
26.10.2021

**Riesgo climático, Transición energética, Riesgos financieros y
Crecimiento económico global***

8ª edición de *Energy Perspectives* de IESE - *Workshop*

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

*Traducción al español del original en inglés

Señoras y señores, muy buenos días. En primer lugar, quisiera dar las gracias a los organizadores por su invitación a participar en este *workshop* sobre «**Riesgo climático, Transición energética, Riesgos financieros y Crecimiento económico global**», que es particularmente oportuno si se considera la evolución reciente de los precios de la energía.

Permítanme señalar que, a día de hoy, estoy sujeto al «**período de reserva**» previo a las reuniones de política monetaria del Consejo de Gobierno del BCE. Por ese motivo, no puedo hacer referencia a temas que puedan anticipar las futuras decisiones de política monetaria. Por tanto, mis reflexiones no han de interpretarse como indicaciones sobre la perspectiva monetaria o económica que puedan anticipar tales decisiones.

En este sentido, pese a estar «a la orden del día», me temo que hoy no voy a poder hablar de las consecuencias de la evolución de los mercados energéticos para la economía o para la inflación. No obstante, me centraré en la cuestión más estructural de las implicaciones de los riesgos climáticos en general y en su impacto en nuestras economías y en el sector financiero en particular.

El cambio climático y la transición necesaria a una economía más sostenible son dos de los principales retos a los que se enfrenta la comunidad internacional en la actualidad. Por ello, Gobiernos de todo el mundo han decidido afrontar el cambio climático con el Acuerdo de París, cuyo objetivo es reducir las emisiones de gases de efecto invernadero.

1 Estimación del impacto de la materialización de los riesgos climáticos

Existe un consenso cada vez mayor de que el sector financiero está muy expuesto a los riesgos asociados al cambio climático.

Los **riesgos físicos** son una consecuencia del aumento de la frecuencia de fenómenos meteorológicos extremos, la subida del nivel del mar, las tensiones hídricas en algunas zonas y la generalización de incendios, entre otros.

De hecho, hay evidencia de que estos 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.

Si no logramos evitar estos riesgos, las entidades financieras registrarán pérdidas en sus exposiciones al riesgo de crédito y de mercado frente a empresas y hogares con activos de garantía situados en lugares que se verán especialmente afectados por las alteraciones permanentes del clima asociadas al calentamiento global.

Pero, si logramos evitarlos, la **transición** a una economía sostenible desde una perspectiva medioambiental conllevará, sin lugar a dudas, **una amplia transformación de las tecnologías de producción y una reasignación de actividades entre los distintos sectores y empresas que acarreará sus propios riesgos de transición**. Como resultado de este proceso de reestructuración, a corto plazo algunos sectores aumentarán sus

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

beneficios, mientras que otros incurrirán en pérdidas, con implicaciones obvias para el sistema financiero y su estabilidad. Estos cambios en la rentabilidad de diversos sectores se producirán muy probablemente como consecuencia de su necesidad de ajustarse a formas de producir más «verdes», debido a que cambia el sentimiento de los inversores y los consumidores y al impacto de la regulación pública y de la tributación. Por consiguiente, la huella de carbono y el impacto medioambiental de los sectores y las empresas que obtengan financiación de las entidades financieras son fundamentales para su exposición a esos riesgos.

Por ello, es necesario disponer de resultados analíticos para valorar adecuadamente los costes y la capacidad de resistencia del sistema financiero a esos riesgos. La medición y modelización del impacto del cambio climático sobre la estabilidad financiera está pasando a ser uno de los objetivos principales de las políticas.

Canales de transmisión

El impacto del cambio climático en la economía —derivado de los riesgos de transición o físicos— puede producirse a través de canales de transmisión diferentes que afectan a las sociedades no financieras y a los hogares y, por tanto, a las entidades de crédito.

En primer lugar, pueden surgir riesgos de transición significativos, por ejemplo, de la introducción de un impuesto sobre el carbono o de un instrumento similar, lo que podría provocar una subida de los precios de la energía que, a su vez, elevaría los costes de las empresas. Estos costes varían entre sectores en función de su intensidad energética. Los mayores costes podrían derivar en aumentos de los precios de los bienes que necesitan más energía para su producción y posteriormente en una disminución de su demanda, lo que incidiría en los ingresos de las empresas. Asimismo, la subida de los precios de la energía afectará a la renta real de los hogares y existe evidencia de que aquellos más vulnerables se verán perjudicados en mayor medida.

En segundo lugar, las tecnologías nuevas y más verdes podrían tener un doble efecto en las empresas. Por un lado, estas tecnologías novedosas pueden reducir los costes energéticos gracias a su mayor eficiencia. Pero, por otro, pueden incrementar el apalancamiento de las empresas, dado que estas tendrían que invertir en estos nuevos procesos de producción para sustituir sus actuales tecnologías. En el caso de los hogares, serán necesarias inversiones y adaptaciones en las áreas de transporte de personas y de vivienda si estas nuevas tecnologías reemplazan a las anteriores.

Otro factor que podría poner en marcha la transición sería un cambio en las preferencias de los consumidores a favor de bienes y servicios más verdes, lo que implicaría cambios en los precios relativos que también afectan a las empresas y a los sectores.

Quisiera centrarme ahora en el posible impacto de los riesgos físicos. El deterioro del capital físico —incluida la vivienda— y la interrupción en la producción repercutirían en los ingresos y en los costes de las entidades, y también en el valor de los activos de garantía y en la riqueza. Por una parte, los costes de seguro y de mantenimiento se incrementarían si estos riesgos físicos se materializan, y el resultado sería un aumento general de los costes de las empresas.

Asimismo, si el capital físico se deteriora, serían necesarias nuevas inversiones, lo que se traduciría en un mayor apalancamiento. Además, los ingresos también se verían afectados por estos riesgos debido a sus efectos negativos en la capacidad de producción. Desde un punto de vista macro, estos riesgos pueden menoscabar la productividad y provocar también una reasignación de recursos, no solo del capital físico, sino también del trabajo a través de migraciones.

Hacia una evaluación analítica de los riesgos

Por consiguiente, es de vital importancia cuantificar los posibles costes de estos riesgos. Con todo, en el sector financiero, esta tarea plantea, al menos, dos problemas importantes. El primero son las lagunas considerables que existen en las métricas y, en general, en la información sobre la exposición de las entidades financieras a estos riesgos. El segundo es la inexistencia de situaciones del pasado en las que los riesgos derivados del cambio climático se hayan materializado. Por este último motivo, las pruebas de resistencia con simulaciones de escenarios adversos han pasado a ser uno de los instrumentos principales para evaluar el impacto del cambio climático en la estabilidad financiera.

Las pruebas de resistencia son herramientas útiles por su carácter prospectivo y su flexibilidad para incorporar distintos escenarios. Sin embargo, deberán adaptarse para ser de utilidad. Los escenarios han de abordar los efectos agregados del cambio climático y sus canales de transmisión hasta llegar a las variables macroeconómicas. Además, los escenarios deberían desagregar el impacto total por sectores, regiones y otras dimensiones en las que el cambio climático tiene efectos desiguales. Asimismo, dado que en las pruebas deberían considerarse horizontes largos, es preciso tener en cuenta la posible reacción de los agentes a la materialización de estos riesgos.

Como se trata de una tarea de enormes proporciones, se han puesto en marcha varias iniciativas mundiales coordinadas para promover buenas prácticas y avances metodológicos en el desarrollo de pruebas de resistencia climática. Una de estas iniciativas es la Network for Greening the Financial System (NGFS), en la que participan más de 70 bancos centrales y autoridades de supervisión (entre ellos, el Banco de España). Además de otras aportaciones, la NGFS ha elaborado escenarios que proporcionan un punto de partida común para analizar los riesgos del cambio climático para la economía y el sistema financiero. Los escenarios diseñados por la NGFS son, a grandes rasgos, los siguientes:

- Transición ordenada: en este escenario se supone que se introducen políticas climáticas en una fase temprana y de manera progresiva. Como consecuencia de esta introducción gradual, los riesgos físicos y de transición son relativamente bajos.
- Transición desordenada: se basa en el supuesto de que no se introducen políticas climáticas hasta 2030. En este escenario se adoptan medidas en una fase relativamente tardía, por lo que es necesario reducir las emisiones en mayor medida que en el escenario de transición ordenada para limitar el calentamiento al mismo objetivo. Como resultado, se producen interrupciones de la actividad y aumentan los riesgos de transición.
- *Hot house world* (nivel elevado de calentamiento global): en este escenario se asume que se mantendrán las políticas climáticas vigentes y

que no se adoptarán nuevas medidas. Las emisiones crecen hasta 2080 y provocan un calentamiento global significativo y graves riesgos físicos.

Resultados preliminares de las pruebas de resistencia ante el cambio climático

A escala europea, el Banco Central Europeo (BCE) está haciendo un esfuerzo importante para llevar a cabo iniciativas y desarrollar metodologías de pruebas de resistencia con el fin de evaluar los riesgos relacionados con clima. En concreto, el BCE ha publicado recientemente sus pruebas de resistencia climática del conjunto de la economía en las que se utilizan los escenarios de cambio climático mencionados anteriormente, elaborados por la NGFS. Estas pruebas de resistencia abarcan aproximadamente a cuatro millones de empresas de todo el mundo y a 1.600 grupos bancarios consolidados del área del euro, e incorporan el impacto de los riesgos físicos y de transición durante un período de 30 años.

Los resultados muestran que los beneficios a largo plazo derivados de la adopción temprana de políticas que impulsen la transición a una economía libre de carbono, en general, compensan con creces los costes a corto plazo de esta transición. Esto plantea el reto habitual en comunicación: los costes son perfectamente visibles y se materializarán a medio plazo, mientras que los beneficios no son observables porque no hay un contrafactual.

Asimismo, si el cambio climático no se mitiga, el efecto se concentraría en determinadas zonas geográficas, principalmente debido a los riesgos físicos a largo plazo, lo que se traduciría en una fuente importante de riesgo, en especial para las entidades de crédito expuestas a esas zonas. En estas pruebas de resistencia la posible reacción de las entidades de crédito a la materialización de los riesgos no se ha modelizado, ya que el objetivo es mostrar qué ocurriría si no cambia nada. No cabe duda de que las entidades reaccionarán al aumento de las probabilidades de impago, lo que tendrá más implicaciones negativas para la actividad desarrollada en esas zonas.

Además, el BCE está realizando en la actualidad pruebas de resistencia de carácter desagregado (*bottom-up*) en las que las entidades evaluarán sus exposiciones a los riesgos climáticos. Este ejercicio ha comenzado con un cuestionario dirigido a las entidades y está previsto que los resultados se publiquen el próximo año.

Permítanme mencionar también la labor realizada por el Banco de España, que también ha llevado a cabo pruebas de resistencia agregadas (*top-down*) para evaluar la capacidad de resistencia del sector bancario a los riesgos de transición relacionados con el clima. Este ejercicio utiliza como base dos pilares que funcionan por separado, pero de manera recursiva.

En primer lugar, contamos con un modelo macrosectorial teórico, calibrado para la economía española, que nos permite simular la reasignación de recursos tras la implantación de medidas para combatir el cambio climático o de innovaciones tecnológicas en este ámbito. El segundo es un modelo empírico para determinar la dinámica de solvencia de las entidades de crédito españolas, basado en la herramienta que existe para realizar las pruebas de resistencia (que se denomina «Forward-Looking Exercise on Spanish Banks» o FLESB).

Con estos dos pilares simulamos el impacto del aumento de los precios de las emisiones de CO₂ y la ampliación del régimen de comercio de derechos de emisión. Los primeros resultados se publicarán próximamente en el Informe de Estabilidad Financiera de otoño de 2021 y en la Revista de Estabilidad Financiera del Banco de España. En conjunto, muestran un impacto moderado, aunque heterogéneo, en la probabilidad de impago de los distintos sectores. Asimismo, los primeros resultados apuntan a un efecto negativo moderado en la actividad económica a corto plazo y en la rentabilidad de las entidades de crédito españolas.

Este ejercicio es solo el primero de una apretada agenda que incluye el estudio de las implicaciones para los hogares, los activos de garantía y los riesgos físicos, entre otros.

Implicaciones del impacto de los riesgos asociados al cambio climático para la política económica

A la luz de estos efectos en el sector financiero, no es sorprendente que el cambio climático haya pasado a ocupar un lugar destacado dentro de las preocupaciones de los reguladores financieros, supervisores y bancos centrales. De hecho, el cambio climático ha sido uno de los temas principales de la última revisión de la estrategia de política monetaria del BCE, así como del programa de trabajo del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) que tengo el honor de presidir.

¿Qué podemos hacer los reguladores y los supervisores en el marco de nuestros mandatos para ayudar a los Gobiernos a afrontar el cambio climático?

Desde el punto de vista regulatorio y supervisor, y como parte de nuestra responsabilidad principal de **garantizar la estabilidad del sistema financiero, las autoridades de regulación y de supervisión** debemos asegurarnos de que la materialización de riesgos climáticos no ponga en peligro la estabilidad financiera. Por tanto, tenemos que **cerciorarnos de que las entidades financieras abordan estos riesgos** contribuyendo: a) a la identificación de los factores de riesgo y de sus canales de transmisión, b) a la medición adecuada de su impacto económico y financiero, y c) al desarrollo de las posibles medidas de mitigación.

Si logramos incorporar estos riesgos en las decisiones del sector financiero, se producirá **un cambio en los precios relativos de los instrumentos financieros que complementará y reforzará sustancialmente el impacto de los instrumentos fiscales y medioambientales que se precisan para luchar contra el cambio climático.**

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 contexto, el BCBS, en su condición de emisor de normas prudenciales para bancos internacionales, estableció un grupo de alto nivel centrado en los riesgos asociados al cambio climático. El trabajo de análisis que está llevando a cabo este grupo es una prioridad

estratégica de la agenda del Comité, y **hasta la fecha se han publicado dos informes analíticos**. En ellos se señala que, aunque estos riesgos incorporan elementos singulares (como la incertidumbre, un horizonte temporal más amplio y la falta de metodologías de medición generalmente aceptadas), **los riesgos relacionados con el cambio climático pueden capturarse a través de los riesgos financieros tradicionales** (riesgos de crédito, de mercado, de liquidez y operacionales).

Sobre la base de estos informes, ahora estamos **analizando hasta qué punto se pueden abordar estos riesgos con el marco prudencial bancario vigente en la actualidad**. En este sentido, hemos adoptado un enfoque holístico en la revisión de los elementos de este marco relativos a la regulación, la supervisión y la divulgación de información, con el fin de identificar posibles deficiencias y, en caso necesario, adoptar las medidas adecuadas para subsanarlas. Como parte de este trabajo, el Comité está estudiando un conjunto de principios para una supervisión y gestión efectivas de estos riesgos, y tiene previsto realizar una consulta al respecto antes del final de este año.

Es importante señalar que **cualquier propuesta de modificación** del marco regulatorio responderá a nuestro 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**.

El papel de los bancos centrales y la reciente revisión de la estrategia de política monetaria del BCE

Como la estabilidad financiera es un requisito previo para la estabilidad de precios, **la materialización de los riesgos asociados al cambio climático** debería ser un motivo de preocupación evidente para los bancos centrales. Se dispone de abundante evidencia sobre el deterioro del mecanismo de transmisión de la política monetaria cuando se producen problemas en las entidades de crédito o en los mercados financieros.

Con todo, el cambio climático también 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 con 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 nociones de inflación menos amplias. 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.

Los riesgos físicos relacionados con el cambio climático también podrían tener un efecto significativo en el nivel y la volatilidad de la inflación. Estos riesgos tienen el potencial de

provocar interrupciones en la producción agrícola y en la prestación de servicios como el turismo, que representan una proporción significativa de la cesta de consumo utilizada para elaborar el IPC.

En consecuencia, para poder cumplir adecuadamente nuestro mandato, el BCE debe analizar y comprender estos riesgos. Por ello, no es sorprendente que, como parte de la revisión de la estrategia de política monetaria anunciada el 8 de julio, en el **BCE** hayamos puesto en marcha un ambicioso plan de actuación para incluir consideraciones climáticas en nuestro marco de política monetaria. Inevitablemente, la incorporación de estas consideraciones entra en el ámbito de nuestro mandato de estabilidad de precios.

Los riesgos climáticos también **afectan al valor y al perfil de riesgo de los activos mantenidos por el Eurosistema**, cuya solidez es una condición necesaria para que el BCE pueda alcanzar sus objetivos de política monetaria.

Otro argumento es que el cambio climático y las acciones correctoras necesarias para afrontarlo podrían afectar también 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.

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. Es probable que el cambio climático afecte al tipo de interés natural, pero no está claro en qué dirección.

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

En consecuencia, el nuevo plan de actuación del BCE contempla diversos tipos de actividades que estarán coordinadas por un «**centro sobre el cambio climático**» creado recientemente.

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.

En primer lugar, el BCE mejorará la evaluación de las implicaciones de las políticas relacionadas con el cambio climático para la economía, el sistema financiero y la transmisión de la política monetaria a través del desarrollo de nuevos modelos económicos, así como de nuevos indicadores estadísticos que abarcarán desde distintos instrumentos financieros «verdes» hasta la huella de carbono de las entidades financieras.

En segundo lugar, a partir del año que viene introduciremos nuevas pruebas de resistencia climática para evaluar la exposición del balance del Eurosistema a estos riesgos.

En tercer lugar, el BCE ajustará los procedimientos que aplica a su programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) y su sistema de activos de garantía para incluir consideraciones climáticas. Entre estos ajustes cabe destacar la introducción de requisitos de divulgación de información sobre sostenibilidad medioambiental para los activos del sector privado como nuevo criterio de admisión o como base para un tratamiento diferenciado a efectos de su presentación como activos de garantía y de las compras de activos.

En el contexto del sistema de activos de garantía, también apoyaremos la innovación en el área de las finanzas sostenibles, como demuestra nuestra decisión de aceptar como garantía bonos vinculados a criterios de sostenibilidad desde enero de 2021.

En relación con el programa de compras de activos, el BCE asignará las compras de bonos corporativos teniendo en cuenta criterios climáticos, como el alineamiento de los emisores con, como mínimo, la legislación de la UE que implemente el Acuerdo de París.

En síntesis, en el BCE estamos comprometidos a lograr la **incorporación progresiva de consideraciones climáticas en el marco de política monetaria, con el fin de cumplir mejor nuestro** objetivo de estabilidad de precios.

2 Financiación de la transición a un sistema económico más verde

Para mí es evidente que evitar el cambio climático exige adoptar un **enfoque holístico** en el que participen todas las políticas. Y, a este respecto, debemos recordar que *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.

Por ejemplo, si se aplicasen **impuestos pigouvianos**³ a las emisiones de carbono, y estos estuviesen 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.

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.

Con todo, los Gobiernos también deben desempeñar un papel crucial en otras áreas. En mi opinión, las más relevantes son: primero, reducir los costes de transición a una economía más «limpia» y, segundo, no dejar a nadie atrás en este proceso. Ambos aspectos están estrechamente relacionados, ya que el respaldo de los ciudadanos a esta transformación estructural es un requisito imprescindible para culminar esta tarea con éxito.

A este respecto, debemos analizar detenidamente el impacto de las medidas de transición sobre la distribución de la renta, ya que existe evidencia empírica que muestra que podrían aumentar la desigualdad, y es posible que las medidas compensatorias requieran recursos públicos.

En el caso de las sociedades no financieras, para reducir los costes de transición, en la reasignación de recursos entre sectores y en la adaptación a nuevas tecnologías será necesario aplicar políticas específicas con una dotación económica suficiente. Parte de la financiación procederá del sector privado y, como he explicado antes, los reguladores financieros, los supervisores y los bancos centrales tenemos un importante papel en este ámbito. Con todo, se necesitará financiación pública, en especial si se tiene en cuenta que los beneficios sociales de la transición superan a los beneficios individuales.

Por ejemplo, se debería agilizar la reasignación de trabajadores entre sectores reforzando las políticas activas de empleo con el fin de ayudarles a adquirir las nuevas habilidades requeridas y, por consiguiente, facilitando su contratación.

En cuanto a los recursos financieros, los Gobiernos deberían colaborar con el sector privado para proporcionar infraestructuras adecuadas, ofrecer garantías que reduzcan la incertidumbre de las decisiones de inversión, así como apoyar actividades con más valor social, como la investigación básica sobre la lucha contra el cambio climático.

Parte de este esfuerzo público podría financiarse con los ingresos obtenidos con las medidas adoptadas para poner en marcha la transición energética. Por ejemplo, con los ingresos procedentes de los impuestos pigouvianos o de la venta de derechos de emisión de CO₂. Aun así, es probable que esto no sea suficiente. Además, en muchos países, el endeudamiento del sector público ha alcanzado niveles muy elevados, entre otros motivos, por la necesidad de suavizar el impacto de la pandemia en la economía y en la sociedad. De hecho, la aplicación de las reglas fiscales europeas se ha suspendido para que las autoridades puedan dar una respuesta adecuada a la pandemia. No obstante, su vigencia se reestablecerá en algún momento para garantizar la sostenibilidad fiscal.

En mi opinión, la solución para subsanar la limitada capacidad de algunos Gobiernos para financiar la transformación económica no debe basarse en la exclusión de las inversiones verdes de las reglas fiscales, en un intento de imitar la regla de oro de la inversión pública. Este rumbo no evitaría un incremento del endeudamiento público a escala nacional, lo que aumentaría la vulnerabilidad de las economías con mayores niveles de deuda a un endurecimiento de las condiciones financieras y reduciría el margen de maniobra de las autoridades para reaccionar a perturbaciones locales. A la larga, esto llevaría a que los esfuerzos para luchar contra el cambio climático dependan de la capacidad fiscal de cada país, cuando esta es una cuestión global que exige una actuación coordinada. En el ámbito

europeo, esto solo puede significar un plan concertado para todos los países con financiación centralizada.

De hecho, la Unión Europea ha adoptado el denominado «Pacto Verde Europeo». Este programa destina cuantiosas inversiones a proyectos que tratan de impulsar con éxito la transición energética de los hogares y las empresas europeos. En mi opinión, la financiación de este programa y de las demás inversiones necesarias para alcanzar los objetivos y las medidas de mitigación asociadas deben abordarse conjuntamente a escala de la UE.

A este respecto, la inclusión de consideraciones medioambientales en la selección de los proyectos que recibirán financiación en el marco del programa *Next Generation EU* (NGEU) es un paso en la dirección correcta. Con todo, creo que no es suficiente, dada la envergadura del reto, tanto en términos de magnitud como de tiempo. Será necesario ampliar la duración del NGEU e incrementar su dotación si queremos cumplir lo prometido a las generaciones futuras: una economía más sostenible desde el punto de vista financiero, social y medioambiental.