

Posición de la CES sobre la Revisión de la Estrategia del Banco Central Europeo

Adoptada en la reunión virtual del Comité Ejecutivo de 9-10 diciembre 2020

Introducción

En febrero de 2020, el Banco Central Europeo (BCE) inició la revisión de la estrategia a través del portal "El BCE escucha". Desde entonces, han tenido lugar muchos eventos, todos consecutivos y consecuentes con la pandemia de la COVID-19. La revisión de la estrategia se está llevando a cabo durante 2020, aunque el cuestionario relacionado con la revisión se aplazó una vez, siendo la fecha límite finales de octubre de 2020.

La CES ha respondido al cuestionario después de consultar a los miembros de su Comité Económico a principios de octubre de 2020. El documento fue enviado al BCE. Este documento de posición tiene la intención de trasladar de forma más completa la posición elaborada por la CES en el proceso, y en coherencia con las posiciones de la CES sobre el examen de la gobernanza económica en la Unión Europea, y más específicamente con la esperada revisión del marco de normas fiscales.

En este documento se presenta el papel/rol/función que se espera del BCE en los próximos años y cómo se han evaluado las políticas monetarias aplicadas desde marzo de 2020. Sin embargo, comencemos primero por dónde estamos ahora, en los debates políticos y económicos, y cómo la posición de la CES podría representar una estrategia de salida que podría llenar el vacío entre las opiniones expresadas. Por un lado tenemos a los que abogan por recortar el apoyo fiscal y monetario masivo proporcionado por la Comisión Europea, y por otro lado, tenemos a los que rechazan las peticiones para que el Banco Central Europeo use su poder de compra de bonos para abordar el cambio climático, estableciendo un posible enfrentamiento con otros responsables políticos¹.

La CES no está de acuerdo con estas posiciones. Una política de bajos tipos de interés y un apoyo monetario activo mediante programas de alivio cuantitativo y operaciones de refinanciación selectiva a largo plazo (OCRLT), para permitir a los Estados Miembros y a las empresas acceder a los gastos necesarios para una transición ecológica justa, una mayor inversión y la creación de trabajo de calidad con fuertes estándares sociales, podría representar una forma de salida al actual debate.

En primer lugar, las políticas fiscales expansivas son necesarias e incluso recomendadas por el reciente Monitor fiscal del FMI. En segundo lugar, dada la recuperación desigual que se espera en los diferentes Miembros Estados - y su diferencia en la gestión de las finanzas públicas y los niveles de deudas y déficit - se necesitaría un BCE más politizado, sin perjudicar en modo alguno su independencia. Una forma de acercar estas dos visiones sería poner los objetivos del pleno empleo y la transición ecológica a la par con la estabilidad de precios en el mandato del BCE. De hecho, los tratados de la UE mencionan un objetivo primario, la estabilidad de los precios, y varios objetivos secundarios establecidos en el

¹ Véanse los debates en M. Arnold (2020), "Bundesbank chief calls for scaling-back of crisis aid", *Financial Times*, 2 de septiembre; "Monetary policy in a pandemic emergency", Discurso de apertura de Christine Lagarde, Presidenta del BCE, Foro del BCE sobre Banca Central, Frankfurt am Main, 11 de noviembre de 2020; M. Arnold (2020), "Bundesbank boss sets stage for ECB climate clash over bond-buying", *Financial Times*, 19 de noviembre; M. Arnold (2020), "Bundesbank boss sets stage for ECB climate clash over bond-buying", *Financial Times*, 19 de noviembre; R. Khalaf & M. Arnold (2020), "Lagarde puts green policy top of agenda in ECB bond purchase", *Financial Times*, julio

artículo 3 del Tratado de la Unión Europea, como el de " *La Unión (...), tendente al pleno empleo y al progreso social, y en un nivel elevado de protección y mejora de la calidad del medio ambiente. Asimismo, promoverá el progreso científico y técnico. La Unión combatirá la exclusión social y la discriminación y fomentará la justicia y la protección sociales, la igualdad entre mujeres y hombres, la solidaridad entre las generaciones y la protección de los derechos del niño. La Unión fomentará la cohesión económica, social y territorial y la solidaridad entre los Estados miembros*".

Por lo tanto, una forma de acercar estas dos visiones sería situar el empleo y la transición ecológica al mismo nivel que la estabilidad de los precios en el mandato del BCE, considerando el marco general de los ODS.

1. Situación actual

Las crisis de 2008 y 2011 tuvieron consecuencias catastróficas para los trabajadores. El desempleo aumentó, la desigualdad se incrementó, los salarios se estancaron o incluso disminuyeron en términos reales, las estructuras de negociación colectiva han sido objeto de considerables ataques, la protección laboral se deterioró, los trabajos a tiempo parcial y temporales involuntarios se dispararon. Por otro lado, la consolidación fiscal, que se promulgó justo después de un apoyo inicial de los gobiernos y la Unión Europea, se tradujo en grandes recortes de la inversión y el gasto públicos, hasta el punto de que la formación neta de capital público llegó a ser negativa a nivel de la zona euro. Se desarrollaron divergencias económicas entre los Estados miembros a causa de devaluaciones internas imprudentes e impulsadas ideológicamente, convirtiendo a la Unión Europea en exportador neto, confiando en el resto del mundo para su evolución futura, y destruyendo al mismo tiempo la demanda agregada interna con efectos a largo plazo. Estas políticas económicas inoportunas fueron perjudiciales para los trabajadores, hasta tal punto que el total de horas trabajadas a finales de 2018 en la Unión Europea volvió a su nivel de 2008, con un alto nivel de precariedad en trabajo.

Los cambios de 2015 en la política del BCE, fueron bienvenidos, aunque insuficientes, dadas las normas fiscales gubernamentales que se impusieron. Desafortunadamente, hubo ataques a las estructuras de negociación colectiva a nivel sectorial y nacional que tuvieron como consecuencia un descenso de la densidad sindical. Además, las políticas aplicadas de devaluación interna de la UE y la disminución de los sistemas de protección de los trabajadores, impidieron el aumento de los precios. Aunque la inversión privada se recuperó lentamente, la falta de demanda (de la que se dijo repetidamente que era el principal impedimento para la inversión) y los bajísimos niveles de inversión pública tuvieron un efecto perjudicial en la productividad y la inflación, impidiendo así una recuperación sólida y sostenible. El BCE ha interpretado su propio mandato legal de manera demasiado estrecha. Hay una percepción errónea generalizada de que el BCE está obligado por el tratado a la única obligación de garantizar la estabilidad de los precios. El banco central comparte la culpa de permitir que este error se perpetúe, y a veces parece que se lo cree. Recientemente, el presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Jay Powell, anunció que la estrategia política actualizada de la Fed ya no se preocupará tanto por las "desviaciones" sino solo por el "déficit" de pleno empleo mientras no haya presiones inflacionarias. En otras palabras, no reforzará la política monetaria, al menos hasta 2023, para evitar un "sobrecalentamiento" sólo porque, contrariamente a lo que los economistas creían posible, un mayor número de americanos consiguen un empleo. El BCE haría bien en seguir el mismo principio.

Desde entonces se han aprendido algunas lecciones. Quitando el fracaso del BCE para calmar los mercados financieros sobre la deuda soberana entre el 12 y el 18 de marzo de 2020, el BCE respondió muy rápidamente poniendo en marcha programa de compras de emergencia para la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) con la flexibilidad adecuada en la distribución de los flujos de compra a lo largo del tiempo, según las clases de activos y

entre jurisdicciones. Sin embargo, el plazo y el importe inicial del PEPP no permitieron a los gobiernos e instituciones desarrollar la confianza suficiente para comprometerse en grandes apoyos presupuestarios suficientes y/o comunes. Por lo tanto, se acogió con satisfacción su aumento en junio de 2020, mientras que las declaraciones de que el programa podría ampliarse, si fuera necesario, y prolongarse siempre y cuando la crisis de COVID-19 afectara a la economía, han motivado positivamente a los gobiernos a acordar un programa común de apoyo fiscal en julio de 2020. Para los sindicatos estos movimientos rápidos son de enorme importancia para evitar un aumento de los tipos de interés de las deudas soberanas. Ese aumento habría puesto en peligro la sostenibilidad fiscal. También habría causado recortes en los programas de apoyo fiscal para los trabajadores y los servicios públicos que resultaron esenciales como respaldo social y económico. Por lo tanto, las ayudas monetarias no convencionales de los bancos centrales probablemente desempeñaron un papel importante para contener la inestabilidad financiera, que se habría sumado al impacto macroeconómico directo de la pandemia.

2. Inversión pública y sostenibilidad de la deuda

Se necesitarán ayudas e inversiones públicas masivas en los próximos años. Se pueden introducir políticas anticíclicas activando la Cláusula General de Escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y con el apoyo de la política monetaria implementada por el BCE. El PEPP demostró ser importante para que los Estados miembros pudieran acordar fondos comunes de apoyo financiero, que deberían contribuir a la convergencia del desarrollo económico y social.

La inversión pública

La inversión en capital físico tendrá que aumentar y reorientarse hacia actividades ricas en empleo de calidad, altamente productivas y más verdes. Según el Monitor Fiscal del FMI esto concierne sobre todo a las economías más avanzadas y a los mercados emergentes que pueden financiar un aumento en la inversión, especialmente para los países que pueden emitir monedas de reserva. Dado el papel que tiene ahora el BCE y el nuevo instrumento de recuperación de la UE “Next generation”, podemos considerar que la Unión Europea, y *a fortiori* la zona del euro, forman parte de este grupo de países. Además, ahora se sabe que la inversión pública también puede tener un mayor impacto que en tiempos normales y que la inversión pública y su efecto de atracción sobre la inversión privada, puede tener importantes efectos positivos. Finalmente, había grandes necesidades de inversión antes de la pandemia y aumentaron aún más desde su inicio. Las inversiones públicas se han ralentizado desde el decenio de 1990, reduciendo las ratio de capital-PIB y de capital público respecto del privado en todos los grupos de ingresos. Los coeficientes de inversión pública han caído, especialmente en los sectores de la salud, la vivienda y la protección del medio ambiente, debilitando la resistencia de las sociedades a la COVID-19. Un gran desafío será cambiar drásticamente la composición de la inversión hacia las tecnologías bajas en carbono y según el FMI las necesidades de inversión pública para la adaptación al cambio climático también son grandes. Además de su efecto directo sobre el empleo, la inversión pública tiene el potencial de impulsar el crecimiento y aumentar la tasa de empleo a través de las interrelaciones macroeconómicas habituales.

En palabras de la Sra. Gopinath, economista jefe del FMI, la política fiscal juega un papel muy destacado y apoya la opinión de que la estimulación fiscal se retiró demasiado rápido justo después de la crisis financiera. Incluso recomienda no retirar prematuramente los

mecanismos de apoyo a las políticas². De hecho, tanto el FMI como el Banco Mundial están instando a los países más ricos a gastar para salir de la pandemia³.

De hecho, el FMI estima que, para los países desarrollados, el aumento de la inversión pública en las condiciones actuales en un 1% del producto interior bruto probablemente aumentaría el PIB en más del 2% después de dos años, y mejor, el Monitor Fiscal de octubre de 2020 encuentra que el aumento de la inversión pública en un 1% del producto interior bruto aumentaría la inversión privada en más de un 10%.

Sostenibilidad de la deuda

El flujo constante de medidas fiscales y la contracción económica empujarán la deuda media de las administraciones públicas mundiales al 126% del PIB en 2020. En comparación con 2019, se prevé que la deuda de las administraciones públicas aumente cerca del 30% del PIB en Italia, Japón y España, impulsada predominantemente por los grandes stocks de deuda existentes, junto con la caída de la actividad económica. En Estados Unidos será de más del 20% del PIB impulsada por las medidas fiscales de carácter presupuestario.

Sin embargo, según la Sra. Gopinath, *"Una importante lección que aprendimos después de la crisis financiera es que la política fiscal desempeña un papel esencial en la recuperación. Y que cada aumento en la deuda no es fuente de destrucción"*. Actualmente muchos actores económicos destacados comparten ahora la misma opinión afirmando que la evaluación de la sostenibilidad de la deuda debe tomar imperativamente en cuenta tanto el nivel de crecimiento como los tipos de interés en vigor⁴.

En base a estos modelos, el Director de Asuntos Fiscales del FMI afirma que la reducción de los pagos de intereses permitiría que los ratios de deuda pública se estabilizaran e incluso disminuyeran ligeramente hacia el final del periodo de proyecciones, lo que apoya la opinión de que la covid-19 solo provoca un aumento puntual en la deuda y que, con bajos tipos de interés, la dinámica de la deuda se estabiliza. En consecuencia, no hay necesidad de consolidación presupuestaria en los países capaces de pedir prestado libremente en los mercados financieros⁵.

La petición de que el BCE mantenga los intereses bajos y asegure las políticas adecuadas que permitan a los Estados Miembros seguir una senda de endeudamiento sostenible debería, por tanto, cumplirse; especialmente si va acompañada de un mandato adecuado que tenga como objetivo la estabilidad de los precios, el pleno empleo y una transición ecológica justa. Un aumento de los tipos de interés, especialmente en la deuda soberana, podría tener efectos perjudiciales para la sostenibilidad de la deuda pública, al tiempo que reforzaría la intranquilidad en economías que aún están experimentando dificultades.

3. La inflación y la reglamentación financiera

Desde los años 70 ha estado claro que existía un equilibrio entre el empleo y la inflación. Si el desempleo disminuía demasiado y la inflación de los precios comenzaba a acelerarse, los Bancos Centrales elevaban los tipos de interés a corto plazo para mantener la inflación a un

² M. Sandbu (2020), *"Gita Gopinath: 'Fiscal policy plays an essential role in recovery'"*, *Financial Times*, November

³ C. Giles (2020), *"Global economy: the week that austerity was officially buried"*, *Financial Time*, October.

⁴ Ver C. Lagarde (2020), *"Les Etats européens " doivent être à la hauteur de la gravité du dommage économique "*, *Les Echos* 18 de mayo de 2020; M. Wolf (2020), *"Why the ECB can save the eurozone"*, *Financial Times*, abril; 4 R. Harding (2020), *"Deje las preocupaciones de la deuda pública para otro día"*, *Financial Times*, agosto.

⁵ Ver, C. Giles (2020), *"IMF says austerity is not inevitable to ease pandemic impact on public finances"*, *Financial Times*, October.

cierto nivel. La idea básica era mantener bajo control el poder de negociación de la mano de obra. Sin embargo, tal relación parece ahora ser seriamente cuestionada o incluso negada. La baja inflación podría coexistir con bajos niveles de desempleo, y *viceversa*. La desregulación de los mercados mundiales de bienes, servicios y capitales puso fin a esta era, que se caracterizó por una constante disminución global del poder de negociación de la mano de obra, marcada por la disminución de la parte de los salarios en el PIB. Esta falta de presión inflacionaria ha hecho que los bancos centrales modernos no se preocupen por la expansión monetaria. Lejos de temer a la inflación, los bancos centrales se enfrentan actualmente a la forma de evitar la deflación. La caída de los precios es un desastre porque presiona a los deudores y crea un círculo vicioso de compras aplazadas, dando lugar a la caída de la demanda y a una mayor deflación.

Inflación

La crisis de 2008 demostró, especialmente en los Estados Unidos, pero también, por ejemplo, en España e Irlanda, que la desregulación financiera y el desarrollo de un sistema bancario en la sombra podrían ocultar la disminución estructural de la demanda agregada y el aumento de la financiarización de la economía. Desafortunadamente, el BCE no tenía las herramientas que tenían otros Bancos Centrales para contrarrestar la crisis. El BCE tuvo que esperar a que la zona euro estuviera al borde de deflación para actuar con decisión a través de operaciones de compra de activos con el tipo de interés efectivo más bajo. Sin embargo, las normas fiscales europeas continuaron arrastrando a la baja a la economía europea, y, en este sentido, han de fijarse en coherencia con la política monetaria. Los políticos hicieron campaña a favor de la consolidación fiscal y la reducción de la deuda en lugar de promesas de inversión y empleo. En la agonizantemente lenta recuperación de la crisis de 2008, el problema para los bancos centrales no fue el exceso de gasto sino el fracaso de los gobiernos para proporcionar un estímulo fiscal adecuado.

La alta inflación, dada la disminución del poder de negociación colectiva de los trabajadores frente al capital, y la disminución de la densidad sindical debido a la promoción y la multiplicación de las formas de empleo no estándar, disminuyó la capacidad de los trabajadores para negociar colectivamente su justa parte de los aumentos de la productividad. Si los trabajadores estuvieran mejor protegidos y el mercado laboral fuera resistente a los ciclos económicos, las tasas de inflación más altas podrían considerarse como propicias para la inversión, el crecimiento y, por tanto, para los trabajadores. Desafortunadamente, en las últimas décadas, las exigencias de las políticas fueron en la dirección opuesta pidiendo aún más desregulación y la individualización del trabajo y actuaron en contra de los intereses de los trabajadores, evitando de esta manera que la inflación aumentara.

Al evaluar los efectos de una inflación baja/alta, también es crucial evaluar la definición de inflación. Oficialmente, la inflación ha sido en parte baja porque incluye sólo los precios al consumidor y excluye el valor de los activos. Incluir la mejora de los precios de la vivienda en la definición de la inflación revelaría una imagen bastante opuesta de la realidad. Parece que el estímulo monetario a través de bajos tipos de interés y la flexibilización cuantitativa ha beneficiado sobre todo a los mercados financieros y al sector inmobiliario, causando la inflación en los precios de los activos y de las viviendas y no en los precios al consumo. En el futuro, el BCE debería considerar incluir más directamente los precios de la vivienda en su definición de estabilidad de precios.

Una de las razones por las que la política monetaria no ha sido capaz de aumentar la inflación de los precios al consumo, mientras que los precios de los activos han aumentado significativamente, es la falta de herramientas. Las OCRLT⁶ son una forma innovadora de

⁶TLTRO significa *Targeted Long-Term Refinancing Operation*. En español ORLTC. operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.

alentar a los bancos a financiar la economía real, pero probablemente no son suficientes. El BCE debería pensar en añadir otras herramientas a sus servicios. Por ejemplo, el dinero helicóptero, es decir, las transferencias directas a los hogares, tendría un mayor impacto directo en la economía real, y por lo tanto en los precios al consumo, que los instrumentos de que dispone actualmente el banco central.

Esta falta de instrumentos reguladores implicó un aumento del costo del alquiler para los trabajadores que no podían acceder al crédito y que ahora destinan gran parte de sus ingresos a la vivienda en detrimento de otros bienes y servicios vitales. En la Unión Europea, aunque la población en conjunto gasta un promedio del 21% de sus ingresos en vivienda, los hogares pobres gastan el 41% (por encima del umbral del 40% que se considera excesivo). Esto es 2,4 veces más que los hogares no pobres, que gastan en promedio el 17% de sus ingresos en la vivienda. El costo de la vivienda para los inquilinos pobres aumentó entre 2008 y 2015 en casi todos los países de la Unión Europea, con proporciones particularmente altas en Rumania (+264,6%), Estonia (+136,9%) y Polonia (+108,8%). Observando las tendencias "post-crisis" de 2013 a 2018, los costos de la vivienda para los inquilinos pobres aumentaron considerablemente en Grecia (+68,3%). Entre 2008 y 2018, la proporción de los ingresos destinados a gastos de vivienda disminuyó en un 6,2% para el conjunto de la población, mientras que se estancó para los hogares pobres en +0,2%. Los hogares pobres tienen ocho veces más probabilidades de estar sobrecargados por los costos de la vivienda que los hogares no pobres (incluidos tanto los inquilinos como los propietarios).

A causa de la desregulación financiera, la búsqueda de rendimiento en todos los ámbitos de la actividad social tuvo un fuerte impacto en los precios de la vivienda, especialmente en ciertas regiones, lo que empujó a los trabajadores a endeudarse mucho para encontrar un lugar donde vivir. La desigualdad de ingresos y riqueza, que aumenta constantemente y está ampliamente documentada, contribuyó de manera complementaria a este proceso. La crisis de 2008 fue ampliamente documentada y señaló el papel de la desigualdad y la desregulación financiera como las raíces profundas de la crisis. También reveló importantes paradojas, como consecuencia de la crisis financiera: los fondos de pensiones invierten cada vez más en el sector inmobiliario penalizando a los trabajadores con el aumento de los precios de la vivienda, dando lugar a que las familias pierdan sus hogares, y los trabajadores se vean privados de sus pensiones.

Las investigaciones realizadas desde los años 70, basadas en los países industrializados, muestran que los precios reales de la vivienda son procíclicos mientras que la parte de la mano de obra a nivel mundial, y en Europa en particular, ha seguido una tendencia decreciente regular que explica la elección de los mercados financieros desregulados para llenar la brecha en la evolución de los salarios.

Regulación financiera

Se envió abundante liquidez a los mercados financieros, antes y durante la pandemia, con escasas consecuencias en la inflación y la inversión, lo que hizo dudar de la capacidad de los mercados para facilitar el desarrollo de la economía real de manera sostenible. Esto dejó a los mercados financieros y a los especuladores en una situación muy cómoda, mientras que los trabajadores no veían cómo estos fondos se traducían en crecimiento, inversión, empleo y aumentos salariales.

Un estudio del FMI indica que los anuncios de política monetaria realizados a mediados de marzo dieron lugar a una importante disminución de las tasas de descuento (tanto de las primas de riesgo como de las tasas libres de riesgo). Esto elevó la percepción de las valoraciones de activos de que la política monetaria ha apoyado a los mercados financieros y a los inversores, al tiempo que ha sido incapaz de reactivar la actividad real y reducir el desempleo. Esto podría reavivar el debate sobre las repercusiones de las medidas de

política monetaria en la desigualdad y en la obligación de rendir cuentas y en la independencia del banco central. A pesar de la reciente recuperación del mercado, algunos inversores y analistas siguen temiendo que una crisis financiera pueda agravar el daño económico. Ahora se necesita urgentemente replantear la regulación de la parte no bancaria del sistema financiero, ya que podría amplificar lo que podría convertirse en una crisis financiera en toda regla. Los fondos de inversión y los fondos del mercado monetario, así como otros intermediarios financieros (la banca en la sombra) han crecido enormemente y representan ahora más del 40% de los activos del sector financiero. Al tiempo que activa una política monetaria no convencional para permitir a los Estados miembros acceder a la financiación a bajos tipos de interés, la compra de bonos del Estado aumenta las reservas bancarias (con el fin de estimular los préstamos); activa simultáneamente un canal de reequilibrio de la cartera. Dado que la deuda pública es el instrumento sin riesgo que sirve de base para fijar el precio de los instrumentos privados, la reducción de los rendimientos soberanos aumenta la demanda de activos de mayor rendimiento y puede contribuir así a facilitar las condiciones de financiación de los agentes financieros privados y podría inducir una inestabilidad financiera en los rendimientos. El total de los activos bancarios ocultos se duplicó con creces entre 2000 y 2008, y se observó un auge similar entre 2009 y 2018. Las reformas del Acuerdo de Basilea III intentaron reducir la prociclicidad de los préstamos bancarios, pero el aumento de la prevalencia de la banca en la sombra puede resultar en una reducción de la eficacia tanto de la regulación basada en el capital como de los límites basados en el prestatario. El fuerte vínculo entre la banca en la sombra y las empresas de seguros y los fondos de pensiones apunta a la necesidad de crear un marco para poner a prueba la interconexión de las instituciones financieras a nivel de la Unión Europea, a fin de evaluar en qué medida el sistema financiero podría encontrarse en una situación de fragilidad sistémica.

4. La transición ecológica justa y el pleno empleo y las nuevas herramientas monetarias

El viejo paradigma de que el dinero es neutral en la economía y que existía una clara distinción entre la política monetaria y la fiscal se está desmoronando claramente. De acuerdo con este punto de vista, la política monetaria no puede realmente aumentar la producción ni el empleo, sino que un aumento de la oferta monetaria del banco central sólo podría producir una mayor inflación.

Transición ecológica justa y el pleno empleo:

La CES apoya la opinión de que la política monetaria puede afectar al nivel de empleo, la inversión y la productividad. A este respecto, el nivel de empleo y una transición justa deben considerarse al mismo nivel de importancia que la estabilidad de los precios. En 2016, después de años de compras masivas de activos, el Banco de Japón adoptó un nuevo régimen conocido como control de la curva de rendimiento. El Banco se comprometió a garantizar que el tipo de interés efectivo para la deuda pública a 10 años no se elevaría por encima de cero. La idea era que, si garantizaba un bajo coste de los préstamos, estimularía los préstamos y la inversión. Tuvo éxito disipando el fantasma de la deflación, pero el crecimiento se reactivó sólo modestamente. Explicaríamos tal fracaso por el desarrollo de las actividades bancarias en la sombra que crean riqueza financiera en lugar de empleo, inversión y crecimiento económico. A principios de este año, en el punto álgido de la pandemia de COVID, el banco central de Australia comenzó a hacer algo similar. En este sentido, una coordinación más adecuada de la asignación de créditos, al menos mediante los recién creados fondos de recuperación, sería bienvenida. Europa está viviendo en un periodo de exceso de ahorro privado y ese ahorro no debe ser ocioso, sino que debe compensar el déficit fiscal y el endeudamiento público. Conformarse una renta de intereses más baja es preferible a la alternativa de perder un trabajo (ciertamente para los que no tienen ahorros). El aumento de los tipos de interés de la política actual no resolvería el problema subyacente del exceso de ahorro, sino que lo exacerbaría: el gasto se deprimiría,

lo que perjudicaría los ingresos a partir de los que se puede ahorrar, lo que daría lugar a un aumento del desempleo y la demanda disminuiría. Reincorporar el dinero y el crédito en la búsqueda del bien común nunca ha sido tan imperativo y debería adaptarse a los objetivos medioambientales, sociales y de salud. En cualquier caso, confiar en el estímulo fiscal en lugar de generar superávit en la cuenta corriente no es un sacrificio. Un paquete bien diseñado podría mejorar el crecimiento a largo plazo mediante inversiones públicas y aumentar los salarios, reduciendo al mismo tiempo la desigualdad. Sería asequible visto los actuales tipos de interés ultra bajos y proporcionaría los tan necesarios activos seguros.

Nuevas herramientas monetarias

Además de la estabilidad de los precios y el pleno empleo, el bajo interés posibilitado por la gestión del rendimiento, también debería favorecer una transición justa para los trabajadores. Esa estrategia apoyaría la economía real y respondería a la necesidad urgente de hacer frente al cambio climático, las transiciones justas y la justicia social. El BCE ha creado 2,6 billones de euros de dinero nuevo desde 2015 en el contexto de su programa de flexibilización cuantitativa prepandémica. Sin embargo, ha anunciado que cuando estos bonos gubernamentales y corporativos lleguen a su vencimiento, se comprarán nuevos bonos en el mercado, a fin de mantener la masa monetaria al mismo nivel. Esto crea una oportunidad para que el BCE reemplace los antiguos bonos por nuevos bonos ambientales, emitidos para financiar proyectos ambientales de empresas que respeten los derechos laborales, las normas sociales y las estructuras de negociación colectiva adecuadas. A este respecto, la nueva taxonomía de los activos financieros debería formularse sobre normas muy claras para evitar apoyar actividades económicas ambientalmente perjudiciales y prácticas laborales socialmente irrespetuosas, permitiendo al mismo tiempo a los Estados miembros invertir en la capacitación de los trabajadores para nuevos tipos de actividades en sectores respetuosos con el medio ambiente (de nuevo gracias al PEPP y a los programas Next Generation de la UE). Como han sugerido muchos, el BCE podría, en el marco del PEPP: centrarse en los activos y los colaterales en línea con el Acuerdo de París sobre el Clima y emitidos por empresas que satisfagan normas sociales y derechos laborales rigurosos, para apoyar la transición hacia una economía con bajas emisiones de carbono; hacer operaciones de refinanciación sustituyendo los antiguos bonos que lleguen a su vencimiento por bonos ambientales emitidos por empresas que respeten las buenas prácticas sociales y laborales, y poner en práctica ORLTC verdes y sociales; coordinar y apoyar sus operaciones de mercado para la inversión sostenible con el Banco Europeo de Inversiones; elaborar un nuevo sistema de reglamentación financiera basado en los requisitos de reserva de activos para la inversión verde y social; y dar ejemplo en cuanto a información y transparencia en materia de cambio climático, evaluando y comunicando de manera periódica a las autoridades elegidas la alineación de sus operaciones con el Acuerdo de París y la del sector bancario europeo.

Conclusión

Si bien la convergencia económica y social entre los Estados Miembros se reanudó poco antes de la pandemia, están apareciendo nuevas señales de divergencia. Algunos advierten que esta recuperación de dos velocidades, en la que el norte de Europa, más fuerte fiscalmente, está recuperándose más rápidamente que el sur, más endeudado, va a aumentar las tensiones de los mercados financieros. A este respecto, los bajos tipos de interés resultantes del programa PEPP lanzado por el BCE llegan en buen momento. Incluso después de una eventual recuperación económica, dentro de los planes de compra de activos a largo plazo del BCE, la flexibilidad geográfica y de activos debería seguir siendo objeto de debate.

El problema fundamental de Europa no lo reflejan las tasas de inflación agregadas de la zona del euro ni, por supuesto, el tipo de cambio con el dólar. El problema agudo es la falta de demanda y de crecimiento, y por tanto también de tasas de inflación saludables en las

partes más débiles de la economía de la zona del euro. Sin una convergencia de las tasas de crecimiento, Europa en su forma actual estará bajo constante presión. El compromiso alcanzado en julio evita la austeridad inmediata pero no resuelve el problema. Crear esa convergencia en el crecimiento no es evidentemente la tarea principal del BCE, sino que se trata de una cuestión de política económica, social e industrial mucho más amplia. Sin embargo, el BCE tiene un papel indispensable como actor secundario, permitiendo el endeudamiento y canalizando el crédito para apoyar cualquier medida fiscal e industrial que sea necesaria. A este respecto, la CES apoya el reciente llamamiento del BCE a la Unión Europea para que considere la posibilidad de hacer permanente su nuevo fondo de recuperación de la pandemia para las cuestiones relacionadas con la demanda agregada mundial y la convergencia.

Esto dará lugar a debates difíciles y muy políticos sobre el propio papel del BCE. Además, dado el plazo en el que debe trabajar, es inseparable de la necesidad de descarbonización y de una transición verde y justa.

Por lo tanto, con respecto a los desarrollos descritos anteriormente, la CES exige:

- El pleno empleo y los objetivos de transición verde estarán al mismo nivel que la estabilidad de precios en el mandato del BCE;
- El BCE no debe endurecer la política monetaria sólo porque se prevé una disminución del desempleo;
- El BCE apoyará, a través de políticas monetarias expansivas, el aumento de las necesidades de inversión pública, a través de algún tipo de control de rendimiento;
- El BCE revisará su metodología de inflación para incluir mejor la evolución de los precios de la vivienda;
- El BCE considerará la posibilidad del dinero helicóptero;
- El BCE aumentará la regulación financiera como una forma de mejorar los mecanismos de transmisión monetaria;
- El BCE seguirá mostrando su voluntad de intervenir, incluso con instrumentos monetarios no convencionales de manera flexible para prevenir la crisis de la deuda en Europa y permitir una convergencia económica y social ascendente;
- El BCE reorientará su compra de activos hacia los bonos emitidos por empresas que respeten los objetivos de la transición ecológica justa;
- Y también que el BCE:
 - ✓ Se concentre en los activos y los colaterales conformes al Acuerdo de París sobre el Clima y emitidos por empresas que satisfacen normas sociales y derechos laborales sólidos, para apoyar la transición a bajo carbono;
 - ✓ Haga operaciones de refinanciación sustituyendo los antiguos bonos que lleguen a su vencimiento con bonos medioambientales emitidos por empresas que respeten las buenas prácticas sociales y laborales, y ponga en práctica ORLTC verdes y sociales;
 - ✓ Coordine y apoye sus operaciones en los mercados para la inversión sostenible con el Banco Europeo de Inversiones; Desarrolle un nuevo sistema de regulación

financiera basado en los requisitos de reserva de activos para la inversión verde y social;

- ✓ Y dé ejemplo en materia de información y transparencia climática evaluando y comunicando regularmente a los representantes electos la alineación de sus operaciones con el Acuerdo de París y la del sector bancario europeo. Apoyamos firmemente el papel del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) consistente en proporcionar al público datos fiables y detallados para un mejor análisis de la actividad económica. Esto incluye no sólo los datos macroeconómicos, los datos de las Instituciones Financieras Monetarias (IMF), sino también los datos de los hogares, como la Encuesta sobre la Financiación y el Consumo de los Hogares (HFCS, siglas en inglés).

Traducido por Internacional CEC UGT