

El papel del sector bancario en la transición hacia una economía sostenible y libre de emisiones de carbono

José M^a Roldán Alegre
Presidente de la AEB

Conferencia para el Curso APIE-UIMP 2018
Madrid, 20 de junio

El entorno de negocio del sector bancario, junto con el de otros muchos sectores, continúa presentando desafíos importantes, pues exige conjugar tres elementos. En primer lugar, es necesario hacer frente a las herencias de la crisis, que en el caso del sector toman la forma de créditos dañados heredados del pasado y de provisiones que, aun disminuyendo en el tiempo, todavía drenan la rentabilidad. En segundo lugar, es necesario afrontar el desafío digital, la cuarta revolución industrial, que se viene encima con rapidez. Y, por último, es imprescindible conjugar estos esfuerzos de gestión de corto plazo con una visión de medio plazo sobre los desafíos del sector, pues sólo si somos capaces de vislumbrar un futuro más remoto podremos ver ante nosotros el camino que nos lleva desde el hoy a ese mañana, año a año. Sólo las empresas, los bancos en nuestro caso, que sean capaces de lidiar con ese triple desafío, sobrevivirán.

El año pasado, en este mismo foro, analizamos el desafío digital para el sector bancario. Este año mi propósito es reflexionar sobre ese tercer pilar: los desafíos a más largo plazo. En concreto, estoy hablando de la creciente pujanza de las finanzas sostenibles, y de las consecuencias que en el medio plazo van a tener para el sector, para sus clientes y acreedores, y para la sociedad en su conjunto.

El acrónimo inglés que recoge este nuevo desafío se conoce como ESG, es decir, *Environmental, Social y Governance* o Medio Ambiente, Social y Gobernanza si utilizamos términos en castellano. Viene a recoger, como resulta evidente, aquellos aspectos de responsabilidad social corporativa en la que los bancos y otras empresas deben trabajar para cumplir con su función social.

En el caso de los bancos, resulta evidente la necesidad de atender a un número cada vez más amplio de stakeholders, más allá de los accionistas: estamos hablando de los empleados, de nuestros clientes e inversores no accionistas, y de la sociedad en su conjunto. Aunque la rentabilidad social es la relevante en este proceso de ampliación de objetivos y de grupos de interés, lo realmente revolucionario reside en visualizar que, en el medio plazo, no

hay divorcio entre esos valores ESG y la rentabilidad de la empresa. Quiero decir que o somos capaces de convencer a nuestros stakeholders de nuestro compromiso con esos valores o nos quedaremos fuera de mercado con mucha rapidez. En el caso concreto del cambio climático, esta afirmación es aún mucho más cierta.

Tampoco debemos olvidar otro ángulo, y es el de la acción de las autoridades en este ámbito. En el caso del cambio climático, el objetivo perseguido por estas es lograr una transición ordenada y paulatina, que preserve la estabilidad financiera, desde el modelo económico vigente hoy a otro en el que la emisión de gases de efecto invernadero sea menor, en un horizonte temporal amplio, pero no eterno, y que tiende a acelerarse. En este objetivo coinciden todos -gobiernos e instituciones supranacionales- y también en que la mejor palanca para promover ese cambio gradual, y casi la única efectiva, es el sector financiero, lo que comprende a bancos y mercados.

Por este motivo quiero dedicar hoy mi exposición a las finanzas sostenibles. No es sólo por la necesidad de disponer de una mejor cultura bancaria y de promover avances en ese ámbito de ESG que antes mencionaba. Ni siquiera porque nuestros inversores, en sentido amplio, sean cada vez más sensibles a estas cuestiones, que también es algo crecientemente relevante. Es, sobre todo, por el convencimiento de que las autoridades, al igual que ha ocurrido en el pasado en áreas como la lucha contra el blanqueo de capitales, van a utilizar al sector financiero como instrumento para llevar a cabo la transición energética hacia modelos económicos menos intensos en carbono, más respetuosos con el medio ambiente y que limiten el impacto del cambio climático, y todo ello preservando la estabilidad financiera. En suma, quiero destacar que las finanzas sostenibles han dejado de ser un asunto relacionado con la reputación para convertirse en un catalizador que está impulsando un cambio sin precedentes en el terreno financiero y en los modelos de crecimiento económico.

Seis grandes hitos globales han contribuido a esta transformación.

1.- En primer lugar, la Agenda Global de las Naciones Unidas que desgrana los objetivos de la comunidad internacional para el periodo 2016-2030 con el fin de erradicar la pobreza y favorecer un desarrollo sostenible e igualitario. En esta agenda destacan el Acuerdo de París sobre cambio climático y los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas (ODS).

2.- En segundo, la regulación, la supervisión y las recomendaciones de organismos internacionales, tales como la Comisión Europea (CE), el *Financial Stability Board* (FSB), el Parlamento Europeo o la Red de Bancos Centrales y Supervisores para una Economía más Respetuosa con el Medio Ambiente (NGFS). Todos coinciden en señalar al sistema financiero como el sector clave para lograr una transición con éxito.

3.- En tercer lugar, aparece la enorme oportunidad de mercado generado por estos ODS. La Comisión Europea estima que para cumplir con los objetivos de cambio climático de 2030 se necesitan 180.000 millones anuales de inversiones adicionales en eficiencia energética y energías renovables. Sólo con el concurso del sector privado se puede lograr esa cifra de inversión anual adicional, equivalente a un 17% del PIB español.

4.- En cuarto, hay que citar la creciente presión por parte de los inversores institucionales, que solicitan información sobre cómo las empresas integran los aspectos ambientales y sociales en sus operaciones, así como sobre su visión a largo plazo.

5.- En quinta posición aparece la necesidad de nuestros bancos de contemplar y medir con mayor precisión estos riesgos, que son reales y que están en sus balances. Las autoridades así lo aprecian y por tanto serán regulados.

6.- Por último, están los diferentes stakeholders de los bancos. Hay una creciente conciencia social sobre estos problemas: pobreza, clima, gobernanza, recursos naturales y energía. Las finanzas sostenibles se presentan como una herramienta adecuada para abordarlos todos en conjunto, pues todos están conectados.

Para entender el desafío del cambio hacia un modelo económico sostenible es necesario entender dos cosas. En primer lugar, que, si bien el punto de partida está definido, no lo están ni el punto de llegada, ni la velocidad y el ritmo al que se va a llegar que, probablemente, serán diferentes para países desarrollados y emergentes. En segundo lugar, que las incertidumbres asociadas al impacto del cambio climático, y los largos horizontes de cualquier transición que se contemple, hacen especialmente difícil su análisis.

Un error que pueden llegar a cometer los bancos es menospreciar el desafío que supone integrar la sostenibilidad, los objetivos ESG, en la gestión diaria del negocio. Además, las dificultades asociadas a la toma de decisiones a tan largo plazo y en un contexto de elevada incertidumbre no facilitan esa incorporación a la cotidianidad del negocio. Eso sería, no ya un error, sino una equivocación fatal, y por tres motivos. En primer lugar, porque se trata de un mercado que va a experimentar un desarrollo enorme. En segundo, porque los inversores institucionales y otros stakeholders van a conceder -lo están haciendo ya- una creciente importancia a las cuestiones ESG. Y, por último, porque las autoridades, y los supervisores prudenciales en concreto, van a prestar una creciente atención a estos riesgos que, si bien son complejos de parametrizar en el corto plazo, van a ganar en relevancia.

Antes de continuar, permítanme una aclaración terminológica. El término finanzas sostenibles va más allá de la lucha contra el cambio climático, pues incluye también otros objetivos en materia de gobernanza o de bienestar social. En los próximos minutos me centraré en los aspectos relativos al

cambio climático, y aun cuando utilice el término finanzas sostenibles, me estaré refiriendo a un aspecto concreto de estas, y no al conjunto de objetivos ESG.

PRINCIPALES INICIATIVAS INTERNACIONALES

Voy a describir, en primer lugar, la Agenda Global y las recomendaciones de organismos internacionales, los dos primeros factores antes citados como agentes de este cambio de ritmo y percepción de todo este mundo relacionado con la sostenibilidad de la economía. Empezaré por la iniciativa más reciente y la más próxima a nosotros como europeos. Me refiero al Plan de Acción sobre finanzas sostenibles en el marco de la Unión de los Mercados de Capitales que la Comisión Europea publicó el pasado 8 de marzo, después de conocer el informe final del Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre Finanzas Sostenibles (HLEG) creado en diciembre 2016. En este plan u hoja de ruta la Comisión calcula que será necesario invertir 180.000 millones anuales en sectores como la renovación de edificios hacia una mayor eficiencia, generación y transmisión de energía mediante fuentes renovables, transporte de bajo carbón y otros, para alcanzar en la UE los objetivos marcados en el acuerdo de París (incluido un recorte del 40% en las emisiones de gases de efecto invernadero). Las medidas planteadas buscan crear, por tanto, un entorno favorable para que los inversores privados coadyuven en ese esfuerzo inversor.

El Plan de Acción de la CE se concreta en diez acciones a desarrollar en el periodo 2018-2020, lo que significa que la Comisión se ha propuesto llevarlas a cabo en tan solo dos años. Dentro de estas acciones, nos interesa ahora destacar cuatro propuestas que forman parte del primer paquete legislativo que la CE lanzó el pasado 24 de mayo con el fin de concretar su plan de acción. Las tres primeras serán objeto de los correspondientes reglamentos, con lo cual en su momento se transpondrán directamente al derecho de cada

país miembro, y la cuarta será introducida a través de una modificación de la MIFID II y de la *Insurance Distribution Directive* (IDD).

La primera propuesta consiste en establecer una **taxonomía o clasificación oficial** de actividades sostenibles e introducirlas progresivamente en las normas de la UE. Esto permitirá aclarar qué es verde y qué no es verde, qué es sostenible y qué no lo es. Con ello, todos los actores dispondrán de un lenguaje común en esta materia que servirá para medir y comparar riesgos financieros. Esta taxonomía es importante porque en base a esa clasificación se podría introducir el factor de **sostenibilidad en los requisitos de capital de los bancos y las compañías de seguros**. La Comisión se reserva la posibilidad de recalibrar los requisitos de capital aplicables a los bancos en función del factor verde, cuando así se justifique desde el punto de vista del riesgo.

La segunda propone desarrollar dos índices de referencias de sostenibilidad sobre economías con bajo impacto en emisiones de dióxido de carbono y con impacto positivo en estas.

La tercera propuesta establece **deberes más claros para los inversores institucionales** y los gestores de activos en lo que respecta a la sostenibilidad. Así, deberán incorporar la **sostenibilidad** en su proceso de toma de decisiones y tendrán que explicar los fundamentos de estas a los inversores finales de una forma más transparente.

Y la cuarta incorpora la sostenibilidad en el asesoramiento financiero mediante una modificación en la MIFID II.

El Plan contempla otras propuestas relativas a la regulación de los llamados "bonos verdes", a los que luego me referiré, así como a la **integración de la sostenibilidad en los ratings, en la investigación de mercado y en el gobierno corporativo de las empresas**. Asimismo, **se propone potenciar la información** que ofrecen las empresas en relación con la **sostenibilidad**. A este respecto, la CE podría incluir en la directiva de información no financiera y en las normas internacionales sobre información financiera (IFRS) las recomendaciones del Grupo de Trabajo sobre

Información Financiera relacionada con el Clima (TCFD), cuya aplicación es voluntaria.

Esta iniciativa europea es bienvenida. Como representante de la industria bancaria europea he de decir, no obstante, que hubiéramos preferido que la importancia del sector bancario como palanca de la transición se hubiera visto reconocido con una mayor presencia de nuestra industria en los distintos grupos de trabajo que se están poniendo en marcha y, en concreto, el que va a elaborar la taxonomía antes citada.

A nivel global, la iniciativa más relevante para nuestro sector es el de la *Task Force on Climate Related Disclosure* (TCFD). Esta TCFD, fue creado en 2015 por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) para fomentar que empresas y organizaciones revelen públicamente en sus estados financieros información sobre sus riesgos asociados al clima.

Ambos grupos de trabajo, el creado por la CE y el formado por el FSB, se han encargado de aterrizar en el mundo financiero los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y los acuerdos de la Cumbre de París, los dos grandes hitos que han marcado un punto de inflexión en la consideración que el mundo tenía sobre los problemas del clima y de la sostenibilidad económica.

Como ustedes saben, la ONU aprobó en 2005 la Agenda 2030 sobre el desarrollo sostenible, una oportunidad para que los países y sus sociedades emprendieran un nuevo camino con el que mejorar la vida de todos, sin dejar a nadie atrás. La Agenda estableció 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), que incluyen desde la eliminación de la pobreza hasta el combate contra el cambio climático, la educación, la igualdad de la mujer, la defensa del medio ambiente o el diseño de nuestras ciudades.

Diez años después de ser formulado el objetivo número 13 de la ONU, el relativo al cambio climático, fue objeto de un acuerdo histórico, el adoptado en París el 12 de diciembre de 2015 por 96 países y la Unión Europea. Los países firmantes, entre ellos China y EE. UU., acordaron reducir sus emisiones de carbono para mantener el calentamiento global por debajo de 2 grados

centígrados respecto a los niveles preindustriales, con el fin de reducir los riesgos del cambio climático.

Pero volvamos a la *Task Force* del FSB (TCFD). Este grupo de trabajo era consciente de que se necesitaba urgentemente disponer de una información financiera y corporativa homogenizada, en relación con los riesgos derivados del cambio climático, para promover una mejor gestión de expectativas y toma de decisiones. De hecho, las agencias crediticias están ya revisando centenares de calificaciones en base a factores medioambientales y climáticos. Pero el problema era y es el gran número de iniciativas que proporcionan información sobre este tipo de riesgos, cada una con sus propios criterios, por lo que la *Task Force* se propuso crear un marco universal y comparable.

En el verano pasado, la TCFD hizo públicas una serie de recomendaciones, con las que, ante todo, intenta ayudar a las empresas a identificar qué información sobre los riesgos físicos, de responsabilidad y de transición asociados al cambio climático, es relevante para que los inversores puedan tomar decisiones mejor informadas, esto es, sobre dónde y cómo pueden asignar su capital. Las empresas también se benefician de esta información porque podrán medir y evaluar más efectivamente sus propios riesgos y los de sus proveedores y competidores. Asimismo, los bancos, aseguradoras y suscriptores de emisiones, mejorarán su capacidad para evaluar sus riesgos y exposiciones a corto, medio y largo plazo. En general, se espera que un mejor acceso a los datos facilite la evaluación, la formación de precios y la gestión de los riesgos relacionados con el clima.

Las recomendaciones del TCFD, que deben ser incorporadas a las cuentas anuales de las empresas han sido formuladas en base a cuatro áreas globales: gobernanza, estrategia, gestión de riesgos y métricas y objetivos. Tratan así de responder: uno, quién es el responsable en la empresa de evaluar y gestionar los riesgos y oportunidades relacionados con el clima; dos, cómo puede medir una empresa el impacto de los riesgos y oportunidades relacionados con el clima en su estrategia y planificación financiera; tres, qué métricas y objetivos debe adoptar una empresa para

gestionar los riesgos y oportunidades más relevantes y cuatro, cómo identificar y gestionar los riesgos relacionados con el clima.

En este último capítulo, el Grupo de Trabajo recomienda establecer un precio interno del carbono como herramienta de gestión para que las empresas evalúen los riesgos y oportunidades relacionados con el clima. Aunque esta medida es aún incipiente, su empleo se está extendiendo rápidamente. En la actualidad, se estima que aproximadamente un 20% de las empresas fijan un precio interno al carbono y un 15% más lo hará en los próximos dos años.

Aunque se trata de una guía voluntaria, el respaldo del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) hacia las recomendaciones del TCFD hace que sea muy probable que estas se conviertan en un estándar de mejores prácticas a nivel global. Es conveniente para todas las empresas conocer, por tanto, cómo pueden implementarlas y es importante, en particular, que sean adoptadas por entidades del sector financiero, gestores y propietarios de activos, cuya posición en la cima de la cadena de inversión les ofrece una posición de privilegio para influir sobre el comportamiento de otros sectores.

Grandes inversores han instado ya a los mayores bancos del mundo a implementar las recomendaciones del TCFD y más de 250 organizaciones empresariales han expresado su apoyo a las mismas. De hecho, un grupo (UNEP FI) formado por 16 bancos, entre ellos dos españoles (BBVA y Santander), han recogido este testigo y están llevando a cabo un proyecto piloto de implementación de las recomendaciones del TCFD.

En general, las recomendaciones del TCFD están recibiendo un amplísimo apoyo porque a nadie se le escapa que, como dice el presidente de este grupo, Michael Bloomberg, “una mayor transparencia da como resultado mercados más eficientes y economías más estables y resilientes”. Buena muestra de este apoyo es la llamada a la acción a los gobiernos del G20, realizada por dirigentes de empresas de todo el mundo, para que estos acepten formalmente y ejecuten las recomendaciones del grupo de trabajo y que las completen con un sistema eficaz de precios del dióxido de carbono y la eliminación de los subsidios a los combustibles fósiles.

LOS INVERSORES INSTITUCIONALES, GRANDES AGENTES DEL CAMBIO

Quiero llamar su atención sobre este hecho, esto es, que el verdadero motor de cambio respecto a estos desafíos se ubica en las empresas y los inversores. Los propios grupos de trabajo creados por el FSB y la CE antes aludidos –TCFD y HLEG- están integrados, principalmente, por representantes de grandes empresas, bancos, fondos de inversión, compañías de seguros, agencias de rating y firmas auditoras, entre otros, y son liderados por personalidades tan relevantes como Michael Bloomberg.

Por otro lado, han aflorado decenas de organizaciones empresariales con el ánimo de apoyar esta transformación energética y dotarla de los instrumentos adecuados. Por citar solo algunas: *Principles for Responsible Investment* (PRI), formado por más de 1.750 firmas a nivel global. El grupo piloto UNEP FI, anteriormente mencionado, formado por 16 bancos, entre ellos Santander y BBVA, para impulsar la aplicación de las recomendaciones del TCFD. La iniciativa SBTi, fundada por el Instituto de Recursos Mundial (WWF) y el Pacto Mundial de Naciones Unidas (UNGC) para alentar a las empresas a establecer objetivos de reducción de emisiones. El CDP, antes conocido como ***Carbon Disclosure Project***, que es el mayor repositorio de información ambiental del mundo, alimentado por más de 650 inversores institucionales.

Pero los que realmente están empujando esta transformación son los inversores institucionales -fondos de inversión, de pensiones, etc.-, que se han convertido en accionistas muy activos respecto a las decisiones que adoptan las compañías sobre los riesgos del cambio climático. Las petroleras, por ejemplo, son blanco frecuente de la presión de estos inversores, bien para exigirles una reducción de sus emisiones de gases de efecto invernadero, bien para que compensen los daños causados por estas emisiones o para que desvelen cómo el cambio climático puede afectar a la empresa.

Especialmente implicado está el gestor de activos más grande del mundo, con activos equivalentes a seis veces el PIB de España (\$6,3 billones), que propone acciones concretas como incorporar medidas sobre el uso de combustibles fósiles, el consumo de agua y las emisiones de carbono - como porcentaje de las ventas anuales-, métricas que va a utilizar a la hora de decidir su política de inversiones. Pero lo más interesante, y aquí está la clave del empuje de la iniciativa privada en torno a las fianzas sostenibles, es que los gestores de activos están convencidos de que la inversión con conciencia climática es posible sin comprometer los objetivos tradicionales de maximizar los rendimientos de los inversores. No son, por tanto, solo motivos altruistas los que impulsan a la inversión socialmente responsable, sino una rentabilidad claramente demostrada. Valgan como ejemplo unos datos esclarecedores: se estima que la elevación de 1,5 grados o de 2,5 grados en la temperatura media del planeta puede detraer de 21 billones de euros, en el primer escenario, a 33 billones, en el segundo, del PIB mundial anual.

Una prueba más de que la iniciativa privada supera la pública o, dicho de otra forma, de que ésta parece ir a remolque de la primera, es que el anuncio de Trump de retirarse del Acuerdo de París no ha supuesto una marcha atrás de las iniciativas en torno a la sostenibilidad en este país. Por el contrario, un buen número de estados, ciudades, empresas y organizaciones sociales norteamericanas han anunciado que redoblarán sus esfuerzos y compromisos climáticos, alineándose con el objetivo del Acuerdo de París. Muestra de ello es la iniciativa de Bill de Blasio, actual alcalde de Nueva York, que ha anunciado desinversiones de empresas relacionadas con el sector de los combustibles fósiles y demandas a la industria petrolera.

La comunidad internacional, por su parte, ha cerrado filas en torno al Acuerdo de París. La reducción en el coste de las energías renovables, la experiencia creciente con los impactos del cambio climático, los co-impactos en la salud de las actividades más intensivas en emisiones, el apoyo ciudadano a la acción climática y el capital político invertido en alcanzar el Acuerdo de París, han ayudado, por el momento, a evitar el efecto dominó que el anuncio de la retirada de EE. UU. del Acuerdo de París podría haber tenido.

Permítanme que, una vez descritas las iniciativas del sector público y el privado, introduzca unas reflexiones, de carácter eminentemente práctico, sobre las principales cuestiones que plantea la transición hacia unas finanzas sostenibles.

LAS PERSPECTIVAS EN EL CORTO PLAZO: LOS BONOS VERDES

Los bonos verdes, esto es, pasivos bancarios que respaldan exclusivamente financiación para proyectos con un impacto positivo para el medio ambiente, van a ser uno de los instrumentos fundamentales del cambio. Las características de estos títulos son:

- Los recursos se captan en mercados internacionales organizados, crecientemente especializados en estos instrumentos, que presentan además un elevado grado de estandarización.
- Los recursos se destinan a proyectos concretos relacionados con el apoyo a una economía libre de CO₂. Estos proyectos pueden ir a inversiones en sectores energéticos limpios como a otros que aumenten la eficiencia energética de sectores inicialmente problemáticos (por ejemplo, mejoras de eficiencia en refinerías).
- Debe existir un procedimiento muy riguroso de seguimiento de los proyectos. Esto es, se debe garantizar la trazabilidad del dinero para asegurar que se destina a usos compatibles con la etiqueta de verde. No se trata de certificar su uso en el momento inicial, sino a lo largo de la vida de los activos en los que se ha invertido. Por ello, están apareciendo nuevos operadores en la forma de consultores independientes especializados tanto en la certificación como en el seguimiento de los proyectos de bonos verdes.

- Los requisitos de transparencia resultan fundamentales para estas emisiones, pues es la única vía por la que los inversores finales pueden ser capaces de evaluar el respeto del emisor a los principios que subyacen a este mercado.

A tal fin, la Comisión Europea ha anunciado su intención de proponer, a través del grupo de expertos técnicos antes mencionado (HLEG), normas o etiquetas para **bonos verdes** basándose en prácticas que ya existen (como es el caso de los '*Green Bond Principles*' y la '*Climate Bonds Initiative*'). Posteriormente, la CE trabajará en la elaboración de un folleto (*prospectus*) para las emisiones de bonos verdes. Por último, se espera la creación de un marco de trabajo que contemple la existencia de una etiqueta ecológica de la UE que se aplicaría a activos financieros que cumplan con una serie de requisitos específicos. Por ejemplo, contribuir a la mitigación o a la adaptación al cambio climático; proteger y hacer un uso sostenible de los recursos marinos; favorecer la transición a una economía circular¹; la prevención de residuos y el reciclado; evitar la polución; y proteger los ecosistemas saludables.

En estos momentos, el mercado de los bonos verdes está todavía en una fase incipiente, pero muestra una aceleración creciente. Sus principales rasgos son:

- Se trata de un mercado en el que la demanda de los inversores supera ampliamente la oferta existente. Es, en esencia, un mercado emergente o naciente. Dicho lo cual, hablamos de unas emisiones en 2016 de 70.000 millones de euros en bonos verdes (el 30% en la UE), cifra que, para 2017, ha aumentado hasta 131.000 millones de euros, un 92% más que el año anterior.
- A pesar de ello, y contradictoriamente, no existe una ventaja sustancial de precio en la emisión, lo que, unido a los costes asociados a la mayor

¹ La idea subyacente en la economía circular se basa en que el actual flujo lineal de los materiales (recursos-producto-residuos) necesita ser transformado en un flujo circular (recurso-producto-recursos reciclados).

transparencia y a la trazabilidad, los hace, por el momento, no excesivamente atractivos desde un punto de vista puramente financiero. En cualquier caso, la evidencia empírica más reciente parece apuntar a que existe una preferencia creciente de los inversores por los instrumentos financieros verdes, preferencia que se reflejan en menores primas y mayores índices de retorno. Además, es de esperar que en estas etapas iniciales la penalización por no estar presente en este mercado sea más limitada, pero que a medida que avance la concienciación las primas de riesgo asociadas a bancos negligentes con los valores ESG aumentarán.

La ausencia de requisitos claros y estandarizados es todavía palpable, aunque las recientes medidas aprobadas en la UE apuntan hacia un rápido cierre de ese gap de definición. Además, cabe esperar que el transcurso del tiempo, la maduración del mercado y la aparición de nuevas tecnologías abaratarán tanto los costes relacionados con la transparencia como los relacionados con los requisitos de trazabilidad. Es natural que, en este mercado inmaduro y por desarrollar, en el que la ventaja en términos de coste de financiación no es todavía apreciable, los operadores se acerquen al mismo con una cierta mentalidad de marketing, de "publicidad y propaganda". Nada hay que objetar que así sea en estos inicios. Pero los bancos deben entender, por un lado, que la presencia en este mercado de financiación no es algo volitivo, ni responde a una moda pasajera, sino que está aquí para quedarse y que deben aproximarse a ese mercado con una mentalidad de permanencia. Y por otro, dado que se trata de un mercado incipiente, los distintos operados, públicos y privados, serán inmisericordes con cualquier práctica cosmética que se ponga en marcha. En otras palabras, los inversores institucionales que representan la demanda de bonos verdes son plenamente conscientes de los riesgos de lo que se viene a llamar "*green washing*" o lavado de imagen verde. Por ello, los requisitos de transparencia y de trazabilidad de las inversiones son tan elevados. Pero también debemos añadir que, cualquiera que caiga en la tentación de ese "*green washing*", puede verse penalizado con una financiación más cara, una pérdida de credibilidad e imagen, lo que le dejaría fuera de un mercado crecientemente importante y con un considerable deterioro de su reputación.

La cuestión de la estandarización de este mercado de bonos verdes está sometida a cierta polémica. Por una parte, los operadores de mercado temen que la intervención de las autoridades en la definición de un mercado tan inmaduro, aunque el más desarrollado dentro de la gama de productos verdes, puede dar al traste con la emergencia de manera natural de las mejores prácticas en este terreno. Por otra parte, las propias autoridades son conscientes de la necesidad de introducir un lenguaje común -hoy por hoy ausente- y unos requisitos de transparencia que, lejos de acogotar un mercado incipiente, favorezca su desarrollo. La reacción positiva de los principales inversores institucionales a las recientes medidas de la Comisión Europea, para introducir una clasificación de activos verdes y un lenguaje común, parece apuntar a que este segundo elemento, el de apoyar el desarrollo de un mercado incipiente mediante acciones públicas que favorezcan la estandarización, pesa más. En cualquier caso, y precisamente por tratarse de un mercado todavía inmaduro, es vital que las autoridades entiendan que esa intervención inicial a la hora de establecer estándares debe ser compatible con una cierta flexibilidad para adaptarse a un mercado cambiante que irá ganando en madurez. En otras palabras, en este como en tantos otros campos, el diálogo y la coordinación entre sector público y sector privado resultará fundamental para garantizar un correcto desarrollo del mercado.

LOS RIESGOS EN EL MEDIO PLAZO: LA TRANSICIÓN

Para entender lo delicado del proceso de transición energética, desde un punto de vista de estabilidad financiera, y por qué los supervisores están preocupados por ello, es necesario entender las características de este. Como ya se ha comentado, tenemos una idea, obviamente clara, del punto de partida: el momento actual. Tenemos también una idea más o menos clara de las características que tiene ese modelo de crecimiento sostenible. Y ello incluye qué sectores, incluso qué tipo de empresas, van a ser los perdedores

del proceso, y qué sectores, empresas o inversiones públicas se van a ver fortalecidos en ese nuevo estadio estacionario, en ese nuevo equilibrio futuro.

El conocimiento que tenemos sobre la velocidad e impacto de los cambios es muy limitado. Un cambio acelerado hacia nuevas tecnologías y sectores, bien por la acción de las autoridades o por la del propio mercado, puede crear desafíos de estabilidad financiera considerables que aumenten los costes de la transición al estadio estacionario, hasta hacerlo potencialmente inviable. Un cambio demasiado lento tampoco es posible, pues ello impediría conseguir los objetivos de limitar el calentamiento global a dos grados y, de ese modo, evitar las pérdidas asociadas a escenarios más desfavorables.

Esa transición va a afectar a todos los sectores económicos. Dependiendo de la velocidad de esta y, en particular, si es más rápida de lo esperado, sectores enteros de la economía pueden ver comprometida su viabilidad. Por lo tanto, el problema reside en que las empresas y los inversores no puedan planificar a largo plazo, y no tanto por las incertidumbres de la transición sino por la potencial incompatibilidad de los requisitos de rentabilidad a corto plazo con los del medio plazo. Esto es, debemos evitar una transición súbita, un *cliff effect*, que desencadene pérdidas financieras que afecten al sistema financiero y a su estabilidad.

¿Qué sector es instrumental para garantizar una transición que preserve la estabilidad financiera? Una vez más, es el sector financiero, pues a través de sus decisiones de financiación, de sus condiciones de volúmenes y precio, puede ir acompasando el ritmo de cambio, al enviar señales a los agentes sobre las políticas inversoras favorecidas, y aquellas que se verán crecientemente penalizadas. Y en la medida en que los incentivos estén alineados entre el gobierno, los supervisores, y los operadores financieros, se asegurará una transición que preserve la estabilidad financiera. Por ello, no debemos engañarnos: el sistema financiero, y en particular los bancos, van a ser la palanca que van a utilizar las autoridades para garantizar una transición hacia una economía más sostenible y que sea compatible con la preservación de la estabilidad financiera.

Este hecho no debe esconder los desafíos que para los bancos representa la gestión de la transición, que no es otra que la gestión de los riesgos climáticos y sus implicaciones para la estabilidad del sistema financiero, en caso de que llegaran a materializarse. Si bien en el largo plazo todo riesgo climático se traduce en riesgo financiero, esto es, en riesgo de crédito y en riesgo de mercado, con sus consiguientes pérdidas, algunas características distinguen este tipo de riesgo. Una de ellas, su largo plazo. Otra, la necesidad de utilizar un análisis de escenarios a más largo plazo (actualmente solo cubren entre uno y tres años), y basado en indicadores adelantados, para poder conocer de manera correcta las implicaciones financieras de los riesgos climáticos, y ello por la elevada incertidumbre existente, en estos momentos, sobre la velocidad de los efectos del cambio climático. Y, por último, la necesidad de trabajar de la mano del mundo científico para poder seguir el progreso del conocimiento y así trasladar esa información a parámetros financieros.

LOS INCENTIVOS PARA EL CAMBIO: LOS FACTORES VERDE Y MARRÓN

Como ya se ha comentado, las autoridades, una vez más, van a utilizar al sector financiero como la palanca para lograr una transición ordenada. Un instrumento disponible, y discutido, es el del uso de incentivos positivos y negativos en el ámbito de los requisitos de capital: los así llamados *Green Supporting Factors* y *Brown Penalizing Factors*.

De lo que estamos hablando, en definitiva, es de establecer unas ponderaciones de riesgo para los activos en el cómputo del capital que reduzcan los requisitos de capital regulatorio para las inversiones (la financiación) del banco en empresas o proyectos que apoyen la transición energética. En el caso del factor marrón, se trata de penalizar las inversiones en sectores y actividades, como la minería del carbón, que van en contra de esos objetivos de sostenibilidad climática a medio plazo. Previamente es condición necesaria eliminar los subsidios existentes a algunas

actividades/productos marrones para evitar un problema de inconsistencia regulatoria y fiscal.

Hay una cierta controversia en torno al uso de los factores de apoyo y penalización. Algunos supervisores prudenciales no consideran conveniente utilizar la regulación de solvencia de los bancos para promover o incentivar determinadas inversiones en sectores concretos. No es que ese objetivo de política pública no sea aceptable: es que el instrumento para lograrlo no puede ser, según esta visión, los requisitos prudenciales, que deben determinarse en función del riesgo, de la probabilidad de impago, de la pérdida en caso de impago y de la exposición en el momento del impago.

Vaya por delante que, a pesar de mi simpatía por el argumento anterior, creo que, en el caso que nos ocupa, se trata de una falsa polémica. Dadas las características de la transición climática, en concreto de las incertidumbres tanto en la velocidad de la transición como en la potencial aparición de *cliff effects*, creo que la utilización de esos factores de apoyo y penalización es plenamente consistente con una óptica pura de gestión de riesgos prudenciales, siempre y cuando sea respaldada por una evidencia empírica clara que así lo justifique en términos de riesgos financieros. Esto es, a menores riesgos financieros, menores requisitos de capital. O, dicho de otro modo, la política prudencial no puede ignorar los riesgos que la transición hacia una economía sostenible introduce en el sistema financiero y los bancos. Entre otras razones, porque estos riesgos se pueden incluir entre los ya existentes de crédito y de mercado. Si bien hay que reconocer que su modelización y análisis es diferente (mayor horizonte temporal, uso de análisis de escenarios, etc.).

Además, en la medida en que el sector financiero se constituye en la palanca que las autoridades van a utilizar para apoyar ese cambio hacia modelos de crecimiento sostenible, tiene sentido que se utilice un sistema de incentivos, de *bonus y malus*, para lograr precisamente una transición gradual que evite los potenciales riesgos de estabilidad financiera. Esto es, a la justificación desde el punto de vista microprudencial se puede unir, sin ningún problema, un enfoque macroprudencial.

Ese esquema de incentivos es un instrumento fundamental que las autoridades deben utilizar para asegurar que se internalizan tanto las externalidades positivas como las negativas. No obstante, su diseño específico es más complejo de lo que parece. En primer lugar, aunque cuando hablamos de factores verdes y marrones, de esquemas de apoyo y de penalización, con frecuencia pensamos en sectores concretos, y en empresas que operan en ellos, lo cierto es que esos factores no pueden responder sólo a etiquetas sectoriales. Por ejemplo, ¿qué ocurre si, dentro de un sector problemático, una empresa está acometiendo un proceso inversor que reduce su huella de CO₂, mientras que sus competidores no lo hacen? Porque es precisamente en los sectores intensivos en energía donde se pueden encontrar las mayores ganancias. Otro elemento obvio es en el de la eficiencia energética a nivel de empresas y familias, donde la construcción tiene tanto que aportar. En suma, el diseño de esos factores debe tener un sello sectorial, pero este debe complementarse con una visión empresa a empresa.

Por último, y en materia de incentivos, no sólo cabe pensar en incentivos regulatorios. Por ejemplo, los incentivos fiscales pueden jugar un papel muy importante a la hora de internalizar esas externalidades positivas y negativas.

Pero no sólo debemos pensar en acciones de política pública. De hecho, el sector privado está introduciendo nuevos instrumentos que van en la misma dirección de apoyar la transición a una economía libre de CO₂. En concreto, se están poniendo en marcha nuevos instrumentos de financiación, en la forma de créditos sindicados, en los que el coste de financiación para el cliente (el spread) depende del cumplimiento de ciertos objetivos en materia de ESG. Estos créditos, llamados *Positive Incentive Loans*, con su estructura de *malus* y *bonus* relacionado con objetivos ESG, pueden ser un potente instrumento para incentivar la transición a la financiación sostenible.

CONCLUSIÓN

Permítanme que vaya terminando. En un seminario muy reciente de un banco español, el representante de uno de los mayores gestores de activo del mundo expresaba que, en el área de finanzas sostenibles, estamos pasando de preguntarnos "por qué" a preguntarnos "por qué no" ("*from why to why not*"). De mi exposición se colige que a este motivo se va a unir, cada vez con más fuerza, el efecto combinado de la acción del sector privado (los operadores financieros, incluidos los bancos, y la sociedad en su conjunto), de los gobiernos, y de los reguladores y supervisores en apoyo de una transición a un modelo económico sostenible.

Estemos todos atentos a los desarrollos en esta área, porque van a tener una importancia creciente y tangible en la gestión bancaria. Muchas gracias.