



El cambio climático y la política monetaria

Los bancos centrales deben cumplir su parte en la lucha contra el calentamiento global

Isabel Schnabel

Los efectos devastadores del cambio climático son cada vez más evidentes. De nuevo este año se están batiendo récords de temperatura, en Canadá, Estados Unidos, la región ártica de Rusia y Asia Central. A escala mundial, los últimos seis años han sido los más cálidos jamás registrados, y las temperaturas en 2020 superaron en 1,25 °C (2,25 °F) el promedio de 1850–1900.

Se desconoce cómo afectará exactamente el cambio climático a la economía y al sistema financiero. El Banco Central Europeo (BCE), mediante una prueba de resistencia del conjunto de la economía, trata actualmente de cuantificar las consecuencias del cambio climático en empresas y bancos. Este ejercicio, cuyos resultados se publicarán pronto, se basa en una serie de escenarios climáticos desarrollados por la red *Network for Greening the Financial System (NGFS)*, una asociación mundial de bancos centrales y autoridades de supervisión que promueve un sistema financiero más sostenible. Estos escenarios se utilizan para evaluar el impacto potencial del cambio climático en aproximadamente 4 millones de empresas de todo el mundo y en casi 2.000 bancos de la zona del euro.

Los resultados preliminares muestran que, sin nuevas políticas de mitigación, los riesgos físicos del cambio climático —olas de calor, tormentas de viento, inundaciones, sequías y otros similares— probablemente aumenten de forma sustancial (Alogoskoufis *et al.*, 2021). La probabilidad promedio de incumplimiento de pagos de las carteras crediticias del 10% de los bancos de la zona del euro más vulnerables a los riesgos climáticos podría aumentar de forma importante, hasta el 30% de aquí a 2050. Las empresas de toda Europa están expuestas a los riesgos físicos del cambio climático, aunque estos riesgos se distribuyen de forma desigual (véase el gráfico).

En comparación con estos riesgos, los costos de la transición hacia una economía neutra en carbono parecen relativamente contenidos (de Guindos, 2021). Los beneficios de la actuación temprana son claros. Aunque la transición pueda resultar costosa a corto plazo, las inversiones iniciales se verían más que compensadas a largo plazo, ya que las empresas evitarían que los riesgos físicos se agravaran y cosecharían los beneficios económicos de la mitigación. Un estudio reciente del FMI, sobre la base de distintos modelos, se hace eco de estos resultados (FMI, 2020). El mensaje resultante es sencillo: el momento de llevar a cabo medidas ambiciosas y generalizadas para garantizar una transición ordenada y mitigar los efectos del cambio climático es ahora.

La amenaza existencial que presenta el cambio climático implica que todas las autoridades económicas deben considerar la manera de contribuir a la lucha contra el calentamiento global. Si bien los gobiernos son los principales actores, se está llegando a la conclusión de que los bancos centrales no pueden quedarse al margen. La NGFS, fundada con ocho miembros en 2017, tiene ahora 95 miembros y 15 observadores, e incluye a todos los grandes bancos centrales. En 2019 el FMI se adhirió en calidad de observador.

La principal razón por la que los bancos centrales deben prestar mayor atención al cambio climático es la probabilidad de que afecte a su capacidad de cumplir con sus mandatos. El principal mandato del BCE es la estabilidad de precios, un objetivo que comparten la mayoría de los bancos centrales. La evidencia sugiere que el cambio climático tiene implicaciones fundamentales para la estabilidad de

precios y que también afecta a otros ámbitos de competencia del banco central, como la estabilidad financiera y la supervisión bancaria.

El cambio climático afecta a la estabilidad de precios por lo menos a través de tres canales.

En primer lugar, las consecuencias del cambio climático podrían *afectar la transmisión de las medidas de política monetaria de los bancos centrales* hacia las condiciones de financiamiento de los hogares y las empresas y, por tanto, hacia el consumo y la inversión. Las pérdidas en caso de que se materializaran riesgos físicos u ocasionadas por activos obsoletos (como las reservas de petróleo que dejarán de explotarse a medida que el mundo abandone los combustibles fósiles) podrían pesar en los balances de las instituciones financieras, lo que reduciría el flujo de crédito hacia la economía real. Asimismo, cuanto más tiempo se tarde en hacer frente de forma adecuada al cambio climático, mayores serán los riesgos para la transmisión de la política económica de un aumento pronunciado y repentino de las primas por riesgo de crédito. Los bancos centrales también están expuestos a pérdidas potenciales de títulos adquiridos en programas de compra de activos y de las garantías facilitadas por contrapartes en operaciones de política monetaria.

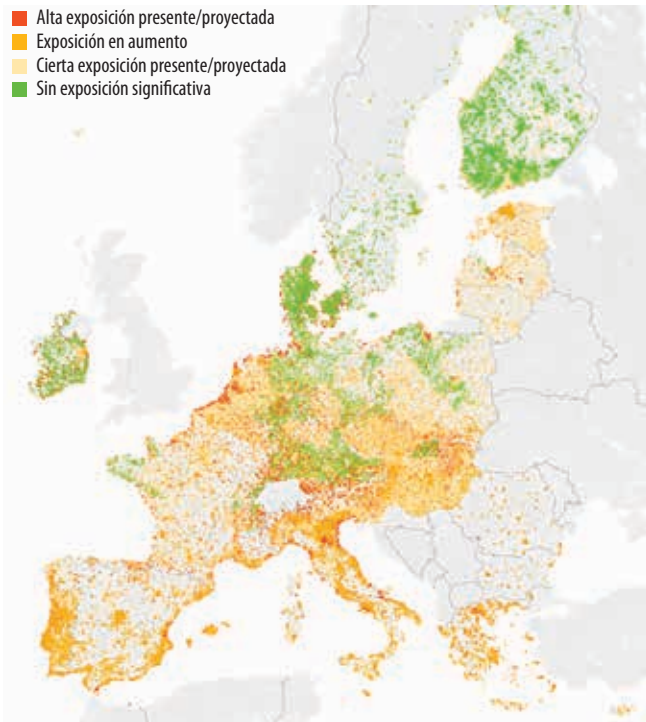
En segundo lugar, el cambio climático *podría disminuir aún más el espacio para la política monetaria convencional, al bajar la tasa de interés real de equilibrio*, que mantiene en equilibrio los ahorros y la inversión. Por ejemplo, el aumento de las temperaturas podría reducir la productividad de la mano de obra o aumentar las tasas de morbilidad y mortalidad. Podría producirse una reasignación de los recursos productivos para apoyar las medidas de adaptación, mientras que la incertidumbre relacionada con el clima puede aumentar los ahorros precautorios y reducir los incentivos a la inversión. De manera conjunta, estos factores pueden reducir la tasa de interés de equilibrio real y, por tanto, incrementar la posibilidad de que la tasa de política monetaria del banco central se reduzca. Pero esto dista mucho de ser seguro; las tasas de equilibrio podrían, en cambio, aumentar debido a la innovación y la inversión verdes y trazar el camino para salir del actual entorno de baja inflación y bajas tasas de interés.

En tercer lugar, tanto el cambio climático como las políticas para mitigar sus efectos pueden tener un *impacto directo sobre la dinámica de la inflación*. La historia reciente confirma que una incidencia mayor de riesgos físicos puede provocar fluctuaciones a corto plazo en el producto y la inflación que amplifiquen la volatilidad macroeconómica a largo plazo. A menos que las políticas de mitigación sean más contundentes, el riesgo de shocks climáticos aun mayores aumenta, con consecuencias más persistentes para los precios y los salarios. Además, incluso las políticas de mitigación, como los regímenes de fijación de precios del

En situación de riesgo

Las empresas en Europa están sujetas a riesgos físicos del cambio climático, que pueden presentar una amenaza para la estabilidad financiera.

- Alta exposición presente/proyectada
- Exposición en aumento
- Cierta exposición presente/proyectada
- Sin exposición significativa



Fuente: Alogoskoufis et al. (2021).

Nota: El gris indica que no se dispone de información.

carbono, pueden afectar a la estabilidad de precios, lo que podría provocar tendencias amplias y duraderas en los precios relativos y abrir una brecha entre las medidas de inflación general y subyacente.

Como resultado de estos factores, los bancos centrales están empezando a integrar los riesgos climáticos en sus operaciones de política monetaria.

Hacia la neutralidad en carbono

Las consideraciones climáticas formaron parte integral de la revisión de la estrategia de la política monetaria del BCE que concluyó en julio de 2021. Publicamos un ambicioso plan de actuación y una hoja de ruta detallada que confirman nuestro firme compromiso con la incorporación de las consideraciones climáticas en nuestro marco de política monetaria. La revisión exhaustiva de nuestra estrategia mostró que existen muchos ámbitos en los que los bancos centrales pueden contribuir a la lucha contra el calentamiento global, y en el futuro pueden abrirse nuevos ámbitos.

El BCE y otros bancos centrales, mediante el análisis detenido de posibles medidas y el desarrollo de formas para ponerlas en práctica, por ejemplo, sobre la clasificación de actividades más o menos “verdes”, pueden actuar como catalizadores para un sistema financiero más sostenible. Además, mediante el anuncio previo de las modificaciones en nuestro marco operativo, podemos incentivar a los participantes del mercado a que aceleren la transición hacia la neutralidad en carbono.

Como parte de su plan de actuación, el BCE integrará las consideraciones climáticas en su monitoreo de la economía, por ejemplo, con el refuerzo de la capacidad analítica en proyección y modelización macroeconómica relacionada con el clima.

Como parte de su función estadística, el BCE desarrollará nuevos indicadores estadísticos relacionados con el clima, por ejemplo, sobre la clasificación de instrumentos verdes, la huella de carbono de las carteras de las instituciones financieras y sus exposiciones a riesgos físicos relacionados con el clima.

Además, el BCE promueve divulgaciones de información climática que sean consistentes y verificables a escala internacional. El BCE introducirá requisitos de divulgación de información para los activos del sector privado, ya sea como un nuevo criterio para la admisión como activo de garantía, o como base para un tratamiento diferenciado, y para las compras de activos, lo que podría contribuir a acelerar las divulgaciones de información en el sector empresarial. El BCE comenzará a divulgar información climática sobre sus carteras no relacionadas con la política monetaria y su programa de compras de bonos corporativos (CSPP) en el primer trimestre de 2023.

A partir de 2022, el BCE someterá el balance del Eurosistema a pruebas de resistencia climática, para lo que utilizará la metodología de la prueba de

resistencia climática del conjunto de la economía que está realizando actualmente. El BCE llevará a cabo una nueva revisión para evaluar el grado en que las calificaciones crediticias y las valoraciones de activos en nuestro sistema de activos de garantía reflejan las exposiciones a los riesgos climáticos.

El BCE también incorporará criterios relacionados con el clima a sus compras de bonos corporativos. En el pasado, las asignaciones de bonos del sector privado se guiaban principalmente por el principio de neutralidad frente al mercado, en el que las compras reflejan la composición del mercado en general, para evitar distorsiones en los precios relativos.

Sin embargo, los sectores con un elevado nivel de emisiones suelen tener grandes necesidades de inversión de capital fijo a largo plazo y emitir bonos con más frecuencia. Por lo tanto, el universo de CSPP elegibles y la cartera del BCE exhiben un elevado nivel de intensidad de emisiones (Papoutsis, Piazzesi y Schneider, 2021). En otras palabras, la adherencia al principio de neutralidad frente al mercado podría perpetuar las fallas de mercado ya existentes o incluso agravar las ineficiencias del mercado que dan lugar a una asignación subóptima de los recursos.

Así pues, parece adecuado sustituir el principio de neutralidad frente al mercado por otro de eficiencia del mercado que incorpore de forma más completa los riesgos y costos sociales asociados con el cambio climático (Schnabel, 2021), y que tenga en cuenta la conformidad de los emisores con la legislación de la UE que implementa el Acuerdo de París.

Con su nueva estrategia y plan de actuación, el BCE reconoce que el cambio climático es un reto global que exige una respuesta urgente de política, también por parte de los bancos centrales. Estamos decididos, dentro de nuestro mandato, a contribuir a acelerar la transición hacia una economía neutra en emisiones de carbono. **FD**

ISABEL SCHNABEL es miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo.

Referencias:

- Alogoskoufis, S. et al., 2021. "Climate-Related Risks to Financial Stability". *Financial Stability Review*, Banco Central Europeo, Fráncfort.
- de Guindos, L. 2021. "Shining a Light on Climate Risks: The ECB's Economy-wide Climate Stress Test". Blog del BCE, 18 de marzo.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). 2020. "Mitigación del cambio climático: Estrategias que favorecen el crecimiento y la distribución del ingreso". "Mitigación del cambio climático: Estrategias que favorecen el crecimiento y la distribución del ingreso", *Perspectivas de la economía mundial*, capítulo 3, Washington, DC, octubre.
- Papoutsis, M., M. Piazzesi y M. Schneider. 2021. "How Unconventional Is Green Monetary Policy?". Documento de trabajo de la Universidad de Stanford, CA.
- Schnabel, I. 2021., "From Market Neutrality to Market Efficiency". Discurso de apertura del simposio ECB DG titulado "Climate Change, Financial Markets and Green Growth". Fráncfort, 14 de junio.