencia e información en cuanto a los efectos del cambio climático en sus posiciones.

Gráfico 4. Rentabilidad de la renta variable por intensidad de carbono, 2012-2018



Fuente: Blackrock 2018.

En la misma dirección, cabe destacar la declaración de un conjunto de 60 inversores institucionales (responsables de activos bajo gestión por 10 billones de dólares) que realizaron el 17 de mayo de 2018, a través del *Financial Times*, dirigida a “sus” empresas vinculadas al negocio del gas y el petróleo. Les reclaman explicaciones sobre cómo piensan atender la necesaria transición energética hacia una economía sin emisiones netas de carbono que se acordó en París por más de

200 estados y sobre la que varios países han empezado ya a legislar. El sector de la energía fósil no es especialmente dependiente del mercado de bonos para su financiación, por lo que la exigencia de mercado hacia una transición de su actividad viene más del lado de los accionistas, de ahí la importancia del posicionamiento de estos inversores.

Junto con esas iniciativas adoptadas por un creciente número de entidades, sobre todo en el ámbito de la gestión de activos, el propio FSB se plantea incorporar recomendaciones reguladoras que incentiven la medición y reducción de riesgos financieros asociados al cambio climático, por la amenaza que los mismos suponen para la estabilidad financiera global. Entre dichas recomendaciones cabría destacar la potencial consideración de esos riesgos en los ejercicios de *stress test* aplicados a bancos y aseguradoras, o la posibilidad de que bonos emitidos por dichas entidades con el marchamo de sostenibles (*green bonds*) pudieran computar a efectos de cumplimiento de los colchones de preservación de capital, al menos en la parte de los mismos derivados de esa consideración de los riesgos asociados al cambio climático.

Por otra parte, un estudio de The Economist Intelligence Unit (2015) para el sector de gestión de activos (excluidos los activos bancarios) estima que, en el horizonte de 2100, el valor en riesgo (VaR, que mide el tamaño de las pérdidas que una cartera de valores puede experimentar en un horizonte temporal determinado, y con unas determinadas probabilidades) derivado del cambio climático sobre el total de los activos gestionables en el mundo, se situaría en torno a 4,2 billones de dólares en valores actuales. Dicha cifra equivale al valor total de todas las compañías de gas y petróleo que cotizan en bolsa en el mundo, o al PIB de Japón.

Con independencia de la fiabilidad que merezcan esas cifras, en gran medida dependientes de las probabilidades asociadas, los elevados órdenes de magnitud en que se mueven justifican la atención que merece ese frente de nuevos riesgos sobre la estabilidad financiera global. Y, en todo caso, justifican las exigencias informativas específicas sobre el conjunto del sector financiero y corporativo.

Esa transparencia acerca de los riesgos actuales o potenciales en los balances de la industria de servicios financieros es una condición necesaria para evitar erosión de la confianza, de tal manera que inversores, auditores, compañías de contabilidad y agencias de

rating habrán de tomar en consideración esas recomendaciones informativas.

Adelantándose a esa consideración, Standard & Poors, una de las mayores agencias de rating del mundo, emitió un informe (2017) en el que, asumiendo la tipificación de los riesgos climáticos que hace el FSB, destaca la adaptación al cumplimiento de esas restricciones como un verdadero factor de riesgo, con consecuencias materiales probablemente importantes para sus calificaciones crediticias.

Por todo lo anterior, tan importante como esa preparación para la medición y gestión de riesgos asociados al cambio climático es abordar la financiación de proyectos orientados hacia una sociedad más resistente a las consecuencias del calentamiento global. Se trataría de aprovechar los bajos tipos de interés y la reducida demanda de crédito, que limita las posibilidades de generar beneficios en el sector financiero, para financiar esa transición a bajas emisiones. Los esfuerzos de transición llevan tiempo, y la financiación sostenible puede vincularse a dicho proceso en empresas y estados.

En este sentido, la Agencia Internacional de la Energía (2015) estimó que la implementación de los compromisos asumidos requerirá, en un horizonte entre 2015 y 2030, inversiones en torno a 13,5 billones de dólares en eficiencia energética y tecnologías bajas en carbono, lo que abre sin duda una nueva posibilidad inversora para bancos, aseguradoras e instituciones de inversión colectiva. El crecimiento de las emisiones de bonos verdes, que abordamos en la sección siguiente, es ya una clara señal al respecto.

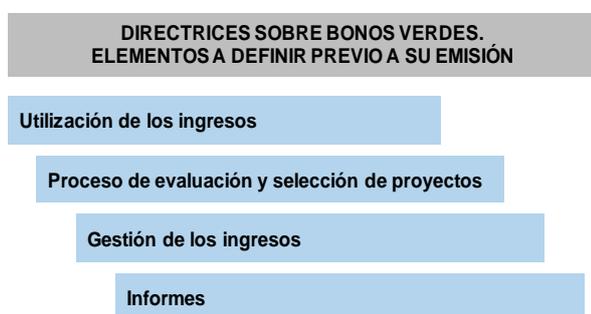
3.2. Bonos verdes: concepto, evolución y principales agentes que conforman el mercado

El sector de la gestión de activos lleva varios años asumiendo de forma progresiva la incorporación de enfoques de inversión más sostenibles. En el caso de inversiones en renta variable (acciones), dicho enfoque implica descartar la inversión en acciones de compañías que no cumplan con criterios ESG.

En el caso de valores de renta fija, el enfoque es ligeramente diferente ya que no se centra en la empresa sino en el instrumento. Así, es posible comprar bonos emitidos por compañías que están en un proceso de transición hacia la descarbonización o que desarrollan modelos de negocio vinculados a un desarrollo más sostenible.

Surge así el concepto de *bono verde*, entendiéndose como tal aquel cuyos fondos se destinan exclusivamente a financiar o re-financiar, en parte o en su totalidad, proyectos verdes elegibles, como pueden ser las reducciones de emisiones de CO₂ o a financiar la compra de coches eléctricos. Estos bonos deben cumplir con los *Green Bond Principles* (GBP) que promueven la integridad del mercado de bonos verdes a través de directrices que recomiendan transparencia, publicidad, elaboración de informes y la asignación de la financiación a unos ámbitos de actividad específicos (véase el gráfico 5).

Gráfico 5. Directrices sobre bonos verdes



Fuente: ICMA.

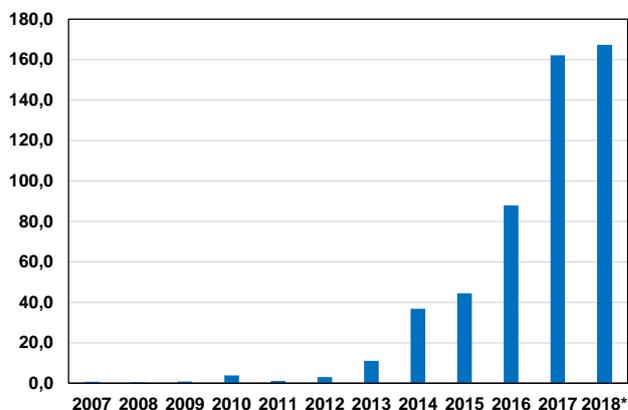
El punto de partida es el cumplimiento de buenas prácticas de adhesión voluntaria como las que establecen las directrices sobre bonos verdes (de cuyo marco de gobernanza Afi es miembro observador) adoptadas en el marco de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés), o la aprobación de estándares, como el que propugna CBI (Climate Bonds Initiative). Estas directrices y estándares marcan la pauta y facilitan el desarrollo del mercado mediante la reducción de costes de agencia (comparabilidad y confianza) entre inversores y emisores.

Cabe resaltar que este tipo de bonos lleva implícito el riesgo de crédito del emisor, en la medida en que el pago de cupones y la devolución del principal no están vinculados al proyecto que financian. Esa presencia del “riesgo emisor” en los bonos verdes explica que, en las primeras fases de su desarrollo, los principales emisores fueran supranacionales. No en vano, el debutante fue, en 2007, el Banco Europeo de Inversiones (BEI) con su saga de *climate awareness bond*.

El mercado de bonos verdes ha crecido desde entonces de forma exponencial, y a finales de 2017 alcanzó un saldo vivo de 372.000 millones de dólares y unas

emisiones que superaron los 160.000 millones en 2018 (véase el gráfico 6).

Gráfico 6. Emisiones de bonos verdes desde su aparición (miles de millones de dólares)



Fuente: Afi, CBI.
Nota (*): Cierre de 2018, cifra preliminar.

Pero la situación está cambiando al incorporarse nuevas categorías de emisores, como empresas, especialmente del sector de *utilities*, y una mayor presencia de agencias y entidades supranacionales, de tal manera que actualmente el mercado de bonos verdes presenta una distribución entre emisores empresariales (30 %) y el resto (70 %) similar a la del mercado de renta fija global, si bien dentro de las empresas hay mayor presencia de *utilities*, así como de supranacionales y agencias.

De cara a establecer la evolución potencial a largo plazo de este mercado, debemos tener en cuenta que el mercado actual de bonos se encuentra en torno a los 16 billones de euros en la Unión Europea y podría alcanzar los 20 billones de euros. Por otro lado, si las necesidades estimadas para financiar los compromisos de energía y clima en la Unión son de 180.000 millones de euros anuales hasta 2030, esto debería suponer una cifra acumulada de unos 2 billones de euros de bonos verdes emitidos en dicho año, lo que supondría el 10 % del total de renta fija en ese momento.

3.3. Otras iniciativas financieras que favorecen la transición

La transición hacia una economía baja en carbono requiere inevitablemente del respaldo paralelo del sistema financiero. En este sentido, los distintos proveedores de servicios financieros deberán revisar sus modelos de negocio y riesgo para que coincidan con los nuevos patrones de inversión y actividad que requiere esta transición. Afortunadamente, cada vez

más instituciones financieras reconocen que la sostenibilidad es clave en sus modelos de futuro, y envían claras señales al mercado de que el cambio es esencial e imperativo para casi todos los sectores.

- En el caso de las bolsas y mercados de valores, merece destacarse la iniciativa conocida como Sustainable Stock Exchanges (SSE), a la que se han adherido más de 70 bolsas de valores en todo el mundo, representando más de tres cuartas partes de los mercados de acciones cotizadas. Su labor se centra en desarrollar prácticas de mercado, coordinadas por los agentes del mercado, en cuanto a divulgación de información relevante, la reasignación de capital mediante la introducción de productos verdes, el desarrollo de guías y actividad de formación para fortalecer las capacidades del sector en este ámbito, y el desarrollo de intercambios y procesos de diálogo que estimulen el desarrollo continuo de estándares en la materia.
- Con un foco más orientado a las entidades bancarias, cabe destacar la iniciativa financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP-FI), que ha venido coordinando el trabajo e intercambio de conocimiento con más de 100 entidades bancarias internacionales para el desarrollo de metodologías y herramientas que permitan a los bancos entender cómo el cambio climático genera impactos en su negocio y actividad.
- En la industria de la gestión de activos también se han producido importantes iniciativas en la misma dirección. Destaca por encima de todos el Grupo de Inversores Institucionales sobre Cambio Climático (IIGCC por sus siglas en inglés), que reúne a 160 miembros de 12 países, y que gestionan más de 21 billones de dólares. Dicho grupo asume el objetivo declarado de movilizar capital para el proceso de descarbonización de la actividad económica. En esa dirección lleva a cabo actuaciones de coordinación de demandas de sus miembros, a la vez que colabora con empresas y responsables políticos en el desarrollo de nuevos elementos legislativos que ofrezcan una visión clara y a largo plazo sobre la transición.
- Finalmente, el sector asegurador es probablemente el primer agente financiero que en su conjunto vislumbró la importancia de los riesgos financieros del cambio climático para su actividad, dado que se ve afectado tanto por sus activos (inversiones) como por sus pasivos (pólizas de seguro). De cara a mostrar acciones concretas que permitan

comprender mejor, prevenir y reducir los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza, y gestionar mejor las oportunidades para proporcionar una protección de riesgos confiable y de calidad, el sector ha desarrollado la Iniciativa sobre unas Directrices de Seguro Sostenible (PSI Initiative, por sus siglas en inglés).

Todo ello permite vislumbrar que el entendimiento de la realidad climática en el sector financiero se erige en un factor clave en la gestión de riesgos y oportunidades. Además, las nuevas oportunidades de negocios verdes son un incentivo adicional que otorga argumento financiero para la ecologización de la actividad y el desarrollo de productos de ahorro, inversión, deuda, garantía y seguro vinculados a la identificación de atributos climáticos de la actividad económica que financian o los activos subyacentes sobre los que se apoyan.

4. Las finanzas sostenibles en España

4.1. Principales operadores en el mercado de renta fija verde. Contraste con las mejores prácticas europeas

En el caso español, la relación entre finanzas y cambio climático se centra en iniciativas puntuales de algunos operadores, principalmente en lo que respecta a emisiones de bonos verdes, actividad en la que ya han participado como emisoras algunas empresas del sector energético español, así como entidades financieras, bien como emisoras o bien como colocadoras.

La eléctrica Iberdrola fue la pionera en la emisión de bonos verdes, en 2014, y desde esa fecha ha incrementado los importes y la periodicidad, hasta los más de 1.400 millones de euros emitidos en 2018. Otras empresas energéticas han seguido la iniciativa, y han conseguido una buena aceptación en el mercado (véase el cuadro 1). Las empresas señalan que se trata de emisiones vinculadas a una estrategia clara de inversiones en infraestructuras para el proceso de descarbonización de la actividad económica. A su vez, otorgan a la entidad una reputación positiva que, en general, compensa los mayores requisitos de información que exigen, y no tanto un “efecto precio”. El sector energético ya tiene de por sí un estándar de provisión de información alto, por exigencias normativas, por lo que en ese ámbito ese coste de emisión de bonos verdes es despreciable y facilita que

este sector sea mayoritario en el conjunto de emisores, más allá de su actual transición energética.

Otras entidades nacionales han realizado emisiones de bonos “etiquetados” como sociales o sostenibles, que siguen directrices similares a las de los bonos verdes, pero la financiación obtenida se destina a fines sociales o una combinación entre estos y los aceptados como “verdes”. En este ámbito encontramos entidades públicas como la Comunidad de Madrid o el Ayuntamiento de Barcelona, y entidades financieras como Kutxabank o Caja Rural de Navarra, con distintos enfoques en cada caso.

En cuanto a entidades financieras que actúan como colocadoras o suscriptoras de emisiones verdes, cabe destacar que los principales bancos españoles han desarrollado una intensa actividad en el año 2017, con volúmenes en torno a los 2.000 millones de dólares, en todo caso claramente inferiores a los principales agentes internacionales en este ámbito (Credit Agricole, HSBC y Citigroup), cuyas operaciones superaron los 7.000 millones.

Cuadro 1. Emisión de bonos verdes por entidades españolas. Años 2017 y 2018

Emisores Bonos Verdes	Año	Periodo (años)	Cantidad emitida (\$)
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	2018	7	1.160.590.000
ACS Servicios Comunicaciones y Energia 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 Financiacion Filiales SA	2017	13	78.027.950
ACCIONA Financiacion Filiales SA	2017	3	13.426.440

Fuente: Afi. Bloomberg.

Nota 1: Repsol emitió en el año 2017 un bono verde que cumplía los Principios de Bonos Verdes, pero su emisión no ha sido incluida al no estar considerada como tal por Bloomberg dada la finalidad de la misma.

Un caso particular es el de los préstamos verdes que BBVA ha concedido a diversas entidades españolas, y que se han regido por las mismas normas que la emisión de bonos verdes, los llamados principios de préstamo verdes coordinados por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA). Otras entidades financieras como Bankia, CaixaBank, Kutxabank, Santander o Triodos España también han apostado por la sostenibilidad en sus préstamos de

carácter minorista y para la financiación de proyectos. Ofrecen condiciones especiales a operaciones encuadradas en ámbitos de mejora de la sostenibilidad (vivienda, reforma, compra de vehículos, etc.) que, aun cuando no sigue los principios internacionales, tratan de identificarse en el creciente ámbito de financiación de proyectos y activos sostenibles.

No obstante, se está lejos del desarrollo alcanzado en otros países de nuestro entorno, con iniciativas entre las que cabe destacar:

- Debate público-privado lanzado en 2016 por el Gobierno de Italia para identificar los elementos prácticos y políticos que son necesarios para movilizar el sistema financiero italiano en torno a un desarrollo sostenible y la acción climática.
- Elaboración de una guía, en 2018, por parte de las principales entidades bancarias holandesas, sobre la capacidad del sistema financiero de contribuir a la transición hacia una economía circular.
- Definición, por parte de las principales entidades financieras británicas, en 2017, de 15 directrices que han de permitir “enverdecer” su actividad financiera.
- Definición de un etiquetado “verde” a los fondos de inversión franceses en el marco de la aplicación de la Ley de transición energética y lucha contra el cambio climático elaborado en 2015 por el Gobierno de Francia.

En definitiva, el sector financiero y empresarial español comienza a ser parte del movimiento internacional de gran escala que considera los riesgos y oportunidades de la lucha contra el cambio climático y otros aspectos ambientales como un elemento de inversión y valoración de riesgo. Aun así, el avance actual dista mucho de alcanzar el desarrollo de otros países de nuestro entorno. Por ello, la futura ley de cambio climático y transición energética deberá impulsar el desarrollo de este ámbito y ser un revulsivo para el sector.

4.2. La inversión institucional española ante las finanzas sostenibles

La inversión institucional tiene una función clave en la canalización del ahorro de los particulares hacia inversiones sostenibles. Ese papel descansa, por un lado, en la creciente sensibilidad que muchos inversores están desarrollando hacia inversiones sostenibles, pero también en la creciente evidencia de

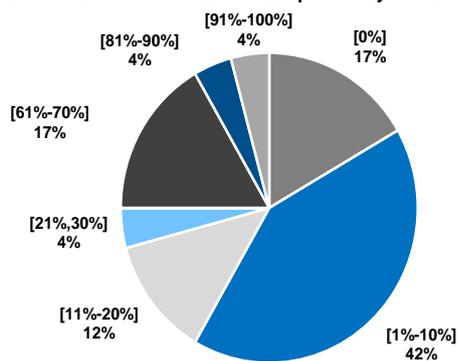
que dicho tipo de inversiones pueden generar rentabilidades que incluso superan a las obtenidas en inversiones no sostenibles, como ha quedado de manifiesto en el apartado 3.

Por ello, no sorprende que algunos de los principales inversores institucionales en el mundo hayan desarrollado estrategias muy proactivas en cuanto a inversiones sostenibles, tanto en términos de mayor transparencia en la medición de los riesgos, como en el compromiso en la reducción de los mismos.

Es en el marco de dicha creciente tendencia internacional que hemos querido arrojar alguna luz sobre la inversión institucional en España, en cuanto a su actitud y estrategias frente a la inversión sostenible. Para ello hemos realizado un trabajo de campo consistente en identificar a un amplio espectro de dichos inversores, y recopilar sus percepciones en una encuesta elaborada al efecto. El trabajo de campo se ha llevado a cabo en julio de 2018, y sobre una población total de 87 inversores institucionales, la muestra de respuestas abarca a 24, lo que sin duda otorga una razonable representatividad.

La creciente sensibilidad hacia la inversión sostenible se pone de manifiesto al comprobar que tan solo un 17 % de las entidades no tiene ninguna inversión en sus carteras. Un 54 % mantiene entre un 1 % y un 20 %, y en un 25 % de inversores institucionales ya es mayoritaria la presencia de inversiones sostenibles.

Gráfico 7. Inversión sostenible como porcentaje de la cartera

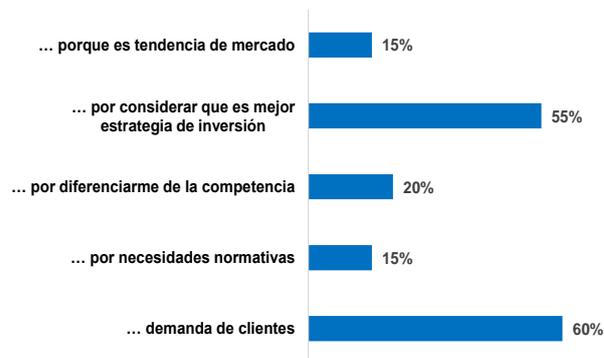


Fuente: Afi.

En cuanto a los motivos para incorporar inversiones sostenibles en sus carteras (gráfico 8), merece destacar que el principal es la demanda por parte de los clientes, y en segundo lugar porque se considera que es mejor estrategia de inversión. Sin duda alguna se trata de las

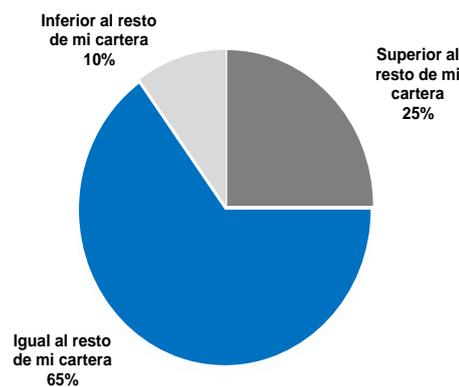
dos razones que en otros países vienen impulsando esa actitud proactiva por parte de los gestores de activos, y es mucho más prometedor que si el principal motivo fuese por necesidades normativas o por mera tendencia de mercado.

Gráfico 8. Motivación para la inversión sostenible



Fuente: Afi.

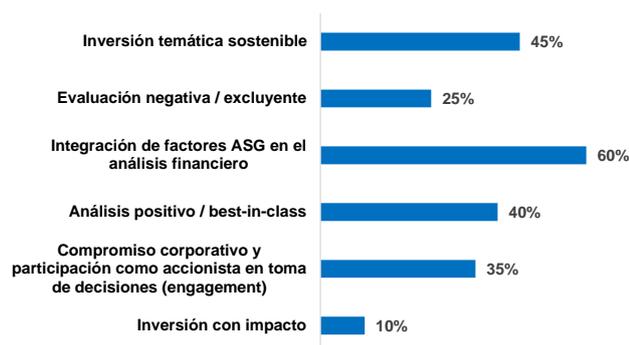
Gráfico 9. Rentabilidad relativa de la inversión sostenible



Fuente: Afi.

Tradicionalmente se consideraba que la inversión responsable implicaba una aceptación de menores rentabilidades. Sin embargo, los estudios empíricos recientes no solo no lo corroboran, sino que llegan a comprobar una ligera mejora en la rentabilidad, conclusión que parece emerger también de nuestro trabajo de campo (gráfico 9). La mayoría (65 %) afirma que la inversión sostenible genera una rentabilidad similar al resto de inversiones, mientras que un 25 % opina que genera mejor rentabilidad, frente a solo un 10 % en la dirección contraria.

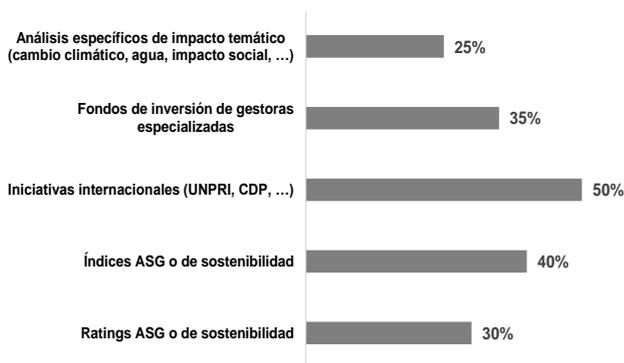
Gráfico 10. Estrategias seguidas en la inversión sostenible



Fuente: Afi.

Dentro de la diversidad de opciones que ofrece la inversión sostenible en la actualidad, las estrategias de inversión definidas tienden a utilizar más de un enfoque (el 55 % combina al menos dos metodologías), siendo las de mayor calado la integración de factores ASG en el análisis financiero (60 %) y la definición de fondos de inversión temática sostenible (45 %).

Gráfico 11. Benchmarking utilizados para la inversión sostenible



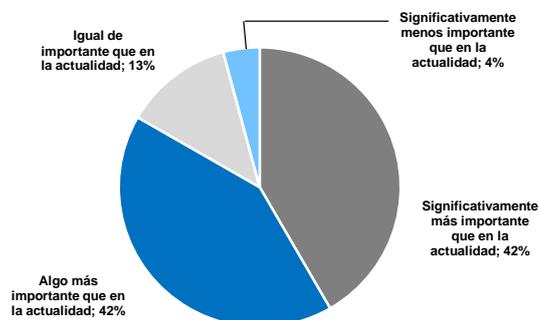
Fuente: Afi.

Los inversores institucionales españoles utilizan una diversidad de referentes internacionales en sostenibilidad a la hora de hacer *benchmark* de sus inversiones (55 %). Las iniciativas internacionales que establecen criterios estándar para sus entidades adheridas son las más utilizadas (50 %), seguidos por la evolución de los índices ASG (40 %).

La evolución esperada de la cartera construida con criterios de inversión sostenible crecerá en los próximos dos años según la mayoría (84 %) de instituciones de inversión colectiva de España; de hecho, en un 42 % de ellas ese crecimiento puede ser sustancial, lo cual puede acortar la brecha que ha supuesto la tardía

incorporación en España de inversiones sostenibles en las carteras de inversión institucional.

Gráfico 12. Perspectivas de futuro para la inversión sostenible



Fuente: Afi.

5. Conclusiones

Los elevados órdenes de magnitud en que se mueven los impactos potenciales negativos justifican la atención que merece este frente de nuevos riesgos sobre la estabilidad financiera global. Asimismo, es necesario gestionar mejor las oportunidades para proporcionar a todos los agentes una senda confiable y de calidad.

Un elemento clave del desarrollo de las finanzas sostenibles es disponer de mayor información y transparencia comunicativa a este respecto. El modelo de implementación de requerimientos establecido desde 2015 en Francia (el conocido como artículo 173 de la Ley de transición energética y cambio climático francesa) se considera adecuado. Los inversores institucionales y gestores de activos se ven obligados tanto a definir con mayor claridad su implicación en estos aspectos, como a explicitar los riesgos y oportunidades climáticas que sus carteras presentan. La capacidad de arrastre sobre el resto de entes (empresas, instituciones y supervisores principalmente) es notable y una buena práctica a implementar en nuestro contexto.

Diversos análisis realizados hasta la fecha concluyen que las inversiones sostenibles son más rentables o tienen menor riesgo que las que no consideran este tipo de aspectos, por lo que debería tener incidencia favorecedora en los requisitos prudenciales (*green supporting factor*). No obstante, su aplicación debería ir acompañada de un factor penalizador para aquellas

actividades que operan en sentido contrario (*brown penalising factor*). Estos elementos tendrían una gran importancia para las entidades bancarias y aseguradoras.

La anunciada futura ley de cambio climático y transición energética deberá impulsar el desarrollo de este ámbito y ser un revulsivo para el sector.

Referencias

- ALLEN, F.; GU, XIAN; KOWALEWSKI, O. (2017). [“Financial Structure, Economic Growth and Development”](#), IÉSEG Working Paper Series 2017-ACF-04.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2017). [Financial Integration in Europe](#), mayo.
- BERGES, A.; ONTIVEROS, E. (2014). [“Financiación de la economía: bancarización frente a mercados”](#). *Mediterráneo Económico*, n. 25, p. 195-212.
- BLACKKROK (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”](#). Discurso dado en Lloyd’s of London el 29 septiembre de 2015.
- CARNEY, M. (2016). [“Resolving the climate paradox”](#). Discurso dado en Arthur Burns Memorial Lecture, Berlín, el 22 de septiembre 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.
- COMISIÓN EUROPEA (2017a). [Mid-Term review of the Capital Markets Union Action Plan](#).
- COMISIÓN EUROPEA (2017b). [Annual report on European SME’s 2016-2017](#), Noviembre.
- COMISIÓN EUROPEA (2018a). [A Clean Planet for all A European strategic long-term vision for a prosperous, modern, competitive and climate neutral economy](#).
- COMISIÓN EUROPEA. (2018b). [Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance](#).
- COMISIÓN EUROPEA (2018c). [Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible](#).
- CŒURÉ, B. (2018). [“Monetary policy and climate change”](#), conferencia organizada por Network for Greening the Financial System, el Deutsche Bundesbank y el Council on Economic Policies.
- DEMERTZIS, M.; MERLER, S.; WOLF, G. (2017). [“Capital Markets Union and the fintech opportunity”](#). *Bruegel Policy Contribution*, n. 22, septiembre.
- 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 Intergubernamental 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, febrero.
- LEVINE, R. (2002). [“Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?”](#) *William Davidson Working Paper*, n. 442, febrero.
- MATIKAINEN *et al.* (2017). [“The climate impact of quantitative easing”](#). *Policy Paper*. Mayo 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 (febrero, 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 de Afi en *El País*, 13 de febrero.

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 está integrado por Antoni Castells y Josep Oliver (codirectores), Emilio Ontiveros, Martí Parellada y Gemma García (coordinadora).

EuropeG

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



Con el apoyo de:

