

## Bancos centrales y cambio climático: entre actuar y no actuar

Tanto individuos como instituciones podemos contribuir a la lucha contra el cambio climático. Los consumidores podemos añadir nuestro granito de arena, por ejemplo, al elegir productos y servicios con una menor huella de carbono. El sector público puede añadir toneladas de arena, con incentivos a la inversión para mejorar la eficiencia energética y desarrollar tecnologías menos contaminantes y, sobre todo, introduciendo un precio a las emisiones de carbono. Por su parte, ¿qué rol pueden tener los bancos centrales en este ámbito? En este artículo, ponemos el foco en cómo el BCE (en el marco de su revisión estratégica) podría incorporar criterios climáticos en su toma de decisiones.

### Por qué los bancos centrales deberían ser proactivos

Los bancos centrales de las economías avanzadas –también el BCE– tienen en su mandato la estabilidad de precios. Algunos, además, fijan objetivos de otras variables macroeconómicas, como el empleo. En cualquier caso, ninguno incluye explícitamente entre sus objetivos la lucha contra el cambio climático. No obstante, existe un amplio consenso de que el cambio climático tiene implicaciones importantes para la economía y la estabilidad de precios, que los bancos centrales no pueden pasar por alto. Por ejemplo, la mayor frecuencia y severidad de eventos meteorológicos adversos podría aumentar la volatilidad en el crecimiento económico y la evolución de los precios. De hecho, algunos modelos estiman que la mera expectativa de que esto ocurra ya afecta a las expectativas de inflación y reduce el tipo de interés natural,<sup>1</sup> limitando el (ya escaso) margen de la política monetaria para estimular la economía. Para el caso de la eurozona, este factor supone un reto adicional para el BCE, puesto que el impacto del cambio climático es distinto entre sus países.

En Europa, además, los tratados europeos obligan al BCE a apoyar las políticas y objetivos de la UE, siempre que ello no perjudique la estabilidad de precios. Puesto que la Comisión Europea tiene como objetivo estratégico la lucha contra el cambio climático (el *Green Deal* y el fondo de recuperación Next Generation EU son una muestra clara de este compromiso), el BCE no solamente podría, sino que debería, incorporar el cambio climático en su toma de decisiones.

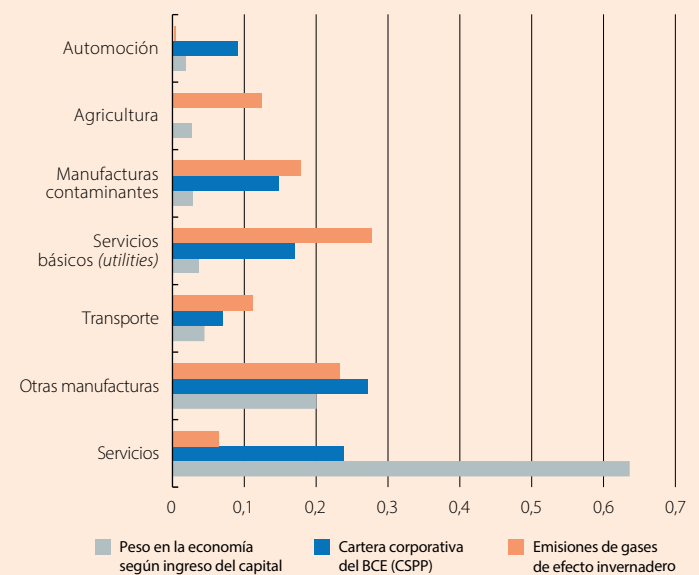
Por otro lado, los riesgos climáticos constituyen una amenaza para la estabilidad financiera. También suponen una amenaza para el propio banco central, entre otros porque su balance está expuesto a los riesgos climáticos a través de los títulos de deuda soberana y corporativa que adquiere en el mercado. Así, para el correcto desarrollo de la política monetaria, sería necesario que los bancos centrales también gestionasen adecuadamente la exposición climática de sus activos.

### Por qué los bancos centrales no deberían ser proactivos

También existen argumentos en contra de una contribución activa de los bancos centrales a la lucha contra el cambio climático. Por un lado, podría interpretarse que, al actuar en este ámbito, las instituciones monetarias estarían sobrepasando sus actuales mandatos. Concretamente, aunque la lucha contra el cambio climático genere amplio consenso en el plano científico, no deja de ser una decisión política. Los gobiernos son los responsables de recoger el mandato de la sociedad en este ámbito y, en consecuencia, los principales actores en las políticas climáticas. En este sentido, el hecho de que un banco central tome partido e influya en la asignación de recursos económicos sin el mandato democrático para ello podría ser percibido como una disminución de su independencia política. Asimismo, el impacto directo que un banco central puede tener sobre el nivel de emisiones es bajo.

Por otro lado, si un banco central decidiera favorecer activos de sectores menos contaminantes, podría considerarse que estaría incumpliendo el principio de neutralidad de mercado.<sup>2</sup> Sin embargo, en Europa, este principio presenta algunos matices.

### Eurozona: deuda en manos del BCE, peso en la economía y emisiones por sector



**Notas:** CSPP es el programa de compra de deuda corporativa del BCE (Corporate Sector Purchase Program). Emisiones directas de GEI (Scope 1).

**Fuente:** Papoutsis, M. et al. (2021). «How unconventional is green monetary policy?»

1. Véase Dietrich, A. et al. (2021). «The Expectations Channel of Climate Change: Implications for Monetary Policy». CEPR Discussion Paper 15.866.

2. Las compras de activos deben reflejar el mercado elegible para garantizar que no se distorsionan los precios relativos de los títulos en el mercado.

El tratado de la UE especifica que el BCE debe actuar de acuerdo con «el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos». En este sentido, cuando hay un fallo de mercado (como es la falta de internalización de los riesgos climáticos en el precio de los activos financieros), la asignación de recursos puede ser ineficiente. Siguiendo este argumento, la discriminación por parte del BCE de activos en función de su exposición a los riesgos climáticos podría encajar en los tratados al atenuar un fallo de mercado y mejorar la eficiencia de la asignación. De hecho, la composición actual de la cartera de deuda corporativa del BCE no cumple con la neutralidad de mercado. En particular, la cartera de bonos corporativos replica adecuadamente el universo de bonos elegibles, pero no la estructura económica de la eurozona.<sup>3</sup> Además, dada la mayor participación de sectores intensivos en emisiones en el mercado de renta fija corporativa europeo, la cartera de bonos corporativos del BCE presenta un importante sesgo de carbono.

### ¿Cómo podría el BCE incorporar la lucha contra el cambio climático en su mandato?

Aunque los bancos centrales puedan actuar frente al cambio climático, parece claro que no deben liderar esta lucha. En cambio, pueden (dentro de los límites de su mandato) complementar la acción de los gobiernos. En este sentido, el BCE tiene a su disposición varias herramientas en el ámbito de la política monetaria y la supervisión bancaria con las que incorporar los riesgos climáticos en su toma de decisiones y operaciones (véase la tabla).

En primer lugar, el BCE podría ajustar su programa de compra de activos privados<sup>4</sup> para adquirir deuda solo de empresas que divulguen cierta información climática o cuenten con un *rating* climático. Esta opción, que genera consenso en el Consejo de Gobierno del BCE, mejoraría la transparencia de la información climática y, por ende, ayudaría a los mercados financieros a clasificar emisores y activos según su exposición a los riesgos climáticos (facilitando así la internalización de estos riesgos en el precio de los activos).

El BCE también podría ir más allá y discriminar en función de los riesgos climáticos, mostrando preferencia por la deuda de empresas que cumplan con ciertos criterios climáticos, o excluyendo aquellos emisores y activos más intensivos en emisiones de carbono (y, por tanto, más en conflicto con los objetivos de descarbonización de la UE).<sup>5</sup> Estas medidas, si bien son más proactivas, resultarían difíciles de aplicar sin una divulgación consistente de los riesgos climáticos por parte de las empresas, que todavía se encuentra en una fase inicial y solo aplica a empresas cotizadas. Además, suscitan cierta controversia en el Consejo de Gobierno

### Opciones del BCE para incorporar criterios climáticos en sus operaciones

Herramientas de política monetaria	Operaciones de crédito (MRO, LTRO, TLTRO...)	Ajustar el tipo de interés en función del destino del crédito (por ejemplo, nivel de alineación con la taxonomía verde UE).
		Condicionar el acceso al destino del crédito (por ejemplo, nivel de alineación con la taxonomía verde UE).
		Condicionar acceso/tipo de interés a la composición del colateral aportado (según sus riesgos climáticos).
		Vincular el acceso a la divulgación de información climática por parte de entidades/contrapartes.
	Colateral	Expandir la elegibilidad del colateral verde (por ejemplo, permitir a las entidades acceder a un tramo adicional de financiación).
		Ajustar el <i>pricing</i> ( <i>haircut</i> ) del colateral según el riesgo climático asociado/nivel de alineación con la taxonomía verde UE.
		Excluir activos en función del perfil de riesgo climático del emisor o la intensidad de emisiones de los activos subyacentes.
		Alineación del conjunto de activos elegibles ( <i>collateral pool</i> ) con objetivos climáticos determinados.
		Vincular elegibilidad a la divulgación de los riesgos climáticos por parte de entidades/contrapartes.
	Programa de compra de activos	Exclusión de emisores/activos más intensivos en emisiones de carbono.
Ajustar el programa de compra de activos según su riesgo climático (mayor inclinación hacia activos/emisores verdes).		
Vincular compras a la divulgación de los riesgos climáticos por parte de emisores/ <i>rating</i> con valoración climática.		
Herramientas en el ámbito de la supervisión bancaria	Ajustar los requerimientos de capital de los bancos según su exposición a los riesgos climáticos.	
	Incorporación de los riesgos climáticos en el proceso de evaluación y revisión supervisora (SREP).	
	Introducción de test de estrés climáticos/análisis de escenarios climáticos para el sector bancario.	
	Requisitos de mayor transparencia en la información de riesgos climáticos por parte de las entidades de crédito.	

□ Medida proactiva para impulsar la transición verde

□ Medida de protección frente a los riesgos climáticos

Fuente: CaixaBank Research, a partir de NGFS (2021). «Adapting central bank operations to a hotter world: Reviewing some options».

3. Véase Papoutsis, M. y Schneider, M. (2021). «How unconventional is green monetary policy?». Working Paper.

4. Ajustes en el programa de compra de bonos soberanos (PSPP) serían más difíciles de implementar, puesto que el BCE se encontraría con la dificultad de diferenciar entre políticas y la falta de indicadores climáticos por países.

5. Algunos bancos centrales de economías avanzadas ya han avanzado en esta dirección: el Banco de Suecia (Riksbank) solo compra bonos de empresas que cumplan con normas y estándares internacionales en materia de sostenibilidad, mientras que el Banco de Inglaterra anunció recientemente que ajustaría su programa de compra de bonos corporativos para incorporar el impacto climático de los emisores.

del BCE. Primero, porque, como se ha mencionado, podrían entrar en conflicto con el principio de neutralidad de mercado.<sup>6</sup> Segundo, porque constituyen una solución temporal (la compra de activos forma parte de la política expansiva del BCE y su duración está teóricamente acotada en el tiempo, mientras que el cambio climático es un reto a largo plazo). Y, tercero, porque podrían conllevar un riesgo reputacional para el BCE si los emisores resultaran ser menos verdes de lo que reportan.<sup>7</sup>

En segundo lugar, el BCE podría realizar ajustes en las operaciones de crédito con entidades financieras y en el marco de activos de garantía (o colateral) con el fin de favorecer las exposiciones verdes y hacer menos atractivas las más marrones. Concretamente, además de condicionar el acceso a financiación a la divulgación de información climática, el BCE también podría ajustar el tipo de interés de algunas de estas operaciones en función del destino del crédito. Por ejemplo, el BCE podría lanzar un programa de financiación verde (*green TLTRO*), en el que el tipo de interés que pagan los bancos estuviera condicionado a un aumento del crédito a actividades alineadas con la taxonomía verde de la UE. De forma similar, el BCE podría ajustar la valoración de los activos que se le presentan como garantía en función de los riesgos climáticos que identifique (de hecho, el BCE ya acepta colateral con distintos *haircuts*,<sup>8</sup> en función de su perfil de riesgo). Así, podría asignar un menor *haircut* a los activos más alineados con la taxonomía verde de la UE.

En cualquier caso, ante la falta en estos momentos de información corporativa consistente y estandarizada sobre la exposición a los riesgos climáticos, es de esperar que el BCE actúe de forma cautelosa y que, al menos en un primer momento, priorice el asegurar una amplia divulgación de los riesgos climáticos por parte de empresas y entidades financieras que contribuya a la internalización de los riesgos climáticos en los precios de los activos y que sirva como base para tomar más medidas en este ámbito.

Finalmente, en el ámbito de la supervisión bancaria, el BCE ya ha empezado a tomar medidas para mejorar la calidad y cantidad de datos climáticos disponibles, así como la comprensión de los riesgos climáticos y su impacto, de forma que puedan ser tratados como un riesgo financiero más. Entre estas medidas, destaca la publicación de la guía sobre riesgos medioambientales y climáticos<sup>9</sup> que, entre otros, pone el foco en la divulgación de la información climática por parte de los bancos. Adicionalmente, el BCE ha pedido a los bancos que elaboren planes de acción para alinear sus prácticas con las propuestas de la guía (que formarán parte del proceso supervisor anual conocido como SREP). Por último, también destaca el lanzamiento en 2022 de test de estrés climáticos, en los que los bancos autoevaluarán su exposición a los riesgos climáticos y su nivel de preparación para abordarlos –aunque dicho ejercicio no tendrá por ahora repercusión en los requisitos de capital de los bancos–.

Roser Ferrer Ripoll y Ricard Murillo Gili

6. Además, el universo de bonos verdes hoy en día es todavía pequeño, por lo que, si el BCE solo comprase bonos verdes, no podría implementar su política monetaria adecuadamente.

7. La emisión de bonos verdes no se traduce necesariamente en unas menores o decrecientes emisiones por parte de las empresas. Véase Ehlers, T. et al. (2020). «Green bonds and carbon emissions: exploring the case for a rating system at the firm level». BIS Quarterly Review.

8. Recorte en el valor –o *haircut*– que se aplica a estos activos para mitigar los riesgos de liquidez y crédito del BCE.

9. ECB Banking Supervision (2020). «Guide on climate-related and environmental risks».