

4.3. EL MERCADO DE BONOS VERDES

RICARDO GIMENO

Jefe de División Análisis e Inteligencia de Mercados, Banco de España¹

INTRODUCCIÓN

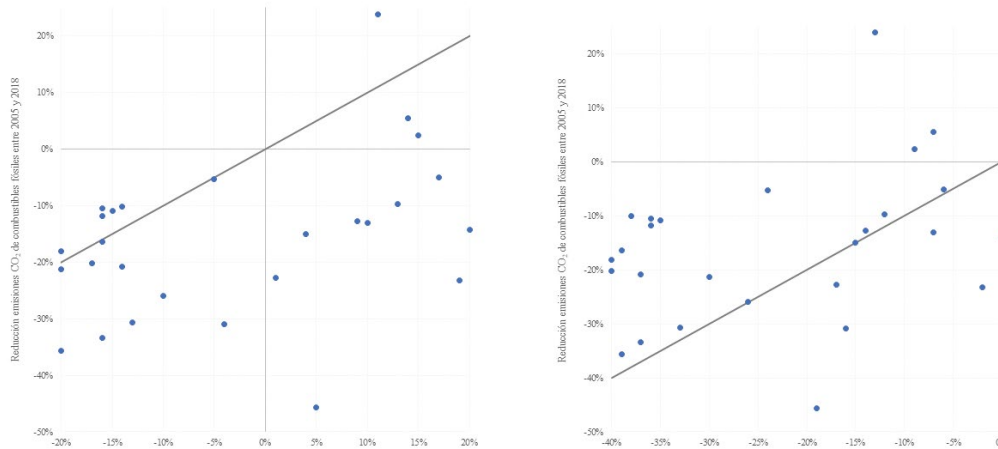
Los compromisos de reducción de huella de carbono que se alcanzaron en los acuerdos de Tokio, de acuerdo al reparto del esfuerzo entre los países de la UE de cara a 2020, parece que se van a cumplir, aunque todavía requerirían esfuerzos adicionales en algunos países (e.g., Austria, Bélgica, Alemania, Luxemburgo, Holanda y Estonia). Sin embargo, el reparto entre los países de la UE del compromiso de la Unión en el acuerdo de París es más exigente para el año 2030, y va a requerir acciones significativas para la mayoría de países (Véase Figura 1). Para el cumplimiento de estos objetivos serán necesarias inversiones considerables, y la obtención de la financiación adecuada para ello, como reconoce el propio texto de los acuerdos de París (Marqués y Romo, 2018).

Para dirigir fondos a estas iniciativas, la solución que han creado los mercados son los bonos verdes. Un bono verde es aquel cuyos fondos se destinan a financiar proyectos que guarden una relación directa con la sostenibilidad, la preservación de los medios naturales y la transición hacia una economía de bajo carbono (González y Núñez, 2019). Los principios que debe seguir un bono para ser considerado verde incluyen la identificación de la actividad a financiar, cuantificación del impacto medioambiental, información periódica del uso de los fondos, y un evaluador externo que certifique el cumplimiento de los objetivos marcados con la emisión.

¹ Las opiniones expresadas en este capítulo son en exclusiva las de su autor y no necesariamente se corresponden con las de la institución en la que trabaja.

² DECISIÓN No 406/2009/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 23 de abril de 2009.
eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:32009D0406&from=EN#tr2-L_2009140ES.01013601-E0002

Figura 1: Reducción observada de emisiones CO₂ frente a los objetivos comprometidos



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat y Parlamento Europeo.

Los tesoros nacionales no han sido ajenos a la emisión de bonos verdes, desde la primera del gobierno Polaco. El principal emisor de bonos verdes soberanos hasta la fecha ha sido Francia, abriendo 8 veces en los tres últimos años su programa de Green OAT con vencimiento en junio de 2039, con un saldo vivo superior a los 20 mil millones de euros al cierre de 2019. Otros países europeos que han emitido hasta 2019 este tipo de activos de renta fija son Holanda, Bélgica, Irlanda, Estonia o Lituania. Otros países que todavía no lo han hecho, están anunciando emisiones para antes del cierre de 2020, como son los casos de España o Alemania.

A modo de ejemplo, el bono verde soberano emitido por el Tesoro francés replica la definición anterior de un bono verde. Tiene por objeto declarado la financiación de inversiones (7%), gastos operativos (33%), intervenciones (27%), desgravaciones fiscales (33%) y cualquier otro gasto que permita el desarrollo de la política medioambiental del Gobierno Francés (République Française, 2017). Más de la mitad de los fondos obtenidos mediante este bono verde debe dedicarse a proyectos actuales o futuros (es admisible la financiación de proyectos ya realizados recientemente). El gobierno también se compromete a reportar todos los años la asignación de recursos, y al final del proyecto, los logros obtenidos en términos de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero, la reducción de la contaminación, reciclado y biodiversidad. El destino comprometido para los fondos son la mejora de la eficiencia energética de edificios (32%), la biodiversidad (22%), transportes (19%), energía (13%), adaptación (7%), y control de la contaminación (2%) (Véase la figura 2). Los resultados reportados contarán con una certificación (auditoría) independiente proporcionada por Vigeo-Eiris.

Como muestra el ejemplo francés, la emisión de un bono verde soberano implica una serie de compromisos plurianuales de gastos por parte del país emisor. Esto supone que la emisión, con vencimientos superiores a los 20 años en muchos casos, no solo obligará al gobierno que emite, sino a gobiernos posteriores. Estos gobiernos siguientes pueden te-

ner prioridades distintas, y sentirse tentados a incumplir los compromisos adquiridos con la emisión del bono verde. Esto podría llegar a desencadenar un “default verde”, incluso cuando se mantenga el pago de los cupones o la amortización del principal (evento de crédito). Si bien no sería un evento de crédito en el sentido habitual del término, sí que sería un incumplimiento de uno de los compromisos adquiridos durante la emisión, y en ese sentido, un riesgo reputacional para el país. Aunque no hay registrado ningún caso de incumplimiento de esos compromisos en un bono verde (soberano o no), resulta difícil pensar que, en caso de este *default verde*, el emisor pudiera apelar en el futuro al mercado con otro bono verde. Por otra parte, no se puede descartar que los tenedores de dichos bonos demandaran al estado incumplidor, si bien no está claro qué tipo de reclamación podrían hacer en esas circunstancias.

Figura 2: Proyectos comprometidos por las emisiones de bonos verdes de la República Francesa



Fuente: République Française (2017) Framework for the Green OAT. <https://www.aft.gouv.fr/files/archives7attachments/25562.pdf>

Imágenes obtenidas con licencia CC BY de Lokas Software; Stavros I; Secretlondon; Dimitri Makeev; NOAA-2 Satellite; Tony Webster.

La demanda de bonos verdes es especialmente significativa entre fondos de inversión temáticos, y sobre todo (por volumen), entre fondos de pensiones. Dado que, en muchos casos, los fondos de pensiones tienen mandatos que constriñen el universo de activos elegibles a aquellos que tienen un nivel mínimo de riesgo, los bonos verdes soberanos son una opción especialmente interesante para ellos que amplían sus posibilidades de inversión. Para los emisores, la presencia de fondos de pensiones es también muy positiva, pues tienden a ser unos inversores muy estables, tendiendo a hacer inversiones hasta vencimiento. En este sentido, la expansión, diversificación y mejora en el tipo de inversores a los que llegar por parte de los tesoros es un atractivo adicional al de la financiación de proyectos verdes.

No obstante, hay que tener en cuenta que la Comisión Europea estima que para cubrir las necesidades de inversiones sostenibles que la Unión Europea tendría que hacer para cubrir el Plan de Inversiones del Pacto Verde Europeo haría falta la movilización de un billón de euros. Es difícil imaginar que esta oferta de bonos verdes vaya a poder cubrirse simplemente con la preferencia de fondos de pensiones o la existencia de fondos de inversión temáticos por este tipo de activos. Para lograr estos volúmenes, es necesario que las inversiones medioambientales deje de ser el nicho del mercado de bonos verdes, en el que predominan las estrategias temáticas (especialización en bonos verdes), para pasar a estrategias generales para todo tipo de carteras de activos como son las de *best-in-class* o las de integración de criterios medioambientales en la optimización de carteras (NGFS, 2019).

El criterio *best-in-class* implica que, una vez que el inversor ha decidido que parte de su cartera se invertiría en activos de una tipología completa (por ejemplo, bonos soberanos con una calificación crediticia superior a A-, y una duración de entre 5 y 10 años), de entre ellos se escogería aquellos que tuvieran una mejor valoración en términos medioambientales. Por su parte, la integración de criterios medioambientales en la optimización de carteras implica que la selección de la cartera no solo debe maximizar la rentabilidad para un nivel de riesgo dado, como es habitual, sino que debe ser una decisión multicriterio que tenga en cuenta el riesgo, la rentabilidad y algún tipo de evaluación medioambiental del activo. Hay que tener en cuenta que la huella de carbono de un país tiene una relación positiva con su rating de crédito: a mayor huella de carbono, mejor rating (Gimeno y Sols, 2020).

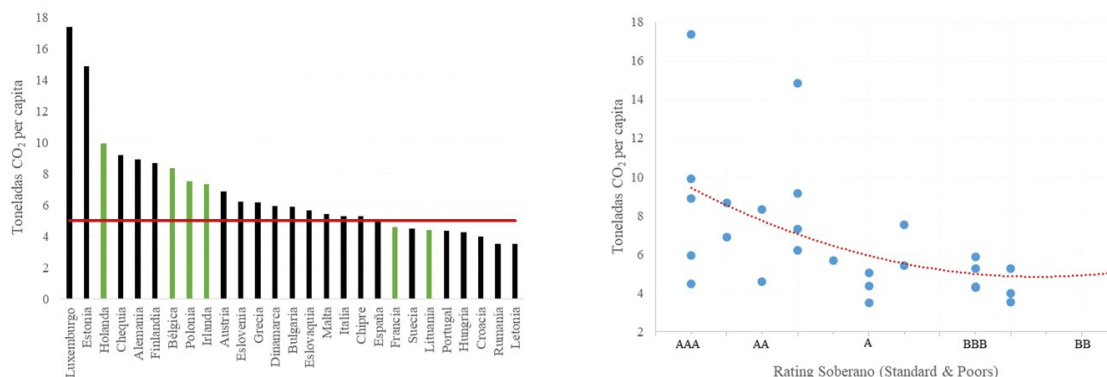
Por tanto, para lograr la ampliación desde un nicho de mercado al conjunto de este, el primer paso es la identificación de una métrica mediambiental adecuada, igual que existe una métrica para el riesgo de crédito (las calificaciones de las agencias de rating). En el caso de bonos corporativos, o de acciones, la métrica medioambiental es relativamente sencilla, pudiéndose calcular la huella de carbono de la empresa. Existen múltiples proveedores de datos (tipo 2 degrees investment initiative, Carbon Delta, ISS, y otras, además de las tradicionales como Bloomberg o Reuters) que proporcionan esa información (Alonso y Marqués, 2019). Sin embargo, en el caso de los bonos soberanos, a pesar de que existen fuentes públicas de emisiones de gases de efecto invernadero por países (como por ejemplo Eurostat o el Banco Mundial), la integración de estas métricas nacionales con el resto de activos de renta fija no es directa. Así por ejemplo, ¿debería tenerse en cuenta todas las emisiones del país o solo las del sector público? Si quisiéramos comparar los activos públicos y privados, podría pensarse que lo razonable sería restringirse a las del sector público. No obstante, también podría pensarse que las políticas públicas son las que favorecen que la economía de un país en su conjunto produzca más o menos emisiones, por lo que las emisiones a contabilizar deberían ser las del conjunto del país. Por otro lado, algo parecido podría decirse de las emisiones de una empresa: ¿puede una empresa tener una reducida huella de carbono si está afincada en un país con una elevada huella de carbono y se beneficia de las estructuras creadas por su gobierno? ¿Cómo imputamos la huella de carbono del país a una empresa?

Mientras no existan respuestas a estas preguntas, no será fácil que estrategias de inver-

sión más inclusivas (*best-in-class*, integración criterios medioambientales) sean adoptadas de forma generalizadas, y los bonos verdes seguirán siendo fundamentales para la financiación de la lucha contra el cambio climático. No obstante, ya empiezan a darse algunas emisiones de bonos privados (caso de Enel), que no encajan en la definición de bonos verdes, pues no implican inversiones verdes concretas, sino que van ligados a un compromiso de reducción de la huella de carbono para el conjunto de la empresa. Este mismo objetivo podría plantearse para los bonos soberanos, de tal forma que el cupón pagado por el bono estuviera ligado al cumplimiento de los objetivos marcados por el acuerdo de París.

De hecho, un problema adicional de los bonos (soberanos) verdes se haya en la misma fungibilidad del dinero. Así, un emisor, a la vez que tiene un bono verde que se compromete a invertir en energías renovables, puede usar el resto de los presupuestos del estado para subvencionar la minería local del carbón o elaborar una estructura impositiva que no favorezca la eficiencia energética. Esto es una forma de *ecopostureo (Greenwashing)* en el que pueden caer los Estados, y que suponen un riesgo reputacional adicional de los bonos verdes. De hecho los países emisores de bonos verdes, son por ahora mayoritariamente los que tienen huellas de carbono más altas (Véase Figura 3)³. Por el contrario, la consideración conjunta a nivel emisor, en vez de a nivel emisión evita este posible problema.

Figura 3: Emisiones CO2 por países en 2014, bonos verdes emitidos y riesgo soberano.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Banco Mundial, Climate Bond Initiative y Standard & Poors.

REFERENCIAS

Andrés, A. y Marqués, J. M. (2019). Innovación financiera para una economía sostenible. Documento Ocasional del Banco de España, n. 1916.

³ No podemos hacer, sin embargo, equivalencia entre greenwashing y bonos verdes con alta huella de carbono nacional. Hay que tener en cuenta que cuanto mayor sea la huella de carbono, mayores serán las necesidades de inversiones sostenibles.

- Gimeno, R. y Sols, F. (2020) . La incorporación de factores de sostenibilidad en la gestión de carteras. *Revista de estabilidad financiera*, 39. 183-203.
- González, C. I. y Núñez, S. (2019). Mercados, entidades financieras y bancos centrales ante el cambio climático: retos y oportunidades. Documento de trabajo de FEDEA n. 2019/06.
- Marqués, J. M. y Romo, L. (2018). El riesgo de cambio climático en los mercados y las entidades financieras: retos, medidas e iniciativas internacionales. *Revista de Estabilidad Financiera* 34, 117-140.
- NGFS (2019). *A sustainable and responsible investment guide for central banks' portfolio management*. Network for Greening the Financial System. París.
- République Française (2017) Framework for the green OAT. www.aft.gouv.fr/files/archives/attachments/25560.pdf