

Recuadro 4: Criterios de sostenibilidad ambiental, social y de gobernanza en la inversión de las reservas internacionales

Durante los últimos años se ha venido generalizando la práctica de considerar factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, por su sigla en inglés) en la toma de decisiones de inversión. Si bien el término ESG es utilizado de manera intercambiable con inversión sostenible o responsable, en el ámbito de las reservas denota un enfoque de inversión más amplio y que implica ir más allá de utilizar métricas financieras tradicionales.

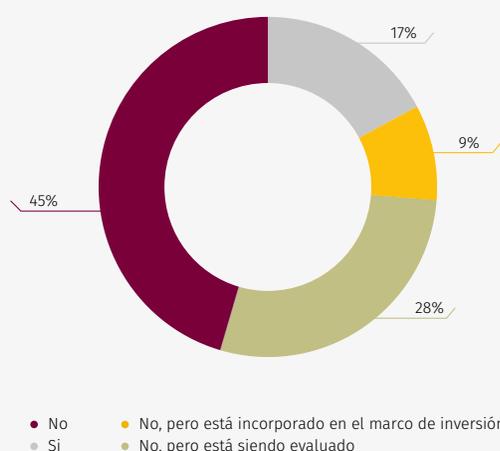
El interés del sistema financiero por la inversión sostenible ha tenido un aumento significativo porque las problemáticas ESG pueden manifestarse en riesgos de mercado, crédito, legales y reputacionales si un emisor o administrador no las gestiona de forma adecuada. La ocurrencia de desastres ambientales y la transición hacia una economía baja en carbono, así como la eventualidad de controversias sociales y deficiencias de gobernanza dentro de una firma o un gobierno, pueden afectar no solo la capacidad de un emisor para recibir financiamiento y repagar sus deudas, sino también la percepción de los inversionistas sobre su capacidad para generar retornos en el largo plazo, lo que afectaría la seguridad y rentabilidad de sus activos.

Desde hace cerca de dos décadas la práctica de considerar criterios ESG en la gestión de inversiones ha ganado aceptación entre inversionistas institucionales. En la comunidad de bancos centrales existe un interés creciente por adoptar políticas de inversión sostenible en la administración de reservas internacionales. Sin embargo, dado que este tema aún se encuentra en desarrollo, la implementación de este tipo de medidas es relativamente baja. El Gráfico R4.1, publicado por el Banco Mundial en octubre de 2021, muestra que el 17% de los bancos centrales encuestados incluyen criterios de ESG en su política de inversión de reservas, mientras que el 45% aún no lo hace y el 37% restante lo está evaluando o empezando a incorporar en su marco general de políticas de inversión financiera¹.

Algunos de los retos identificados que dificultan la consideración de factores ESG por parte de los bancos centrales son:

- **Falta de estandarización:** no existen lineamientos colectivamente aceptados para las definiciones, la regulación o la divulgación de información ESG, además de que algunas variables pueden ser difícilmente observables. Por esto, los datos son heterogéneos, lo cual dificulta la comparación sistemática entre emisores.
- **Riesgo de greenwashing:** algunas organizaciones pueden dar la falsa impresión de que sus productos o proyectos son ambientalmente responsables cuando realmente no lo son, lo cual se reflejaría en que los bonos emitidos por estas fuesen erróneamente clasificados como “verdes”.
- **Concentración de las reservas internacionales en bonos de deuda pública:** los activos financieros más utilizados para analizar factores ESG han sido los de renta variable. Para instrumentos

Gráfico R4.1
Bancos centrales que incluyen factores ESG en la política de inversión



Fuentes: World Bank, Central Bank Reserve Management Practices: Insights into Public Asset Management and Third RAMP survey.

1 Las proporciones no suman 100% debido al redondeo de las cifras del cuadro de la fuente original.

de renta fija, especialmente de deuda pública y de supranacionales, que son la clase de activo predominante en los portafolios de reservas, el alcance presenta más limitaciones por cuanto esos instrumentos suelen financiar una diversidad de actividades de las entidades públicas emisoras, entre las cuales pueden convivir algunas que cumplen con criterios de sostenibilidad ESG con otras que no los cumplen.

- **Pocas alternativas de inversión:** el mercado de instrumentos de impacto, tales como los bonos verdes, es aún relativamente pequeño, concentrado y presenta menor liquidez, en comparación con el mercado de bonos convencional.
- **Consistencia con mandatos de inversión:** la evidencia empírica acerca del beneficio financiero de aplicar criterios ESG aún no es concluyente. Si bien algunos estudios encuentran una relación positiva entre una calificación ESG más alta y el desempeño de los títulos de renta fija correspondientes, otros no encuentran una conexión clara.

El potencial para incluir consideraciones ESG en una política de inversión está atado a su compatibilidad con los objetivos de los portafolios. Para ello, existen dos tipos de objetivos que se pueden buscar al involucrar criterios ESG: financieros o extrafinancieros. Los primeros buscan reducir la exposición a inversiones con riesgos ambientales o sociales o malas prácticas corporativas que puedan afectar su rentabilidad financiera. Su finalidad es mejorar el perfil de riesgo-retorno del portafolio al considerar riesgos ESG que sean financieramente materiales. Los segundos propenden por generar un impacto positivo en el ambiente o la sociedad al invertir en empresas o proyectos sostenibles, con menor énfasis en la rentabilidad financiera.

En el caso del Banco de la República, el portafolio de reservas internacionales administrado tiene un mandato que es dictado por ley y requiere ser gestionado con los criterios financieros tradicionales de seguridad, liquidez y rentabilidad. Estos criterios están en línea con los objetivos de mantener reservas internacionales, como lo son proteger al país de choques externos y facilitar el acceso del Gobierno y el sector privado a los mercados internacionales de capitales. Por ello, cualquier estrategia que busque involucrar factores ESG en los procesos de inversión y monitoreo de las reservas internacionales debe ser compatible con dichos criterios.

Acorde con lo anterior, en 2022 el Comité de Reservas Internacionales incluyó una sección en la Política de Inversión de las reservas para considerar factores ESG. En dicha declaración se reconocen los factores ESG como criterios asociados con fuentes de riesgo relevantes y señala la conveniencia de incorporarlos en los procesos de inversión y monitoreo de riesgos a través de estrategias compatibles con los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad definidos en el mandato legal asignado al Banco para la administración de las reservas internacionales.

Además de lo anterior, dentro del marco de administración de las reservas internacionales del Banco de la República, existen políticas y procedimientos que favorecen inversiones alineadas con los factores ESG:

- Las entidades que son elegibles para invertir en las reservas internacionales deben tener estándares crediticios altos según las calificaciones de crédito otorgadas por las agencias calificadoras de riesgo más reconocidas en el mundo. Estas agencias han incorporado criterios ESG dentro de sus metodologías de análisis crediticio para la asignación de sus calificaciones. En ese sentido, las calificaciones de crédito tienen en cuenta consideraciones ESG que puedan resultar en riesgos materiales para la entidad.
- Los bonos verdes que cumplan con los lineamientos de inversión son elegibles para que los administradores de portafolio los adquieran, si lo consideran apropiado, por lo que se han tenido múltiples bonos verdes dentro del portafolio de inversión.
- Los administradores externos contratados por el Banco de la República cuentan con una amplia experiencia involucrando criterios ESG en sus procesos de inversión.
- El Banco de la República es inversionista en el *BIS Investment Pool Y*, el cual es administrado por el Banco de Pagos Internacionales y fue estructurado con el fin de brindar acceso a bancos centrales al mercado de bonos corporativos siguiendo criterios ESG para la definición de los emisores y activos elegibles.

Adicionalmente, con el fin de avanzar en la incorporación de los factores ESG en los procesos de inversión y monitoreo de riesgos de las reservas internacionales, el Banco de la República ha trabajado en construir y cuantificar un perfil de calificaciones ESG del portafolio. El objetivo de dicho perfil es reconocer y medir la sensibilidad de los activos a los riesgos asociados con factores ESG, al considerar diversos temas que pueden afectar el entorno y la capacidad de un emisor para operar exitosamente. En el Cuadro R4.1 se muestran algunos ejemplos de aspectos que un inversionista podría considerar en la definición de calificaciones ESG.

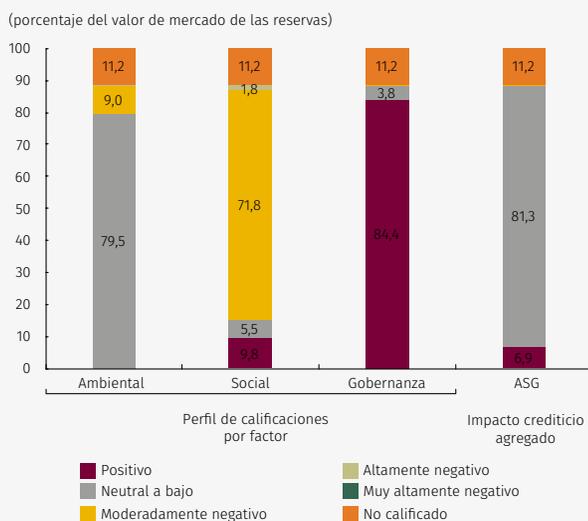
Cuadro R4.1
Ejemplos de temas considerados al establecer calificaciones ESG

Ambiental	Social	Gobernanza
Cambio climático y emisiones de carbono	Satisfacción de los clientes	Composición de la junta directiva
Contaminación del aire y agua	Protección y privacidad de datos	Estructura del comité de auditoría
Administración de residuos	Derechos humanos	Soborno y corrupción
Deforestación	Estándares laborales	Compensación ejecutiva
Eficiencia energética	Género y diversidad	Cabildeo

Fuente: CFA Institute.

El perfil de calificaciones ESG del portafolio de inversión de las reservas internacionales se obtiene a partir de datos provistos por Moody's Analytics, Inc., los cuales arrojan información sobre el nivel de exposición de los emisores del portafolio a cada pilar (E, S y G) y sobre el impacto que estos factores podrían tener en el riesgo crediticio o de incumplimiento de un emisor, tanto de manera individual como agregada. Para medir dicho impacto se utiliza una escala de 1 a 5, donde 1 es positivo y 5 es altamente negativo. Como referencia de lo anterior, en el Gráfico R4.2 se muestra un ejemplo de la distribución de las calificaciones ambiental, social, de gobernanza y agregada para el portafolio de reservas internacionales al cierre de 2022.

Gráfico R4.2
Perfil ESG del portafolio de reservas internacionales al cierre de 2022



Fuente: elaboración propia utilizando información ESG de Moody's Analytics, Inc.

Es posible observar que al cierre de 2022 los factores ESG tenían un impacto crediticio agregado positivo o neutral sobre el 88,15% del valor del portafolio, mientras que el impacto era moderado o altamente negativo para menos del 1% del portafolio. Esto sugiere que el portafolio de reservas internacionales administrado por el Banco de la República tiene las mejores calificaciones en criterios de sostenibilidad. Así mismo, en los factores desagregados se observa que:

- El factor ambiental tenía un efecto neutral a bajo predominante, lo que refleja una exposición relativamente baja a los riesgos ambientales, incluyendo el riesgo climático físico, transición de carbono, la gestión de los recursos naturales, los desechos y la contaminación.
- El factor social tenía, principalmente, un impacto moderadamente negativo sobre el portafolio (71,75%). Esto se debe, en especial, a razones demográficas, como lo son la disminución y el envejecimiento de la población en países desarrollados (e. g.: Estados Unidos, Japón, Corea del Sur), lo cual pesa no solo en el crecimiento potencial y la posición fiscal de los países, sino en la financiación de los fondos de pensiones que recibirían menos contribuciones y tendrían más beneficiarios.

- El factor de gobernanza tenía un efecto positivo sobre la mayor parte del portafolio (84,35%) dada la solidez institucional, credibilidad y transparencia de la mayoría de los emisores en el portafolio de reservas internacionales.

Por último, alrededor del 11% del valor del portafolio no contaba con calificaciones ESG. Esto se debe a que la inversión sostenible aún es un tema en crecimiento, por lo cual estas métricas no se han desarrollado completamente para algunos sectores.

El Banco de la República buscará ampliar esta cobertura y continuará con el monitoreo de los factores ESG en sus portafolios. Lo anterior, de manera compatible con los objetivos de inversión de las reservas internacionales y con el propósito de gestionar los riesgos que puedan derivarse de la exposición a inversiones con deficiencias materiales en los factores ESG.