

El BCE y el cambio climático

Erik Jones*

La nueva presidenta del Banco Central Europeo (BCE), Christine Lagarde, ha manifestado su deseo de que el banco se sume a los objetivos de lucha contra el cambio climático, lo que ha merecido los aplausos de los activistas favorables a impulsar la transición hacia una economía “verde” y ha alarmado a los monetaristas ortodoxos. Los estatutos del BCE establecen de forma meridiana la primacía del objetivo de estabilidad de precios, pero también señalan que el BCE debe apoyar las políticas económicas generales de la Unión Europea. Es esta tensión la que da lugar a la consideración de un mandato “dual” en el que se apoyan los partidarios de internalizar el cambio climático dentro de las acciones del BCE. De ahí derivan propuestas para que el BCE promueva la incorporación del riesgo climático en sus requisitos de supervisión, aliente a las agencias de calificación a hacer más explícito el papel de los riesgos relacionados con el clima y a su consideración en el marco más general de la supervisión macroprudencial. Los críticos, sin embargo, manifiestan su preocupación de que esta intromisión del BCE en la lucha contra el cambio climático podría socavar su independencia política.

Christine Lagarde no es Mario Draghi. Así lo reconoció en su primer encuentro con la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo. En la ronda de preguntas, bromeó con los miembros de la Comisión que aún está aprendiendo alemán y que un día espera poder responder sus preguntas en ese idioma. También en tono bromista, afirmó que aún está aprendiendo a hablar como un banquero central. Ese idioma es muy preciso, e insis-

tió: “Así que concédanme algo de tiempo, sean un poco pacientes, no sobreinterpreten mis palabras, si me permiten decirlo. Tendré también mi propia manera de abordar algunos de los temas principales que tienen que ver con la política monetaria”¹.

Lagarde usó estos mismos argumentos en su primera conferencia de prensa el pasado mes de diciembre. Ante los periodistas allí reunidos, señaló

* Profesor de European Studies and International Political Economy en la School of Advanced International Studies de la Johns Hopkins University.

¹ Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, Diálogo Monetario con Christine Lagarde, presidenta del Banco Central Europeo (en virtud del artículo 284(3) del TFUE), Bruselas, lunes, 2 de diciembre de 2019), (Bruselas: Parlamento Europeo, 2 de diciembre de 2019) p. 2. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191202_transcript~d4f3a2cd06.mu.pdf?78d045819d63b8fcc20d506ee59dfe91.

que ellos eran una audiencia importante, pero que también debía hablar para un público más amplio. Explicó que es probable que esto genere confusión, en particular durante el tiempo que dure su aprendizaje de los entresijos de su nuevo cargo. Y admitió que aún no ha llegado a dominar los numerosos detalles relacionados con la política monetaria o con la infraestructura profunda que subyace a los mercados financieros europeos. Está aprendiendo, pero aún le queda trabajo por delante².

La retórica de Lagarde revela su intención tanto de desarmar a sus críticos como de alcanzar su objetivo central: acercar el BCE a los ciudadanos de Europa, convertirlo en una institución más transparente con la que la gente se pueda identificar más y ayudarles a comprender que la política monetaria no solo es «importante», sino que además es relevante. Conforme Lagarde profundice en sus conocimientos de política monetaria, el resto de Europa lo hará con ella.

La lucha contra el cambio climático es otra herramienta que Lagarde tiene a su disposición. Durante las sesiones para su ratificación por el Parlamento Europeo en octubre del año pasado, Lagarde anunció su intención de usar todos los instrumentos que el BCE tiene a su disposición para ayudar a «afianzar la cooperación internacional» en la prevención del cambio climático³. Reiteró ese mismo compromiso durante su comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios y de nuevo en sus conferencias de prensa de diciembre y enero. Además, ha enlazado este compromiso con la revisión estratégica de la gestión de la política moneta-

ria, donde todo está sobre la mesa, incluso la propia definición del objetivo de la política del BCE.

Este compromiso ha atraído una considerable atención⁴. Pero también ha generado cierta incertidumbre en los mercados sobre qué puede hacer el BCE y en qué medida ese esfuerzo podría alterar (o poner en cuestión) la gestión de la política monetaria. Dicha incertidumbre afecta a tres cuestiones: el mandato del BCE; sus instrumentos y su funcionamiento como institución; y su independencia de la esfera política.

Mandato dual del BCE

Los estatutos del BCE le imponen un mandato dual con una clara jerarquía. Como queda especificado en el artículo 2:

“El objetivo primordial del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de dicho objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales en la Unión con miras a contribuir a la consecución de los objetivos de la Unión, tal como se establecen en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea”⁵.

Cuando se elaboraron los estatutos del BCE, el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea (en su redacción original, artículo 2) incluía un amplio abanico de cuestiones, que iban desde la cohesión entre los Estados miembros hasta el crecimiento sostenible y el empleo. En los años que precedieron al comienzo de la unión económica y monetaria de

² La transcripción de la conferencia de prensa del 12 de diciembre del BCE está disponible aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is191212~c9e1a6ab3e.en.html>.

³ Declaración de Christine Lagarde ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo, (Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional, 4 de septiembre de 2019). <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/09/04/sp090419-Opening-Statement-by-Christine-Lagarde-to-ECON-Committee-of-European-Parliament>.

⁴ Véase, por ejemplo, Gavyn Davies, ‘Central Banks Begin to Grapple with Climate Change,’ *Financial Times* (12 January 2020) <https://www.ft.com/content/eafee5dc-2e52-11ea-bc77-65e4aa615551>; Claire Jones, ‘Splits over Green QE are a Sign of the Times,’ *FT Alphaville* (15 de enero de 2020) <https://ftalphaville.ft.com/2020/01/14/1579014159000/Splits-over-Green-QE-are-a-sign-of-the-times/>.

⁵ Protocolo (Nº 4) sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, *Official Journal of the European Union* C 326 (26 de octubre de 2012) p. 230. https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026en_protocol_4.pdf.

Europa, el Consejo Europeo siguió ampliando el abanico de objetivos de política económica. Mientras, el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (Ecofin) dio una estructura más precisa al elaborar las orientaciones generales de las políticas económicas como parte del marco de coordinación de la política macroeconómica.

El problema para el primer Consejo de Gobierno del BCE, que empezó a reunirse en 1998 justo antes de la introducción de la moneda única, fue elegir entre unos cada vez más amplios objetivos incluidos en el Tratado (y a los cuales se hace referencia en los Estatutos) o las más precisas orientaciones de las políticas formuladas por el Ecofin. También debía decidir cómo explicar cuáles de las orientaciones generales de las políticas económicas apoyaría el BCE, siempre que antes hubiera alcanzado su objetivo de estabilidad de precios.

Para el ministro de Finanzas alemán de la época, Oskar Lafontaine, este problema no era algo teórico. Quería que el BCE se centrara en el desempleo y en reducir los tipos de interés consecuentemente (Jones, 2000). Ello enfrentó a Lafontaine con el también a la sazón presidente del BCE, Wim Duisenberg. Este no se sentía cómodo anunciando que el BCE había alcanzado la estabilidad de precios cuando el Consejo de Gobierno aún se esforzaba en comprender los nuevos agregados utilizados para medir la inflación en la Unión Monetaria y cuando acababan de empezar a experimentar con un enfoque dual sobre la definición de lo que significaba la estabilidad de precios, utilizando tanto la inflación esperada a medio plazo como una tasa de crecimiento objetivo para la oferta monetaria (M3). Ante la insistencia de Lafontaine de que el BCE hiciera más para abordar el desempleo como parte de su mandato dual, Duisenberg adujo que la contribución del BCE a los objetivos económicos más amplios de la Unión Europea era la consecución de la estabilidad de precios:

“Un clima de estabilidad de precios es la mejor contribución que podemos ofrecer; y en

la medida en que logremos la estabilidad de precios, entonces, como dicta el Tratado, sin perjuicio de esa estabilidad de precios, la política monetaria debería contribuir, y así lo hará, a los demás cometidos económicos que se especifican en el artículo 2 [actualmente artículo 3] del Tratado de la Unión Europea”⁶.

Duisenberg reiteró ese argumento sobre el mandato dual del BCE durante toda su permanencia en el cargo de presidente y mucho tiempo después de que Lafontaine dimitiese como ministro de Finanzas alemán. Además, tanto Jean-Claude Trichet como Mario Draghi hicieron suya esa misma máxima. De ese modo, los sucesivos presidentes del BCE unieron las dos ramas del mandato dual del BCE tan inseparablemente que era fácil olvidar el hecho de que el BCE tuviera siquiera un mandato dual. En su lugar, la afirmación de que el mandato del BCE es asegurar la estabilidad de precios se convirtió en algo aceptado por todos.

Para aquellos particularmente preocupados por la lucha contra el cambio climático, lo único importante es el mandato amplio. Quieren ver cuánto y con qué rapidez es capaz el BCE de poner su potencial al servicio de esta causa. Su meta es convencer a Lagarde de que pase a la acción. Para aquellos con un enfoque más restringido que prioriza la estabilidad de precios, la cuestión es cómo hacer que se respete esa prioridad.

Esta tensión queda claramente de manifiesto cuando Lagarde habla sobre la posibilidad de que el Consejo de Gobierno apoye el «Nuevo Pacto Verde» de la Comisión Europea. Por un lado, a Lagarde no le duelen prendas al señalar que dicho apoyo es posible en la medida en que el BCE tiene un mandato dual. Pero a renglón seguido insiste en que el mandato del BCE consiste en garantizar la estabilidad de precios.

⁶ La transcripción de la conferencia de prensa del 1 de diciembre de 1998 con Wim Duisenberg se encuentra aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/1998/html/is981201.en.html>.

Para aquellos particularmente preocupados por la lucha contra el cambio climático, lo único importante es el mandato amplio. Quieren ver cuánto y con qué rapidez es capaz el BCE de poner su potencial al servicio de esta causa. Su meta es convencer a Lagarde de que pase a la acción. Para aquellos con un enfoque más restringido que prioriza la estabilidad de precios, la cuestión es cómo hacer que se respete esa prioridad.

Aun aceptando que el mandato dual permite al BCE apoyar las políticas económicas más amplias de la Unión Europea, desean una aclaración sobre cómo sabrá el Consejo de Gobierno que ha alcanzado el objetivo de la estabilidad de precios; y también desean saber cómo debería determinar el Consejo de Gobierno si los esfuerzos en apoyo de la lucha contra el cambio climático dificultan o no ese objetivo.

Una gama de instrumentos

El debate entre los activistas del cambio climático y los monetaristas ortodoxos abarca también una dimensión técnica, en el sentido de que afecta al abanico completo de instrumentos desplegados por los bancos centrales, entre ellos el BCE, desde la supervisión financiera hasta las compras de activos en el mercado secundario o las operaciones de mercado abierto. Cada uno de estos instrumentos tiene un potente efecto en la economía financiera. Como consecuencia, están también sujetos a controversia. De ahí que las oportunidades de una implicación efectiva del banco central sean más limitadas de lo que muchos podrían anticipar (Honohan, 2019).

Por ejemplo, el BCE puede respaldar los esfuerzos de adaptación al cambio climático exigiendo a los bancos que incorporen los riesgos climáticos a sus requisitos supervisores; también puede alentar a otros participantes del mercado financiero, como las agencias de calificación crediticia, a hacer más explícito en sus análisis el papel de los riesgos relacionados con el clima; y puede añadir los riesgos climáticos a las fórmulas que utiliza en el marco más

amplio de la planificación de la estabilidad financiera o la supervisión macroprudencial. Tales actuaciones crearán incentivos para que las entidades financieras reasignen sus carteras en detrimento de activos que contribuyen al cambio climático, así como de activos expuestos a las consecuencias negativas de cualquier daño contra el medio ambiente, y a favor de activos que ayuden a mitigar el cambio climático o que respondan a cualquier adaptación o ajuste necesario. La cuestión es si los reguladores, las agencias de calificación crediticia y las entidades financieras comprenden plenamente los riesgos asociados a un proceso tan dilatado en el tiempo y tan complejo. Existen buenos motivos para creer que no es así, en cuyo caso, el primer requisito es empezar por definir qué clase de modelización o fundamento conceptual se necesita para entender cómo las diferentes empresas están expuestas a las potenciales pérdidas y qué clase de implicaciones sistémicas comportarán dichas pérdidas (Bolton *et al.*, 2020).

El BCE también puede intervenir de forma más directa en los mercados financieros. Por ejemplo, el Consejo de Gobierno puede reducir los *haircuts* o descuentos aplicados sobre los activos «verdes» utilizados como garantía en las operaciones financieras rutinarias (o reducir los requisitos para que puedan ser admitidos a esos efectos). Alternativamente, el Consejo de Gobierno puede sesgar la estructura de sus compras directas de activos desde sectores *marrones* hacia activos creados para apoyar iniciativas de finanzas *verdes*. Ahora bien, como Lagarde se ha apresurado a admitir, el reto en esta área es triple:

- Primero, la Comisión Europea tiene pendiente adoptar una taxonomía clara sobre qué activos son «verdes», cuáles son «marrones» y cuáles ocupan espacios intermedios. Además, con esta taxonomía no se trata simplemente de asignar una u otra categoría al primero que crea estos activos: incluso empresas que por otro lado serían clasificadas de «marrones» están implicadas en iniciativas “verdes” por lo que es importante *ser extremadamente granular*, por usar la expresión de Lagarde, al examinar la utilización que se hace del activo a fin

Cuadro 1

Exposición del BCE a activos verdes

(En porcentaje del total de activos admisibles)

	Valor de activos admisibles	Proporción en manos del BCE
Programa de compras de deuda pública	48.000 millones de euros	24 %
Programa de compras de bonos corporativos	31.000 millones de euros	20 %

Fuente: De Santis *et al.* (2018).

de evitar crear incentivos perversos⁷. De ahí que confiar en el lado del papel comercial del programa de compras de activos del BCE sea cualquier cosa menos fácil.

- Segundo, el BCE tiene la responsabilidad de evitar crear distorsiones en el mercado, y la oferta actual de activos verdes diseñados a medida es demasiado pequeña como para que el BCE intervenga de una manera eficaz. La institución ya ha comprado algunos de estos activos, tanto emitidos por el sector corporativo como por el sector oficial, incluido el Banco Europeo de Inversiones; de hecho, el análisis publicado por el BCE en 2018 muestra que el porcentaje de activos verdes ya adquiridos está al mismo nivel que las tenencias de otros activos por el BCE (De Santis *et al.*, 2018). Si hiciera algo más, amenazaría con distorsionar los mercados. O peor, hay escasa evidencia de que ello generase un efecto positivo de consideración (Honohan 2019).
- Tercero, el programa de compras de activos está concebido para ser temporal, no permanente. En algún momento futuro, el BCE comenzará a disminuir su balance como parte de la normalización de su política monetaria. A su vez, esto requerirá que reduzca tanto las compras netas como, en última instancia, las

tenencias de cualquier activo verde. Por implicación, la eficacia de cualquier intervención del BCE a través de sus compras solo será temporal, y estarán asimismo sujetas a retirada. Estas actuaciones podrían ser impopulares —en

El BCE tiene la responsabilidad de evitar crear distorsiones en el mercado, y la oferta actual de activos verdes diseñados a medida es demasiado pequeña como para que el BCE intervenga de una manera eficaz. La institución ya ha comprado algunos de estos activos. Si hiciera algo más, amenazaría con distorsionar los mercados.

especial, entre los activistas del clima, como ha advertido el presidente del Bundesbank Jens Weidmann— pero, como ha insistido repetidamente Lagarde, la responsabilidad del BCE con la estabilidad de precios es lo primero⁸.

Otro instrumento que el BCE podría plantearse utilizar es su propia cartera de inversión, entendida esta no como el balance que mantiene para el conjunto del Eurosistema, sino como los activos que adquiere para financiar sus gastos operativos, pensiones, etc. Estos «Otros activos financieros», nombre que se les da en el informe anual del BCE— alcanzan un valor aproximado de 20.000 millones de euros.

⁷ Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, p. 17.

⁸ El discurso de Weidmann sobre cambio climático, pronunciado en Fráncfort el 29 de octubre 2019, puede consultarse aquí: <https://www.bis.org/review/r191029a.htm>. Véase también Martin Arnold y Olaf Storbeck, “Weidmann se opone a utilizar la política monetaria para luchar contra el cambio climático”, *Financial Times* (29 de octubre de 2019) <https://www.ft.com/content/60d9832c-fa3f-11e9-a354-36acbbb0d9b6>. La respuesta de Lagarde a este argumento vino en la ronda de preguntas durante su comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo. Véase, Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, pp. 13-14.

Su finalidad es maximizar la rentabilidad ponderada por riesgo para garantizar que el BCE pueda atender sus obligaciones financieras registradas en las cuentas de la entidad. Algo más del 60% de estos activos tiene un vencimiento de un año o más (BCE 2019). Y, como ha sugerido Lagarde, debería ser posible sesgar la distribución de esta cartera hacia la adquisición de activos verdes:

“Es claro que tenemos que incluir el imperativo del cambio climático en nuestras operaciones de inversión —aquellas que llevamos a cabo en la cartera por cuenta propia— y también tenemos que incluirlo en la gestión del fondo de pensiones”⁹.

Tal modificación de la inversión de la partida de «Otros activos financieros» no repercutiría en la gestión de política monetaria, sino que incidiría en el BCE como institución. Si bien el resultado no sería tan dramático como nuevas operaciones en balance para actividades de política monetaria, tampoco sería despreciable. Por contextualizarlo en términos de magnitud relativa, el cuadro 1 muestra las estimaciones propias del BCE sobre el *stock* total de activos verdes admisibles para su inclusión tanto en el CSPP (programa de compras de bonos corporativos) como en el PSPP (programa de compras de valores públicos), junto con el porcentaje ya en manos del BCE en su cartera de política monetaria. La escala está más cerca del tamaño de la cartera de «Otros activos financieros» de lo que cabría imaginar. Además, dicha modificación de la política de inversión enviaría una importante señal acerca de la determinación del BCE —como institución— de poner su potencial al servicio de la causa del cambio climático y ofrecería un ejemplo que otros podrían imitar.

Independencia política

El valor simbólico de dirigir el BCE como institución encajaría bien con la agenda principal de Lagarde de acercar más la institución a la gente. De hecho,

funcionaría mucho mejor que cualquier intento de condicionar el uso de los instrumentos de política monetaria incluyendo criterios financieros verdes. Lo que es más importante: tal actuación ayudaría a

El BCE puede ayudar a mejorar los modelos que se utilizan para comprender los riesgos implicados, puede estudiar los márgenes de sus actividades de política monetaria para ver dónde podría tener alguna influencia positiva, puede comprometerse como institución a dar ejemplo. Pero si fuera más allá de eso, estaría entrando en el terreno de la toma de decisiones políticas y comprometería su independencia.

evitar que el BCE se implique de forma demasiado evidente en una *política distributiva*. No en vano, si el Consejo de Gobierno puede utilizar su programa de compras de activos a gran escala para promover unas finanzas verdes, también podría utilizar su balance para promover una mayor cohesión regional o solidaridad social; dos objetivos que conforman el núcleo de los objetivos económicos más amplios en el Tratado de la Unión Europea y que han ratificado una y otra vez las instituciones europeas.

El problema es que incluso un uso marginal de los instrumentos monetarios del BCE para apoyar otros objetivos económicos equivaldría a abrir una caja de Pandora de consideraciones políticas. Esta es la razón de que los sucesivos presidentes del BCE hayan optado por unir de forma tan inseparable las dos ramas del mandato del banco. Es la razón por la que Jens Weidmann expresó su preocupación de que “una política monetaria que persiga explícitamente objetivos de política medioambiental corre el riesgo de sobrecargarse”¹⁰. Y es la razón de que Lagarde se mostrase de acuerdo con Weidmann en que “podemos ser eficaces en participar en la lucha contra el cambio climático ... [pero] ello ... no significa que tengamos, como mandato número uno,

⁹ Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, p. 14.

¹⁰ Nuevamente, el discurso de Weidmann puede consultarse aquí: <https://www.bis.org/review/r191029a.htm>.

la lucha contra el cambio climático”¹¹. El BCE puede ayudar a mejorar los modelos que se utilizan para comprender los riesgos implicados, puede estudiar los márgenes de sus actividades de política monetaria para ver dónde podría tener alguna influencia positiva, puede comprometerse como institución a marcar un ejemplo y servir como punto de referencia para la coordinación.

Pero si fuera más allá de eso, el BCE estaría entrando en el terreno de la toma de decisiones políticas y comprometería su independencia. Ello tendría como resultado rodear al BCE de más controversia en lugar de menos. También haría más difícil para los ciudadanos europeos la comprensión de por qué el Consejo de Gobierno hace lo que hace. Todas estas cosas van en contra de la agenda primaria de Lagarde, que consiste en acercar el BCE más a la gente.

Por contraste, apostar de forma más clara por compromisos simbólicos e institucionales ahonda en la dirección contraria. Como argumenta el antiguo gobernador del Banco Central de Irlanda, Patrick Honohan (2019):

“los bancos centrales que han adquirido valores privados como parte de su política monetaria están por detrás de la curva... y, en su intento de ser neutrales con el mercado, se arriesgan a ser percibidos como contrarios a un creciente consenso de que es necesaria una suma de acciones privadas y públicas para abordar el cambio climático. La oportunidad para evidenciar su adhesión a este consenso no ha sido hasta ahora aprovechada. Para proteger su percepción entre el público, deberían buscar la forma

de recuperar una posición más centrada...; esto también debería ser posible sin comprometer su independencia de los gobiernos —y sin duda podría servir en última instancia para reforzar la idea de que dicha independencia está justificada”.

Honohan sugiere que esta posición más centrada podría adoptar la forma de «cualquier nueva ronda de compras de activos» (que es el texto eliminado en la segunda elipsis). Pero, puesto que el objetivo es simbólico, un claro compromiso institucional para hacer al BCE más verde podría ser una señal más elocuente. Ciertamente, ahí es hacia donde se dirige Lagarde.

Referencias

- BOLTON, PATRICK, *et al.* (2020). *Central Banking and Financial Stability in the Age of Climate Change*. Basle: Bank for International Settlements.
- DE SANTIS, ROBERTO A., *et al.* (2018). ‘Purchases of Green Bonds under the Eurosystem’s Asset Purchase Programme.’ *Economic Bulletin*, No. 7. Frankfurt: European Central Bank, pp. 21-27.
- ECB (2019). *Annual Accounts of the ECB 2018*. Frankfurt: European Central Bank.
- HONOHAN, PATRICK (2019). ‘Should Monetary Policy Take Inequality and Climate Change into Account?’ *PIIE Working Paper* 19-18. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics (October).
- JONES, ERIK (2000). ‘The Politics of Europe 1999: Spring Cleaning.’ *Industrial Relations Journal* 31(4), pp. 247-261.

¹¹ Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, p. 13.