
14.06.2021

¿Qué impacto tendrá la transición climática en la política monetaria?*

Central Banking Summer Meetings

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

*Traducción al español del original en inglés

Señoras y señores:

Permítanme comenzar dando las gracias a los organizadores por invitarme a participar en este evento de *Central Banking Summer Meetings*.

El cambio climático podría ser una cuestión decisiva para nuestra generación. Por tanto, es lógico que haya pasado a ocupar un lugar destacado dentro de las preocupaciones de las autoridades. Y nosotros, en calidad de reguladores financieros, supervisores y banqueros centrales, también tenemos nuestra parte de responsabilidad en el esfuerzo global conjunto para hacer frente al cambio climático. No sorprende que este fenómeno sea uno de los temas principales en la actual revisión de la estrategia de política monetaria del BCE o en el programa de trabajo del Comité de Basilea.

En mi intervención de hoy me centraré, en primer lugar, en cómo afecta el cambio climático: a) al sector financiero, b) a la inflación y c) al tipo de interés natural. En segundo lugar, hablaré de lo que reguladores, supervisores y bancos centrales podemos hacer para abordar el cambio climático en el ámbito de nuestros mandatos.

Los riesgos climáticos y el sector financiero

El sector financiero está muy expuesto a los riesgos asociados al cambio climático al financiar a otros sectores, incluidos los expuestos a fenómenos meteorológicos extremos o aquellos que se verán afectados por la transición hacia una economía más sostenible.

Por tanto, el impacto del cambio climático en el sector financiero puede ser relevante para la estabilidad financiera. Y también puede ser relevante desde la perspectiva de nuestra política monetaria, dado que las medidas que adoptamos en este ámbito se transmiten a la actividad económica y a la inflación principalmente a través del sistema financiero. De hecho, un sector financiero saneado es un requisito previo para la transmisión fluida de las medidas de política monetaria a las condiciones de financiación que afrontan los agentes económicos y, en última instancia, a la actividad económica y a la inflación.

Concretamente, el cambio climático plantea dos tipos de riesgos para el sector financiero: riesgos físicos y riesgos de transición.

Los riesgos físicos son los que se materializarían como alteraciones permanentes del clima, si no actuamos para evitar el calentamiento global. Las catástrofes naturales serían entonces más frecuentes y provocarían daños económicos probablemente mayores. De hecho, existe evidencia de que esos riesgos ya se están materializando en cierta medida: según el FSB¹, las pérdidas económicas globales asociadas a catástrofes relacionadas con fenómenos meteorológicos se han duplicado desde la década de 1990, hasta alcanzar un importe de 1,6 billones de dólares estadounidenses en los diez últimos años.

El sector financiero está expuesto a estos riesgos físicos a través de varios canales. Obviamente, los riesgos físicos son relevantes para la valoración de los activos inmobiliarios, que son la principal garantía de los préstamos bancarios. Los riesgos físicos también influyen a la hora de evaluar la capacidad de pago de los prestatarios que operan

¹ Véase *Financial Stability Board* (noviembre de 2020): *The Implications of Climate Change for Financial Stability*.

en sectores que podrían verse especialmente afectados, como la agricultura o el turismo. La destrucción de capital podría ser también muy importante. Asimismo, dado que la incidencia no sería igual en todas las áreas geográficas, en algunas podría aumentar la migración de actividades y de la población, lo que también afectaría al sector financiero. Además, la incertidumbre sobre estos procesos podría, sin duda, tener un impacto profundo en el sector financiero a medio y a largo plazo.

En paralelo a los riesgos físicos, la transición hacia una economía sostenible desde una perspectiva medioambiental conlleva una amplia transformación de las tecnologías de producción y una reasignación de actividades entre los distintos sectores y empresas. De hecho, esa reestructuración significará que, a corto plazo, algunos sectores aumentarán sus beneficios mientras que otros incurrirán en pérdidas, con implicaciones obvias para el sistema financiero y su estabilidad. Estos cambios en los beneficios pueden producirse como consecuencia de la necesidad de adaptarse a formas de producir más *verdes* — debido a que cambia el sentimiento de los inversores y los consumidores—, de la regulación pública o de la tributación.

En este caso, para estimar los riesgos de transición, los factores más relevantes son la huella de carbono y el impacto medioambiental de los sectores y las empresas a los que están expuestas las entidades financieras.

El impacto del cambio climático en la inflación

Más allá de su efecto en el sector financiero, el cambio climático podría tener un impacto bastante directo en la capacidad de los bancos centrales de estabilizar la inflación. Es probable que las políticas dirigidas a promover la transición hacia una economía neutra en carbono —como los impuestos sobre el carbono— afecten a la volatilidad de la inflación general, que incluye los precios de la energía.

La mayoría de los bancos centrales que persiguen un objetivo de inflación, incluido el BCE, fijan ese objetivo referido a la inflación general, pues es más representativa de la cesta de consumo de los ciudadanos que otras medidas de la inflación. En todo caso, la orientación a medio plazo del objetivo de estabilidad de precios del BCE nos proporciona cierto margen de maniobra para superar los aumentos transitorios de la inflación general impulsados por la energía.

Aparte de los precios de la energía, los precios de productos no energéticos —y, por tanto, la inflación subyacente— tampoco quedarían al margen del impacto de las políticas climáticas. En la medida en que los productores de bienes y servicios no energéticos con un uso intensivo en carbono repercutan los costes del aumento de los impuestos sobre el carbono y de otras intervenciones a sus consumidores, podrían observarse también considerables presiones al alza en la inflación subyacente.

En conjunto, una presión al alza persistente sobre la inflación general, o una volatilidad sustancial de esta, como consecuencia de unas políticas climáticas sostenidas, podría llevarnos a replantear la manera de formular nuestras políticas para alcanzar la estabilidad de precios a medio plazo.

El cambio climático y el tipo de interés natural

De manera más indirecta, aunque no por ello menos importante, el cambio climático y las actuaciones necesarias para afrontarlo podrían afectar a la capacidad de los bancos centrales para lograr la estabilidad de precios a través de su impacto en el denominado «tipo de interés natural»², que es una referencia importante para los bancos centrales con un objetivo de inflación cuando fijamos nuestros tipos de interés.

Los tipos de interés naturales de las economías avanzadas, incluida el área del euro, han disminuido en las últimas décadas, lo que refleja cambios estructurales en el equilibrio entre el ahorro y la inversión agregados. La literatura atribuye esta disminución, sobre todo, a tres factores principales: el descenso del crecimiento tendencial de la productividad, la evolución demográfica y la escasez de activos seguros.

En primer lugar, si el crecimiento de la productividad se ralentiza, los agentes esperarán un menor avance de los ingresos en el futuro, lo que les llevará a moderar sus gastos en el presente. El incremento resultante del ahorro ejerce presiones a la baja sobre los tipos de interés.

En segundo lugar, como resultado de la mayor esperanza de vida en las economías avanzadas, los hogares ahorran más para financiar su jubilación.

En tercer lugar, el aumento de la demanda de instrumentos de ahorro seguros en un contexto de incertidumbre económica elevada y creciente, junto con la oferta relativamente escasa de este tipo de instrumentos, ha aumentado las presiones a la baja sobre los tipos de interés de equilibrio.

Con independencia de su origen, la disminución de los tipos naturales ha estrechado el margen de maniobra de la política de tipos de interés debido a la existencia de un límite inferior en los tipos de interés nominales, lo que hace más difícil que los bancos centrales logremos nuestros objetivos de inflación.

El cambio climático afectará probablemente al tipo de interés natural, pero no está claro en qué dirección.

Por una parte, podría reducir más los tipos naturales a través de los efectos negativos sobre la productividad, como el impacto de unas temperaturas más elevadas sobre la oferta de trabajo y la destrucción de capital como consecuencia de catástrofes naturales. Asimismo, el aumento de la incertidumbre económica asociada al impacto de los riesgos relacionados con el clima podría dar lugar a un incremento del ahorro por precaución y reducir aún más los tipos de interés naturales.

Por otra parte, la transición hacia una economía más sostenible exigirá una inversión sustancial en tecnologías verdes, que pueden impulsar los tipos reales de equilibrio al alza.

² El tipo de interés natural es el nivel de tipos de interés reales acorde con el mantenimiento del PIB agregado en su nivel potencial y de la inflación estable en su objetivo.

Y si esa inversión logra elevar el crecimiento tendencial de la productividad, podría revertir, en parte o incluso en su totalidad, el descenso de los tipos de interés naturales.

No cabe duda de que necesitamos más tiempo y más análisis antes de poder responder mejor a esta importante cuestión.

Nuestro papel en la política para la acción climática

Permítanme pasar ahora al segundo tema de mi intervención, concretamente a lo que podríamos o deberíamos hacer supervisores, reguladores financieros y bancos centrales para ayudar a los Gobiernos a hacer frente al cambio climático en el ámbito de nuestros mandatos.

Comenzaré con un recordatorio importante. La responsabilidad principal de abordar el cambio climático corresponde a los Gobiernos —en concreto, a las autoridades fiscales y medioambientales— porque disponen de las herramientas más eficaces y de la legitimidad para hacerlo. En la literatura existe cierto consenso en que la medida más eficaz sería aplicar los denominados «**impuestos pigouvianos**»³ a las emisiones de carbono. Si están bien diseñados, los agentes internalizarían el coste social de sus emisiones de carbono, provocando un cambio en los precios relativos de los *inputs* energéticos y de los productos finales en favor de otros menos intensivos en carbono.

Dicho esto, evitar el cambio climático exige adoptar un enfoque holístico en el que participen todas las políticas. Deberían analizarse detenidamente las interacciones de los distintos instrumentos de política en los sectores económicos afectados por los riesgos de transición y físicos. La meta final debería ser definir una «combinación de políticas climáticas» adecuada que garantice la consecución óptima de los objetivos medioambientales.

En este contexto, y como parte de nuestra responsabilidad principal de garantizar la estabilidad del sistema financiero, las autoridades regulatorias y supervisoras debemos asegurarnos de que la materialización de los riesgos climáticos no ponga en peligro la estabilidad financiera. Por tanto, debemos cerciorarnos de que las entidades financieras abordan estos riesgos.

Concretamente, deberíamos contribuir a la identificación de los factores de riesgo climático y de sus canales de transmisión, a la medición adecuada del impacto económico y financiero de los distintos riesgos, y a la definición y el desarrollo de las posibles medidas de mitigación y reducción de riesgos.

Si logramos incorporar estos riesgos en las decisiones del sector financiero, se producirá un cambio en los precios relativos de los instrumentos financieros. Y esto, a su vez, ayudará a internalizar las consecuencias derivadas de los riesgos tanto físicos como de transición

³ Un impuesto pigouviano es un impuesto que se aplica a personas o empresas privadas que participan en actividades con efectos secundarios perjudiciales para la sociedad que no son internalizados por estos agentes privados, debido a que no forman parte de los costes y precios que asumen. En todo caso, debería reconocerse el hecho de que la eficacia de los impuestos pigouvianos puede ser limitada. Esto se debe a que, en algún momento, la oferta de *inputs* energéticos contaminantes puede ser tan elástica que absorba todos los impuestos que se les aplican, sin que la demanda se vea afectada. En ese momento, las restricciones cuantitativas podrían pasar a ser la mejor opción.

que afectan directamente a los proveedores y a los usuarios de fondos. Esta práctica será un complemento potente y muy necesario de los instrumentos fiscales y medioambientales que se precisan para luchar contra el cambio climático.

En términos prácticos, el riesgo climático puede recogerse probablemente en las categorías tradicionales de riesgos financieros (riesgos de crédito, de mercado, de liquidez o reputacional). No obstante, cuando se intentan medir estos riesgos, surgen varias limitaciones y dificultades importantes. En concreto, existen pocas bases de datos armonizadas y suficientemente exhaustivas para analizar y comprender los posibles efectos de los riesgos físicos y de transición. La granularidad de los datos es particularmente relevante dada la elevada heterogeneidad de los impactos potenciales. Y, aunque estamos trabajando duramente para mejorar la información disponible, carecemos de la profundidad histórica suficiente para poder utilizar el pasado como guía para estimar la evolución futura. Además, no existe experiencia previa de cambios estructurales de esta magnitud, que también requieren una perspectiva a muy largo plazo, y donde es probable la presencia de no linealidades y de puntos de inflexión irreversibles, lo que condiciona las metodologías que se han de utilizar. También son limitados los estudios, y los datos que los acompañan, que exploran cómo se incorporan los riesgos climáticos a los riesgos financieros que afrontan los bancos. En este contexto, muchas autoridades supervisoras y/o prudenciales están optando por utilizar pruebas de resistencia y análisis de escenarios. De hecho, el Banco de España está preparando estas pruebas de resistencia para el sector bancario español y está previsto que los resultados se publiquen en otoño.

Así pues, deberíamos aceptar que las iniciativas para traducir los riesgos climáticos en riesgos financieros cuantificables están en sus fases iniciales. Y tendremos que redoblar los esfuerzos para hacer frente a estos problemas y limitaciones. También es crucial que estos esfuerzos estén coordinados a escala mundial, dada la dimensión global de los riesgos y los posibles efectos de desbordamiento (*spillovers*) que pueden derivarse de las interconexiones entre los sectores real y financiero.

En este sentido, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) está realizando un «análisis de *gaps*» para identificar áreas del actual marco de Basilea en las que es posible que los riesgos financieros relacionados con el clima no se aborden de forma adecuada o no se recojan en absoluto. Este análisis tendrá carácter exhaustivo y abarcará elementos relativos a la regulación, la supervisión y la divulgación de información.

Sobre la base del análisis, tenemos previsto explorar soluciones prácticas para subsanar las deficiencias detectadas. Además de establecer un conjunto de principios o directrices sobre prácticas supervisoras eficaces para evaluar los riesgos financieros relacionados con el clima, el Comité de Basilea analizará si deberían adoptarse medidas políticas con arreglo al marco regulatorio, y también cómo podría respaldar los esfuerzos internacionales relacionados con el desarrollo de requerimientos de información sobre sostenibilidad coherentes a escala internacional.

Es importante señalar que cualquier modificación que proponga el Comité de Basilea en su marco regulatorio responderá a su mandato de reforzar la regulación, la supervisión y las prácticas de los bancos en todo el mundo con el objetivo de aumentar la estabilidad financiera.

Por lo que respecta a la política monetaria, los bancos centrales también deberían ser definitivamente una parte de esta combinación óptima de políticas. Aquí resulta útil distinguir entre las operaciones de política monetaria de los bancos centrales y otras operaciones no relacionadas con nuestros mandatos relativos a dicha política. Empezaré por las últimas, aunque solo sea porque es más fácil extraer algunas conclusiones en este caso.

Los bancos centrales pueden —y probablemente deberían— utilizar nuestras carteras no relacionadas con la política monetaria como herramienta para hacer frente al cambio climático. De hecho, el Banco de España ha predicado con el ejemplo en los últimos años adoptando estas consideraciones. Desde 2019, hemos aplicado criterios de inversión sostenible y responsable a nuestras carteras no relacionadas con la política monetaria, lo que se ha traducido efectivamente en un aumento de la proporción de bonos verdes en su composición. Este es solo un ejemplo de la clase de medidas que los bancos centrales pueden adoptar para favorecer la transición hacia un modelo *más verde* en nuestras economías.

No obstante, seguro que se puede hacer más en el ámbito de las operaciones no relacionadas con la política monetaria. El pasado febrero se dio un paso importante en esta dirección, cuando el Eurosistema acordó una posición común para aplicar criterios de sostenibilidad y responsabilidad a las inversiones relacionadas con el cambio climático en las carteras denominadas en euros no relacionadas con la política monetaria, con el objetivo de fomentar la divulgación de información y un conocimiento más profundo de los riesgos relacionados con el clima. Tras este acuerdo, el Eurosistema pretende empezar a divulgar dentro de dos años información *climática* de las carteras no relacionadas con la política monetaria.

En lo que se refiere a nuestras operaciones de política monetaria, en mi opinión, cualquier actuación en este ámbito debería basarse en nuestro objetivo de estabilidad de precios, que es el único objetivo principal que los tratados de la Unión confieren al BCE. No obstante, este alcance relativamente reducido no debe confundirnos, dado que hay mucho margen para la acción climática en este ámbito.

En este sentido, puesto que son necesarios más análisis antes de poder responder mejor a las implicaciones del cambio climático para la economía y para la política monetaria, nuestro primer objetivo debería ser redoblar nuestros esfuerzos, como ya están haciendo el Banco de España y el Eurosistema, para desarrollar las herramientas y modelos necesarios para esos análisis.

Asimismo, incorporar plenamente los riesgos climáticos en nuestra gestión interna de riesgos puede contribuir también a ampliar nuestra capacidad de cumplir nuestro mandato de estabilidad de precios. En efecto, el cambio climático afectará a los riesgos de los activos que figuran en nuestros balances. La aplicación de la política monetaria nos expone a dichos riesgos directamente, mediante las tenencias de los activos, e indirectamente, a través de las garantías pignoras por las contrapartes. Por tanto, y muy relacionado con lo que he comentado previamente sobre las implicaciones del cambio climático para el sector financiero, deberíamos tener debidamente en cuenta la evaluación adecuada de los riesgos climáticos en la gestión general de riesgos de nuestro *stock* de activos y también

en los criterios específicos para las nuevas adquisiciones que se realicen en el marco de los programas de compras de activos.

Por ejemplo, una de las medidas podría ser introducir requerimientos de divulgación de información relacionada con el clima para que una emisión o un emisor sean elegibles en nuestro programa de compras. Otra podría ser ampliar el uso de *ratings* que incluyan de forma adecuada en sus metodologías el impacto de los riesgos climáticos en el perfil financiero de los emisores o de emisiones concretas.

Estas medidas mejorarían nuestro conocimiento de los riesgos, mejorando así la eficacia de la política monetaria de las compras de activos, y sería una manera eficaz de hacer frente al cambio climático promoviendo un modelo más verde en el sistema financiero.

En la medida en la que los bancos centrales prediquemos con el ejemplo y lideremos la adopción de medidas que también estamos pidiendo que adopte el resto del sector financiero en términos de divulgación de información, medición y gestión de los riesgos climáticos, esta línea de actuación puede generar cambios en la composición de nuestras carteras de política monetaria y puede implicar, en su caso, desviarnos de las referencias de mercado actuales. Pero si los bancos centrales y los reguladores financieros tenemos éxito en nuestro empeño por promover esta cultura de gestión de riesgos climáticos que estamos adoptando, cualquier desviación sería de carácter temporal, dado que todo el mercado tendería a hacer lo mismo.

Para concluir, nosotros, los bancos centrales, los reguladores financieros y los supervisores, en el marco de nuestros mandatos de garantizar la estabilidad de precios y/o la estabilidad financiera, podemos —y debemos— contribuir activamente a las acciones internacionales para luchar contra el cambio climático.

Gracias y quedo a su disposición para responder a sus preguntas.