

Perspectivas de macroeconomía global

La carrera hacia la neutralidad en emisiones



FORO DE TEMAS DE INVERSIÓN
N:6

Perspectivas de macroeconomía global: La carrera hacia la neutralidad en emisiones

**Las implicaciones para la inversión
de una transición más desordenada**

Autores:

Salman Ahmed

*Responsable global de Macroeconomía
y Asignación Estratégica de Activos*

Edoardo Cilla

Estratega de Mercados de Capitales

**Cambio climático: Cambios geopolíticos
e implicaciones para la inversión**

Autor:

Edoardo Cilla

Estratega de Mercados de Capitales

ISBN: 978-84-09-72642-4
Edita: Instituto Español de Analistas
Imprime: Reimpventa

PRESENTACIÓN	5
PRÓLOGO	7
RESUMEN DE LAS CONCLUSIONES	8
Probabilidades de los escenarios.....	8
Efectos sobre las rentabilidades estimadas en las principales clases de activos (CMA).....	8
Implicaciones para las asignaciones de activos.....	8
Próximos pasos.....	9
INTRODUCCIÓN: LOS RIESGOS CLIMÁTICOS Y EL PROCESO DE INVERSIÓN	10
Integración en el proceso de inversión.....	11
Documentos anteriores de nuestra serie sobre las CMA con perspectiva climática.....	13
ESCENARIOS CLIMÁTICOS DE LA NGFS: FASE IV	14
Fase IV: Novedades principales.....	14
Actualización sobre los riesgos físicos.....	15
Actualización sobre los riesgos de transición.....	17
ESTUDIO DE CASO: ESCENARIO DE IMPACTO REGIONAL	21
ACTUALIZACIÓN DEL INDICADOR DE CREDIBILIDAD CLIMÁTICA: UNA TRANSICIÓN DEMORADA CON RIESGOS A LA BAJA	25

DE LOS RIESGOS CLIMÁTICOS A LOS RIESGOS FINANCIEROS	28
Rentabilidades estimadas en las principales clases de activos.....	30
Factores geográficos.....	31
Consecuencias para las bolsas.....	32
Consecuencias para los mercados de renta fija.....	35
CONCLUSIÓN Y PRÓXIMOS PASOS	38
Novedades en materia de riesgos climáticos.....	38
Evaluaciones de los escenarios.....	38
Implicaciones para la economía y los mercados.....	39
Implicaciones para las estrategias de asignación de activos.....	39
Referencias.....	40
APÉNDICE	41
Evolución de nuestras CMA con perspectiva climática.....	41
Indicador de credibilidad climática.....	42
NGFS: modelización mejorada de los riesgos físicos agudos.....	43
ANEXO MAYO 2025	47
CAMBIO CLIMÁTICO: CAMBIOS GEOPOLÍTICOS E IMPLICACIONES PARA LA INVERSIÓN	47
Los riesgos económicos del cambio climático son sustanciales.....	47
Análisis de nuestros catalizadores de la transición: políticas públicas, ac- ciones empresariales y avances tecnológicos.....	49
Implicaciones para los inversores.....	51
Foros Temas de Inversión	55
Colaboradores de la Fundación	56

PRESENTACIÓN

La Fundación del Instituto Español de Analistas mantiene una línea de emisión de opinión a través de los "Foros de Temas de inversión". Publicamos un nuevo trabajo bajo esta denominación que va dirigida a la comunidad de analistas y trata los grandes asuntos en el mundo de las inversiones financieras.

El sexto número de esta serie incorpora un trabajo realizado recientemente por Fidelity International con el título "Las implicaciones para la inversión de una transición más desordenada". Con este trabajo Fidelity International pretende ayudar a los inversores a comprender y gestionar el impacto del riesgo climático en sus carteras.

Desde mi perspectiva, el valor añadido del estudio de Fidelity International es incuestionable. Sus autores no se limitan a identificar los riesgos físicos y de transición o a estimar los costes de los distintos escenarios. Van más allá y cuantifican su impacto sobre la frontera eficiente.

En el Instituto Español de Analistas somos optimistas por naturaleza, pero siempre desde el rigor del análisis, los datos y la opinión experta. Por ello, no podemos ocultar nuestra inquietud cuando observamos la pérdida del compromiso de algunos actores clave.

El tiempo avanza y, sin una acción decidida y un compromiso firme de los principales emisores, no podemos descartar los escenarios más desfavorables.

La preocupación por el calentamiento global forma parte desde hace más de

dos décadas del debate político y económico. Desde entonces se ha advertido sobre los efectos de las emisiones de gases de efecto invernadero y los riesgos económicos y sociales derivados de fenómenos meteorológicos extremos, cada vez más frecuentes.

Aunque en sus inicios algunos cuestionaban la falta de evidencia científica, hoy existe un consenso amplio sobre la relación entre el cambio climático y dichos gases.

Sin embargo, a pesar de este consenso y de la gravedad del problema, el compromiso global no es tan firme ni generalizado como debería.

Nos enfrentamos a un reto en el que los grandes bloques económicos avanzan a diferentes velocidades. En este contexto, el análisis de Fidelity International advierte que los escenarios más probables apuntan a una transición desordenada o fragmentada, con posibles pérdidas de hasta el 25 % del PIB mundial para 2050 en el escenario más extremo.

En nuestro ámbito, como profesionales de la gestión de carteras, debemos optimizar la asignación de activos teniendo en cuenta el riesgo climático, y aprovechar las oportunidades que surgen en sectores clave como las energías renovables, la tecnología verde o las infraestructuras resilientes.

La Fundación del Instituto Español de Analistas agradecen a Fidelity International su apoyo y su contribución a esta iniciativa que esperamos sea del interés de los lectores.

Lola Solana

Presidenta del Instituto Español de Analistas

PRÓLOGO

Como destacamos en nuestras estimaciones sobre las rentabilidades de las principales clases de activos (Capital Market Assumptions, CMA), los rápidos cambios que está experimentando el panorama económico, financiero y geopolítico han alterado las tendencias estructurales que caracterizaban a los mercados antes de la pandemia de COVID. Este hecho está afectando a los mercados a través de múltiples canales, como el crecimiento económico real, la inflación, las políticas de los gobiernos y los bancos centrales, el comportamiento de las empresas y los hogares, etc. El cambio climático es uno de los principales motores de la transformación. Por ello, hemos hecho mayor hincapié en el estudio de esta cuestión y sus implicaciones en nuestros análisis y plasmamos algunas de las conclusiones en una serie de informes técnicos que publicamos desde 2021. Nuestro objetivo es ayudar a los inversores a comprender su impacto para que puedan integrar consideraciones sobre el riesgo climático en sus carteras y adecuar sus prácticas a la normativa vigente. En consonancia con este compromiso, recientemente hemos actualizado nuestro Marco de inversión sostenible para garantizar su conformidad con las normas de transparencia y divulgación. Este marco revisado se ha diseñado para que sea flexible y pueda dar cabida a una serie de estrategias de inversión diferentes en todas las clases de activos, manteniendo al mismo tiempo unas normas sólidas que demuestren:

1. Cómo promovemos características medioambientales y sociales.
2. Cómo determinamos los objetivos de inversión sostenible.

Esperamos que encuentre interesantes y útiles los contenidos de este informe. Si tiene alguna pregunta sobre su contenido o nuestro enfoque, no dude en ponerse en contacto con su representante de Fidelity.

Salman Ahmed

Responsable global de Macroeconomía y Asignación
Estratégica de Activos de Fidelity International

RESUMEN DE LAS CONCLUSIONES

Probabilidades de los escenarios

- Con la información actual en la mano, el escenario que, según la Red para la Ecologización del Sistema Financiero (Network for Greening the Financial System, NGFS), tiene más probabilidades de materializarse es una transición demorada. Sin embargo, ha aumentado el riesgo de que se produzca un escenario de “mundo invernadero” o “mundo fragmentado”.

Efectos sobre las rentabilidades estimadas en las principales clases de activos

- Creemos que los inversores siguen subestimando los riesgos climáticos, en parte debido a las dificultades que plantea la modelización de sus repercusiones.
- Esperamos que, con el tiempo, las bolsas recojan en las cotizaciones los importantes efectos de los riesgos físicos, posiblemente incluso más allá del horizonte de diez años utilizado para la asignación estratégica de activos (AEA). Eso provocará un deterioro del binomio riesgo-rentabilidad de la renta variable (Figura 1).
- Nuestros modelos prevén que los riesgos climáticos tendrán un impacto relativamente limitado sobre las rentabilidades estructurales totales de la renta fija, ya que las repercusiones sobre los precios y las pérdidas crediticias se compensarán con unos niveles de rentas más elevados (Figura 1).
- El riesgo climático afectará a distintos sectores y regiones de manera diferente y algunas zonas se beneficiarán, mientras que otras saldrán perdiendo.

Implicaciones para las asignaciones de activos

- Prevemos que los riesgos climáticos harán que la frontera eficiente sea más baja y plana en el futuro, lo que tendrá importantes implicaciones para las estrategias de asignación de activos. Sin embargo, no se sabe con certeza cuándo descontarán los mercados los riesgos climáticos:

- Desde una perspectiva ascendente o bottom-up, los riesgos de transición podrían incorporarse a las cotizaciones a medida que se anticipe la evolución de determinadas políticas. Sin embargo, a los inversores les resulta más difícil valorar eficazmente en los mercados la orientación general de las políticas a nivel global.
- Los riesgos físicos podrían incluirse en los precios de los valores sobre una base ascendente, pero podría ser necesario que se produjera un suceso de riesgo físico importante antes de que el riesgo general que presentan se refleje en los precios de mercado a nivel global.

Próximos pasos

- Es probable que en el futuro se evalúen las distintas repercusiones de los riesgos climáticos en los distintos sectores económicos y sus implicaciones regionales.
- Trataremos de utilizar las conclusiones de este documento y de futuras actualizaciones para determinar cómo afectará a la toma de decisiones estratégicas de asignación de activos, incluso para los inversores preocupados por el pasivo de sus balances.

Figura 1: El efecto del cambio climático en las rentabilidades de los activos



Exclusivamente con fines ilustrativos.

Fuente: Fidelity International, abril de 2024. Las deltas se expresan en dólares estadounidenses y se basan en modelados de las CMA de elaboración propia. CDN: Contribuciones Determinadas a nivel Nacional.

INTRODUCCIÓN: LOS RIESGOS CLIMÁTICOS Y EL PROCESO DE INVERSIÓN

Actualmente estamos viviendo un periodo de calentamiento global que no tiene precedentes en la historia de la humanidad. Abril de 2024 fue el mes de abril más cálido jamás registrado: 0,67 °C por encima de la media de 1991-2020 y el undécimo mes consecutivo en el que sucedió una estadística de “mes más cálido jamás registrado”, según el conjunto de datos del reanálisis ERA51 (Figura 2). Aunque en 2015-2016 se experimentó un periodo similar, el periodo enero-abril de 2024 fue también el más cálido de cualquier periodo anterior de 12 meses: 0,73 °C por encima de la media de 1991-2020 y 1,61 °C por encima de la media de la era preindustrial (1850-1900). Otros estudios van más allá y sugieren que podría ser el más cálido de la Tierra en varios milenios².

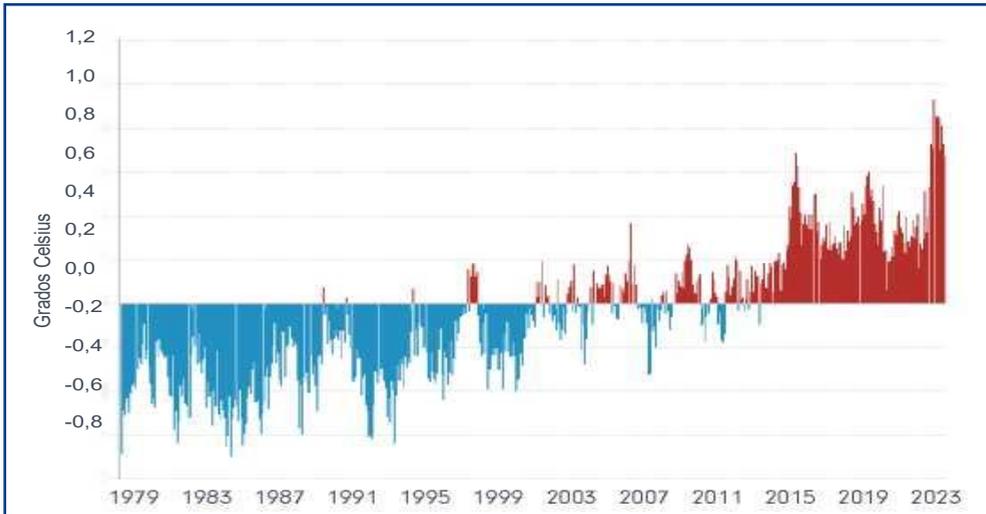
El calentamiento global también se manifiesta en las temperaturas de los océanos de la Tierra, cuyos registros se consideran cada vez más precisos debido a los efectos de la urbanización en las lecturas de temperatura tomadas en las ciudades. A pesar del debilitamiento del irregular fenómeno de El Niño hasta condiciones neutras, la temperatura media global de la superficie del mar (fuera de las regiones polares) de abril de 2024 también fue la más cálida registrada, continuando una serie de 13 récords mensuales consecutivos³. Esto está teniendo graves efectos crónicos, como un patrón de fuertes descensos del hielo marino antártico en los últimos años.

Además de problemas crónicos como el aumento de las temperaturas en la superficie y la disminución de la capa de hielo, también estamos asistiendo a fenómenos meteorológicos agudos más frecuentes y graves. Solo en 2023, se produjeron desde sequías en el Amazonas, donde se registraron las precipitaciones más bajas de los últimos 40 años, hasta algunos de los incendios forestales más destructivos jamás sufridos durante las olas de calor que se vivieron en el sur de Europa, Asia y el oeste de EE.UU. Hemos sido testigos de grandes inundaciones en países como Pakistán y Libia que han dañado las cadenas de suministro de alimentos, y de ciclones con graves efectos localizados en lugares tan lejanos como Kenia y Nueva Zelanda.

Se espera que la temperatura mundial aumente a medida que las crecientes concentraciones de gases de efecto invernadero atrapan más energía en la atmósfera y los océanos. Por tanto, se prevé que los efectos socioeconómicos adversos de los

impactos climáticos, tanto crónicos como agudos, sean cada vez más frecuentes y graves, antes incluso de considerar los posibles puntos de inflexión climáticos.

Figura 2: Anomalías mensuales de la temperatura global del aire en superficie



Fuente: ERA5. Agradecimientos: Servicio de Cambio Climático de Copernicus/ECMWF.

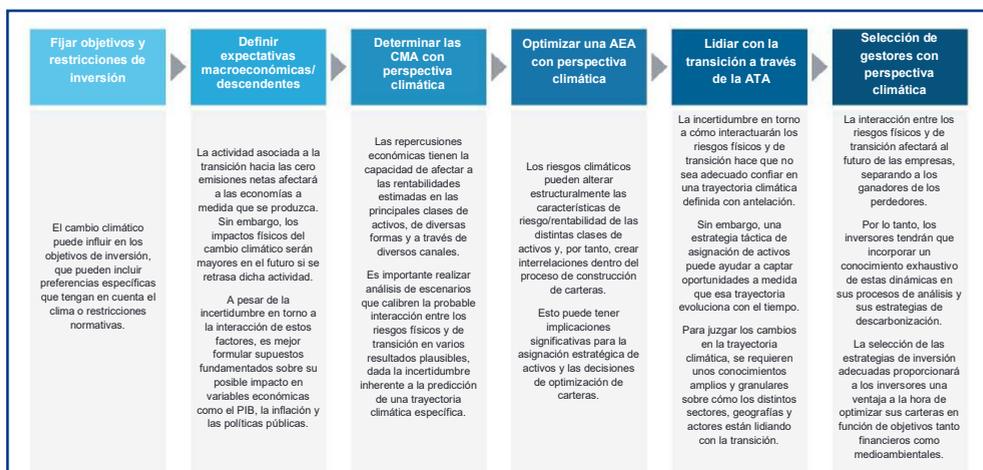
Integración en el proceso de inversión

Adaptar el proceso de inversión para tener en cuenta los distintos tipos de riesgo climático no es tarea fácil, en gran medida porque estos pueden afectar a cada paso, desde el establecimiento del objetivo general hasta el diseño y la ejecución de la cartera (Figura 3).

Nuestra labor como inversores consiste en calibrar los efectos probables de los riesgos climáticos sobre las economías y los mercados de capitales para ayudar a mejorar la toma de decisiones de inversión, tanto desde una perspectiva macroeconómica como microeconómica. El marco que hemos definido para ello se basa en los escenarios climáticos de la NGFS, que trazan diversas trayectorias potenciales para describir la interacción entre factores como el cambio climático, el progreso tecnológico, las políticas de transición y las preferencias humanas en una serie de resultados plausibles.

La NGFS es una red de bancos centrales y supervisores financieros creada para ayudar a desarrollar la gestión de los riesgos medioambientales y climáticos en el sector financiero y apoyar la transición hacia una economía sostenible, entre otras cosas contribuyendo a la consecución de los objetivos del Acuerdo de París. Su enfoque multiescenario es útil, ya que refleja la incertidumbre inherente a la evolución o regresión de las variables factoriales subyacentes al clima como la orientación de las políticas, el cambio tecnológico y la actuación de las empresas.

Figura 3: Adaptación del proceso de inversión para tener en cuenta el riesgo climático.



Exclusivamente con fines ilustrativos.

Fuente: Fidelity International, julio de 2024.

También reconoce otro reto clave relacionado con la integración de los riesgos climáticos en el proceso de inversión: si bien las implicaciones de los distintos tipos de riesgo climático varían en función de las distintas trayectorias climáticas, también se manifiestan en distintos plazos. En cuanto a la interrelación entre los riesgos de transición y los riesgos físicos, esta puede considerarse como una doble dimensión de las consideraciones relativas al horizonte temporal, ya que los riesgos de transición se asumen a un plazo relativamente corto para mitigar la acumulación de riesgos físicos que afectarán a más largo plazo tanto a las economías como a los mercados.

A menudo se considera que el corto plazo se refiere al impacto microeconómico

inmediato de los riesgos climáticos en empresas, sectores y economías individuales. Mientras tanto, el largo plazo se refiere al impacto macroeconómico de los riesgos climáticos sobre el conjunto de la economía (a través de variables económicas agregadas como el PIB regional, la inflación, los tipos de interés oficiales, etc.).

Sin embargo, esto se debe en cierta medida a que los mercados de capitales son incapaces de descontar riesgos y oportunidades muy inciertos en un futuro lejano, una carencia que puede crear oportunidades para las estrategias activas basadas en el análisis.

Como resultado, seguimos la evolución de los acontecimientos en tiempo real, aprovechando las últimas investigaciones sobre el cambio climático y sus repercusiones. En este documento en concreto, nos ocupamos de la segunda y tercera etapas del proceso de inversión esbozado en la figura 3. Tratamos de comprender los canales a través de los cuales los riesgos físicos y de transición afectarán a las economías y los mercados de capitales, tanto a corto como a largo plazo, para poder cuantificar los efectos y mejorar nuestras decisiones de inversión. En última instancia, nuestro objetivo es ayudar a nuestros clientes a afrontar la difícil tarea de integrar las consideraciones relativas al riesgo climático en sus carteras a medida que cambian sus circunstancias.

Documentos anteriores de nuestra serie sobre CMA con perspectiva climática (en inglés)

Julio 2021: [Riesgo planetario: correlaciones entre las trayectorias climáticas, la macroeconomía y la asignación estratégica de activos](#)

Diciembre 2021: [Hacia una transición desordenada: Controlar la credibilidad de los compromisos en materia de cambio climático](#)

Febrero 2023: [Seguimiento de los avances hacia las cero emisiones netas: Demasiado poco, no demasiado tarde](#)

Marzo 2023: [Rentabilidades estimadas en las principales clases de activos en la crisis climática](#) (Escenarios climáticos de Fase III de la NGFS)

ESCENARIOS CLIMÁTICOS DE LA NGFS: FASE IV

Los escenarios de la NGFS (Figura 4) y sus proyecciones de impacto son un patrón de referencia cada vez más importante para que los bancos centrales, los reguladores, los gobiernos y los actores privados comprendan las repercusiones del cambio climático. Esto los convierte en un punto de partida natural para nuestro análisis. En su cuarta iteración, ahora captan una mayor perturbación económica derivada de los riesgos climáticos físicos y la actividad de transición en un conjunto más amplio de posibles trayectorias.

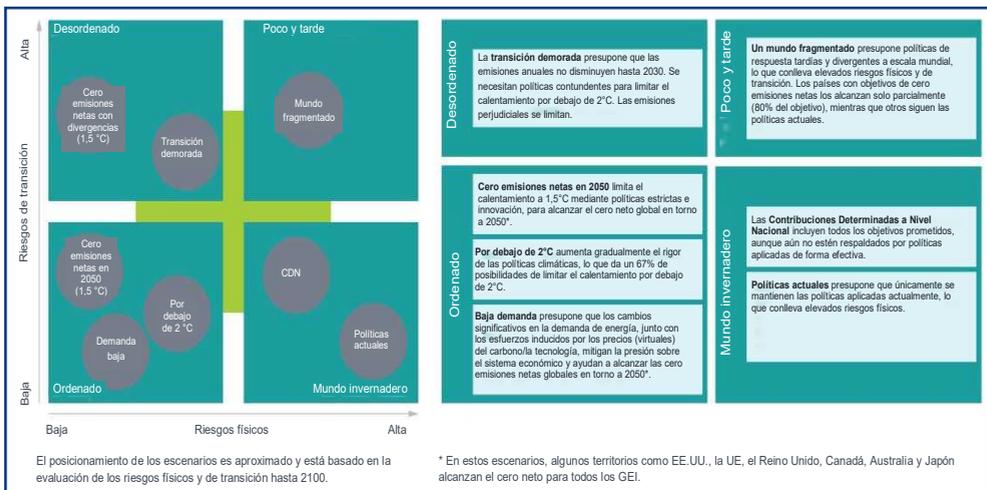
A medida que avanzan los conocimientos científicos, se hace evidente que los riesgos e incertidumbres asociados tanto al cambio climático como a la actividad de transición son mayores de lo que se pensaba. En la Fase IV, los escenarios se han vuelto, por tanto, más desordenados, lo que refleja el insuficiente progreso de la transición en los últimos años, la aceptación de que la complejidad que facilita la transición es mayor de lo que se pensaba y el reconocimiento de que los impactos de los riesgos físicos serán más adversos. También refleja el hecho de que la demanda actual de energía y las emisiones han sido persistentemente altas hasta la fecha y es probable que sigan siéndolo en un futuro próximo.

Fase IV: Novedades principales

- Los últimos datos sobre PIB y población.
- La reevaluación del impacto de las nuevas políticas climáticas nacionales, por ejemplo el "Fit-for-55" de la UE o la "Inflation Reduction Act" de EE.UU., que contribuyen a una ligera disminución de los riesgos físicos.
- El contexto geopolítico actual, incluidas las consecuencias de la guerra en Ucrania sobre los precios de la energía, que contribuye a un aumento general del desorden.
- Los nuevos datos climáticos y la modelización mejorada de los riesgos físicos, incluida una modelización más pormenorizada de los riesgos físicos a escala nacional y la incorporación de dos nuevas amenazas de riesgo físico agudo, como son las sequías y las olas de calor, además de las inundaciones y los ciclones. La consecuencia es un impacto más adverso sobre el PIB.

- Las últimas tendencias en energías renovables y otras tecnologías clave de mitigación; por ejemplo, los gastos de inversión de la energía solar fotovoltaica disminuirán más rápidamente.
- Los supuestos revisados en torno al uso de la tecnología, como una menor disponibilidad de tecnologías de captura y almacenamiento de carbono, que hacen que los escenarios sean más adversos.

Figura 4: Resumen de los escenarios climáticos de la Fase IV.



Exclusivamente con fines ilustrativos.

Fuente: NGFS, Fidelity International, noviembre de 2023. CDN: Contribuciones Determinadas a nivel Nacional.

Actualización sobre los riesgos físicos

En general, los escenarios muestran ahora un mayor impacto adverso sobre el PIB derivado de los fenómenos meteorológicos extremos y de la alteración de los ecosistemas y la biodiversidad (Figura 5). Esto obedece a la incorporación de dos nuevas amenazas de riesgo físico agudo, las sequías y las olas de calor (además de las inundaciones y los ciclones), que tienen ramificaciones económicas mucho más amplias debido al mayor alcance físico de sus repercusiones. Lo anterior refleja una mayor apreciación de estos riesgos físicos y de los canales de transmisión a través de los cuales pueden afectar a la actividad económica.

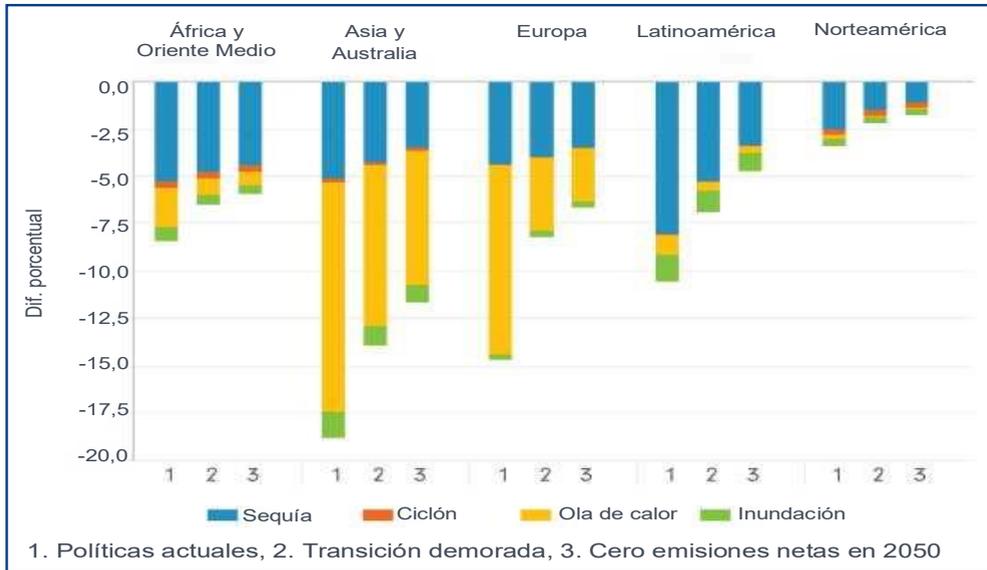
Observamos que la variación negativa en el impacto del riesgo físico se produce a pesar de un impacto positivo de menor magnitud derivado de las políticas adoptadas en fechas recientes, especialmente en EE.UU. y la UE. Esto ha dado lugar a una ligera mejora de las perspectivas de temperatura en los escenarios “mundo invernadero”, “contribuciones determinadas a nivel nacional” y “políticas actuales” (Figura 6).

Los efectos adversos sobre el PIB se controlan mejor en los escenarios “ordenados” a largo plazo, pero siguen acumulándose rápidamente en los escenarios “desordenados”. Para cuantificar los impactos potenciales, la pérdida adicional de PIB estimada por riesgos físicos agudos en los escenarios de referencia “cero emisiones netas en 2050” y “transición demorada” se sitúa ahora en torno al 1,5% y el 2,5% en 2050, respectivamente, mientras que es de casi el 6% en el escenario “políticas actuales” (a modo de comparación, en la Fase III, en “políticas actuales” se “estimaba” solo alrededor de un 1,4% de pérdida de PIB por riesgos físicos agudos en 2050).

También se ha aumentado la granularidad de las estimaciones regionales, incluyéndose ahora proyecciones para cinco grandes regiones. La Figura 5 muestra que las sequías y las olas de calor suponen los mayores riesgos para el PIB mundial y, aunque sus repercusiones económicas son significativas a escala planetaria, varían considerablemente entre regiones. Europa más Asia y Australia son las regiones más susceptibles, mientras que Norteamérica es la más resistente. El impacto relativamente limitado de las inundaciones y los ciclones se debe en gran medida a su carácter más localizado.

En cuanto al análisis empírico con datos de la NGFS, es importante subrayar que únicamente se dispone de datos de riesgo agudo para los escenarios “políticas actuales”, “transición retardada” y “cero emisiones netas en 2050”. Para superar este obstáculo en nuestro análisis, decidimos aplicar los impactos de riesgo físico agudo del escenario “políticas actuales” a los escenarios “mundo fragmentado” y “Contribuciones Determinadas a Nivel Nacional”, los impactos del escenario “transición demorada” al escenario “por debajo de 2°C”, y los del escenario “cero emisiones netas en 2050” al escenario “baja demanda” (tras comentar la idoneidad de esta decisión con la NGFS).

Figura 5: Impacto regional agudo en el PIB por amenaza y escenario - Promedios regionales



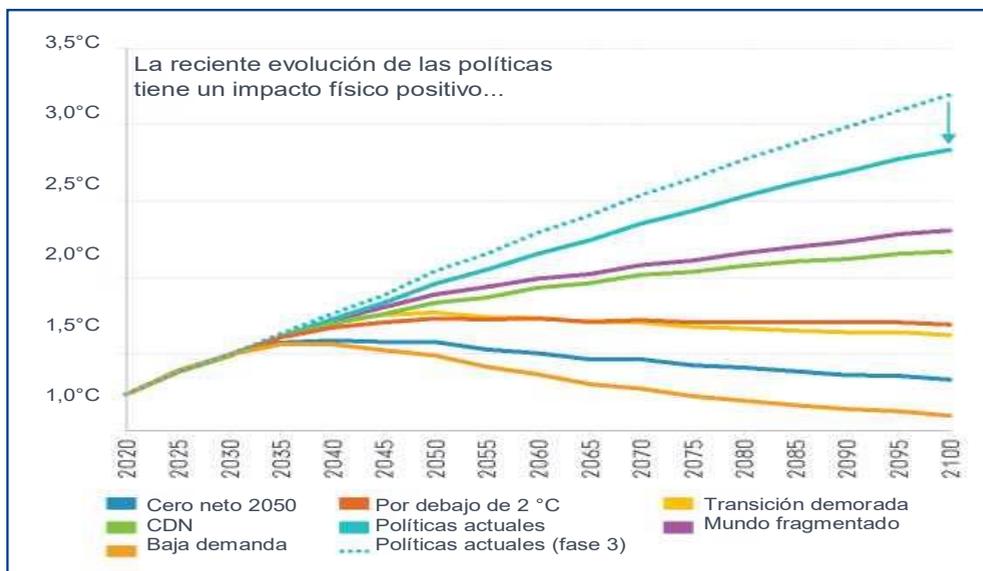
Todos los valores corresponden a diferencias con respecto a la situación de referencia (un escenario hipotético sin riesgos de transición o físicos). Medias simples en los países de esa región con datos disponibles. Latinoamérica está compuesta por Chile, México y Argentina, con la excepción de "inundaciones", disponible únicamente en México. Norteamérica comprende EE.UU. y Canadá, pero solo EE.UU. para las inundaciones. África incluye Egipto y Sudáfrica (sólo Sudáfrica para las inundaciones). Fuente: Escenarios de la NGFS para bancos centrales y supervisores, noviembre de 2023.

Actualización sobre los riesgos de transición

Si bien los avances en políticas como el programa "Fit-for-55" de la UE y la "Inflation Reduction Act" de EE.UU. se reflejan en una trayectoria de la temperatura ligeramente inferior en el escenario "políticas actuales" en la Fase IV comparado con la Fase III (Figura 6), los precios virtuales del carbono aún tendrán que aumentar notablemente para que se materialice cualquier escenario alternativo. Esto se refleja en las trayectorias aún más pronunciadas de los precios virtuales del carbono en los distintos escenarios, que representan la necesidad de esfuerzos de transición más ambiciosos en todos los sectores de la economía, incluidas políticas gubernamentales de respuesta más inmediatas e intensas y cambios en las preferencias.

Los escenarios de transición ordenada de la Fase IV (“cero emisiones netas en 2050” y “por debajo de 2°C”) conllevan, por tanto, mayores riesgos de transición. Ahora se necesita un precio virtual del carbono estimado en unos 200 \$/tCO₂ en 2030 para apoyar una trayectoria de “cero emisiones netas en 2050” (Figura 7). Esta cifra supone, a su vez, mayores impactos adversos sobre el PIB derivados de las acciones a favor de la transición en todos los escenarios pertinentes. No obstante, los escenarios siguen demostrando que, a la larga, una acción coordinada inmediata resultará menos costosa que la ausencia de ella.

Figura 6: Temperatura y precio virtual del carbono (mundo) en la Fase 4 (vs. 3)



Exclusivamente con fines ilustrativos.

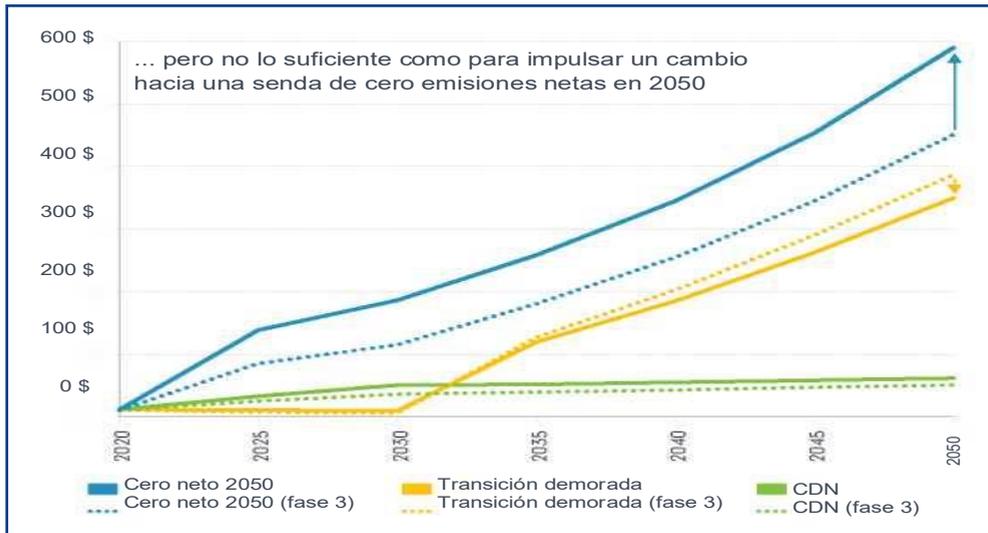
Fuente: NGFS, Fidelity International, abril de 2024. Los resultados son preliminares. CDN: Contribuciones Determinadas a nivel Nacional.

Observamos que también se ha incluido un nuevo escenario de “baja demanda” dentro del grupo de escenarios ordenados que postula que los cambios sustanciales de comportamiento en las actividades de generación y consumo de energía podrían dar lugar a una trayectoria ordenada conforme con el Acuerdo de París sin que se manifiesten riesgos de transición importantes. Sin embargo, dados los niveles de demanda actuales y los escasos avances en el desarrollo y la adopción de tecnologías hasta la fecha, consideramos que este escenario optimista es poco

más que ilusorio, a menos que se produzca un acontecimiento climático importante con repercusiones socioeconómicas sustanciales a escala mundial y este catalice un cambio drástico.

Al hablar del riesgo de transición, es importante señalar que las exposiciones sectoriales y geográficas son heterogéneas. Por ejemplo, el sector energético es el responsable del mayor descenso de las emisiones en el escenario “cero emisiones netas en 2050”, mientras que el transporte ocupa su lugar como mayor emisor en 2050. Por tanto, los productores de energía soportan una mayor carga de riesgo de transición en este escenario. Como las distintas jurisdicciones tienen diferentes posiciones netas en materia de suministro energético, estos riesgos no se reparten geográficamente de forma equitativa. El aspecto clave de estas cuestiones distributivas es que las jurisdicciones que afrontan los mayores riesgos de transición no siempre son las que afrontan los mayores riesgos físicos.

Figura 7: Previsiones sobre los precios virtuales del carbono en la Fase 4 (vs. 3)



Exclusivamente con fines ilustrativos.

Fuente: NGFS, Fidelity International, abril de 2024. Los resultados son preliminares. CDN: Contribuciones Determinadas a nivel Nacional.

Por ejemplo, en el escenario “cero emisiones netas en 2050”, los países en desarrollo de Europa y EE.UU. se enfrentan a los mayores riesgos de transición debido

a las estructuras de sus economías (y, por tanto, a los sacrificios asociados en relación con el PIB), pero Asia y Australia obtendrían los mayores beneficios de la reducción de los riesgos físicos asociados a la transición.

Para recoger esta evolución, también se ha introducido un nuevo escenario, denominado "mundo fragmentado", que tiene en cuenta la incertidumbre y los retrasos que estamos presenciando en la aplicación de las políticas de transición en todos los territorios. En este contexto, cada país da prioridad a sus propios intereses frente a la acción colectiva, lo que impone una trayectoria en la que los países retrasan la transición ("tarde") y después divergen en el rigor de sus esfuerzos de mitigación, lo que se traduce en un progreso global insuficiente ("poco"). El resultado final es un aumento de la temperatura cercano al de los escenarios "mundo invernadero" y "Contribuciones Determinadas a nivel Nacional" para 2050. Sin embargo, algunos países también emplean políticas de transición dentro del "mundo fragmentado" y estas se vuelven inútiles por la falta de mitigación en otros lugares; el resultado global es una evolución del PIB más adversa a nivel mundial. Esto pone de relieve el valor de impulsar la coordinación y la cooperación internacional a escala mundial, cuya falta se ha convertido en un reto clave en el actual entorno de tensiones geopolíticas.

ESTUDIO DE CASO: ESCENARIO DE IMPACTO REGIONAL

Los riesgos de transición asociados a la acción climática tienen un impacto negativo en el PIB, pero la inacción climática acabará provocando riesgos físicos mucho más perjudiciales. Por lo tanto, los impactos relativos de cada escenario a corto y largo plazo sobre el PIB dependen principalmente del nivel de riesgo de transición soportado y de los riesgos físicos acumulados asociados a la inacción. Sin embargo, los escenarios siguen ilustrando que una transición inmediata y coordinada será menos costosa que la inacción o una transición desordenada de aquí a 2050.

Los impactos en el PIB han aumentado notablemente en la Fase IV debido a la incorporación de nuevos riesgos físicos agudos. Los riesgos físicos absolutos aumentarán significativamente a corto plazo en todos los escenarios, a tenor de los daños climáticos acumulados hasta la fecha y el hecho de que los efectos beneficiosos de cualquier medida climática que se adopte en el futuro tardarán en materializarse. Sin embargo, los impactos de los riesgos físicos divergen a largo plazo, ya que se produce un fuerte aumento de la pérdida de PIB en los escenarios "mundo invernadero" y "poco y tarde" de la NGFS ante la falta de medidas de mitigación. Del mismo modo, el riesgo físico crónico se vuelve gradualmente más perjudicial con el paso del tiempo.

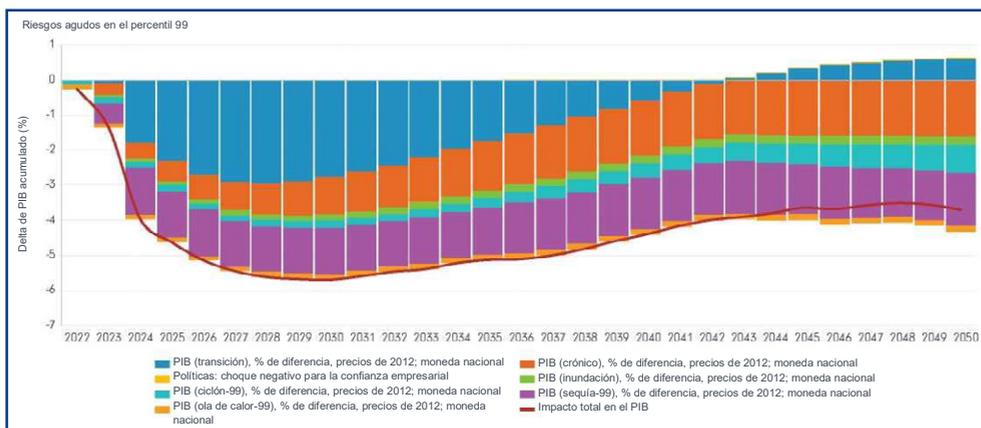
Los riesgos de transición provocan efectos negativos sobre el PIB en los escenarios en los que se adoptan medidas de mitigación a más corto plazo. Esto se refleja en que el escenario "cero emisiones netas en 2050" tiene un mayor impacto adverso en el PIB que la "transición demorada" en 2030, pero un menor impacto posterior, ya que los sacrificios asociados a la acción temprana reducen los efectos adversos de los riesgos físicos agudos y crónicos.

Por ejemplo, las Figuras 8 y 9 muestran las repercusiones de varios factores sobre el PIB estadounidense en los escenarios "cero emisiones netas en 2050" y "transición demorada". Estos muestran que el impacto global adverso sobre el PIB es mayor en "cero emisiones netas en 2050" durante los próximos diez años debido al impacto de las actividades de transición, pero en última instancia es relativamente menor a largo plazo debido a los mayores impactos de riesgo físico acumulados en la "transición demorada".

Otro aspecto a destacar es que los efectos del riesgo físico y de transición también varían según la región, en función de las diferencias específicas en materia

de vulnerabilidad climática, pero también de estructura económica. Tanto los riesgos de transición como los físicos afectan a los sectores y, por tanto, a las variables macroeconómicas como el desempleo, la inflación y los niveles de los tipos de interés oficiales en todas las regiones.

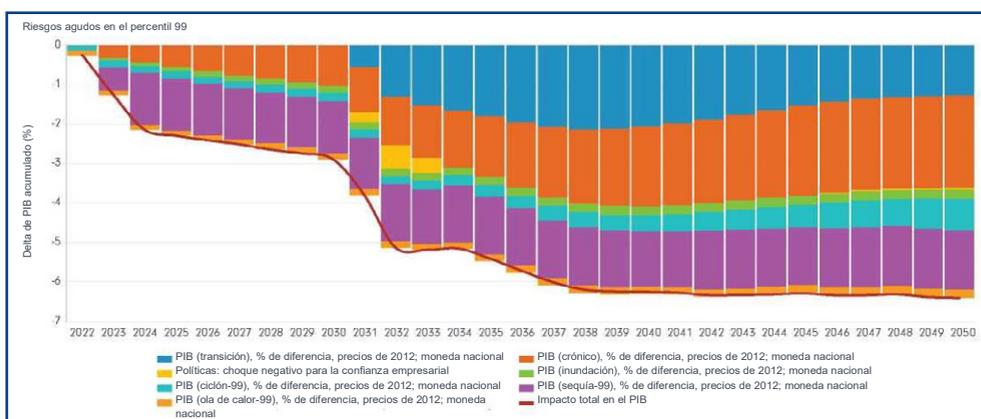
Gráfico 8: Impacto de la Fase IV en el PIB (cero emisiones netas en 2050, EE.UU.)



Exclusivamente con fines ilustrativos.

Fuente: NGFS, Fidelity International, abril de 2024. Los resultados son preliminares.

Figura 9: Impacto de la Fase IV en el PIB (transición demorada, EE.UU.)



Exclusivamente con fines ilustrativos.

Fuente: NGFS, Fidelity International, abril de 2024. Los resultados son preliminares.

Por ejemplo, como demostración de la naturaleza heterogénea de los impactos geográficos, hay un aumento inicial del desempleo en Europa (aunque se invierte rápidamente) en el escenario “cero emisiones netas en 2050”, pero en China ocurre lo contrario debido a su posición dominante en las cadenas mundiales de suministro de tecnologías verdes (Figura 10). Esta dinámica ya está manifestándose en la competencia directa entre países, a través de políticas como la aplicación de aranceles comerciales, y es un elemento clave del escenario “mundo fragmentado”.

Otro ejemplo lo tenemos en la exposición relativamente baja de EE.UU. al riesgo físico (Figura 5), que es lo suficientemente pequeña como para permitir que se invierta con el tiempo el impacto decreciente en el PIB que se observó inicialmente en la trayectoria “cero emisiones netas en 2050”, lo que pone de relieve el efecto global positivo a largo plazo que ejerce la transición sobre el crecimiento en horizontes más alejados. Esto no ocurre en todas las regiones, pero constituye otro factor que apoya la inclusión de la hipótesis del mundo fragmentado.

También podemos comparar el impacto de los escenarios en las distintas zonas geográficas. Por ejemplo, las figuras 9 y 11 muestran las repercusiones en el escenario de transición demorada en EE.UU. y Europa, respectivamente. Lo que salta inmediatamente a la vista es el gran impacto negativo de las olas de calor sobre el PIB europeo, superior al previsto en EE.UU.

Figura 10: Desviaciones de la tasa de desempleo



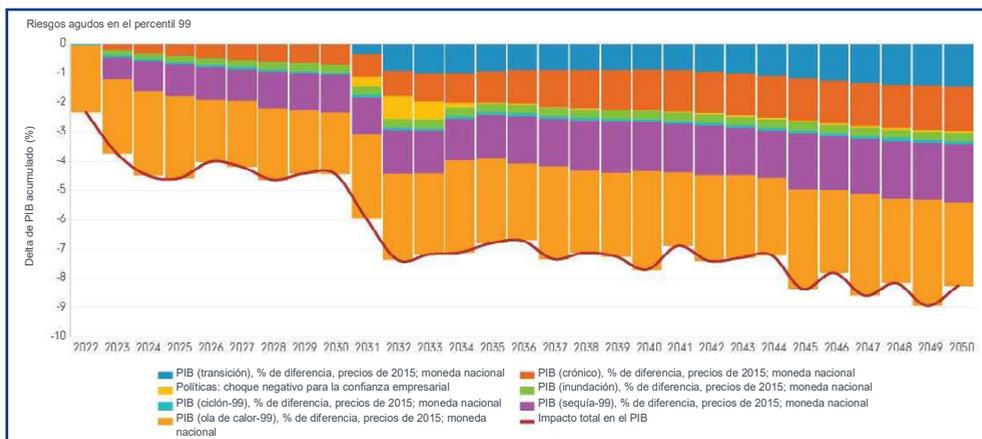
Fuente: Escenarios de la NGFS para bancos centrales y supervisores - Riesgo combinado, modelo NiGEM basado en datos de REMIND, noviembre de 2023.

Mientras tanto, el impacto de la transición, que, insistimos, depende en gran medida de la voluntad social y política más que de la susceptibilidad física, es menor en Europa que en EE.UU. Eso demuestra la desigual exposición a los riesgos físicos y de transición en las distintas zonas geográficas, lo que constituye otro desafortunado argumento a favor de la trayectoria del mundo fragmentado.

A pesar de estos factores, las implicaciones a largo plazo de la inacción son mucho más perjudiciales en todos los territorios.

También sería peligroso presuponer que los factores que se prevé que dañen a determinadas regiones no encontrarán la forma de afectar a otras que actualmente se consideran más resistentes, dada la limitada comprensión actual de los canales mundiales de transmisión. Desgraciadamente, incluso en las regiones susceptibles de sufrir los efectos de los riesgos físicos, las sociedades que afrontan retos geopolíticos y socioeconómicos tienen dificultades para abordar los desafíos climáticos con la fuerza necesaria para maximizar la prosperidad a largo plazo.

Figura 11: Impacto de la Fase IV en el PIB (transición demorada, Europa)



Exclusivamente con fines ilustrativos.

Fuente: NGFS, Fidelity International, abril de 2024. Los resultados son preliminares.

ACTUALIZACIÓN DEL INDICADOR DE CREDIBILIDAD CLIMÁTICA: UNA TRANSICIÓN DEMORADA CON RIESGOS A LA BAJA

Dada la considerable variación de los efectos de los distintos escenarios climáticos de la NGFS sobre los mercados de capitales, nuestro indicador de credibilidad climática mide el progreso a escala física y de transición a nivel mundial con la intención de evaluar qué trayectoria climática es más probable que se materialice y cómo se desarrollará (Figura 12). Nuestro análisis consiste en evaluaciones de tres catalizadores clave de la transición: las acciones empresariales, los avances tecnológicos y la credibilidad de las políticas, cada uno de los cuales tiene el potencial de acelerar o desacelerar el progreso de la transición. En un documento posterior abordaremos con más detalle nuestras reflexiones actuales en este ámbito.

Si bien sigue siendo posible una transición ordenada que limite el aumento de la temperatura a 1,5 °C por encima de los niveles preindustriales, por desgracia una trayectoria de "cero emisiones netas en 2050" parece cada vez más inalcanzable en la actualidad.

Las empresas se están dando cuenta de que la transición de sus actividades es más compleja y difícil de lo que se pensaba en un contexto de mayor control normativo. Aunque se han logrado avances alentadores en cuanto a la adopción de las tecnologías de transición en un marco de fuertes incentivos económicos, en particular la generación de electricidad a partir de energías renovables, el ritmo de adopción aún tendrá que aumentar significativamente para lograr una transición ordenada. Desafortunadamente, el clima económico y político de las principales economías del mundo amenaza cada vez más con provocar un retroceso en las iniciativas actuales en materia de cambio climático, en lugar de adoptar medidas más intensas. Las grandes elecciones celebradas este año, sobre todo en EE.UU., serán importantes para determinar lo que vendrá después.

Teniendo en cuenta estas evoluciones, seguimos asignando una mayor probabilidad al escenario de transición demorada, dado que esperamos que la cristalización de los riesgos físicos, en forma de un acontecimiento climático de gran calado con repercusiones socioeconómicas sustanciales a escala mundial, acabe impulsando la actividad de transición.

Figura 12: Los escenarios climáticos de la NGFS, de un vistazo

Cuadrante	Escenario	Riesgo físico		Riesgo de transición		
		Calentamiento al final del siglo (medias de los modelos)	Políticas de reacción	Cambios tecnológicos	Eliminación del dióxido de carbono*	Variación de las políticas regionales**
Ordenado	Demanda baja	1,4°C (1,6°C)	Inmediatas	Cambio rápido	Uso medio	Variación media
	Cero emisiones netas en 2050	1,4°C (1,6°C)	Inmediatas	Cambio rápido	Uso medio-alto	Variación media
	Por debajo de 2°C	1,7°C (1,8°C)	Inmediatas y fluidas	Cambio moderado	Uso medio	Variación baja
Desordenado	Transición demorada	1,7°C (1,8°C)	Demora	Cambio lento/rápido	Uso medio	Variación alta
Mundo invernadero	CDN	2,4°C (2,4°C)	CDN	Cambio lento	Uso bajo	Variación media
	Políticas actuales	2,9°C (2,9°C)	Ninguna - políticas actuales	Cambio lento	Uso bajo	Variación baja
Poco y tarde	Mundo fragmentado	2,3°C (2,3°C)	Demora y fragmentación	Cambio lento/fragmentado	Uso medio/bajo	Variación alta

El código de colores indica si la característica hace que el escenario sea más o menos grave desde el punto de vista del riesgo macrofinanciero***

■ Riesgo más bajo
 ■ Riesgo moderado
 ■ Riesgo más alto

* El efecto de la eliminación del dióxido de carbono en el riesgo de transición es doble: por un lado, unos niveles bajos implican un aumento de los costes de transición, ya que las reducciones de las emisiones brutas deben obtenerse de otra manera; por otro, una gran dependencia de la eliminación del dióxido de carbono también supone un riesgo si la tecnología no se generaliza en los próximos años.

** Los riesgos serán mayores en los países y regiones con una política más firme. Por ejemplo, en "cero emisiones netas en 2050", varios países y regiones alcanzan el cero neto de GEI en 2050, mientras que muchos otros tienen emisiones de varias gigatoneladas de CO₂ equivalente.

*** Esta evaluación se basa en el juicio de expertos sobre cómo el cambio de esta hipótesis afecta a los principales factores de riesgo físico y de transición. Por ejemplo, las temperaturas más elevadas se correlacionan con mayores impactos sobre los activos físicos y la economía. En el plano de la transición, los impactos económicos y financieros aumentan con a) unas políticas firmes, repentinas y/o divergentes, b) un cambio tecnológico rápido incluso si los cambios en el precio virtual del carbono son modestos, c) una disponibilidad limitada de eliminación de dióxido de carbono, lo que significa que la transición debe ser más brusca en otras áreas de la economía, d) unas políticas más firmes en esos países y/o regiones.

Fuente: Escenarios de la NGFS para bancos centrales y supervisores, noviembre de 2023. CDN: Contribuciones Determinadas a nivel Nacional.

No obstante, la preocupante falta de coordinación internacional de políticas a la que estamos asistiendo justifica un sesgo a la baja del riesgo hacia los escenarios de "mundo fragmentado" (con mayor dispersión entre países) o "mundo invernadero", a la vista de la inadecuada actuación de las empresas y los insuficientes avances en el desarrollo y la adopción de tecnologías de descarbonización (incluida la falta de progresos en el uso de energías renovables), que se deben en gran medida a la aplicación efectiva de políticas de cero emisiones netas y a la amenaza de retrocesos hacia las políticas que se han introducido. En términos más generales, creemos que este entorno se debe tanto a la inadecuada apreciación de las posibles repercusiones físicas adversas del cambio climático como a la magnitud del esfuerzo necesario para mitigarlo.

Observamos que en el escenario de transición demorada, la transición se produce principalmente entre 2032 y 2036. Eso plantea interrogantes sobre el momento exacto de la aplicación de las políticas, lo que es importante dadas las considerables implicaciones para los tipos de interés oficiales, las curvas de rendimientos

y las valoraciones de las acciones, entre otros factores. A su vez, estos factores son componentes subyacentes fundamentales de las rentabilidades de las clases de activos. El calendario de aplicación de las políticas también tendrá importantes implicaciones para el momento y la medida en que los inversores incorporen a los mercados la información sobre la transición y las posibles perturbaciones económicas asociadas, especialmente si no se toman medidas concretas y aumenta el impacto de los riesgos físicos agudos difíciles de predecir. Nuestros análisis parten del supuesto de que esto ocurrirá efectivamente en los próximos diez años y tendrá implicaciones especialmente importantes para la renta variable, cuyos precios descuentan las expectativas a medio y largo plazo.

DE LOS RIESGOS CLIMÁTICOS A LOS RIESGOS FINANCIEROS

A lo largo de los años, hemos desarrollado un marco propio que combina las aportaciones de los estudios de la NGFS y nuestros propios análisis y modelos para calcular los efectos netos de los riesgos climáticos en nuestras estimaciones sobre las rentabilidades. Las repercusiones económicas relacionadas con el clima sobre variables como el PIB, la inflación y los tipos de interés oficiales tienen consecuencias para el riesgo y la rentabilidad de las clases de activos a través de numerosos factores determinantes de los precios, como la forma prevista de la curva de rendimientos, las pérdidas por impago, las valoraciones de las acciones y los efectos sobre el crecimiento de los beneficios empresariales. Es importante señalar que estos canales también tienen en cuenta el entorno de mercado imperante en el momento del cálculo; por tanto, los resultados de este análisis pueden utilizarse en el contexto de los objetivos y presupuestos de riesgo de un inversor para fundamentar sus decisiones de asignación de activos.

A la vista de los últimos acontecimientos, de las políticas actuales y de las condiciones del mercado, cada vez es más evidente que existe un problema de plazos/horizontes en la intersección del riesgo climático y las rentabilidades financieras en dos dimensiones clave: los planes de acción y la determinación de precios por parte de los actores del mercado. En este sentido, hay tres cuestiones clave que requieren una cuidadosa consideración, dada su importancia para los precios de los activos y, por tanto, para las decisiones de inversión:

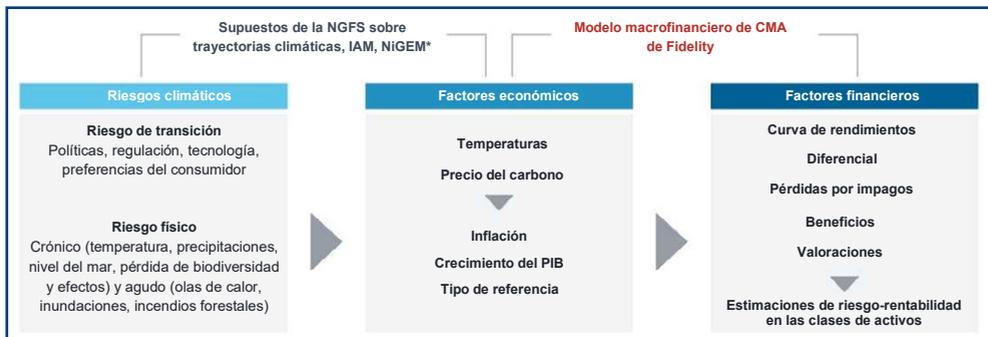
1. ¿Aplicarán los responsables políticos medidas suficientes para alcanzar las cero emisiones netas en 2050?
2. Si se retrasa la transición, ¿se aplicarán las medidas antes del horizonte utilizado a efectos de la AEA (diez años)?
3. En caso de que las medidas de transición sean insuficientes, ¿los inversores incorporarán a las valoraciones el aumento de las repercusiones a largo plazo de los riesgos físicos que se produzcan más allá del horizonte de diez años? En caso afirmativo, ¿cómo (y cuándo) se incorporarán a las valoraciones?

Responder a estas preguntas es un reto complejo que implica la consideración de múltiples actores y variables. Aunque, a nuestro juicio, el mecanismo de transmi-

sión de precios de mercado funciona cuando se trata de un riesgo cuantificable, tiene dificultades cuando el riesgo es más incierto. Por ejemplo, si ya resulta difícil predecir o evaluar el impacto de los cambios geopolíticos o de política interior a corto plazo, lo es más aún cuando hablamos de muchos años en el futuro. Del mismo modo, es muy difícil predecir cómo los inversores podrían valorar las implicaciones económicas de eventos erráticos de riesgo físico agudo cuyo alcance y tamaño podrían no haberse conocido todavía. Una consideración clave en este sentido son los puntos de inflexión climáticos (umbrales críticos cuya superación puede dar lugar a grandes cambios climáticos irreversibles), cuya aparición no se modela en los escenarios de la Fase IV.

Consideramos que puede ser necesario que se produzca un suceso de riesgo físico significativo en un escenario “desordenado”, “mundo invernadero” o “poco y tarde” para que la probabilidad de que se repita se refleje de forma más justa en la fijación de precios del mercado. También podría ser necesario un acontecimiento de este tipo para presionar las políticas hasta el punto de forzar un escenario de transición demorada. Dentro de estos escenarios, también es posible que los impactos potenciales de dichos riesgos físicos apenas se manifiesten en los mercados antes de que se produzcan.

Figura 13: De los riesgos climáticos a los riesgos financieros



Exclusivamente con fines ilustrativos.

Fuente: Fidelity International, abril de 2024. * La modelización de la NGFS incluye modelos de evaluación integrada (IAM, por sus iniciales en inglés), la función de daños de Kalkuhl y Wenz (KW) y el Modelo Econométrico Global del Instituto Nacional de Investigación Económica y Social del Reino Unido (NiGEM).

Rentabilidades estimadas en las principales clases de activos (CMA)

La interacción entre los riesgos climáticos y las variables macroeconómicas como el crecimiento, la inflación y los tipos de interés oficiales afectará a las rentabilidades de las clases de activos de diferentes maneras, dependiendo de los componentes subyacentes de dichas rentabilidades. Nuestro marco de CMA se confecta principalmente para analizar los motores estructurales de las rentabilidades de las clases de activos, estimar la relación entre estos y el entorno macroeconómico y orientar nuestras expectativas para las primas de riesgo a largo plazo. Predecimos la rentabilidad total a largo plazo de las clases de activos cotizados y no cotizados en diferentes escenarios, estimando cómo se verán afectados los componentes subyacentes de dicha rentabilidad.

En el caso de la renta variable, modelizamos las rentabilidades a través de componentes como:

- Crecimiento de los beneficios, descompuesto a su vez en:
 - Inflación
 - Ingresos reales
 - Márgenes de beneficio
 - Recompras netas
- Rentabilidad por dividendo
- Cambios de las valoraciones

En renta fija, modelizamos las rentabilidades a través de:

- Rentabilidad por rentas (suma de los cupones recibidos a lo largo del tiempo menos las pérdidas por impagos)
- Rentabilidad por precio (cambios en los niveles de los rendimientos)

Para las rentabilidades de la deuda pública, ambos componentes dependen directamente de la forma de la curva de rendimientos a lo largo del tiempo. En particular, de los tres factores clave que determinan la curva de rendimientos: nivel, pendiente y curvatura. En el caso de los escenarios climáticos, un aumento de la inflación y del tipo de interés oficial puede provocar un aumento del nivel de la

curva de rendimientos. Mientras tanto, en los bonos corporativos, cualquier deterioro de las condiciones económicas (caracterizado por un menor crecimiento del PIB) puede traducirse en un mayor riesgo de impago.

También cabe señalar que las distintas regiones podrían experimentar resultados muy diferentes dentro de los escenarios, dependiendo de la estructura de sus economías y de su susceptibilidad –incluso de la susceptibilidad percibida– a los riesgos físicos y de transición. Por ejemplo, las empresas pertenecientes a los sectores de consumo básico estarán expuestas a riesgos climáticos diferentes de los que sufren las empresas que forman parte de los sectores tecnológico, sanitario o energético; a modo de ejemplo, las empresas tecnológicas podrían tener más facilidad para descarbonizarse que las empresas energéticas,

mientras que los beneficios de las empresas de consumo básico podrían ser más susceptibles a los efectos adversos de la inflación de las materias primas agrícolas que los beneficios de las empresas sanitarias.

Por lo tanto, las economías regionales que integran diferentes exposiciones a sectores y cadenas de valor subyacentes se verán afectadas de diferentes maneras, y lo mismo ocurrirá con sus mercados de capitales.

Establecemos las CMA cuantitativamente para cada clase de activo a escala regional mediante previsiones lógicas basadas en nuestras expectativas y datos empíricos. En las Figuras 14 y 15, mostramos cómo influiría la incorporación de los riesgos climáticos en las proyecciones de rentabilidad de la renta variable y la renta fija estadounidenses a diez años, respectivamente.

El objetivo general de este análisis es establecer los impactos en las CMA basándose en la información actual, utilizando los datos de la NGFS junto con nuestras propias aportaciones de análisis macro y microeconómico. Es importante que los clientes con objetivos a largo plazo tengan en cuenta esa información en su toma de decisiones, dada la magnitud de las repercusiones que pueden tener los riesgos climáticos.

Factores geográficos

Dado que el cambio climático afecta a las distintas regiones de manera diferente, debemos tenerlo en cuenta en nuestro modelo de CMA a través de varios canales.

Por ejemplo, el crecimiento de los beneficios de las acciones depende directamente de variables macroeconómicas como la inflación y el crecimiento del PIB, ya que estas definen la trayectoria de los ingresos reales agregados a largo plazo. Por lo tanto, modelizamos el crecimiento de los beneficios empresariales a través de las exposiciones de los ingresos (la bolsa de una región determinada no está expuesta simplemente a la inflación y al PIB de esa región, sino que depende de las exposiciones de los ingresos de las empresas que la componen). Por lo tanto, los factores de riesgo físico y de transición que afectan a determinados países pueden influir en las rentabilidades bursátiles de otros a través del canal de los beneficios empresariales.

Además, las valoraciones de las acciones dependen directamente del entorno de los tipos de interés, que también se ve afectado por las perspectivas de inflación. Unos tipos de interés más bajos pueden contribuir a valoraciones más altas de las acciones y viceversa. Los tipos de interés también afectan al valor actual de los beneficios futuros esperados. Por ello, las variaciones de los tipos de interés en los distintos países pueden afectar a las valoraciones y los beneficios de las empresas que cotizan en otros. También incorporamos el posible impacto valorativo de las perturbaciones de los beneficios debido a las pérdidas de PIB, especialmente en los escenarios más extremos, lo que significa que los factores del PIB también afectan a las rentabilidades bursátiles a través de las fronteras.

Consecuencias para las bolsas

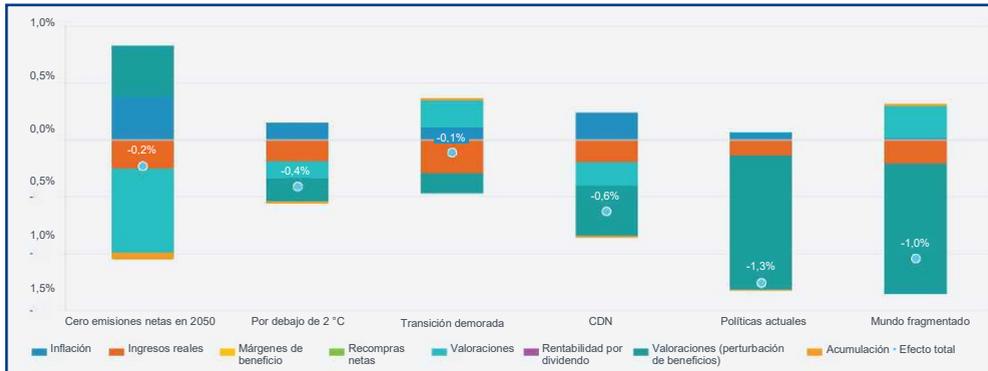
La inflación, el crecimiento real de los ingresos y los efectos de valoración (tanto del numerador, las expectativas de beneficios, como del denominador, el coste del capital) son los principales vectores de cambio al incorporar los riesgos climáticos a nuestras CMA. Medimos el impacto como una desviación frente a los valores de partida de nuestras CMA sin perspectiva climática utilizando nuestros modelos de CMA. La conclusión clave es que los impactos son negativos en conjunto en todos los escenarios debido a las implicaciones de los riesgos físicos y de transición combinados. Sin embargo, los impactos varían de forma no lineal según la geografía y el escenario, dada la naturaleza heterogénea de los impactos entre sectores; por ejemplo, la actividad de transición impulsará ciertas industrias que están ayudando a hacer frente al cambio climático atrayendo ingresos y flujos de inversión.

Dentro de nuestro horizonte de diez años de AEA, la delta de la contribución de

la inflación a las rentabilidades medias de la renta variable a largo plazo está dominada por los factores de riesgo de transición que afectan a los precios virtuales del carbono. Entre ellos, figuran factores normativos como los impuestos directos e indirectos al carbono, la evolución tecnológica y la dinámica de la demanda, como el gasto en inversión y las preferencias de los consumidores. El efecto de la actividad de transición sobre la inflación es algo que venimos incorporando a nuestras CMA desde hace algún tiempo, en reconocimiento del hecho de que es probable que contribuya a mantener el nivel de equilibrio a largo plazo por encima del objetivo del 2%, especialmente en EE.UU. y el Reino Unido. Aunque reconocemos que los riesgos físicos también podrían tener alguna repercusión, por ejemplo a través del efecto de los patrones climáticos extremos en el rendimiento de las cosechas, la modelización de los riesgos físicos agudos de la NGFS aún no se extiende a la inflación. El impacto de las presiones inflacionistas tiene un efecto positivo marginal variable sobre las rentabilidades de las acciones en todos los escenarios, siendo mayor en el escenario de Contribuciones Determinadas a Nivel Nacional que en el de transición demorada, ya que gran parte de la inversión necesaria prevista en este último solo tiene lugar hacia el final, o más allá, de nuestro periodo de previsión de diez años.

La contribución de los ingresos reales está dominada por los efectos económicos de la evolución de las políticas y el impacto adverso de los riesgos físicos sobre el crecimiento del PIB. Su contribución a las rentabilidades de las acciones es negativa en todos los escenarios, debido a la contribución negativa de los riesgos físicos dentro del periodo de previsión de diez años; más allá de este periodo, los riesgos físicos tendrán un impacto adverso mucho mayor en los escenarios desordenados. Sin embargo, en los escenarios ordenados los impactos de las políticas son mayores dentro del periodo de previsión, por lo que el impacto negativo de los ingresos reales sobre la rentabilidad de las acciones es mayor. No obstante, en nuestro marco, las perturbaciones del PIB más allá del año 2034 siguen contabilizándose mediante el mecanismo de descuento típico de la valoración de acciones y se incluyen en el componente de valoración. Las complejidades de los impactos en los diferentes escenarios obedecen al rigor y los plazos de la ejecución de políticas; por ejemplo, en el escenario de transición demorada, la falta de medidas a corto plazo se traduce en la necesidad de adoptar medidas aún más rigurosas en una fecha posterior en relación con el escenario de cero emisiones netas en 2050, por lo que el efecto adverso de los ingresos reales es ligeramente mayor.

Figura 14: Renta variable estadounidense, desviaciones de la rentabilidad esperada anualizada a diez años de las CMA de referencia sin perspectiva climática



Fuente: Fidelity International, abril de 2024. Las desviaciones se expresan en dólares estadounidenses y se basan en modelados de las CMA de elaboración propia. CDN: Contribuciones Determinadas a nivel Nacional.

La contribución de las valoraciones se modela en función del coste del capital y de las rentas futuras esperadas, es decir, el denominador y el numerador respectivos en un modelo de descuento de flujos de caja. A su vez, el coste del capital depende de los tipos de interés oficiales previstos. Una vez más, esto es un aspecto de los factores que afectan a los precios virtuales del carbono y sus plazos. Por ejemplo, en “cero emisiones netas en 2050”, la aplicación de políticas estrictas y las medidas posteriores crean una presión inflacionista inmediata que suscita una respuesta proporcional de tipos más altos por parte de los bancos centrales. Por el contrario, la falta de acciones inmediatas da lugar a las reacciones contrarias en materia de inflación, tipos de interés oficiales y valoraciones dentro de la “transición demorada” y el “mundo fragmentado”.

El otro componente del impacto en las valoraciones se debe a la perturbación de los beneficios futuros, modelizado como el valor actual de los ingresos futuros previstos. En esto, vemos los efectos de las expectativas fuera de nuestro horizonte de diez años. Por ejemplo, unos mercados previsores anticipan el efecto beneficioso a largo plazo de unas medidas de transición inmediatas y coordinadas sobre la actividad económica a largo plazo en el escenario “cero emisiones netas en 2050”, lo que se traduce en una contribución positiva a las rentabilidades en el horizonte de diez años. Por otra parte, también descuenta los efectos adversos del

aumento de los riesgos físicos en los escenarios de “políticas actuales” y “mundo fragmentado”, lo que se traduce en fuertes contribuciones negativas a las rentabilidades totales de la renta variable.

Consecuencias para los mercados de renta fija

Nuestros modelos de CMA proyectan las rentabilidades esperadas de la renta fija a través de varios motores de rentabilidad subyacentes, cada uno de los cuales produce efectos variables en los diferentes escenarios climáticos. La liquidez, las rentas (tipos y diferenciales), la rentabilidad por precio (tipos y diferenciales) y las pérdidas crediticias son los principales factores subyacentes. De nuevo, medimos el impacto como desviación frente al nivel de referencia a diez años de nuestras CMA sin perspectiva climática.

En particular, el impacto del escenario “cero emisiones netas en 2050” sobre las rentabilidades de la renta fija es positivo, debido principalmente a las implicaciones de una mayor inflación sobre los tipos de interés oficiales y, por tanto, las rentabilidades de los bonos. Los efectos de los factores de rentabilidad subyacentes en este escenario son también mucho mayores que los de los demás escenarios, dadas las importantes medidas políticas y la reorientación económica que representa. En general, los efectos sobre la rentabilidad son relativamente moderados en los demás escenarios.

La contribución de la liquidez se encuentra entre las más altas en todos los escenarios en los que se aplican políticas de transición concretas. Se asemeja mucho a la de la inflación en nuestras rentabilidades de la renta variable, puesto que la reacción esperada de los bancos centrales a la delta de inflación es a través de ajustes de los tipos de interés oficiales. Por lo tanto, en los escenarios “ordenado” y “Contribuciones Determinadas a Nivel Nacional” el impacto es positivo. Sin embargo, en los escenarios “transición demorada” y “mundo fragmentado”, la falta de medidas políticas a corto plazo tiene un impacto insignificante sobre la inflación, los tipos y la contribución de la liquidez a las rentabilidades totales de la renta fija en nuestro horizonte de diez años.

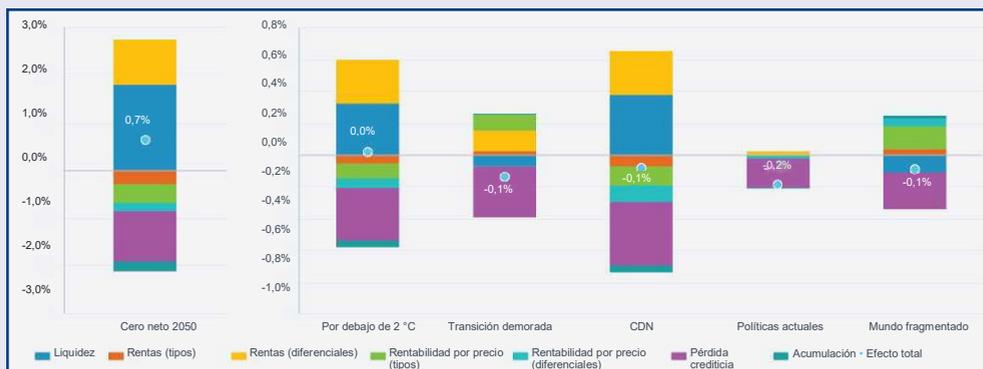
Las deltas de pérdidas crediticias reflejan el impacto de las variaciones de los tipos de interés oficiales y del crecimiento económico en la situación financiera de las empresas. Los impactos de las pérdidas crediticias son negativos en todos

los escenarios debido a los efectos adversos de los riesgos físicos sobre el crecimiento. Los escenarios que implican mayores riesgos de transición presentan aún mayores pérdidas crediticias, dado el efecto limitado de la actividad de transición a corto plazo sobre los riesgos físicos a corto plazo.

Los impactos de las rentas (tipos) reflejan la prima adicional, más allá de la liquidez, obtenida por invertir en deuda pública.

El impacto de la rentabilidad por precio (tipos) refleja el efecto de la inflación en las rentabilidades de las acciones, a través del mecanismo por el cual las variaciones del precio virtual del carbono afectan a las presiones inflacionistas que provocan reacciones en los tipos de interés oficiales de los bancos centrales.

Figura 15: Bonos high yield de EE.UU.: desviaciones de la rentabilidad esperada anualizada a diez años con respecto a las CMA de referencia sin perspectiva climática



Exclusivamente con fines ilustrativos.

Fuente: Fidelity International, abril de 2024. Las desviaciones se expresan en dólares estadounidenses y se basan en modelados de las CMA de elaboración propia. CDN: Contribuciones Determinadas a nivel Nacional.

El impacto de las rentas (diferenciales) refleja principalmente el nivel de riesgo de transición inherente a cada escenario y el momento de su cristalización. Por ejemplo, la perturbación inmediata que provoca en el escenario “cero emisiones netas en 2050” requiere unos diferenciales más elevados, lo que genera una contribución positiva a las rentabilidades reales de la renta fija. En el escenario “transición demorada”, el hecho de que estos riesgos se trasladen al futuro se refleja

en una contribución menor, pero aún positiva, dado que los diferenciales medios a lo largo del periodo de diez años serán menores, ya que sólo se amplían más tarde. El impacto de la rentabilidad por precio (diferenciales) guarda una correlación negativa con el impacto de las rentas (diferenciales), en el sentido de que la ampliación de los diferenciales da lugar a minusvalías por valoración a precios de mercado.

CONCLUSIÓN Y PRÓXIMOS PASOS

Novedades en materia de riesgos climáticos

- Las previsiones sobre la magnitud de los impactos de los riesgos físicos adversos han aumentado, gracias a una mejor comprensión de su frecuencia y gravedad probables, así como a un mejor conocimiento de los canales de transmisión a través de los cuales afectan a la actividad económica.
- Los riesgos físicos seguirán acumulándose y haciéndose más evidentes en los próximos años, independientemente de la trayectoria climática, ya que las medidas adoptadas en los escenarios ordenados tardarán en dar sus frutos. Esto justifica evaluaciones más granulares por sector y región.
- Los puntos de inflexión siguen siendo un riesgo clave inexplorado.

Evaluaciones de los escenarios

- Los gobernantes, los electores y los inversores están subestimando las implicaciones económicas y financieras a largo plazo de los riesgos climáticos, así como su probable variación entre regiones.
- Desde nuestro último informe, hemos sido testigos de unas acciones insuficientes para lograr una trayectoria de cero emisiones netas en 2050, a pesar de los avances del programa "Fit-for-55" de la UE y la "Inflation Reduction Act" de EE.UU. Por consiguiente, las trayectorias ordenadas serán ahora más difíciles de alcanzar y representan un mayor riesgo de transición.
- Al mismo tiempo, estamos viendo señales de retroceso político de las Contribuciones Determinadas a Nivel Nacional establecidas debido a las reacciones políticas en respuesta a la presión sobre los niveles de vida por la elevada inflación actual.
- A la vista de las actuales tendencias geopolíticas y socioeconómicas, vemos pocas posibilidades de que se materialice el escenario de baja demanda de la NGFS.

- Las tendencias actuales sugieren una trayectoria a corto plazo que se aleja de una transición ordenada, pero postulamos que los impactos adversos del riesgo físico acabarán forzando una transición demorada. A pesar de ello, apreciamos riesgos a la baja hacia un escenario de mundo fragmentado o mundo invernadero:
 - Conflictos geopolíticos recientes.
 - Desigualdad regional entre los costes y los beneficios que aportará la transición.
 - Desajustes cronológicos entre la naturaleza a corto plazo del riesgo de transición y la naturaleza a largo plazo de los riesgos físicos.

Implicaciones para la economía y los mercados

- Los riesgos climáticos contribuirán a unas fronteras eficientes más planas:
 - Las rentabilidades estructurales totales de la renta variable muestran una mayor sensibilidad a los riesgos climáticos que sus equivalentes de renta fija, debido a sus flujos de efectivo perpetuos. Creemos que las bolsas recogerán en las cotizaciones los importantes efectos de los riesgos físicos, incluso más allá del horizonte de diez años utilizado para la asignación estratégica de activos. Eso provocará un deterioro del binomio riesgo-rentabilidad de la renta variable.
 - Es probable que los mercados de renta fija se vean menos afectados por el cambio climático, ya que las repercusiones en los precios y las pérdidas crediticias se compensan con mayores rentas.
 - En los escenarios “transición demorada” y “mundo fragmentado”, los plazos de las medidas políticas son cruciales para determinar los efectos sobre las CMA.

Implicaciones para las estrategias de asignación de activos

- El análisis del impacto global del cambio climático en las economías y los mercados será una aportación útil a las estrategias de asignación de activos de cara al futuro.

- A tenor de la incertidumbre que rodea tanto al escenario que se materializará como a su desarrollo, las aportaciones del análisis macroeconómico pueden complementarse con decisiones de gestión activa en todo el proceso de inversión, lo que engloba la asignación táctica de activos (ATA) y la ejecución de la cartera. Creemos que un análisis riguroso de las inversiones y una visión de los mercados, los sectores y las regiones desde los fundamentales pueden ayudar a los inversores a afrontar la transición mitigando los riesgos climáticos a lo largo del tiempo.
- Todavía existe una gran incertidumbre sobre la trayectoria futura de los riesgos climáticos y sus implicaciones económicas y financieras. No obstante, seguiremos actualizando nuestro marco con los datos sobre el clima, la información sobre la transición y los métodos de modelización más recientes, trabajando para aumentar la granularidad de nuestro análisis en todas las clases de activos y regiones. Es probable que en el futuro se evalúen las distintas repercusiones de los riesgos climáticos en los distintos sectores económicos y sus implicaciones regionales. Estas mejoras deberían aumentar la precisión de nuestras CMA y el diseño de soluciones, permitiéndonos evolucionar las estrategias de inversión para satisfacer mejor los objetivos específicos de los clientes en materia de requisitos, preferencias y horizontes de inversión.

REFERENCIAS

¹ <https://climate.copernicus.eu/april-2024-11th-consecutive-warmest-month-globally>

² [2023 calor estival sin precedentes en los últimos 2.000 años | Naturaleza](#)

³ [\[Abril 2024 - 11º mes consecutivo más cálido a nivel mundial | Copernicus\]](#)

APÉNDICE

Evolución de nuestras CMA con perspectiva climática

En julio de 2021 publicamos el primero de nuestros informes “Perspectivas de macroeconomía global”, en el que se analizan las implicaciones macroeconómicas y para los mercados de capitales de los riesgos físicos climáticos y los riesgos de transición de las políticas, titulado [Riesgo planetario: correlaciones entre las trayectorias climáticas, la macroeconomía y la asignación estratégica de activos](#). En él afirmábamos que mitigar el cambio climático sería una tarea difícil y costosa, que requeriría una estrecha coordinación a nivel de políticas entre países con diferentes tasas de emisión, incentivos económicos y objetivos políticos, pero que los costes derivados de un retraso en la lucha contra el cambio climático serían probablemente mucho mayores. Este trabajo aprovechaba las proyecciones macroeconómicas proporcionadas por el marco de escenarios climáticos de la NGFS para incorporar los riesgos climáticos a nuestras CMA, señalando la incertidumbre en torno a variables clave de las trayectorias climáticas, como el progreso tecnológico, la voluntad política y la disposición de las empresas y los consumidores a adaptarse.

En diciembre de 2021, tras la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático celebrada en Glasgow (COP26), publicamos el segundo documento de nuestra serie sobre CMA con perspectiva climática: [Hacia una transición desordenada: Controlar la credibilidad de los compromisos en materia de cambio climático](#). Presentamos nuestro indicador de credibilidad climática, que supervisa tres elementos fundamentales para hacer posible la transición climática: las acciones empresariales, las políticas públicas y el cambio tecnológico. La intención era calibrar qué escenario era el más probable y, en ese momento, concluimos que lo más probable era una transición desordenada. Esta hipótesis contempla un mundo en el que las políticas climáticas se retrasan y se aplican de forma desigual en las distintas regiones y sectores, lo que provoca un aumento de los riesgos físicos y de transición, que se traduce en un entorno volátil para los principales indicadores macroeconómicos.

En febrero de 2023, publicamos el siguiente documento de nuestra serie de CMA con perspectiva climática, titulado [Seguimiento de los avances hacia las cero emisiones netas: Demasiado poco, no demasiado tarde](#). En él evaluábamos

el progreso de la transición en el mundo a través de los avances relacionados con los catalizadores consistentes en las acciones empresariales, la tecnología y las políticas. Las calificaciones climáticas de elaboración propia de Fidelity mostraron que la mayoría de las empresas estaba tratando de mitigar sus impactos climáticos, pero tenía dificultades para colocar sus actividades en una trayectoria de cero emisiones netas en 2050. Llegamos a la conclusión de que la tecnología tenía potencial para facilitar una transición ordenada, pero que en muchos ámbitos faltaba el desarrollo o la adopción suficientes para ello. También observamos algunos avances alentadores en términos de políticas a nivel regional, destacando Europa y EE.UU., pero también que la cooperación internacional era escasa en áreas clave como la tarificación del carbono. Estas evoluciones no bastaron para cambiar nuestra visión de referencia de transición desordenada a transición ordenada.

Indicador de credibilidad climática

- *Evaluación de la credibilidad de las acciones empresariales*

Utilizamos las calificaciones climáticas propias de Fidelity, que se centran en las metas de cero emisiones netas de las empresas, su marco rector para el cambio climático y sus decisiones de asignación del capital a la luz de la transición.

- *Seguimiento de los cambios tecnológicos*

Nos centramos en tecnologías verdes revolucionarias que pueden hacer más realistas los escenarios climáticos optimistas. Controlando sus ritmos de desarrollo, difusión, penetración y costes, podemos identificar puntos de inflexión que aceleren la transición.

- *Medición de la credibilidad de las políticas*

Hemos diseñado un marco que evalúa las actuaciones de los cinco principales emisores (EE.UU., UE, Rusia, la India y China) en materia de precios del carbono, entorno de políticas, incentivos y cooperación internacional.

En marzo de 2023, publicamos [Rentabilidades estimadas en las principales clases de activos en la crisis climática](#), un informe basado en los escenarios climáticos de la Fase III de la NGFS. En él se destacaba que el cambio climático añade incertidumbre a la economía mundial y, por tanto, aumenta los riesgos macroeconómicos y financieros, lo que repercute sustancialmente en las características de riesgo-rentabilidad de las carteras de inversión. Este documento cuantificó cómo los riesgos físicos y de transición afectarían a nuestras CMA a través de los canales económicos establecidos por la NGFS, aprovechando la fuerza de nuestros modelos de CMA. El objetivo era ayudar a los inversores a incorporar escenarios de cambio climático basados en pruebas a su asignación estratégica de activos y, en última instancia, fundamentar las decisiones de inversión para crear resiliencia climática en sus carteras.

Seguimos haciendo un seguimiento de los tres catalizadores clave de la transición con estudios de analistas, con el objetivo de ayudar a los inversores a lidiar con la tremenda incertidumbre asociada a los riesgos físicos y de transición, y su impacto en las economías y los mercados de capitales. Al captar los cambios en las probabilidades de diferentes escenarios climáticos en tiempo real, tratamos de entender cómo podrían variar las CMA y cómo deberían adaptarse los procesos de asignación estratégica de activos. Nuestro análisis nos lleva a pensar que los inversores están subestimando el impacto del cambio climático y las políticas para afrontarlo sobre el crecimiento económico, la inflación y los precios de los activos. Hemos calibrado este impacto y presentamos los resultados en este documento.

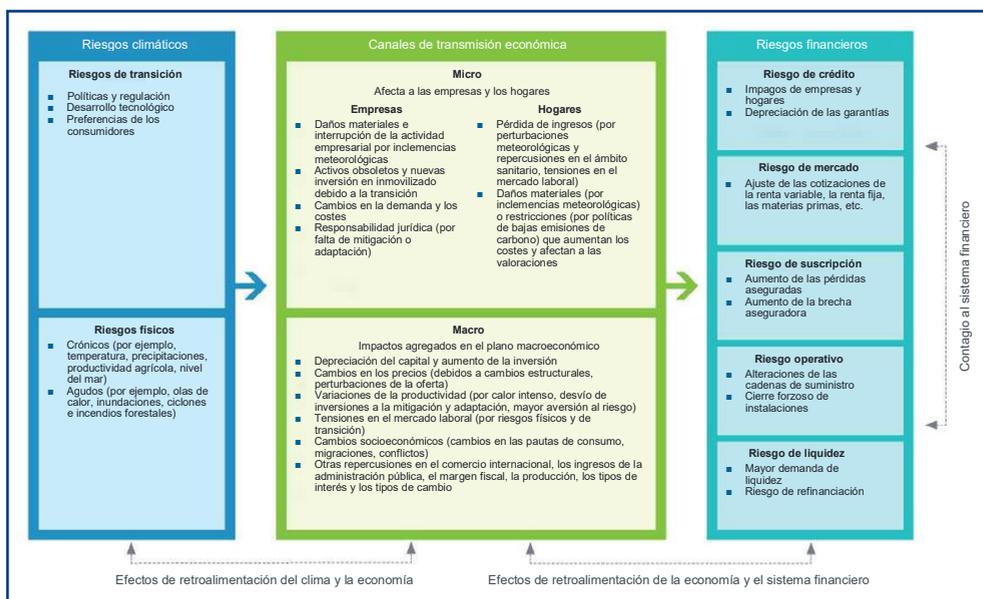
NGFS: modelización mejorada de los riesgos físicos agudos

Se mejoró la modelización de los riesgos físicos agudos para proporcionar estimaciones del impacto económico a escala nacional, para incluir más peligros y para captar con mayor precisión su transmisión a la economía, incluso a través de canales adicionales.

Los riesgos físicos afectan a la economía de dos maneras: impactos crónicos y agudos. Los primeros engloban el aumento de las temperaturas, la subida del nivel del mar y los cambios en las precipitaciones, que pueden afectar a la mano de obra, el capital, el suelo y el capital natural en zonas concretas, lo que requerirá importantes inversiones y adaptaciones por parte de empresas, hogares y go-

biernos. Entre los segundos, figuran los fenómenos meteorológicos extremos que causan daños y perturbaciones en las empresas, como la reducción de los rendimientos agrícolas o de la productividad laboral. Dichos acontecimientos pueden deteriorar el valor de los activos y aumentar los riesgos de suscripción para las aseguradoras, lo que podría dar lugar a primas de seguro más elevadas y/o a una menor cobertura aseguradora en algunas regiones.

Figura 18: Canales de transmisión.
De los riesgos climáticos a los riesgos financieros



Fuente: Escenarios de la NGFS para bancos centrales y supervisores, noviembre de 2023.

Las estimaciones de las pérdidas de PIB por riesgos crónicos siguen el mismo planteamiento de modelización de la fase III, basado en una función de daños determinada por los cambios de temperatura. Sin embargo, el impacto de los riesgos agudos y la captación de sus repercusiones macroeconómicas han mejorado gracias a una modelización más avanzada de los riesgos físicos, incluida la incorporación de dos nuevas amenazas de riesgo físico agudo: las sequías y las olas de calor (además de las inundaciones y los ciclones). También se han instaurado canales adicionales de transmisión de riesgos agudos a la economía real para avanzar en la representación de sus repercusiones macroeconómicas (aunque el

impacto del riesgo agudo solo se modela para el PIB, no para la inflación o el tipo de interés oficial).

A pesar de los avances sustanciales en la modelización y las estimaciones del riesgo físico agudo en la Fase IV, las mejoras futuras podrían captar de forma más exhaustiva el riesgo físico crónico a través de amenazas climáticas adicionales (por ejemplo, precipitaciones), impactos sectoriales y canales de transmisión (como la inflación de los alimentos), lo que podría dar lugar a estimaciones de daños más elevadas. También es importante señalar que, aunque la modelización ha mejorado, sigue siendo limitada; los escenarios no captan el impacto potencial de las incógnitas conocidas, como los fenómenos de punto de inflexión o los riesgos de sucesos extremos, por ejemplo.

Información importante

Este documento es una comunicación de marketing y no puede reproducirse o difundirse sin permiso expreso.

Fidelity se limita a ofrecer información acerca de sus propios productos y servicios y no presta asesoramiento de inversión basado en circunstancias individuales, salvo cuando lo estipule específicamente una sociedad debidamente autorizada en una comunicación formal con el cliente.

Fidelity International es el nombre del grupo de empresas que forman la sociedad internacional de gestión de activos que ofrece información sobre productos y servicios en jurisdicciones específicas fuera de Norteamérica. Esta comunicación no está dirigida a personas que se encuentren en los EE.UU. y no debe ser tenida en cuenta por dichas personas. Está dirigida exclusivamente a personas que residen en jurisdicciones donde los fondos correspondientes se hayan autorizado para su distribución o donde no se requiere dicha autorización.

A menos que se indique lo contrario, todos los productos y servicios son suministrados por Fidelity International y todas las opiniones expresadas pertenecen a Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, el logo de Fidelity International y el símbolo F son marcas comerciales registradas de FIL Limited.

Este material puede contener materiales de terceros suministrados por empresas que no están afiliadas a Fidelity (Contenido de terceros). Fidelity no ha participado en la preparación, adopción o edición de dichos materiales de terceros y no respalda ni aprueba explícita o implícitamente dichos contenidos. Fidelity International no se responsabiliza de los errores u omisiones relacionados con la información específica proporcionada por terceros.

Traducción realizada con la versión gratuita del traductor www.DeepL.com/TranslatorEspañol: Le recomendamos que obtenga información detallada antes de tomar cualquier decisión de inversión. Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información contenida en el folleto vigente (en español e inglés) y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), en español, disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales más recientes a través de <https://www.fidelityinternational.com>.

Publicado por FIL (Luxembourg) S.A., entidad autorizada y supervisada por la Comisión de Vigilancia del Sector Financiero de Luxemburgo (CSSF). Fidelity Funds y Fidelity Active Strategy (FAST) son instituciones de inversión colectiva abiertas constituidas en Luxemburgo. Las entidades distribuidoras y depositarias son, respectivamente, FIL (Luxembourg), S.A. y Brown Brothers Harriman (Luxembourg) S.C.A. Para su comercialización en España, Fidelity Funds y FAST están inscritas con los números 124 y 649, respectivamente, en el registro de Instituciones de Inversión Colectiva Extranjeras de la CNMV, donde se puede obtener información detallada sobre los distribuidores locales. Los inversores o inversores potenciales pueden obtener información sobre sus respectivos derechos en relación con reclamaciones y litigios a través del siguiente enlace: <https://www.fondosfidelity.es> en español.

25ES081 / GIM24UK0626

ANEXO: MAYO 2025

CAMBIO CLIMÁTICO: CAMBIOS GEOPOLÍTICOS E IMPLICACIONES PARA LA INVERSIÓN

Por **Edoardo Cilla**

*Estratega de mercados de capitales
en Fidelity International*

Los riesgos económicos del cambio climático son sustanciales.

Las catástrofes provocadas por el clima han causado importantes daños económicos en todo el mundo en los últimos años, lo que indica que el cambio climático ya está afectando a nuestras economías y sistemas financieros.

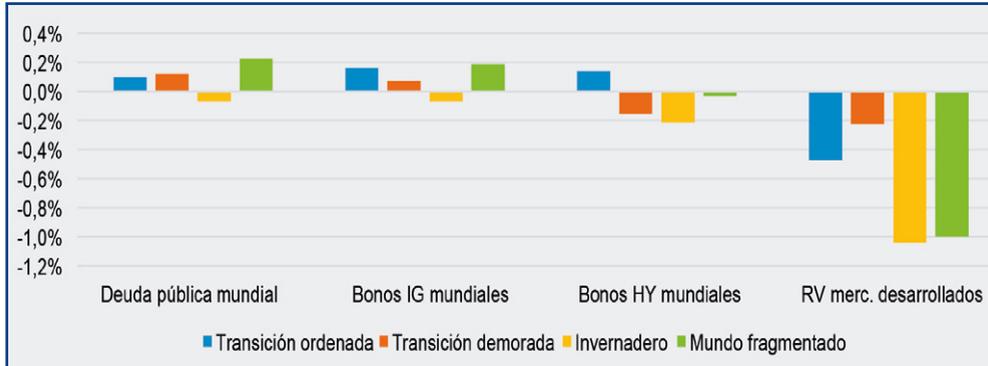
Desde 1980, EE.UU. ha sufrido 403 desastres meteorológicos y climáticos que han supuesto un coste total de casi 3 billones de dólares. Durante el mismo periodo, la Unión Europea ha sufrido pérdidas por valor de 800.000 millones de euros, de los cuales más de 162.000 millones entre 2021 y 2023, lo que pone de relieve el creciente peaje financiero que impone el cambio climático. Por ejemplo, en octubre del año pasado Valencia sufrió una dana catastrófica que se saldó con la pérdida de 225 vidas humanas. Las inundaciones devastaron miles de hectáreas de cultivos, sobre todo cítricos, que son vitales para la economía de la región. A consecuencia de ello, el gobierno tuvo que movilizar 10.000 millones de euros para afrontar las consecuencias, más del 0,5% del PIB nacional en un único suceso.

Las coberturas aseguradoras pueden ayudar a mitigar al menos en parte las consecuencias económicas del cambio climático. Sin embargo, en 2023 únicamente estaba asegurado el 38% de los 280.000 millones de dólares que sumaron las pérdidas en todo el mundo. La situación en Europa es aún más preocupante, ya que durante los últimos 40 años únicamente alrededor del 25% de las pérdidas estaba cubierto, con importantes variaciones entre países: aproximadamente el 35% en Francia, el 30% en Alemania, pero tan solo el 5% en España y el 4% en Italia.

Aunque los datos históricos aportan valiosas perspectivas, son insuficientes para evaluar los riesgos variables del cambio climático, ya que muchos de estos no tienen un precedente histórico directo, probablemente se desarrollen de forma no lineal y se ven influenciados por los cambios en las políticas. Por lo tanto, es esencial que las empresas y los inversores den forma a sus estrategias a largo plazo sobre la base de supuestos prospectivos.

La Red para la Ecologización del Sistema Financiero (Network for Greening the Financial System, NGFS), una coalición de bancos centrales y supervisores de los mercados financieros, publica escenarios económico-climáticos actualizados desde 2017 que exploran diversas evoluciones plausibles basándose en diferentes niveles de acciones en favor del clima y políticas aplicadas. Estos van desde escenarios optimistas de “transición ordenada”, donde unas políticas coordinadas a escala mundial consiguen las cero emisiones netas de CO₂ en 2050, hasta escenarios de “transición demorada”, donde la inacción hasta 2030 desemboca en un cambio más abrupto y costoso. En el otro extremo, los escenarios de “mundo invernadero” y “mundo fragmentado” describen unos esfuerzos insuficientes que dan lugar a graves daños para el clima y la economía.

La renta variable sufrirá en los escenarios climáticos desordenados “invernadero” y “mundo fragmentado”.



Fuente: Fidelity International, marzo de 2025. Variación de la rentabilidad real anualizada a 10 años en USD con respecto al nivel de referencia.

Sobre la base de los supuestos más recientes, los riesgos físicos relacionados con sucesos climáticos y los riesgos de las políticas de transición golpearán a las economías. Sin embargo, la magnitud del golpe variará considerablemente: las pérdidas en el PIB mundial en 2050 podrían oscilar entre un -12% en un escenario ordenado hasta un -25% en los escenarios más extremos, lo que daría lugar a sistemas económicos y financieros internacionales muy diferentes a los que estamos acostumbrados en la actualidad.

Análisis de nuestros catalizadores de la transición: políticas públicas, acciones empresariales y avances tecnológicos

Una cuestión clave a tener en cuenta es cuál de estos escenarios es más probable a la luz de las condiciones actuales. En Fidelity International, estamos muy atentos a tres catalizadores críticos de la transición: las políticas públicas, las acciones empresariales y la innovación tecnológica. Desafortunadamente, los acontecimientos recientes, sobre todo en relación con los avances de las políticas, no invitan al optimismo.

En primer lugar, únicamente el 24% de las emisiones mundiales está cubierto por instrumentos de tarificación del carbono según el Banco Mundial, un porcentaje insuficiente a pesar de una década de avances en esta área.

En segundo lugar, la nueva administración estadounidense está desmantelando políticas climáticas en el marco de su denominado "Project 2025", socavando de este modo los esfuerzos en materia de cambio climático y ralentizando los avances de las innovaciones tecnológicas relacionadas. En su primer día en el cargo, el presidente Donald Trump firmó una orden ejecutiva para retirar oficialmente a EE.UU. del Acuerdo del Clima de París, por lo que puso fin a los compromisos internacionales del país en favor del clima.

La administración también declaró una emergencia energética nacional en febrero de 2025 con el fin de incrementar la producción de combustibles fósiles y reducir los costes energéticos. Esta iniciativa comprende acelerar la construcción de conducciones de transporte, agilizar los procesos de concesión de licencias y promover la perforación en el mar.

En tercer lugar, el panorama geopolítico mundial parece estar dejando atrás una era de cooperación internacional para dar paso a otra de fragmentación a lomos de sentimientos nacionalistas. Este cambio ha minado la capacidad de los foros internacionales, como el G20 y la COP, para hacer avanzar las políticas climáticas durante los últimos meses.

Un vistazo al resto de nuestro catalizadores de la transición pone de manifiesto que no solo en el ámbito de las políticas públicas hay trabajo por hacer. Las empresas también tiene un papel crucial que desempeñar para conseguir una economía con cero emisiones netas. Haciendo uso de nuestras capacidades de análisis fundamental, las calificaciones climáticas propias de Fidelity revelan que, si bien la mayoría de las empresas está definiendo metas y tomando medidas para mitigar su impacto climático, muchas tienen dificultades para colocar sus actividades en una trayectoria de cero emisiones netas. De hecho, aunque se han realizado progresos durante los últimos años, únicamente alrededor del 15% de las empresas se ha comprometido actualmente con objetivos tendentes a alcanzar el cero neto en 2050 y existen importantes variaciones entre países y sectores.

Por último, en el plano tecnológico, aunque algunos avances como el almacenamiento de energías limpias de última generación o las tecnologías de captura de carbono ofrecen motivos para el optimismo, todavía estamos lejos de alcanzar un sistema energético totalmente limpio. Las divisiones geopolíticas probablemente

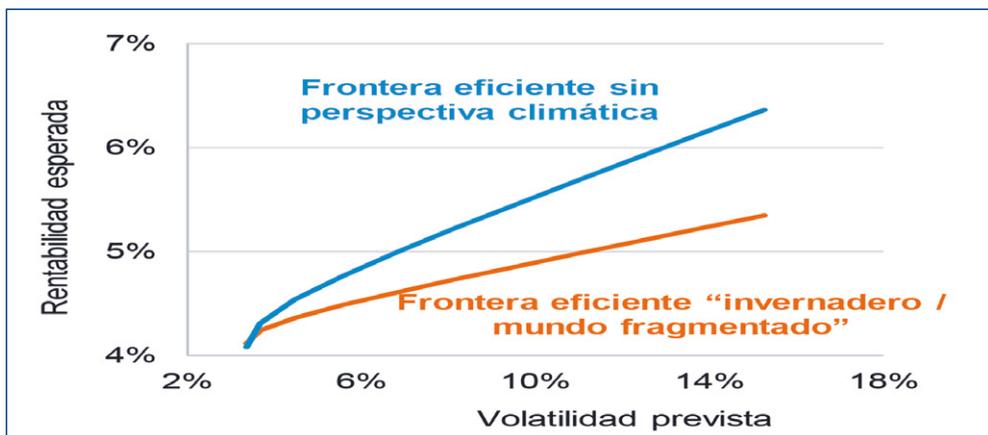
lastren los avances, lo que podría traducirse en reveses en la lucha contra el cambio climático.

Implicaciones para los inversores

Sopesando las evidencias extraídas del análisis de nuestros catalizadores de la transición, el escenario más probable sigue siendo, a nuestro juicio, una transición fragmentada o, en el mejor de los casos, demorada. Las implicaciones para los inversores son importantes. Nuestros estudios muestran que los riesgos climáticos pueden influir en las rentabilidades esperadas de las clases de activos y, en este sentido, la renta variable está, en general, más afectada que la renta fija.

Concretamente, durante los próximos diez años calculamos un descenso anual de las rentabilidades previstas de la renta variable mundial, de entre el -0,4% en escenarios en los que se consigue la transición y el -1,1% en los escenarios de mundo invernadero y fragmentado. Los bonos tienen menos probabilidades de verse afectados gravemente, ya que los tipos de interés más altos podrían tener un efecto compensatorio. Lo anterior sugiere que, si bien la prima de riesgo de la renta variable diversificada seguirá siendo más alta que la de la renta fija diversificada, los riesgos climáticos figuran entre los factores que podrían contribuir a un aplanamiento de la frontera eficiente en el futuro.

Los riesgos climáticos aplanarán la frontera eficiente



Fuente: Fidelity International, marzo de 2025.

Si aceptamos que las consecuencias sistémicas de los riesgos climáticos podrían ser inevitables, un enfoque proactivo de la gestión de carteras puede ayudar a mitigar riesgos, pero también puede liberar oportunidades derivadas de la transición hacia las cero emisiones netas. De hecho, aunque las rentabilidades de mercado totales podrían ser más bajas, los riesgos climáticos probablemente generen una mayor dispersión entre las empresas, lo que creará oportunidades para los inversores. Para lidiar con este cambiante panorama, es crucial integrar reflexiones prospectivas en las estrategias de inversión mediante:

- La optimización de la asignación de activos, por ejemplo, ajustando la combinación de acciones y bonos para recoger los cambios estructurales en la dinámica de riesgo y rentabilidad;
- La gestión activa de las inversiones para explotar las oportunidades, identificando a los ganadores y perdedores en las diferentes clases de activos y segmentos del mercado. Por ejemplo, incluso en sectores con altas emisiones, las empresas que gestionan eficazmente la transición necesitarán capital y podrían ofrecer unas atractivas perspectivas de inversión;
- La gestión activa del riesgo, configurando carteras resistentes al clima que mejoren la estabilidad a largo plazo y el cumplimiento normativo;
- El diálogo con las empresas para mejorar la divulgación de información, definir objetivos de cero emisiones netas y asignar el capital a inversiones sostenibles prometedoras.

El cambio climático ya está afectando a nuestras economías y se prevé que su impacto se agrave si no se toman medidas contundentes. Aunque sigue habiendo incertidumbre sobre la trayectoria precisa del cambio climático y la transición hacia las cero emisiones netas, es crucial que los inversores adopten estrategias prospectivas que tengan en cuenta tanto los riesgos como las oportunidades a la hora de lidiar con el cambiante panorama geopolítico e inversor.

Información importante

Este documento es una comunicación de marketing y no puede reproducirse o difundirse sin permiso expreso.

Fidelity se limita a ofrecer información acerca de sus propios productos y servicios y no presta asesoramiento de inversión basado en circunstancias individuales, salvo cuando lo estipule específicamente una sociedad debidamente autorizada en una comunicación formal con el cliente.

Fidelity International es el nombre del grupo de empresas que forman la sociedad internacional de gestión de activos que ofrece información sobre productos y servicios en jurisdicciones específicas fuera de Norteamérica. Esta comunicación no está dirigida a personas que se encuentren en los EE.UU. y no debe ser tenida en cuenta por dichas personas. Está dirigida exclusivamente a personas que residen en jurisdicciones donde los fondos correspondientes se hayan autorizado para su distribución o donde no se requiere dicha autorización.

A menos que se indique lo contrario, todos los productos y servicios son suministrados por Fidelity International y todas las opiniones expresadas pertenecen a Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, el logo de Fidelity International y el símbolo F son marcas comerciales registradas de FIL Limited.

Este material puede contener materiales de terceros suministrados por empresas que no están afiliadas a Fidelity (Contenido de terceros). Fidelity no ha participado en la preparación, adopción o edición de dichos materiales de terceros y no respalda ni aprueba explícita o implícitamente dichos contenidos. Fidelity International no se responsabiliza de los errores u omisiones relacionados con la información específica proporcionada por terceros.

Traducción realizada con la versión gratuita del traductor www.DeepL.com/TranslatorEspaña: Le recomendamos que obtenga información detallada antes de tomar cualquier decisión de inversión. Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información contenida en el folleto vigente (en español e inglés) y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), en español, disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales más recientes a través de <https://www.fidelityinternational.com>.

Publicado por FIL (Luxembourg) S.A., entidad autorizada y supervisada por la Comisión de Vigilancia del Sector Financiero de Luxemburgo (CSSF). Fidelity Funds y Fidelity Active Strategy (FAST) son instituciones de inversión colectiva abiertas constituidas en Luxemburgo. Las entidades distribuidoras y depositarias son, respectivamente, FIL (Luxembourg), S.A. y Brown Brothers Harriman (Luxembourg)

S.C.A. Para su comercialización en España, Fidelity Funds y FAST están inscritas con los números 124 y 649, respectivamente, en el registro de Instituciones de Inversión Colectiva Extranjeras de la CNMV, donde se puede obtener información detallada sobre los distribuidores locales. Los inversores o inversores potenciales pueden obtener información sobre sus respectivos derechos en relación con reclamaciones y litigios a través del siguiente enlace: <https://www.fondosfidelity.es> en español.

25ES080

FOROS SOBRE TEMAS DE INVERSIÓN

- Nº 1. Las grandes tendencias de inversión: el impacto de la demografía.
- Nº 2. Longevidad y cambios en el ahorro y la inversión.
- Nº 3. El papel del cambio climático en la macroeconomía y la asignación de activos.
- Nº 4. Una visión de la banca actual a través del coste de capital y sus determinantes.
- Nº 5. Perspectivas de macroeconomía global. Las cuatro Ds y el retorno de la inflación.
- Nº 6. Perspectivas de macroeconomía global: La carrera hacia la neutralidad en emisiones.

COLABORADORES DE LA FUNDACIÓN DEL INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

BANCO SANTANDER, S.A.

BANCO SABADELL

LA CAIXA

FIDELITY INTERNATIONAL

BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES

INDRA

URÍA MENÉNDEZ

ACS

EY

FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA

ACCIONA

JB CAPITAL

KPMG

MOEVE

SOLUNION

IKEA IBÉRICA, S.A.U

DELOITTE

J&A GARRIGUES, S.L.

FUNDACIÓN ICO

CECA

FINALBION

FINREG360

FLUIDRA

GVC GAESCO

GRUPO INSUR

ORGANON



Núñez de Balboa, 108 - 1ª planta - 28006 Madrid
Tel.: +34 91 563 19 72 - Fax: +34 91 563 25 75
www.institutodeanalistas.com