

La transición soberana hacia la sostenibilidad

Comprendiendo la dependencia entre deuda soberana y naturaleza

Resumen Ejecutivo

Alexandra Pinzón y Nick Robins con
Matthew McLuckie y Gabriel Thoumi

El Instituto Grantham de Investigación sobre Cambio Climático y Medio Ambiente (Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment) fue fundado en 2008 en la Escuela de Economía y Ciencias Políticas de Londres (London School of Economics and Political Science). El Instituto agrupa expertos internacionales en economía, finanzas, geografía, medio ambiente, desarrollo internacional y economía política con el objetivo de establecer un centro líder a nivel mundial en investigación, enseñanza y formación en cambio climático y medio ambiente con relevancia para políticas públicas. Está financiado por la Fundación Grantham para la Protección del Medio Ambiente que además financia el Instituto Grantham – Cambio Climático y Medio Ambiente (Grantham Institute – Climate Change and the Environment) del Colegio Imperial de Londres (Imperial College London). www.lse.ac.uk/grantham/

Planet Tracker es un think tank (centro de pensamiento, reflexión e investigación) sin ánimo de lucro que busca alinear los mercados de capital con los límites planetarios. Fue puesto en marcha 2018 por el Grupo de Observación de Inversionistas (Investor Watch Group) cuyos fundadores, Mark Campanale y Nick Robins, lanzaron la Iniciativa Carbon Tracker. Planet tracker se creó con el objetivo de investigar las fallas de mercado relacionadas con los límites ecológicos. Esta investigación es para la comunidad inversora, para la cual, en contraste con el cambio climático, otros límites ecológicos son escasamente conocidos y comunicados, y no están alineados con el capital inversor. <https://planet-tracker.org/>

Sobre los autores

Alexandra Pinzón es miembro del grupo de Políticas Públicas del Grantham Research Institute, dedicada a políticas financieras de conservación.

Nick Robins es profesor en práctica de finanzas sostenibles en el Grantham Research Institute.

Matthew McLuckie es director de investigación de Planet Tracker.

Gabriel Thoumi es director de mercados financieros de Planet Tracker.

Agradecimientos: El informe en el que se basa este resumen se benefició de los comentarios de Giles Atkinson, Chris Baldock, Archie Cage, Maria Cantore, José A. Clavijo Michelangeli, Patrice Cochelin, Ben Combes, Pablo Cortinez, Rupert Edwards, Sam Fankhauser, Patrick Faul, Greg Fishbein, Felipe Gordillo, Kathy Hochstetler, Mike Hugman, Dalia A. Kader, Justin Kew, Olha Krushelnytska, Raj Kundra, Juliana Lopes, Claudio Lutzky, Fergus McCormick, Mariana Micozzi, John Palmisano, Joseph Potvin, Samantha Power, Dirk Price, Tiago Reis, Diego Sueiras, Nitin Sukh, Lauren van Biljon, Peeyush Varshney, John Waugh, Vikram Widge, Heather Wright y Ming Yang.

Dirección de la edición y producción por Georgina Kyriacou.

Este resumen del informe fue publicado por primera vez en febrero de 2020 por el Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment y Planet Tracker.

© Los autores, 2020

Las peticiones de permisos deben ser dirigidas al Grantham Research Institute.

Declaración de conflicto de intereses: Los autores declaran la financiación recibida de la Fundación Gordon and Betty Moore a través de su Centro de Finanzas (Finance Hub) para el trabajo presentado; Nick Robins ha tenido apoyo financiero de la Fundación Grantham para el trabajo presentado; Matthew McLuckie y Gabriel Thoumi han recibido apoyo financiero de la Fundación Gordon and Betty Moore para el trabajo presentado; no hay otras relaciones o actividades que puedan parecer haber influenciado el trabajo presentado.



Este resumen y el informe buscan informar a aquellos responsables de la toma de decisiones en el sector público, privado y terciario. Ha sido revisado por revisores internos y externos antes de su publicación. Las opiniones expresadas en este informe representan aquellas de sus autores y no necesariamente las de las instituciones patrocinadoras o de financiación.

El informe ha sido financiado por la Fundación Gordon and Betty Moore a través de su Centro de Finanzas (Finance Hub), que fue creado para avanzar las finanzas sostenibles.

Resumen Ejecutivo

MENSAJES CLAVE

- En la década que inicia en 2020 los bonos soberanos enfrentarán el reto estratégico de conseguir alinearse con los Objetivos de Desarrollo Sostenible.
- La agricultura y el comercio soft-commodities [productos agrícolas, forestales y pesqueros tales como la soja, aceite de palma, carne, madera] están fuertemente conectados al capital natural, como conductores de su agotamiento y como procesos dependientes de un flujo sostenido de servicios ecosistémicos.
- El valor de los bonos soberanos depende en parte de la gestión del capital natural por parte de los países emisores. Sin embargo, esta dependencia es todavía en gran parte ignorada o incorrectamente evaluada en los mercados de bonos soberanos.
- Las presiones para conseguir una armonización entre los bonos soberanos y la sostenibilidad medioambiental se intensificarán en la próxima década, porque los bonos soberanos son un tipo de activo que conecta el desempeño macroeconómico y los mercados de capital.
- Para facilitar a los analistas la integración del valor del capital natural en la emisión, análisis y gestión de bonos soberanos, hemos desarrollado un nuevo marco de investigación. Este marco identifica a Argentina y Brasil como los países del G20 más dependientes del capital natural para sus exportaciones.
- Estimamos que el 28 por ciento de los bonos soberanos de Argentina y el 34 por ciento de los bonos soberanos de Brasil se verán expuestos a un anticipado endurecimiento de las políticas sobre clima y deforestación en la década que comienza en 2020, mientras que el 44 y el 22 por ciento de sus bonos soberanos, respectivamente, se verán expuestos a los cambios de políticas en la década que inicia en 2030.
- Los emisores de deuda soberana enfrentan una decisión: o siguen el escenario de Vía Alta, protegiendo activamente y potenciando los beneficios del capital natural, reforzando los fundamentos medioambientales de los bonos soberanos; o el escenario de Vía Baja donde la continuación de la situación actual socava los flujos de servicios ecosistémicos, incrementa la vulnerabilidad ante los desastres naturales e intensifica los riesgos de mercado.
- Para que los bonos soberanos desarrollen la resiliencia requerida en la década disruptiva que se nos avecina, se requiere la acción decisiva de parte de emisores, inversores, agencias de calificación de riesgo crediticio e instituciones internacionales, así como de investigadores académicos y de la sociedad civil, de manera que se asegure que el valor total de la naturaleza es incorporado en las decisiones económicas.

El decenio de 2021 a 2030: una década decisiva para los bonos soberanos y la sostenibilidad

Los bonos soberanos constituyen una de las principales clases de activos, con un valor global a vencimiento de US\$ 66 billones. Son también un tipo de activo altamente sistémico: los bonos soberanos engloban un rango de factores macroeconómicos, influenciando precios y estabilidad de sistemas de mercados de capitales y representando componentes esenciales de los portafolios de las instituciones financieras. Los inversores institucionales y las agencias de calificación crediticia están profundizando su atención en la relación entre el desempeño de los bonos

soberanos y los criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (MSG). La literatura académica está empezando a evidenciar las relaciones entre las consideraciones MSG, políticas climáticas y deuda soberana, y el mercado de bonos soberanos verdes está creciendo.

La consideración de los factores MSG en los bonos soberanos experimentará un cambio profundo en la década que se avecina. El año 2030 es la fecha límite para la consecución de los Objetivos de Desarrollo Sostenible, ODS así como para la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero en un 45 por ciento con base en los niveles de 2010, para cumplir los Acuerdos de París con relación a los límites de aumento de la temperatura.

Salud soberana:

La capacidad de los países de emitir y pagar su deuda de una manera consistente con la consecución de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

Capital natural:

Las reservas de activos renovables y no renovables de los cuales los humanos obtienen beneficios a través de servicios ecosistémicos

Figura S1. El modelo capital natural y salud soberana



Fuente: Autores

Aunque la acción del sector privado es vital para la reducción de la pérdida de capital natural, las empresas y los inversores solos no pueden abordar estos riesgos sin la ayuda activa del gobierno.

Los gobiernos jugarán un papel fundamental en la transición hacia una economía sostenible, estableciendo marcos políticos transversales a sus economías y destinando fondos públicos, que es donde la emisión de deuda pública por medio de bonos soberanos se torna crucial. Los países enfrentan la labor de alcanzar la ‘salud soberana’, que definimos como su capacidad de emitir y pagar la deuda de manera consistente con la consecución

de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). Esto significa reconocer y valorar la dependencia fundamental de los bonos soberanos del capital natural, que actualmente es ignorada e incorrectamente valorada, acumulando de este modo inestabilidades para el futuro.

Concentrándonos en la vinculación entre bonos soberanos y servicios ecosistémicos de la tierra

Para comprender mejor el caso estratégico de la incorporación estructural del capital natural en la emisión, evaluación y gestión de los bonos soberanos, nos centraremos en un

aspecto hasta ahora ignorado: la importancia para los bonos soberanos de un flujo fiable de servicios ecosistémicos de la tierra.

En el pasado, los países con abundante capital natural a menudo han incrementado su producción a costa de su calidad medioambiental (por ejemplo, mediante la deforestación). Esta práctica pone en riesgo el flujo de servicios ecosistémicos vitales tales como el agua potable y la regulación

de las inundaciones, incrementando la vulnerabilidad ante los riesgos climáticos y aumentando la probabilidad de una profunda desvalorización de activos a medida que la transición hacia una economía global sostenible avanza. Para los bonos soberanos, la cristalización de estos riesgos puede suponer un mayor costo de deuda, un deterioro en la calidad de los créditos y una reducción del acceso a la financiación.

Tabla S1. Evaluación de la salud soberana y el capital natural en Argentina and Brasil

	ARGENTINA	BRAZIL
1. Evaluación institucional	Gobernanza medioambiental: Índice Yale de Desempeño Medioambiental otorga el puesto 74 de 180, el Sistema de Seguimiento de Acción Climática define la NDC como altamente insuficiente, pérdida de bosque nativo de más de 3 millones de hectáreas desde 2007-17, con un 24% de deforestación en áreas con valor de conservación alto y medio. Deforestación vinculada al ganado y la soja.	Gobernanza medioambiental: Índice Yale de Desempeño Medioambiental otorga el puesto 69 de 180, el Sistema de Seguimiento de Acción Climática define el NDC como insuficiente, deforestación amazónica de aprox. 9 millones hectáreas desde 2007-18, deforestación de Cerrado de más de 12 millones de hectáreas. Deforestación vinculada al ganado y la soja. Código forestal desarrollado que requiere completa implementación.
2. Evaluación económica	Pérdida de producción vía impacto del capital natural: Pérdida del 0,1% de la producción anual de soja asociada a reducciones en la productividad resultantes de la degradación del suelo, con un valor equivalente a aprox. US\$13,7 millones. Pérdida significativamente mayor a nivel completo del sector agrícola.	Pérdida de producción vía impacto del capital natural: La literatura predice una potencial reducción del 33% en la productividad de la soja para 2050 y una reducción potencial del 6% en la producción de soja en Mato Grosso de continuarse los actuales escenarios de deforestación. Entre un 0,06% y un 0,1% del valor de la producción de soja en riesgo debido a la degradación del suelo.
3. Evaluación externa	Pérdida de mercados para productos intensivos en capital natural: el 4,8% de las exportaciones de soja y el 0,18% de las exportaciones de carne de ganado vacuno pueden encontrarse en riesgo debido a políticas anti-deforestación más estrictas con un potencial pérdida de mercados internacionales bajo prohibiciones de deforestación importada.	Pérdida de mercados para productos intensivos en capital natural: Aproximadamente el 9% de las exportaciones de soja brasileña (en valor) está en riesgo de ser asociado con la deforestación o la conversión del capital natural.
4. Riesgo de evento	Impacto en la pérdida de producción y el bienestar debido a frecuentes desastres naturales: Pérdidas de cosecha de soja debido a sequías en 2017-2018 de US\$ 3,9 millardos. Inundaciones con pérdidas de US\$1,7 millardos en 2017 and US\$2 millardos en 2019. La sequía en 2018 causó una reducción en el PIB del 0,85%.	Impacto en la pérdida de producción y el bienestar debido a frecuentes desastres naturales: El 20% del valor de la producción agrícola bruta bajo sequías de larga duración en el noroeste. Reducción de cosechas productividad agrícola tras inundaciones. Pérdidas de US\$ 9 millardos/año debido a desastres naturales.
5. Evaluación fiscal	Deterioro del balance fiscal para mantener el bienestar ante las perturbaciones: US\$1,7 millardos de los ingresos estimados del gobierno en riesgo de medidas anti-deforestación en el comercio internacional de cero-deforestación. US\$1,7 millardos en pérdidas de ingresos fiscales debido a la sequía de 2018.	Deterioro del balance fiscal para mantener el bienestar ante las perturbaciones: La pérdida de producción en la agricultura le supone al gobierno ingresos perdidos equivalentes al 18% del valor de la producción. Una reducción del 33% en cosechas de soja en Mato Grosso (en un escenario de alta deforestación) podría causar una pérdida de ingresos fiscales equivalente a 0.1% de la recaudación tributaria federal.

Nota: NDC = contribución nacionalmente determinada [al acuerdo de Paris].

Fuente: Autores

Esperamos que la interconexión entre las agendas de conservación de la naturaleza y cambio climático adquiera una mayor relevancia entre los inversores en bonos soberanos. La iniciativa de Respuesta Política Inevitable (IPR en inglés) liderada por inversores, por ejemplo, predice una abrupta intensificación de las políticas climáticas desde la primera parte de la década que inicia en el 2021, y un nuevo rango de políticas, incluyendo mercados efectivos de carbono que incentiven la eliminación de la deforestación hacia el 2030.

Evaluando el capital natural y la salud soberana vinculados a soft-commodities en el G20

Para los bonos soberanos, el problema reside en comprender cómo los factores del capital natural pueden ser incorporados en modelos de análisis económico. Para avanzar hacia la solución de este problema, hemos desarrollado un esquema a partir de las metodologías de calificación crediticia usadas para evaluar los bonos soberanos, con el objetivo de identificar la cadena de impacto entre el capital natural y cinco tipos de factores clave: institucionales, económicos, externos, riesgo político y de evento y fiscales. El esquema se presenta en la figura S1, subrayando los elementos del capital natural potencialmente materiales.

Usamos este esquema para evaluar el desempeño a nivel de capital natural en los países del G20 centrándonos en capital natural terrestre y cambio climático. A partir de aquí, identificamos Argentina y Brasil como los dos países del G20 con mayor dependencia del capital natural para sus exportaciones. Se estima que en Argentina entre 2005 y 2013, la actividad ganadera provocó el 72 por ciento de la deforestación y la producción de soja el 10 por ciento; en Brasil la actividad ganadera provocó el 46 por ciento y la producción de soja el 33 por ciento de la deforestación. Como la soja sigue y desplaza a la actividad ganadera, sus pérdidas relativas de capital natural están relacionadas.

Continuar la reducción de su capital natural acarreará riesgos para estos dos países. Se anticipa que la deforestación y los sistemas de gestión productiva actuales causen una reducción de las cosechas agrícolas, vía cambios en las precipitaciones asociados a cambios a nivel local en el uso del suelo y el cambio climático global, degradación de la calidad del suelo y su fertilidad, reducción de la biodiversidad y un incremento en la exposición a los desastres naturales. Estos riesgos tienen impactos económicos y fiscales que afectarán los

perfiles de riesgo del país, el coste del capital y el acceso a mercados internacionales de soft-commodities y mercados financieros.

La prevención y reversión de la pérdida de capital natural causada por la producción de soft-commodities (productos agrícolas, forestales y pesqueros) beneficiarán a los emisores de bonos soberanos por medio de dos canales: primero, manteniendo y mejorando el flujo de los servicios ecosistémicos tales como la fertilidad de la tierra, el agua potable y la regulación de las inundaciones, lo cual mantiene la capacidad de producción interna e incrementa la resiliencia del ecosistema; segundo, posicionando a los emisores de bonos soberanos para que se beneficien de los cambios anticipados en la política internacional dirigida a la preservación del capital natural. Ambos canales mejorarán el desempeño económico, el perfil crediticio y la capacidad de pago de deuda de estos países.

Los países dependientes del capital natural enfrentan a una decisión estratégica

Los emisores de bonos soberanos dependientes de capital natural, tales como Argentina y Brasil se enfrentan a dos opciones:

1. *La primera opción es un escenario de 'Vía Alta', donde los países activamente protegen y fortalecen los beneficios que el capital natural proporciona a sus economías.* Esto reforzará el valor de sus bonos soberanos a largo plazo, proporcionando resiliencia ante los impactos físicos del cambio climático, así como ante los cambios disruptivos en política y preferencias del mercado. Tal transición asegurará un acceso a la financiación a largo plazo que estos países requieren para alcanzar sus Objetivos de Desarrollo Sostenible.
2. *La segunda opción es un escenario 'Vía Baja', donde una continuidad en las prácticas actuales socavarán los flujos de los servicios ecosistémicos, incrementará la vulnerabilidad ante los desastres naturales e intensificará los riesgos de mercado.* Los países dependientes de capital natural que se decidan por esta opción se enfrentarán a un acceso reducido a mercados de exportación más exigentes con respecto al desempeño medioambiental, tanto en cuestiones de preferencia del consumidor como de política comercial. También podrían perderse oportunidades significativas debido al cambio hacia una economía global sostenible y sus consecuentes expectativas de pagos internacionales vía mercados de carbono.

Anticipamos que los inversores en bonos soberanos incrementarán paulatinamente su evaluación de estos riesgos y los incorporarán en la valoración de los títulos de deuda soberana.

Recomendaciones de acciones decisivas y pasos a seguir

Este es un primer esquema para comprender los vínculos entre los bonos soberanos y el capital natural, centrado en los servicios ecosistémicos que sustentan a los mayores productores de soft-commodities. Se requiere un considerable trabajo posterior tanto en los países afectados como internacionalmente para refinar estos análisis y extenderlos a otras relaciones entre deuda soberana y capital natural. Alcanzar el escenario de 'Vía Alta' para los bonos soberanos requiere acciones decisivas de los siguientes actores clave:

Gobiernos/emisores de deuda soberana

- *Los gobiernos deben fortalecer sus marcos institucionales para alinearlos con la gestión y regeneración del capital natural.* Las políticas deben ir acompañadas de un seguimiento continuo y cumplimiento transparente, además de apoyo fiscal.
- *Los gobiernos deberían emitir bonos verdes que financien la inversión de largo plazo en capital natural.* Actualmente, existe demanda insatisfecha por parte de los inversores, tanto nacionales como internacionales, de bonos soberanos verdes bien diseñados.

Inversores

- *Los inversores deben fortalecer sus marcos analíticos para identificar en más detalle las relaciones entre el capital natural de emisores de deuda soberana y su futura capacidad de pago.* En particular, los inversores deberían reconocer los casos en los que los incentivos de desempeño económico de corto plazo ponen en peligro la salud soberana futura de los emisores.
- *Los inversores deben mejorar su papel en la gestión de los bonos soberanos en sus portafolios, particularmente aquellos emitidos por países con grandes reservas de capital natural.* Mejor relacionamiento con y seguimiento a los emisores de bonos soberanos con respecto a su desempeño en temas de capital natural ayudará a señalar la materialidad de este capital natural para su capacidad financiera e identificar la información clave que requiere divulgación. En contraste con las empresas, no existe actualmente un marco consistente para los emisores de deuda soberana que les

exija informar su posición y desempeño climático y de capital natural.

Agencias de calificación crediticia

- *Las agencias de calificación deben incorporar explícitamente los vínculos entre salud del capital natural y las previsiones de calificación crediticia soberana.* La incorporación de factores de capital natural es de una particular relevancia dado el incremento del rol que la sostenibilidad medioambiental tendrá en el desarrollo económico, las exportaciones y el rendimiento fiscal.

Instituciones financieras internacionales y coaliciones

- *La banca multilateral de desarrollo (BMD) debe incorporar factores de capital natural en su agenda, apalancando su experiencia en la integración de consideraciones de cambio climático.* La BMD es una fuente importante tanto de financiación como de experiencia estratégica para las economías dependientes de capital natural. Pueden financiar acciones de índole nacional que buscan invertir en capital natural, así como asistencia técnica en la integración de los factores de capital natural en los presupuestos nacionales y la emisión de deuda soberana.
- *Las instituciones internacionales encargadas de supervisar la estabilidad y el funcionamiento del sistema financiero deben ampliar su ámbito de actuación e incorporar factores de capital natural.* El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) han empezado a trabajar en la evaluación de las implicaciones del cambio climático en sus operaciones; esto podría extenderse a asuntos más amplios como la biodiversidad y el capital natural. Coaliciones como la Red para Enverdecer el Sistema Financiero (Network for Greening the Financial System) pueden explorar el papel de los bancos centrales y los supervisores en la incorporación de capital natural en el análisis de riesgo de los bonos soberanos, incluidos aquellos bonos soberanos en sus portafolios.

Investigadores

- *Investigadores en agencias gubernamentales, universidades y sociedad civil pueden construir sobre las conclusiones que aquí se presentan para profundizar el conocimiento sobre la dinámica entre bonos soberanos y naturaleza.* La agenda de investigación futura debe incluir la extensión de estos análisis a otros países y la exploración de otras dimensiones de la relación entre capital natural y bonos de deuda soberana.

Este reporte examina el argumento para la inclusión estructural del capital natural en los procesos de emisión, evaluación y gestión de bonos soberanos, con un enfoque particular en Argentina y Brasil. Los autores se concentran en la importancia de un flujo confiable de servicios ecosistémicos terrestres para el desempeño de estos títulos de deuda soberana. El éxito de la transición hacia una economía sostenible impactará a los países que dependen del capital natural terrestre para su actividad económica.

Este es un resumen del reporte completo en inglés, *The sovereign transition to sustainability: Understanding the dependence of sovereign debt on nature*. El reporte completo está disponible en www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/publications.

Publicado en febrero de 2020 por:

**Grantham Research Institute on
Climate Change and the Environment**

London School of Economics
and Political Science
Houghton Street
Londres WC2A 2AE
Reino Unido

Planet Tracker

2nd Floor Studios
40 Conduit Street
Londres W1S 2YQ
Reino Unido

<https://planet-tracker.org/>

www.lse.ac.uk/GranthamInstitute