

## Cambio climático

# La contribución de las finanzas a la transición hacia una economía baja en carbono

J. Julián Cubero

28 de diciembre de 2021

## Finanzas sostenibles: apetito creciente, ambición elevada ...

El desarrollo de la financiación a actividades medioambientales y socialmente sostenibles (finanzas sostenibles) está siendo acelerado. El apetito por el conjunto de activos ESG<sup>1</sup> es creciente: el total mundial de emisiones (bonos, créditos, ABS) alcanzó en los tres primeros trimestres de 2021 la cifra de 1 billón de dólares, superando holgadamente los 720.000 millones del conjunto de 2020, según el [Instituto de Finanzas Internacionales](#). En octubre, la Unión Europea emitió el primer bono sostenible para proyectos medioambientales del programa “Next Generation EU”, que planea [colocar en cinco años hasta 250.000 millones de euros en bonos verdes](#). 12.000 millones emitidos con una demanda que multiplicó por 11 la oferta. En noviembre, en la COP26 de Glasgow, se constató que la falta de ambición climática no es algo que se pueda achacar al sistema financiero, como mostró la [llamada a la acción a los gobiernos del G20 por parte de la Alianza Financiera para el Cero Neto de Glasgow](#). Los miembros de la alianza se comprometieron a establecer, publicar y evaluar rigurosamente sus estrategias de descarbonización, de modo que la persuasión de la sociedad impulse el cumplimiento de los compromisos establecidos.

## ...que no basta para financiar la inversión necesaria para la transición climática

De acuerdo con los escenarios de la Red de bancos centrales y supervisores para hacer más Ecológico el Sistema Financiero (NGFS por sus siglas en inglés)<sup>2</sup>, alcanzar emisiones netas cero en 2050, objetivo consistente con la meta de temperatura del Acuerdo de París, requerirá inversiones adicionales que sólo en la producción de energía serían de 960.000 millones de dólares en media anual en 2021-2030, cerca de un 0,8% del PIB mundial y, por tanto, superiores a los flujos financieros que se dirigen al conjunto de productos financieros con vocación de sostenibilidad medioambiental o social.<sup>3 4</sup> Facilitar la movilización de financiación, tanto la canalizada a través de los mercados de capitales como la intermediada por el sistema financiero, es esencial para la transición hacia una economía con emisiones netas cero de gases de efecto invernadero (GEI). Además de aumentar los flujos

1: Environmental, Social and Governance, es decir, activos financieros con objetivos de sostenibilidad medioambiental, social y de gobierno corporativo.

2: Para detalles de los escenarios climáticos NGFS: [NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors](#), Junio 2021

3: En lo que se refiere a Europa, los 250 mil millones de euros de financiación prevista dentro de NGEU para objetivos sostenibles medioambientalmente suponen cerca del 0,3% del PIB anual del área durante cinco años, lo que no cubriría unas necesidades de inversión que sólo para transición climática se estiman [entre el 0,5 y el 1% del PIB del área](#).

4: Hay que señalar que existe una elevada incertidumbre sobre la estimación de las necesidades de inversiones adicionales que garanticen la transición hacia una economía mundial neutra en emisiones en 2050. Una revisión de las estimaciones de la IEA, IRENA y BNEF realizada por [Lenaerts, Tagliapietra y Wolff](#) (2021) concluye que las inversiones adicionales en el sector energético son algo más del doble que las estimadas por el NGFS. Por el contrario, el [IMF](#) (2019) calcula que estas inversiones adicionales son menos de la mitad de las estimadas por el NGFS, aunque para limitar el aumento de temperaturas a 2º en lugar de alcanzar el objetivo de cero neto en 2050. Con todo, además de ser la referencia para bancos centrales y supervisores, los escenarios del NGFS tienen, por lo tanto, la ventaja de situarse cerca del promedio del rango de estimaciones existentes.

financieros, hay que asegurar que estos se dirigen a proyectos que contribuyan lo más efectivamente posible a la descarbonización de la economía.

## Fondos de inversión sostenible, sistema bancario y descarbonización

El total de activos bajo gestión de los fondos de inversión sostenible está creciendo rápidamente. Según el [Informe de Estabilidad Financiera Mundial del FMI](#) de octubre de 2021, entre 2010 y 2019 los flujos netos hacia este tipo de fondos se movieron al mismo ritmo que los dirigidos a los fondos convencionales, pero aumentaron notablemente en 2020. Aparte, el crecimiento de aquellos fondos con vocación climática es mucho mayor<sup>5</sup> y, sobre todo, parecen impulsar el proceso de descarbonización de las empresas en las que invierten.

El FMI muestra en su informe que los fondos centrados en el clima tienden a invertir más en empresas que reducirán sus niveles de emisiones de GEI que en aquellas compañías con niveles de emisiones ya relativamente bajos.<sup>6</sup> Sin embargo, este tipo de fondos son todavía demasiado pequeños para tener un impacto significativo. Su crecimiento se ve dificultado por la fragmentación de la información disponible y de las regulaciones sobre taxonomía y obligaciones de declaración de sostenibilidad a través de distintas jurisdicciones, tanto para vehículos de inversión como para las propias empresas. Lograr una gobernanza global de la información sobre sostenibilidad medioambiental que permita que la clasificación de un fondo de inversión como sostenible suponga una garantía real, sin riesgo de *greenwashing*<sup>7</sup>, es clave para el desarrollo de este tipo de productos.

También empieza a haber evidencia empírica de en qué medida la financiación bancaria está empezando a contribuir al cumplimiento de objetivos climáticos, lo que permitirá extraer conclusiones sobre las políticas más apropiadas para este objetivo. Por ejemplo, parece que las empresas son efectivamente recompensadas por su compromiso medioambiental con un acceso más favorable a la financiación bancaria, al menos en préstamos sindicados otorgados por bancos también comprometidos medioambientalmente. Al analizar la información sobre el precio de los préstamos sindicados utilizando una amplia base de datos internacional para el período 2011-2019,<sup>8</sup> se encontró un efecto estadísticamente significativo que desde 2015, tras la firma del Acuerdo de París, hace que los bancos “verdes” hayan ofrecido a empresas también “verdes” un descuento en el rango de 60-69 puntos básicos en relación al coste de préstamos sindicados a empresas “marrones”.<sup>9</sup>

## Financiación climática para los países en desarrollo: los acreedores privados se quedan atrás

La transición hacia una economía libre de carbono requiere de esfuerzos coordinados, incluyendo el apoyo técnico y financiero a las economías en desarrollo, tanto por razones de eficiencia (un problema global para el que las

5: En 2020 suponían 130 mil millones de dólares, el 4% del total de fondos de inversión sostenible, pero desde 2017 crecen más que los convencionales y el último año aumentaron casi el 50% su tamaño.

6: Consistente con ello, el BIS encuentra evidencia de que la deuda de empresas con mayores emisiones de carbono tiende a negociarse con rendimientos ajustados al riesgo ligeramente superiores (mayor en el caso de las empresas de los sectores intensivos en energía), lo que es consistente además con un menor coste real del capital para las compañías con menores emisiones. Ver: [Achievements and challenges in ESG markets](#), BIS, Dec-2021.

7: Marketing engañoso para persuadir de que el producto, los objetivos o las políticas de una organización son respetuosos con el medio ambiente.

8: Degryse, H; R. Goncharenko; C. Theunisz; T. Vadasz. [“When green meets green”](#) Working Paper Research 392 October 2020

9: Los autores clasifican a las empresas como “verdes” si informan voluntariamente al Proyecto de Divulgación de Carbono (CDP), mientras que los bancos se clasifican como “verdes” si son miembros de la Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP FI). Hay que tener en cuenta que la clasificación utilizada en el documento es bastante laxa, ya que formar parte de UNEP FI o CDP no garantiza la conciencia medioambiental. Así, aunque los resultados deben tratarse con cautela, es razonable pensar que los resultados deberían ser aún más favorables con una clasificación más estricta.

economías en desarrollo tienen menor capacidad de respuesta) como de equidad (las economías desarrolladas son las principales responsables de los niveles de GEI acumulados en la atmósfera durante los dos últimos siglos). Este compromiso se ha destacado en el [comunicado de la COP26 de Glasgow](#), con renovadas promesas de alcanzar tan pronto como sea posible el objetivo de 100.000 millones de dólares anuales de apoyo desde economías desarrolladas.<sup>10</sup>

Desde 2015, la OCDE analiza el progreso hacia el compromiso<sup>11</sup>, que incluye cuatro tipos de instrumentos de financiación con objetivos climáticos desde economías desarrolladas: pública bilateral, pública multilateral, créditos a la exportación y financiación privada movilizada por la financiación pública bilateral y multilateral. En 2019, último dato disponible, se alcanzó un volumen de financiación de 79,6 miles de millones de dólares, con aumentos significativos únicamente en el tramo multilateral, pero bien por debajo en todo caso del objetivo.

El capital privado movilizado se ha mantenido estable en niveles relativamente bajos, cerca de 14 miles de millones, especialmente llamativo si se tiene en cuenta el volumen de financiación pública disponible. Cabe señalar que las economías en desarrollo tienen, en general, un coste de capital más elevado que las desarrolladas,<sup>12</sup> lo que dificulta lograr rentabilidad de proyectos de inversión, climáticos o no. En este contexto, la movilización de capital privado a largo plazo requiere medidas que aborden los obstáculos específicos de cada país, ligados al desarrollo de su mercado financiero, el proyecto de inversión y/o la tecnología climática considerada.<sup>13</sup>

## Camino por recorrer en financiación sostenible suficiente y también eficaz

Se necesita un conjunto completo de políticas climáticas, de alcance global, creíbles y sostenidas a largo plazo, construidas en torno a un precio de las emisiones CO2 suficiente para dar los incentivos de rentabilidad, y por tanto de financiación, apropiados a proyectos de inversión sostenible medioambientalmente. Además, más que establecer cuotas u objetivos generales, habría que empezar por una definición clara, lo más permanente y global posible (común a distintas jurisdicciones) de "lo que es verde". Pero para un primer paso tan esencial, aún queda mucho camino por recorrer, ya que hoy en día ni siquiera existe una taxonomía definitiva y completa en Europa ni una norma mundial para la divulgación de las exposiciones al riesgo medioambiental.

10: El objetivo de movilizar 100.000 millones de dólares al año para 2020 para acción climática en países en desarrollo se formalizó en la COP16 de Cancún.

11: Ver [Climate Finance Provided and Mobilised by Developed Countries Aggregate trends updated with 2019 data](#), OECD, 2021

12: El coste del capital es función del coste de financiación, que depende a su vez de la carga de deuda, la inflación, los márgenes de intermediación financiera y de la prima de riesgo. Al coste de financiación se añadiría el efecto del precio relativo de los bienes de capital, su depreciación y los impuestos.

13: Para un mayor detalle: ["Demystifying Private Climate Finance"](#) UNEP FI Dec-14.

## Referencias

- Darvas, Z. and G Wolff, [A green fiscal pact: climate investment in times of budget consolidation](#), Bruegel, September 2021
- Degryse, H; R. Goncharenko; C. Theunisz; T. Vadasz. [“When green meets green”](#) Working Paper Research 392 October 2020
- GFANZ, [Act Now. Financial leaders urge more climate action from the G20](#), GFANZ. October 2021
- IIF, [Sustainable Debt Monitor](#), October 2021
- IMF, [Global Financial Stability Report](#), IMF. October 2021
- NGFS, [NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors](#), June 2021
- Scatigna, M.; D. Xia; A. Zabai; O. Zulaica [Achievements and challenges in ESG markets](#), BIS, Dec-2021.

## AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).  
Tel.:+34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax:+34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

