

28.10.2021

Finanzas sostenibles. La visión de los bancos centrales

Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros

Margarita Delgado

Subgobernadora

En primer lugar, quisiera agradecer en nombre del “Portal Finanzas para todos” este premio reconociendo la labor que en la divulgación financiera hemos venido realizando desde 2008. Gracias a la Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros, al presidente del su Consejo Permanente, el Honorable Sr. D. Vicent Soler i Marco (conseller de Hacienda y Modelo Económico) y a su directora general, Isabel Giménez, por hacer más visible este portal y la función tan importante que desempeña. Como bien saben, fue en 2008 cuando Banco de España y CNMV impulsaron la creación de este portal con el fin de mejorar la cultura financiera de todos los españoles. Esta labor no habría sido posible sin la colaboración de más de 45 instituciones desde organismos públicos a asociaciones profesionales, institutos de formación, entre otros muchos.

El objetivo de este portal es difundir información útil, neutral y libre de cualquier interés comercial, para que los ciudadanos estén más formados a la hora de tomar decisiones financieras.

Entre las iniciativas desarrolladas hasta el momento, las dos más destacables son el Programa Escolar y el Día de la Educación Financiera. El Programa Escolar, que se desarrolla en colaboración con las administraciones educativas, ofrece manuales, formación y materiales didácticos para alumnos y profesores y se complementa con la participación en el Concurso de Conocimientos Financieros.

Por otra parte, en estos años hemos celebrado Días de la Educación Financiera enfocados en nuestros mayores, en la digitalización y en las finanzas responsables. Este año, precisamente, el foco de atención se ha puesto en las finanzas sostenibles.

El concepto de finanzas sostenibles o “finanzas verdes” es de gran importancia en la agenda de los organismos internacionales y es clave para conseguir que la acción de los ciudadanos impacte en la sostenibilidad medioambiental y social de nuestro planeta, también a través de la gestión de sus finanzas.

En nombre de la CNMV y del propio Banco de España, gracias por este premio.

Permítanme señalar que, a día de hoy, estamos sujetos al «período de reserva» previo a las reuniones de política monetaria del Consejo de Gobierno del BCE. Por ese motivo, no puedo hacer referencia a temas que puedan anticipar las futuras decisiones de política monetaria. Por tanto, mis reflexiones no han de interpretarse como indicaciones sobre la perspectiva monetaria o económica que puedan anticipar tales decisiones.

Dicho esto, quiero de nuevo reseñar la relevancia que las finanzas sostenibles están adquiriendo en todos los ámbitos. Un ejemplo de ello, como acabo de señalar, fue que el último Día de la Educación Financiera que se celebró a principios de este mes, puso el foco de atención en las finanzas sostenibles.

En este sentido, desde que tuvo lugar la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Cambio Climático (COP25) en Madrid, el número de iniciativas relacionadas con las finanzas sostenibles, tanto públicas como privadas, así como las acciones de los bancos centrales en este tema han crecido de forma exponencial^{1,2}. De muchas de estas iniciativas he sido testigo directo, como el desarrollo de la NGFS (*Network for Greening the Financial System*) en la que represento al Banco de España desde 2018.

Como no me quiero repetir, y esta no será para la mayoría de ustedes la primera intervención que escuchan sobre cambio climático, iré hoy más allá de los riesgos físicos y de transición y hablaré sobre el importante papel que los mercados financieros deben desempeñar para que se pueda lograr el tránsito desde una economía basada en el petróleo y otros combustibles fósiles a una economía más sostenible. En particular, mi intervención se centrará en la importancia de la financiación; el desarrollo de nuevos instrumentos como los bonos verdes, con sus luces y sombras; y en el papel que tienen las autoridades y, de modo particular, los bancos centrales en estos desarrollos.

La transición hacia una economía baja en carbono conlleva costes. Estos los soportan desde los individuos que tengan que cambiar sus vehículos, o las calderas y calefacciones de sus casas, pasando por las empresas industriales, que requieran revisar sus procesos de producción, hasta las propias compañías energéticas, que deben reducir su dependencia del petróleo, gas o carbón. Todo ello requiere elevados volúmenes de financiación y los mercados financieros son claves para canalizar los recursos necesarios.

Solo desde el lado público, el Plan de Inversiones para una Europa Sostenible, que forma parte del Pacto Verde Europeo, establece la movilización de un mínimo de 1 billón de euros en inversiones sostenibles durante la próxima década con cargo al presupuesto de la Unión Europea con el fin de avanzar hacia el objetivo de lograr una economía neutra en carbono para el 2050.

La magnitud de este reto no tiene precedentes y la Unión Europea lleva trabajando desde la firma de los Acuerdos de París de la COP21 de 2015 en desarrollar la estrategia común en finanzas sostenibles e integrarla en el sistema financiero europeo. No obstante, el desarrollo de esta nueva regulación es complejo, laborioso, e inevitablemente lento si se quiere hacer bien y con el necesario consenso y apoyo político.

Así, solo desde el año pasado contamos con una clasificación o taxonomía de actividades sostenibles, y aún esta es todavía incompleta. De hecho, la Comisión Europea sigue trabajando para el desarrollo de esta taxonomía con el fin de cubrir desde el punto de vista climático aquellas actividades económicas sobre las que todavía no se ha pronunciado como la agricultura y algunos sectores energéticos más controvertidos como la energía nuclear o el gas natural. Además, tiene pendiente de desarrollar los criterios técnicos para clasificar las actividades económicas como sostenibles de acuerdo con algunos de los objetivos del Reglamento de taxonomía.

¹ Véase González, C. I. (2021). «[Panorámica de iniciativas institucionales globales y europeas en finanzas sostenibles](#)», Artículos Analíticos, Boletín Económico, 3/2021, Banco de España

² Véase González, C. I. (2021). «[El papel de los bancos centrales en la lucha contra el cambio climático y en el desarrollo de las finanzas sostenibles](#)», Artículos Analíticos, Boletín Económico, 3/2021, Banco de España

También es reciente el reglamento europeo sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros³, mientras que sigue pendiente de aprobación la directiva para el conjunto de empresas cotizadas. No obstante, desde 2018⁴ es obligatoria para grandes empresas en España la inclusión en el informe de gestión consolidado el estado de información no financiera que incluye cuestiones medioambientales y sociales. Desde el 30 de diciembre de 2021 el ámbito de aplicación de la obligación de presentar este estado de información no financiera se extenderá a todas aquellas sociedades con más de 250 trabajadores y que cumplan con otros requisitos de la Ley⁵.

Por otra parte, tampoco contamos todavía con el anunciado estándar europeo de bonos verdes. Quiero detenerme en este punto ya que constituye un buen ejemplo de cómo los mercados financieros han tenido que hacer frente a esta lentitud legislativa, desarrollando y anticipando instrumentos que permitan la obtención de financiación para canalizar recursos hacia proyectos verdes o sostenibles. Los bonos verdes fueron la respuesta inicial del mercado. La emisión en el año 2007 por parte del Banco Europeo de Inversiones abrió el camino de estos instrumentos. A partir de 2014, con la publicación de los Principios de Bonos Verdes de ICMA (*International Capital Market Association*), se produjo un aumento exponencial de emisiones por parte de empresas, bancos, corporaciones municipales y gobiernos. En la actualidad, los mayores emisores de bonos verdes son las sociedades no financieras, principalmente de los sectores de energía, transporte y sector inmobiliario. En todos estos sectores es de destacar la presencia de muchos emisores españoles.

De hecho, en España, 24 empresas nacionales (tanto financieras como no financieras; tanto públicas como privadas) han emitido ya bonos verdes. Además, en septiembre de este año, se realizó la primera emisión de un bono verde soberano por parte del Reino de España⁶. La acogida de esta emisión fue muy favorable, con una demanda de 60.000 millones de euros, 12 veces por encima de la oferta, y esto llevó a que el Tesoro pudiera obtener financiación a 20 años con un tipo del 1%, cuando el coste medio de la deuda pública es del 1,65%, y su duración media es de 8 años.

La Unión Europea también se ha unido al grupo de emisores de bonos verdes al realizar recientemente su primera emisión de 12.000 millones de euros⁷, la mayor de un bono verde del mundo hasta ahora. La Unión Europea se convertirá en breve en el mayor emisor de bonos verdes del mundo, dado que esta tan solo es la primera emisión del programa de

³ Reglamento (EU) 2019/2088 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex:32019R2088>

⁴ Ley 11/2018 <https://www.boe.es/eli/es/l/2018/12/28/11>

⁵ que además (i) tengan la consideración de entidades de interés público de conformidad con la legislación de auditoría de cuentas, exceptuando a las entidades que tienen la calificación de empresas pequeñas y medianas de acuerdo con la Directiva 34/2013, o que (ii) durante dos ejercicios consecutivos reúnan, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, un total de las partidas del activo que sea superior a 20 millones de euros o que el importe neto de la cifra anual de negocio supere los 40 millones de euros.

⁶ Véase Nota de Prensa de MITECO, de 7 de septiembre de 2021: [“El éxito de la primera emisión de bonos verdes del Tesoro permite reducir el tipo de interés y ampliar la base inversora”](#).

⁷ Véase Nota de Prensa de 12 Octubre de 2021: [NextGenerationEU: European Commission successfully issues first green bond to finance the sustainable recovery](#).

bonos verdes asociados a la financiación de *Next Generation EU*⁸, que está previsto que alcance los 250.000 millones de euros para finales de 2026. Curiosamente, el bono se ha emitido bajo los principios de ICMA (al igual que lo hizo la Obligación del Tesoro Español), pues todavía no existe el estándar europeo.

Dentro del mandato del Eurosistema, los bancos centrales debemos contribuir a los esfuerzos globales para promover la consecución de objetivos medioambientales – entre ellos, los objetivos climáticos de la Unión Europea – y a la lucha contra el cambio climático. Por ello, es razonable que nos comprometamos a incluir consideraciones climáticas tanto dentro de nuestras carteras como en los programas de compra de activos. Así, el Banco de España, en el ámbito de su competencia, está aplicando criterios de sostenibilidad y responsabilidad en la política de inversión de sus carteras propias desde 2019. Como parte de dicha estrategia, el Banco de España mantiene inversiones directas en bonos verdes en distintas divisas y participa en los dos fondos de inversión abiertos para este tipo de activos, tanto en dólares como en euros, lanzados por el Banco de Pagos Internacionales (BPI).

En la misma línea, los diecinueve países del Eurosistema y el BCE alcanzaron una posición común en febrero de este año. Dicha posición contempla aplicar principios de inversión sostenible y responsable relacionada con el cambio climático en las carteras denominadas en euros no relacionadas con la política monetaria.⁹ Al mismo tiempo se comprometen a comenzar a divulgar aspectos climáticos de estas carteras en el plazo de dos años. El Banco de España, como es lógico, se ha adherido a la posición común del Eurosistema¹⁰, así como al compromiso de divulgación.

Dicho esto, la emisión de bonos verdes no está exenta de retos. El primero de ellos es el cumplimiento y verificación de los compromisos adquiridos por sus emisores. Las últimas emisiones están incorporando cláusulas por las que el inversor no pueda reclamar en caso de incumplimiento de los compromisos del emisor, lo que incrementa el riesgo reputacional y la sensación de que se esté produciendo un cierto *greenwashing*. Un segundo aspecto que refuerza la preocupación por la posible existencia de ese *greenwashing* es que un reciente estudio del BIS¹¹ mostraba cómo la emisión de bonos verdes no estaba implicando una reducción de la huella de carbono de la empresa en su conjunto muy distinta de las de las empresas que no tenían emitidos bonos verdes. Esto es así por el carácter inherentemente fungible del dinero. Los fondos obtenidos con bonos verdes también liberan recursos que se podrían destinar a inversiones con mayor huella.

Una vez más, la iniciativa de los mercados financieros está avanzando por delante de la legislación. Mientras tanto, seguimos esperando la aprobación de unos estándares europeos de bonos verdes y el cierre de la taxonomía. La solución que están encontrando

⁸ Véase https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/nextgenerationeu-green-bonds_en

⁹ Véase Nota de Prensa del BCE: “[El Eurosistema acuerda una posición común sobre inversiones sostenibles relacionadas con el cambio climático en las carteras no relacionadas con la política monetaria](#)”, de 4 de febrero de 2021.

¹⁰ Véase Nota de Prensa del BdE: “[El Banco de España se adhiere a la posición común del Eurosistema para la inversión sostenible](#)”, de 4 de febrero de 2021.

¹¹ Ehlers, Mojon y Packer (2020) [Green bonds and carbon emissions: exploring the case for a rating system at the firm level](#). BIS Quarterly Review, Septiembre 2020, 31-47.

los mercados a los problemas señalados son los bonos ligados a la sostenibilidad que pueden dejar obsoletas las iniciativas legislativas incluso antes de que entren en vigor.

En este punto me gustaría realizar una reflexión relacionada con los bonos verdes. La idea es que el tamaño del cupón tuviera una penalización para el emisor si este no cumple con los objetivos que se haya marcado en el momento de la emisión del bono (como puede ser la reducción de la huella de carbono del conjunto de la empresa en un determinado porcentaje para una fecha concreta). De esta manera se evitarían los problemas que había señalado con anterioridad. Por un lado, la penalización por incumplimiento de los objetivos medioambientales quedaría fijada contractualmente. Por el otro, al estar ligada al comportamiento del conjunto de la empresa y no a una inversión concreta también evitaríamos los riesgos de incentivar el *greenwashing*. Una ventaja adicional de los bonos verdes, es que este instrumento no excluye a ninguna empresa. Además, permite que precisamente aquellas compañías que mayor huella de carbono tienen ahora mismo puedan utilizar estos bonos para financiar su reconversión hacia un modelo medioambientalmente sostenible.

En este caso, aunque seguimos teniendo que basarnos en un estándar privado, el que ICMA publicó en junio de 2020, los bancos centrales del Eurosistema sí hemos dado un paso adelante, pues ya en enero de 2021 modificamos los requisitos para poder aceptar estos bonos como colateral de los préstamos de política monetaria.

Esta no es una acción aislada, pues la revisión de la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo ha diseñado una ambiciosa hoja de ruta hasta 2024¹² para la incorporación de consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria. Dicha hoja de ruta supondrá trabajar en colaboración con los bancos centrales que forman el Eurosistema en las siguientes áreas de actuación:

- Primero, la modelización y la evaluación de las implicaciones para la transmisión de la política monetaria, así como en el desarrollo de indicadores para un mejor análisis.
- Segundo, la introducción de requisitos de divulgación de información sobre los activos del sector privado como un nuevo criterio de admisión, o tratamiento diferenciado, como activos de garantía y de las compras de activos.
- Tercero, la realización de pruebas de resistencia climática del balance del Eurosistema.
- Cuarto, la revisión de los marcos de valoración y control de riesgos para tener en cuenta los riesgos climáticos relevantes de los activos de garantía aportados por las entidades de contrapartida en las operaciones de crédito del Eurosistema.
- Y quinto y último, de cara al futuro, la adaptación del marco de compras de bonos corporativos incorporando criterios climáticos.

¹² Nota de prensa BCE, "[El BCE presenta un plan de actuación para incluir consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria](#)", de 8 de julio de 2021.

Conclusión

Como ven, existe un gran interés por todo lo que se refiere a la financiación de proyectos que sirvan para la transición a una economía más sostenible. Tal ha sido el crecimiento en los mercados de este tipo de financiación específica, que la legislación no ha sido capaz de seguir el mismo ritmo de desarrollo.

Todavía quedan aspectos relevantes por definir, tal y como he señalado, pero la agenda regulatoria relacionada con las finanzas verdes está plagada de hitos en los próximos años: desarrollo del Reglamento de Taxonomía, aprobación del estándar de bonos verdes y otras en la misma dirección¹³.

Estoy segura de que tanto el Eurosistema como el Banco de España contribuirán a lograr una mejor canalización de los fondos necesarios para la transformación de nuestra economía hacia modelos sostenibles. No debemos poner tanto el foco de atención en proyectos sostenibles concretos y su financiación, sino en la transformación real del modelo económico en su conjunto. Es mucho lo que ponemos en juego y el papel de los mercados financieros es fundamental en esta transformación.

Muchas gracias.

¹³ Ampliación de la taxonomía medioambiental a actividades “marrones” y “neutras”