Nota de prensa

28 de junio de 2021

Imparte la XVI Conferencia JEEA–Fundación BBVA

Monika Piazzessi explica por qué el Banco Central Europeo debe repensar sus esquemas de compra de deuda corporativa para tratar de favorecer a las compañías más verdes

- **La catedrática de Stanford ha analizado los datos de compras de bonos del BCE** y concluye que, sin perseguirlo, están favoreciendo a las compañías más contaminantes, al seguir su política de "neutralidad en el mercado"
- **En ausencia de una tasa al carbono,** "la solución óptima pero para la que no hay todavía un consenso", la profesora Piazzessi recomienda implementar otras medidas que puedan favorecer una transición hacia una economía más verde
- **"En esta fase de transición hacia una economía con menos emisiones** es crucial que los bancos centrales rebajen el coste del capital a las compañías que promueven tecnologías más verdes", considera la catedrática de Stanford
- **La educación, el cambio climático y la enorme deuda generada por la crisis Covid** son, según su parecer, los grandes problemas que dejamos a las siguientes generaciones y que deberían comenzarse a atajar ya por los decisores públicos
- **El próximo martes 29 de junio, a las 16 hora española**, la profesora Piazzessi pronunciará la XVI Conferencia JEEA–Fundación BBVA, que se celebrará de modo telemático y se podrá seguir por *streaming* a través de la **web de la Fundación BBVA**

Desde hace más de una década, existe un consenso internacional entre los economistas: para estimular la economía (golpeada por diversos *shocks* desde la crisis financiera de 2008, la Gran Recesión y la crisis del Covid), es positivo que los bancos centrales lleven a cabo políticas monetarias no convencionales, es decir, de compra de activos. Inicialmente los bancos centrales comenzaron comprando deuda soberana –la que emiten los estados– a los bancos comerciales, mejorando sus balances y ratios, para que pudiesen bajar los tipos de interés de sus préstamos, de modo que se estimulase la economía y aumentase la inversión. Tras compras masivas de bonos soberanos, los bancos centrales comenzaron a adquirir deuda

corporativa, es decir, bonos privados, de empresas. Cuando el BCE tuvo que decidir cómo componía su cartera de compras de activos, instauró, desde el inicio, una política: la "neutralidad de mercado", para tratar de no interferir ni favorecer más a unas empresas que a otras.

Sin embargo, en los últimos meses, varias voces incluso desde dentro del propio BCE están poniendo en duda que esa sea la dirección adecuada y plantean si es necesario incluir otras variables, como la de la sostenibilidad.

En esa línea se encuentra la investigación que Monika Piazzesi presentará el próximo martes 29 de junio en la XVI Conferencia JEEA–Fundación BBVA: *¿Cómo de no convencional es la política monetaria 'verde'?*, que se retransmitirá por *streaming* a **través de la web de la Fundación BBVA**.

Una política neutral, pero no eficiente

Lo que el *working paper* de la profesora Piazzesi trata de hacer es responder a la pregunta de si esa "neutralidad de mercado" es eficiente. Y la respuesta parece ser no.

"Lo que hemos hecho –explica la catedrática de Economía de la Universidad de Stanford– es mirar los microdatos sobre compras de bonos, compañía por compañía, en esos esquemas de compras de activos (del BCE), para comprender cómo está conformado el *portfolio* en términos de sector (cuál es el peso del sector del automóvil, cuál el del sector petrolífero, etc...). Y en paralelo, hemos valorado lo que cada compañía emite, lo hemos sumado y hemos calculado el peso, en porcentaje, que cada sector tiene sobre la emisión total de gases contaminantes, lo que nos permite hacer una comparativa de ambas tasas. Por ejemplo, si el Banco Central Europeo tiene un diez por ciento del portfolio invertido en compañías del sector gas, podemos ver cómo compara ese porcentaje con el porcentaje del total de emisiones que hacen las compañías de ese sector. Y lo que hemos comprobado es que utilizando esta política de "neutralidad del mercado", las compañías más contaminantes están sobrerrepresentadas en la cartera de deuda del BCE".

El sector que mayor peso tiene en la economía europea es el de los servicios, por tanto, es el que presenta el mayor valor de mercado, la mayor cantidad de activos está en él. Sin embargo, el análisis del portfolio de bonos del BCE demuestra que el sector servicios está infrarrepresentado y otros, como el manufacturero, están sobrerrepresentados, cuando el sector servicios tiene una tasa de emisiones mucho menor que el manufacturero o, por ejemplo, el energético o el del petróleo. Así pues, *de facto*, lo que el BCE está haciendo es componer un portfolio más *marrón*, pues está completándolo con bonos de empresas de sectores que tienen un porcentaje relativamente mayor de emisiones.

28 de junio de 2021

"Uno de los problemas –según Piazzesi– es que las compañías que más emisiones producen, como en los sectores del petróleo y del gas, suelen tener para su producción una elevada cantidad de maquinaria, que puede utilizar como colateral (activos que sirven como garantía en la compraventa de deuda), lo que les permite emitir una mayor cantidad de deuda que a sectores como el de los servicios". Y el esquema de compras del BCE favorece a las compañías que más deuda emiten, para tratar de no distorsionar el mercado. Sin embargo, según el análisis de Piazzesi "comprar en relación a la cantidad de bonos en circulación es una mala idea, en un mundo en el que solo unas pocas compañías emiten bonos, y además pocas lo hacen en grandes proporciones, pero hay otras muchas que se financian, por ejemplo, a través de la emisión de acciones... al no adquirir el BCE acciones, el *portfolio* no será proporcional al valor total del mercado. Desde un punto de vista económico, el BCE está tratando de no distorsionar el mercado, pero si realmente se analiza cómo se financian estas compañías, hay una variedad de instrumentos de financiación. Comprar sólo en proporción a la composición del mercado de bonos definitivamente no es neutral".

Piazzesi apunta hacia algunos modelos, como el del banco central suizo: "actualmente está comprando acciones de compañías verdes que incorporan nuevas tecnologías, innovadoras, más respetuosas, de manera que está posibilitando que hagan más barato su coste de capital. Es otra medida que podría pensar en implementar el BCE. Creo que la política monetaria debería estar buscando maneras de financiar a las compañías, sabiendo que es más difícil para las firmas más verdes, porque necesariamente están innovando más, así que creo que la gran pregunta que el BCE debe hacerse es: ¿qué infraestructura puedo crear para que este tipo de compañías, verdes, obtengan financiación?".

Así pues, en primer lugar: "el BCE debe repensar esta idea de si comprar bonos en función de la cantidad que hay en circulación es realmente neutral. No lo parece. Porque depende de cuántos bonos utilizan determinadas firmas individuales, en oposición a la financiación vía capital. La segunda cuestión que debe plantearse el BCE es, en un mundo en el que aún no nos hemos puesto de acuerdo en crear un impuesto a las emisiones de carbono, ¿debe el BCE jugar un papel en rebajar el coste del capital a las compañías que tienen tecnologías más verdes? En esta fase de transición hacia una economía más verde, con menos emisiones, esta cuestión es crucial. La clave será: cómo lo hacemos de la manera más rápida, en una economía en la que hay una gran cantidad de innovación verde y nuevas tecnologías verdes. En ese caso, puede ser interesante establecer unos esquemas de compra de activos centrados en la compra de bonos y acciones de compañías verdes".

El impuesto al carbono

Piazzesi se pregunta: en un mundo en el que aún no podemos tener una buena tasa al carbono, ¿qué puede hacerse con la política monetaria? "Lo que deberíamos hacer es establecer un

impuesto a las emisiones de carbono, de modo que las externalidades negativas relacionadas con las emisiones se incorporen a las decisiones de las compañías, que tendrán en cuenta el coste que supone para la sociedad incrementar su producción. Europa lo está haciendo mejor que Estados Unidos en este sentido, porque tiene mucha más regulación medioambiental, pero aún no hemos alcanzado un consenso sobre la tasa óptima al carbono".

Para la profesora Piazzesi, un impuesto al carbono es lo que las economías modernas deberían tratar de implementar. ¿Cuánto gravar esas emisiones? "William Nordhaus –premio Fronteras del Conocimiento en Cambio Climático en la X edición– es una de las personas que más ha contribuido a la respuesta cuantitativa de cuánto se deberían gravar las emisiones de carbono, y habría que hacerlo en la proporción que él sugiere a través de sus modelos. Cualquier otra medida, como la que yo estoy sugiriendo (la de una política monetaria que actúe sobre el coste del capital, primando a las compañías verdes, con un resultado que imita al del impuesto al carbono) va a ser peor que el impuesto al carbono. La tasa al carbono es la medida perfecta para solucionar nuestro problema, que en ese caso son las emisiones contaminantes. Cualquier otra medida va a ser más débil, pero hay que buscar otras vías. En su día, se discutió mucho sobre quién debe recibir los ingresos derivados de un impuesto a las emisiones contaminantes. Hubo una propuesta, en torno a la que yo creo que habría un gran consenso económico internacional, de que se repartiera de manera proporcional entre todos hogares, contribuyendo así a hacer crecer la riqueza, sin efectos redistributivos negativos".

Grandes problemas para las generaciones futuras

Sobre la crisis económica derivada de la pandemia, la profesora Piazzesi reconoce que no previó cómo transcurriría: "Si hace cinco años me hubieses preguntado qué pasaría si durante varios meses todo el mundo se quedase en su casa, sin producir, yo te habría dicho: todo colapsaría. Y no ha sucedido. Es cierto que se han puesto en marcha políticas eficaces, los gobiernos se han gastado enormes cantidades de dinero público para evitar ese colapso. Pero a mí lo que todavía me tiene impresionada es lo bien que está funcionando el teletrabajo para muchas personas. Hay sectores enteros que están sufriendo tremendamente, como el de la hostelería, el turismo y el ocio... Pero yo habría pensado que el mundo se terminaría en una situación de encierro, y no sucedió. Nos encontramos en medio de una fuerte recuperación, las bolsas se encuentran en máximos históricos. Es muy interesante, ha sido muy rápido, por suerte".

Sin embargo, en su opinión, los decisores públicos han actuado pensando exclusivamente en su supervivencia, la de su generación. "En el futuro tenemos que pensar en toda la deuda que hemos emitido para superar esta crisis. Hemos generado algunos problemas para las generaciones futuras y ahora es el momento de pensar en ellas. Durante el confinamiento, los niños se quedaron en casa, no estuvimos luchando contra el cambio climático y generamos

una gran cantidad de deuda. Creo que estas son las tres grandes cuestiones que le dejamos a las generaciones futuras. Ahora toca pensar más en el bienestar y la riqueza de esas generaciones, hemos superado esta enorme crisis pensando solo en nosotros. No creo que sea sostenible, en términos de política económica, continuar legislando sin pensar en esas generaciones".

Sobre la conferenciante

Monika Piazzesi es catedrática Joan Kenny de Economía de la Universidad de Stanford y profesora invitada de la Stanford Graduate School of Business. Estudió Economía en las universidades de Heidelberg y Bonn (Alemania) y se doctoró en la Universidad de Stanford. En esta universidad ha desarrollado su carrera en los últimos trece años, tras impartir docencia y desarrollar investigación en la Universidad de California en Los Ángeles, primero, y en la Universidad de Chicago. Precisamente al comienzo de su estancia en Chicago recibió el Premio de Investigación Elaine Bennett, que la Asociación Estadounidense de Economía otorga cada dos años al trabajo de investigación excepcional realizado por una mujer hasta siete años después de terminar su doctorado. Ese mismo año (2006), Piazzesi fue nombrada coeditora del *Journal of Political Economy*, puesto que desempeñaría hasta 2014. Antes había sido editora asociada del *Economic Journal* y de *American Economic Review*.

Piazzesi es investigadora asociada en la Oficina Nacional de Investigación Económica estadounidense, la NBER, donde entre 2007 y 2009 fue directora del Asset Pricing Program. Asimismo, es Research Fellow del Centre for Economic Policy Research (CEPR) norteamericano, Senior Fellow del Stanford Institute for Economic Policy Research y miembro de la Academia de las Artes y las Ciencias y de la Econometric Society. Entre 2007 y 2008 fue asesora monetaria del Banco de la Reserva Federal de Minneapolis y hoy forma parte del Consejo de Investigación del Bundesbank (banco central de Alemania) y del Consejo Académico Asesor del Banco de la Reserva Federal de Chicago. Entre 2015 y 2016 fue Guggenheim Fellow.

Conferencia JEEA–Fundación BBVA

La Fundación BBVA impulsa la generación y difusión de conocimiento en el campo socioeconómico a través de su vinculación con instituciones de referencia, entre otras actuaciones. Es el caso de la Conferencia JEAA–Fundación BBVA, que organiza, desde el año 2005, junto a la European Economic Association (EAA). Este organismo científico internacional tiene como objetivos el impulso del desarrollo de la ciencia económica en toda Europa, así como facilitar la comunicación entre profesores, investigadores y estudiantes, fomentar los vínculos entre universidad y centros de investigación y mejorar las relaciones entre economistas teóricos y especialistas en economía política.

28 de junio de 2021

La publicación económica JEEA (*Journal of the European Economic Association*) es una de las referencias mundiales en el campo, por sus artículos de la más elevada calidad científica y con editores de reconocido prestigio internacional. Desde 2017, Oxford University Press es la encargada de editar sus seis números anuales. En uno de ellos se publica, cada año, la Conferencia JEEA – Fundación BBVA.

CONTACTO:
Departamento de Comunicación y Relaciones Institucionales
Tel. 91 374 52 10 / 91 374 81 73 / 91 374 31 39
comunicacion@fbbva.es
www.fbbva.es