

Verbeter de business case voor groene investeringen in opkomende economieën

Er is een grote onvervulde behoefte aan groene private investeringen in opkomende economieën en ontwikkelingslanden (EMDEs). Wat kunnen deze landen zelf doen om private groene investeringen te stimuleren en waar kan de internationale gemeenschap bij helpen?

IN HET KORT

- Groene private investeringen zijn in EMDEs vooral duurder vanwege het grotere macro-risico.
- Verlagen van dit macro-risico vereist voorspelbaar en transparant macro-economisch en klimaatbeleid. Dat kunnen landen zelf doen.
- De internationale gemeenschap kan helpen door goedkope financiering, technische assistentie en risicodata beschikbaar te maken.

MICHALLI HARMSSEN

Senior beleidsmedewerker bij het Ministerie van Financiën (MinFin)

KASPER STUUT

Senior beleidsmedewerker bij MinFin

De investeringsopgave voor de groene transitie in opkomende economieën en ontwikkelingslanden exclusief China (*emerging market and developing economies*, hierna EMDE's) is groot: 2.000 tot 2.800 miljard dollar per jaar in 2030, aldus Songwe et al. (2022). Het gaat daarbij om investeringen in onder meer verduurzaming van de energiesector, transport, de gebouwde omgeving, industrie en de weerbaarheid tegen klimaatverandering.

Om aan deze groene investeringsopgave te voldoen, moet de private sector worden gemobiliseerd (Songwe et al., 2022). Want hoewel onmisbaar, is publieke klimaatfinanciering niet omvangrijk genoeg. EMDE's hebben beperkte begrotingsruimte (IMF, 2024). En ook internationale publieke klimaatfinanciering, zoals ontwikkelingssamenwerking, is beperkt. De toezegging van ontwikkelde economieën tijdens de klimaatop van Kopenhagen om vanaf 2020 jaarlijks aan ontwikkelingslanden 100 miljard dollar aan klimaatfinanciering te betalen, is een fractie van de totale benodigde investeringen (2.000 tot 2.800 miljard dollar per jaar in 2030).

Maar hoe kunnen private groene investeringen in EMDE's worden opgeschaald? In dit artikel worden de obstakels voor de totstandkoming van voldoende private investeringen in kaart gebracht en het handelingsperspectieven van zowel EMDE's als de bredere internationale gemeenschap verkend.

Potentieel private investeringen

Songwe et al. (2022) schatten dat in EMDE's in potentie maximaal 1.000 miljard dollar per jaar aan groene investeringen privaat gefinancierd kan worden (al dan niet met enige vorm van publieke risicomitigatie). Dit is zo'n drie procent van het bbp van de betreffende landen (Wolf, 2023). Songwe et al. komen tot deze inschatting op basis van een analyse van de investeringsbehoefte van iedere sector die dient te vergroenen. Om te beoordelen of de investeringen in deze sectoren door private partijen kunnen worden gedaan, kijken Songwe et al. met name of hiervoor een markt zou kunnen bestaan. Dat wil zeggen of rendement of winst kan worden behaald als de verkoop van goederen of diensten geprijsd kan worden door de investerende partij. Dit blijkt voor maximaal 1.000 miljard dollar het geval.

Investeren in klimaatmitigatie zijn het meest kansrijk om privaat gefinancierd te worden. De baten van investeringen in het opwekken van groene energie, het vergroenen van het wagenpark en het verduurzamen van woningen en de landbouw kunnen worden vermarkt; hiervoor kan dus in potentie een businesscase worden gemaakt. Al zijn er uitzonderingen, voor het vroegtijdig uitfaseren van kolen centrales bestaat geen markt.

Investeren in klimaatadaptatie en compensatie van schade en verlies als gevolg van klimaatverandering en investeringen in herbebossing, natuurbehoud en biodiversiteit zijn minder kansrijk om privaat gefinancierd te worden. Voor dit soort investeringen kan het rendement niet of beperkt vermarkt worden en is dus publieke (al dan niet internationale) financiering nodig.

Macro-risico beperkt private investeringen

In EMDE's werd in 2019 en 2020 gemiddeld rond de vijftig miljard dollar per jaar privaat geïnvesteerd in vergroening. Dat is veel minder dan de 1.000 miljard dollar aan private groene investeringen die potentieel mogelijk zijn. In EMDE's wordt een veel kleiner deel van de groene investeringen privaat gefinancierd dan in hoogontwikkelde economieën. Zoals tabel 1 toont, worden in Sub-Sahara-Afrika en Zuid-Azië respectievelijk 14 en 34 procent van de groene investeringen privaat gefinancierd, terwijl dit voor Noord-Amerika en West-Europa respectievelijk 94 en 57 procent bedraagt.

Een verklaring voor het gebrek aan groene investeringen in EMDE's is het ontbreken van een goede business-



scase. Dat een bepaalde investering resulteert in goederen of diensten waarvan de verkoop kan worden betaald, wil namelijk niet zeggen dat een dergelijke private investering in de huidige omstandigheden ook een positief rendement oplevert.

De businesscase hangt af van de afruil tussen het verwachte rendement (de opbrengst uit verkopen) en de kapitaalkosten (Prasad et al., 2022), de zogenaamde risico-rendement-afweging. De kapitaalkosten worden bepaald door de mate van risico van een investering; dit risico bestaat weer uit twee componenten: macro-risico en projectspecifiek risico.

Voor het verwachte rendement op een groene investering is vooral effectief klimaatbeleid belangrijk. Als fossiele emissies voldoende betaald worden (hierna CO₂-betaald) en fossiele subsidies uitgefaseerd worden, ontstaat een goede businesscase voor groene investeringen (Prasad et al., 2022). CO₂-betaald maakt groene alternatieven relatief aantrekkelijker ten opzichte van fossiele alternatieven, door de kosten van externe effecten voor het klimaat in de prijzen mee te nemen.

Ten opzichte van ontwikkelde economieën blijken vooral de kapitaalkosten problematisch voor EMDE's. Het Internationaal Energieagentschap (IEA) laat bijvoorbeeld zien dat de nominale kapitaalkosten van een project in

Huidige groene investeringen naar locatie en afkomst (gemiddelde 2019-2020)

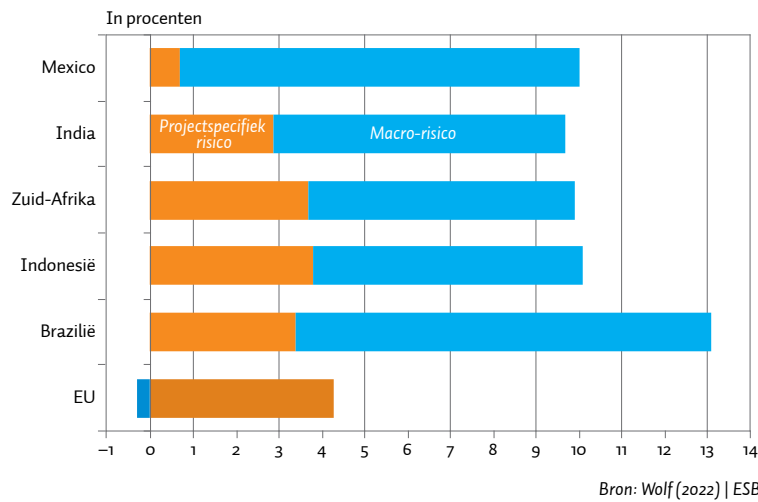
TABEL 1

	Totaal (mrd dollars)	In procenten			
		Publiek	Privaat	Binnenlands	International
Centraal-Azië en Oost-Europa	30	60	40	53	50
Oost-Azië (incl. China) en landen in Stille Oceaan	281	62	37	92	8
Latijns-Amerika en Caribisch gebied	35	51	49	46	54
Midden-Oosten en Noord-Afrika	16	56	44	44	56
Oceanië (overig)	9	11	89	67	33
Zuid-Azië	31	63	34	38	63
Sub-Sahara-Afrika	22	86	14	14	86
Noord-Amerika	81	5	94	91	9
West-Europa	129	42	57	76	24

Bron: Songwe et al. (2022) | ESB

Kapitaalkosten voor een zonnepanelenproject opgesplitst naar soort risico in 2021

FIGUUR 1



Redenen voor hogere kapitaalkosten in EMDE's

KADER 1

Songwe et al. (2022) noemt de volgende redenen voor hogere kapitaalkosten in EMDE's:

1. Een zwak investeringsklimaat door onder andere politieke onzekerheid, relatief zwakke instituties, een zwakke rechtsstaat, beperkte kredietwaardigheid en (klimaat)beleidsonzekerheid.
2. Wisselkoersrisico omdat opbrengsten van een investering vaak in lokale munt zijn, terwijl de financiering in harde valuta (zoals dollar of euro) wordt gedaan.
3. Onbekendheid met EMDE-markten.
4. Het ontbreken van een hoogwaardige pijplijn van investeringsprojecten.
5. De beperkte schaal van projecten, waardoor de kapitaalkosten per project hoger zijn.
6. Een gebrek aan data voor het voeren van investeringsbeslissingen.
7. Een gebrek aan instrumenten om risico's te mitigeren.
8. Een risico op crowding-out van private investeerders door publieke ontwikkelingsbanken.

zonnepanelen in Brazilië en Indonesië respectievelijk dertien en tien procent bedragen, tegenover vier procent in de Europese Unie en de VS (2023).

Vooraf door het macro-risico liggen de kapitaalkosten in EMDE's een stuk hoger dan in ontwikkelde economieën (Wolf, 2023; Songwe et al., 2022; zie kader 1). Dit macro-risico hangt samen met de nationale context van een investering, denk aan politiek risico, beleidsonzekerheid, onzekerheid over (de handhaving van) regelgeving, wisselkoersrisico en onzekerheid over prijsontwikkelingen (IEA, 2023). Maar ook onzekerheid omtrent het beleidsmatige transitiepad die ontstaat als het klimaatbeleid onvoldoende ambitieus is om de klimaatdoelen te halen.

De andere risicomponent, de fundamentele karakteristieken van een investering zoals de voor groene projecten relatief lange investeringshorizon en de mate waarin de achterliggende technologie volwassen is, is in EMDE's vergelijkbaar met ontwikkelde economieën. Persaud (2023) berekent het projectspecifieke risico door de gemiddelde kapitaalkosten van zonnepanelenprojecten te verminderen met de financieringskosten van de overheden van de betreffende landen. Figuur 1 laat zien dat het projectspecifieke risico voor zonnepanelenprojecten in EMDE's vergelijkbaar is met projecten in de EU. De hogere kapitaalkosten van dergelijke projecten in EMDE's worden met name veroorzaakt door factoren die samenhangen met de hogere finan-

ciëringkosten van de overheid van het betreffende land.

Het Internationaal Energieagentschap komt tot een vergelijkbare conclusie (IEA, 2023) op basis van een inventarisatie van de relatieve omvang van de verschillende risico's voor de energiesector in de meest geïndustrialiseerde opkomende economieën. Uit deze inventarisatie blijkt dat het macro-risico voor deze investeringen verreweg het grootste deel van het risico bedraagt.

Door deze hoge kapitaalkosten is een hoger rendement nodig om een investering winstgevend te laten zijn. Investeerders verwachten immers een hoger rendement als compensatie voor het risico dat ze lopen. Om die reden schatten Bhattacharya et al. (2022) dat bij ongewijzigd beleid in 2025 slechts zo'n twintig procent van de benodigde additionele private investeringen tot stand zal komen.

Handelingsperspectief EMDE's

Uit de analyse van Persaud en het IEA volgt dat maatregelen gericht op het verlagen van kapitaalkosten voortkomend uit (nationale) macro-risico's van groot belang zijn voor het opschalen van private investeringen. Dat kan door het creëren van een voorwaardenscheppende omgeving (*enabling environment*) voor private groene investeringen, wat EMDE's in de eerste plaats zelf kunnen doen (Ebeke en Jaumotte, 2023).

Het begint bij de vormgeving van bestendig macro-economisch beleid en structurele hervormingen om het investeringsklimaat te verbeteren. Het voeren van bestendig beleid creëert beleidszekerheid en stabiliteit, en dat verkleint het macro-risico.

Specifiek op het gebied van klimaatbeleid kunnen zij meer beleidszekerheid en transparantie bieden door heldere en geloofwaardige transitiepaden te ontwikkelen en in wetgeving te verankeren. Volgende jaar is hiervoor een sleutelmoment, wanneer landen in aanloop naar de jaarlijkse klimaatop in Belem (Brazilië) een update moeten indienen van hun bijdrage aan het behalen van mondiale klimaatambities (zogenoemde *Nationally Determined Contributions*; UNFCCC, 2024).

EMDE's kunnen daarnaast door CO₂-beprijzing en het uitfasen van fossiele subsidies de prikkels voor groene investeringen vergroten en het rendement erop verhogen (Prasad et al., 2022). Het IMF stelt dat CO₂-beprijzing een essentieel onderdeel is van klimaatmitigatiestrategieën van landen en stelt dat de mondiale gemiddelde CO₂-prijs sterk verhoogd moet worden voor het behalen van de klimaatdoelen (Black et al., 2022). Politiek blijkt CO₂-beprijzing in EMDE's (net als in ontwikkelde economieën) vaak erg lastig: het heeft directe en zichtbare negatieve gevolgen voor de koopkracht van huishoudens en kan ook succesvolle bedrijfstakken raken, terwijl de positieve effecten zich pas na enige tijd materialiseren. Flankerend beleid voor de lagere inkomens (vaak aan de man gebracht via het begrip *'just transition'*) is daarom van groot belang. Dit kan bijvoorbeeld door de extra belastingopbrengsten in te zetten voor compensatie van kwetsbare groepen (Black et al., 2022).

EMDE's kunnen de voorwaardenscheppende omgeving verder verbeteren door de transparantie ten aanzien van klimaatbeleid en investeringsrisico's te vergroten (Pra-

sad et al., 2022). Dit kan door internationale standaarden voor klimaatrapportages toe te passen en klimaatrisico's te meten en publiceren. Prasad et al. (2022) leggen uit dat hierdoor de informatieasymmetrie ten aanzien van groene investeringen afneemt. Een sterke informatiearchitectuur met betrouwbare en geharmoniseerde data draagt bij aan een betere inschatting van de risico's en helpt investeerders goed onderbouwde investeringsbesluiten te nemen.

Internationaal handelsperspectief

De verantwoordelijkheid om de voorwaardenscheppende omgeving voor private groene investeringen in EMDE's te verbeteren, ligt niet enkel bij EMDE's zelf. De internationale gemeenschap heeft verschillende instrumenten in handen die hieraan kunnen bijdragen. Erg belangrijk in deze context zijn de internationale financiële instellingen, zoals het Internationaal Monetair Fonds (IMF), de Wereldbank en kleinere ontwikkelingsbanken (Songwe et al., 2022). Deze instellingen kunnen EMDE's ondersteunen in het verbeteren van de voorwaardenscheppende omgeving, bijvoorbeeld door (goedkope) financiering te verschaffen bij het doorvoeren van beleidshervormingen. Een concreet voorbeeld is de *Resilience en Sustainability Trust* (RST) van het IMF. Deze verschaft landen financiering op basis van beleidshervormingen op onder andere het gebied van klimaat. Ook kunnen landen op deze manier genudged worden om hun macro-economisch klimaatbeleid te versterken en zo macro-risico's te verminderen. Na eerdere bijdragen, heeft Nederland recent onder voorbehoud van parlementaire goedkeuring aangekondigd een nieuwe bijdrage aan dit fonds te willen doen van maximaal 2,1 miljard euro (Rijksoverheid, 2024).

Ook kunnen de internationale financiële instellingen (IFI's) EMDE's ondersteunen met het geven van technische assistentie (Songwe et al., 2022). IFI's hebben kennis in huis over hoe nationaal beleid in lijn kan worden gebracht met klimaatdoelstellingen. Hiervoor is technische kennis over onder andere risicomodellering, financiële wet- en regelgeving en internationale duurzaamheidsstandaarden van belang. Daarnaast adviseren IFI's breder over het voeren van bestendig macro-economisch beleid, bijvoorbeeld op het terrein van belastinginning en schuldenmanagement. Middels kennisoverdracht en capaciteitsopbouw in EMDE's kunnen IFI's een ondersteunende rol spelen.

Persaud (2023) wijst er daarnaast op dat de internationale gemeenschap een rol kan spelen door meer mogelijkheden aan te bieden om het wisselkoersrisico af te dekken dat gepaard gaat met een investering in vreemde valuta. Dit wisselkoersrisico afdekken kan echter erg kostbaar zijn en is niet voor elke valuta goed mogelijk. Initiatieven zoals die van het Nederlandse bedrijf TCX, dat het afdekken van wisselkoersrisico's breder toepasbaar maakt door hedging van inmiddels meer dan zestig valuta aan te bieden (TCX, 2024), zijn daarom waardevol.

Tot slot kan ook de internationale gemeenschap een rol spelen in het versterken van de informatiearchitectuur en het beschikbaar maken van data om investeringsbesluiten te informeren (Songwe et al., 2022). Publieke partijen, met name de eerder genoemde internationale financiële instellingen, kunnen data ten aanzien van de risico's van een

groene investering in EMDE's inzichtelijk en toegankelijk maken. Een belangrijke stap hiertoe is de recente publicatie van statistieken van de database van de *Global Emerging Markets Risk* (2024). Deze publicatie maakt op basis van data van negentien nationale en internationale ontwikkelingsfinancieringsinstellingen het herstelpercentage en wanbetalingspercentage inzichtelijk van investeringen in de private sector in EMDE's. De data tonen dat dergelijke investeringen relatief gunstig zijn: het wanbetalingspercentage bedroeg tussen 1994 en 2022 gemiddeld 3,5 procent, en het herstelpercentage was 74,7 procent. Daarnaast kunnen internationale financiële instellingen een bron zijn van data over macro- en klimaatrisico's. Zo heeft het IMF in 2021 het *Climate Change Indicators Dashboard* gelanceerd met dergelijke data (IMF, 2021).

Literatuur

- Bhattacharya, A., M. Dooley, H. Kharas et al. (2022) *Financing a big investment push in emerging markets and developing economies for sustainable, resilient and inclusive recovery and growth*. Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, London School of Economics and Political Science, en Brookings Institution, mei. Te vinden op www.lse.ac.uk.
- Black, S., I. Parry en K. Zhunussova (2022) *More countries are pricing carbon, but emissions are still too cheap*. IMF Blog, 21 juli.
- Ebeke, C. en F. Jaumotte (2023) *How reform can aid growth and green transition in developing economies*. IMF Blog, 25 september.
- Global Emerging Markets Risk (2024) *GEMs recovery statistics publication on private and sub-sovereign lending 1994–2022*. GEMR Statistiek. Te vinden op www.gemrskdatabase.org.
- IEA (2023) *Cost of Capital Observatory Dashboard*. Internationaal Energieagentschap, november.
- IMF (2021) *Climate Change Indicators Dashboard: Bridging the data gap on climate change for evidence-based economic decision-making*. Internationaal Monetair Fonds. Te vinden op climatedata.imf.org.
- IMF (2024) *Macroeconomic developments and prospects for low-income countries – 2024*. Internationaal Monetair Fonds, 2 april.
- Persaud, A. (2023) *Unlocking the green transformation in developing countries with a partial foreign exchange guarantee*. Publicatie te vinden op www.climatepolicyinitiative.org.
- Prasad, A., E. Loukoianova, A.X. Feng en W. Oman (2022) *Mobilizing private climate financing in emerging market and developing economies*. Internationaal Monetair Fonds, 27 juli.
- Rijksoverheid (2024) *Verslag van voorjaarsvergadering IMF en CFMCA 2024 in Washington D.C.* Te vinden op rijksoverheid.nl.
- Songwe, V., N. Stern en A. Bhattacharya (2022) *Finance for climate action: scaling up investment for climate and development*. Independent High-Level Expert Group on Climate Finance, Rapport, november. Te vinden op www.uneca.org.
- TCX (2024) *About the fund: Who we are*. TCX Informatie. Te vinden op www.tcxfund.com.
- UNFCCC (2024) *Nationally Determined Contributions (NDCs): The Paris Agreement and NDCs*. United Nations Framework on Climate Change C. Te vinden op unfccc.int.
- Wolf, M. (2023) *The green transition won't happen without financing for developing countries*. *Financial Times*, 20 juni.