

La nueva estrategia de política monetaria del BCE frente al desafío de la inflación y el cambio climático

 fundacionfaes.org/la-nueva-estrategia-de-politica-monetaria-del-bce-frente-al-desafio-de-la-inflacion-y-el-cambio-climatico

23 de diciembre de 2022

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea asigna al Banco Central Europeo (BCE) el mandato primario de mantener la estabilidad de precios en el conjunto del área del euro. No obstante, el propio Tratado deja al criterio del BCE tanto la definición exacta de “estabilidad de precios” como la manera de conseguirla, lo que se conoce como la “estrategia de política monetaria”.

En 1998, el BCE definió la estabilidad de precios como un aumento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo del área del euro inferior al 2%. Con posterioridad, clarificó en 2003 que, en búsqueda de la estabilidad de precios, se fijaba como objetivo una inflación inferior, aunque cercana, al 2 % en el medio plazo.

Con esta estrategia, el BCE se ha tenido que enfrentar a lo largo de estos años a la peor crisis económica de las últimas décadas, con un inusitado riesgo de fragmentación financiera en la zona euro y a una pandemia global. El resultado fue la implementación de una política monetaria ultraexpansiva marcada por tipos de interés negativos y una intensa política de compras de activos. Una posición acomodaticia extrema que, a la postre, puede calificarse con un cierto éxito pues permitió la recuperación económica y dejó atrás tensiones deflacionistas, aun a costa de mermar la rentabilidad de las entidades bancarias de la zona euro.

El 7 de julio de 2021, el **Consejo de Gobierno** del BCE aprobó su nueva estrategia de política monetaria con la que la institución trató de imprimir más claridad en sus decisiones a través de tres nociones básicas: el establecimiento de un objetivo inflacionista del 2% simétrico, una orientación a medio plazo y el reconocimiento de que el límite inferior efectivo opera como una restricción (BCE, 2021). Un enfoque trazado durante un entorno complejo que coincidía con el fin de la pandemia y la salida de la crisis en un momento en el que, bajo una perspectiva más estructural, no era evidente que se hubieran truncado las presiones deflacionistas asociadas a tendencias demográficas, la globalización o la digitalización de la economía. Bajo este contexto, se entiende mejor que el Consejo de Gobierno considerase igualmente indeseables las desviaciones negativas y positivas de la inflación respecto del objetivo planteado.

Tras el anuncio de esta revisión estratégica, la situación económica dio un giro inesperado para el mercado y las propias instituciones con el incremento generalizado del ritmo de variación de los precios. Parecía la respuesta a varias causas que, en principio, se consideraban transitorias al estar ligadas a la reactivación de la economía tras la pandemia y a la existencia de cuellos de botella en las cadenas de suministro globales. Sin embargo, con la invasión de **Rusia** en **Ucrania** y la tensión en los mercados energéticos,

la inflación ha mostrado un comportamiento más intenso y persistente, sobre el que el BCE ha tenido que responder con contundencia bajo los parámetros de su nueva estrategia. Una realidad imprevista que la institución ha confrontado con el inicio de una fase de normalización de los tipos de interés tras trece años de una política acomodaticia para mantener ancladas las expectativas de inflación en el 2%.

Este reto es aún más complejo porque el BCE, además de luchar contra la inflación, tal y como establece su mandato, debe garantizar la estabilidad financiera en un área conformada por países con diferentes situaciones y trayectorias fiscales, con lo que el endurecimiento de las condiciones monetarias no debiera contribuir a la fragmentación financiera entre los países de la eurozona. Esta situación hace más complicado el diseño de la política monetaria, por lo que bajo la nueva estrategia se amplía el marco analítico con un análisis económico más profundo, así como con un análisis macroprudencial con el que se pueda poner en balance la eficacia de la política monetaria con la situación económica, el tono de la política fiscal, el endeudamiento público y privado y la estabilidad financiera del país. Además, como señaló la **presidenta del BCE**, este complejo marco de actuación debe poder salvaguardar un sector financiero que garantice el flujo de crédito necesario para mantener un sólido crecimiento económico (Lagarde, 2022).

Por último, la importancia que la nueva estrategia le concede a la orientación y flexibilidad de la política monetaria se manifiesta a través de la importancia del cambio climático a medio y largo plazo. Existen suficientes razones para argumentar que el aumento de la temperatura global puede llegar a tener un impacto significativo sobre la estabilidad financiera a través de un conjunto de riesgos físicos o de transición, como expuso el **exgobernador del Banco de Inglaterra** en un discurso seminal acerca de la *Tragedia del Horizonte* (Carney, 2015). Asimismo, hay un cierto consenso acerca del impacto inflacionista que supone la transición hacia una economía descarbonizada. Sea cual sea la razón, parece perfectamente justificado que el BCE adapte sus modelos macroeconómicos para poder evaluar las implicaciones a corto, medio y largo plazo del cambio climático en los mecanismos de transmisión de la política monetaria y la estabilidad de precios. De la misma manera que es razonable que integre el marco de evaluación de riesgos climáticos en sus expectativas y políticas de supervisión.

Ahora bien, adentrarse en la lucha contra el cambio climático desde el organismo supervisor y adoptar los objetivos planteados en el Acuerdo de París podría llegar a poner en riesgo tanto su independencia como su credibilidad. La independencia del BCE podría cuestionarse porque sus decisiones tendrán un efecto asimétrico sobre la economía que, eventualmente, podría chocar con políticas públicas e incentivos diseñados por gobiernos elegidos democráticamente (Fernández Villaverde, 2022). Asimismo, la dificultad de comprometerse al cumplimiento de dos objetivos, aunque puedan estar interrelacionados, con la única gestión de la política monetaria como palanca de acción podría poner en entredicho la credibilidad de la institución si no se alcanzan las metas deseadas.

Aun así, además de integrar los efectos adversos del cambio climático en los modelos macroeconómicos, desarrollar nuevos indicadores y extender la responsabilidad supervisora para garantizar que las instituciones financieras provisionen correctamente los riesgos climáticos asociados a su cartera de préstamos y activos de inversión, el BCE se ha comprometido a que el balance del Eurosistema esté alineado con el objetivo de cero emisiones netas en 2050. Esto supone introducir requisitos de divulgación de sostenibilidad ambiental a la vez que exige gestionar el sistema de garantías y las compras de activos corporativos en favor de aquellas empresas con un menor impacto en términos de emisiones. Estas circunstancias exigirán a su vez una mayor presión contra el *greenwashing*. En cualquier caso, la relación entre la política monetaria y el cambio climático coloca al BCE en una situación tan delicada como compleja que deberá gestionar con prudencia y proporcionalidad en base al soporte que proporciona la red de bancos centrales para el ‘enverdecimiento’ del sistema financiero (**NGFS**, por sus siglas en inglés). Una relación que funcionará con más eficacia si la institución trabaja de la mano de la industria bancaria que, por su parte, está tratando de anticiparse al complejo marco regulatorio planteado por la UE a la vez que contribuye al desarrollo de una economía más equilibrada y descarbonizada.

En definitiva, desde que el BCE planteó en 2003 la formulación de la política monetaria, el mundo se ha enfrentado a complejas transformaciones que hacían necesaria una revisión de su estrategia. El empeño por dar claridad y ayudar a transmitir mensajes precisos, sin ambigüedad, e imprimir una orientación de medio plazo flexible y adaptable, supone un cambio fundamental respecto a la manera en que se había instrumentalizado la política monetaria desde entonces. A corto y medio plazo, el desafío de esta nueva formulación será demostrar su potencia para mantener ancladas las expectativas de inflación y evitar los efectos de segunda ronda. A más largo plazo, el reto de este nuevo marco será promover el crecimiento económico y alinear la estabilidad del sistema financiero y el aumento de precios con los objetivos de descarbonización en la UE en un entorno de transformación digital y bajo crecimiento de la productividad.

Juan Carlos Delrieu es economista y director de Sostenibilidad, Asociación Española de Banca

REFERENCIAS

Carney, M. (2015): “Breaking the Tragedy of the Horizon – climate change and financial stability”. Speech given at Lloyd’s of London.

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability.pdf?la=en&hash=7C67E785651862457D99511147C7424FF5EA0C1A>

European Central Bank (2021): “An overview of the ECB’s monetary policy strategy”. https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_overview.es.html

Lagarde, C. (2022): “Monetary policy in a new environment”. Speech ECB at the European Banking Congress.

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221118~639420cee0.en.html>

Fernández Villaverde, J. (2022): “El cambio climático y la política monetaria del Banco Central Europeo”. ESADE, Informe Económico y Financiero, nº 31.