La política monetaria en un nuevo entorno

Discurso de Christine Lagarde, presidenta del BCE, en el Congreso Bancario Europeo



*Frankfurt, 18 de noviembre de 2022*

Es un placer dirigirme a ustedes esta mañana.

Cuando se le preguntó al ex primer ministro británico Harold Macmillan cuál era el mayor desafío para un estadista, se dice que respondió: "Eventos, querido muchacho, eventos". Y, de hecho, como responsables de la formulación de políticas, nos enfrentamos constantemente a eventos y shocks impredecibles.

Pero lo que hace que la situación a la que nos enfrentamos hoy sea especialmente desafiante es que no solo nos enfrentamos a una secuencia de eventos nefastos (la pandemia, la crisis energética, la invasión injustificable de Ucrania por parte de Rusia y la alta inflación), sino que, como resultado, el entorno que nos rodea también está cambiando.

Algunas de las principales tendencias que caracterizaron las últimas décadas están cambiando o incluso invirtiéndose. En particular, ya no podemos suponer, al menos en un futuro próximo, que la oferta mundial se expandirá gradualmente o que la demanda mundial actuará como amortiguador.

Y esto tiene implicaciones para el enfoque de la política macroeconómica en los próximos años.

Hoy argumentaré que tres temas serán importantes: garantizar la estabilidad de precios a medida que se desarrollen los diferentes shocks; eliminar las restricciones al crecimiento en las zonas en las que han surgido; y salvaguardar un sector financiero resiliente que pueda apoyar las transiciones que enfrentaremos.

Para el BCE, mostrar nuestro compromiso con nuestro mandato es vital para garantizar que las expectativas de inflación permanezcan ancladas mientras la inflación es alta. Estamos comprometidos a reducir la inflación a nuestro objetivo a medio plazo, y tomaremos las medidas necesarias para hacerlo.

Pero para superar los desafíos actuales, otros actores públicos y privados deberán ayudar a acelerar la transición hacia una economía más verde, más digital y más productiva.

**El entorno cambiante**

Una de las historias macroeconómicas más importantes de los últimos 30 años ha sido la creciente interconexión de la economía mundial y sus implicaciones para la oferta y la demanda mundiales.

La entrada de China en la economía mundial condujo a un aumento masivo de la oferta mundial de mano de obra. Las cadenas de suministro globales se volvieron más desagregadas y eficientes, reduciendo los niveles de inventario y reduciendo los costos. Y los mercados energéticos cambiaron fundamentalmente a medida que surgieron nuevos productores, especialmente el petróleo y el gas de esquisto de Estados Unidos, lo que hizo que el suministro mundial de petróleo y gas fuera significativamente más elástico. [[1](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221118~639420cee0.en.html#footnote.1)]

Al mismo tiempo, la globalización permitió que el crecimiento se viera menos afectado a las oscilaciones de la demanda interna, ya que los países podían rotar la demanda hacia el resto del mundo cuando se enfrentaban a recesiones internas. Esto resultó especialmente valioso para Europa a raíz de la crisis de la deuda soberana: entre 2010 y 2014, la demanda externa como porcentaje del PIB de la zona del euro se duplicó con creces. [[2](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221118~639420cee0.en.html#footnote.2)]

Estas dos fuerzas significaron que la inflación se volvió inusualmente baja y estable. Un piso por debajo de la demanda significó que las grandes caídas de la demanda interna dieron lugar a una inflación menos volátil. Y la oferta elástica significó que los grandes auges, como el que vimos antes de la gran crisis financiera, no produjeron presiones inflacionarias graves.

Pero ahora nos enfrentamos a un nuevo entorno.

Han surgido nuevas restricciones de suministro en la economía mundial debido a las interrupciones de la cadena de suministro, las políticas de cero COVID, los recortes de producción de energía y la invasión rusa de Ucrania. Y en este contexto, los vaivenes de la demanda provocados por el cierre y la reapertura de la economía han "chocado contra un muro". En lugar de aumentar las cantidades para satisfacer la demanda, los precios han aumentado. Esa es una razón clave por la que, junto con el aumento de los precios de la energía, la inflación ha regresado tan ferozmente.

Algunas de estas limitaciones se desvanecerán con el tiempo. Ya estamos viendo, por ejemplo, la disminución de los costos de envío y el acortamiento de los plazos de entrega. Pero otros cambios pueden ser más persistentes. Las conmociones provocadas por la pandemia y la guerra están creando lo que he llamado un "nuevo mapa global" de las relaciones económicas.[[3](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221118~639420cee0.en.html#footnote.3)]Y en este entorno, es incierto si continuará una expansión continua de la oferta y cómo se verá afectada la demanda global.

De hecho, el nuevo mapa mundial se caracteriza por dos cambios clave.

El primero es de la eficiencia a la seguridad en las cadenas de suministro globales.

Esto se refleja en las nuevas políticas industriales que en los últimos años han priorizado los objetivos geopolíticos sobre las preocupaciones de eficiencia. Muchas economías avanzadas están llegando a ver su desindustrialización pasada como una vulnerabilidad, lo que lleva a un impulso para "reubicar" o "apuntalar amigos" industrias consideradas estratégicas. Es probable que eso aumente los costos y afecte la producción mientras las cadenas de suministro se están ajustando.

Al mismo tiempo, este cambio podría cuestionar el papel de China como fuente de demanda global, deprimiendo los valores de inversión y capital para las empresas europeas. Las recientes decisiones políticas para centrarse más en la demanda interna, junto con los controles de exportación de semiconductores por parte de Estados Unidos y las restricciones comerciales a tecnologías clave debido a los riesgos cibernéticos, podrían afectar el lugar de China en la economía global.

El segundo cambio es de la dependencia a la diversificación, especialmente en los mercados energéticos.

Europa está experimentando, dolorosamente, los costes de la dependencia excesiva de un solo proveedor. Y el proceso de diversificación de nuestro suministro de energía tendrá ramificaciones en los próximos años. Por ejemplo, es posible que tengamos que pagar una prima durante algún tiempo para atraer gas natural licuado no contratado para reemplazar el gas ruso.

A largo plazo, es probable que la necesidad de diversificar también acelere la transición verde en Europa, y la inversión masiva en energías renovables impulsará tanto el suministro de energía como la demanda agregada con el tiempo. Pero durante la fase de transición, enfrentamos efectos inciertos en ambos lados de la economía.

Podríamos ver una menor inversión en la producción de petróleo y gas, ejerciendo una presión al alza sobre los precios de los combustibles fósiles, mientras que la demanda de esos combustibles sigue siendo alta. Al mismo tiempo, la cancelación del capital intensivo en carbono existente podría producir un efecto de riqueza negativo y una menor demanda agregada.[[4](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221118~639420cee0.en.html#footnote.4)]

Como resultado, todas las fuerzas principales que impulsaron la expansión de la oferta en las últimas décadas y amortiguaron la demanda global (el papel de China, las cadenas de suministro, la abundante energía) están cambiando. Y el efecto neto sobre la oferta agregada y la demanda agregada solo se aclarará con el tiempo.

En este contexto, los tres temas que mencioné al principio son cruciales: garantizar la estabilidad de precios a medida que se desarrollan los diferentes shocks; eliminar las restricciones al crecimiento en las zonas en las que han surgido; y salvaguardar un sector financiero resiliente que pueda apoyar las transiciones que enfrentaremos.

**Garantizar la estabilidad de precios**

Para la política monetaria, este entorno cambiante crea desafíos considerables.

La inflación en la zona del euro es demasiado alta, habiendo alcanzado los dos dígitos en octubre por primera vez desde el inicio de la unión monetaria. Y dado que es probable que la inflación se mantenga alta durante un período prolongado, debemos monitorear la evolución de las expectativas de inflación con mucho cuidado. Además, aunque los datos recientes sobre el crecimiento del PIB han sorprendido al alza, el riesgo de recesión ha aumentado.

Al mismo tiempo, la experiencia histórica sugiere que es poco probable que una recesión reduzca significativamente la inflación, al menos en el corto plazo. En este contexto, mostrar compromiso con nuestro mandato es vital para garantizar que las expectativas de inflación permanezcan ancladas y que los efectos de segunda ronda no se arraiguen.

Es por eso que hemos estado elevando las tasas al ritmo más rápido de nuestra historia: en 200 puntos básicos en nuestras últimas tres reuniones de política. Estos aumentos de tasas nos ayudan a retirar el apoyo a la demanda más rápidamente. Y envían una señal clara al público de nuestra determinación de reducir la inflación, lo que ayudará a anclar las expectativas.

Esperamos aumentar aún más las tasas, y retirar el alojamiento puede no ser suficiente. En última instancia, elevaremos las tasas a niveles que lleven la inflación de manera oportuna a nuestro objetivo a mediano plazo. Como expliqué recientemente, hasta dónde tenemos que llegar, y qué tan rápido, estará determinado por las perspectivas de inflación. Esto es prospectivo e incorpora todas las diferentes fuerzas a las que nos enfrentamos: las perspectivas de la economía, la persistencia de los shocks, la reacción de los salarios y las expectativas de inflación, y la transmisión de nuestra orientación política. [[5](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221118~639420cee0.en.html#footnote.5)]

Las tasas de interés son, y seguirán siendo, la principal herramienta para ajustar nuestra orientación política. Pero también necesitamos normalizar nuestras otras herramientas de política y reforzar así el impulso de nuestra política de tasas.

Por este motivo, recientemente hemos decidido modificar los términos y condiciones de nuestras operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III). Las TLTRO abordaron la necesidad de un estímulo significativo durante la pandemia, reforzando la transmisión de los tipos a la economía a través de los bancos. Pero ahora el entorno ha cambiado por completo, y debemos asegurarnos de que el menor coste de financiación de las TLTRO creado para los bancos no impida la transmisión monetaria cuando se requiera la normalización de las políticas.

Del mismo modo, las compras de activos a gran escala fueron necesarias para ampliar la orientación de la política monetaria cuando las tasas de interés estaban cerca del límite inferior. Pero en el entorno actual, y reconociendo que las tasas de interés siguen siendo la herramienta más efectiva para configurar nuestra orientación política, es apropiado que el balance se normalice de manera mesurada y predecible.

En diciembre estableceremos los principios clave para reducir las tenencias de bonos en nuestra cartera del programa de compra de activos. Paralelamente, se mantendrán nuestros instrumentos para preservar la transmisión ordenada de la política monetaria, en particular las reinversiones flexibles en el marco del programa de compras de emergencia pandémicas y el nuevo instrumento de protección de la transmisión.

**Levantamiento de restricciones**

La política monetaria garantizará un retorno oportuno de la inflación a nuestro objetivo a mediano plazo. Pero las perspectivas económicas también dependerán de la alineación entre la política monetaria y otros actores.

A corto plazo, la orientación de la política fiscal es importante. En el entorno actual de alta inflación, la política fiscal debe ser temporal, selectiva y adaptada. Debe ser temporal, para que no impulse demasiado la demanda a medio plazo; focalizadas, de modo que el tamaño del impulso fiscal sea limitado y beneficie a quienes más lo necesitan; y a medida, para que no debilite los incentivos para reducir la demanda de energía.

Mirando hacia el futuro, si bien la política monetaria puede dirigir la demanda, no puede eliminar las restricciones existentes al crecimiento económico. Otros ámbitos políticos tendrán que actuar. La eliminación de estas limitaciones no solo reconstruirá la oferta que se ha visto afectada por las recientes crisis. Con el tiempo, también fortalecerá la demanda interna en un mundo donde la demanda externa es cada vez menos predecible.

Un impulso para acelerar tres transiciones clave determinará nuestro futuro: hacia una energía más limpia, una mayor seguridad económica y una economía más digital y productiva.

En primer lugar, necesitamos urgentemente aumentar la inversión en energía limpia para contrarrestar la menor inversión en combustibles fósiles y la caída del suministro ruso. No se trata solo de aumentar la producción nacional de energía, sino también de desarrollar nuevas tecnologías que nos ayuden a resolver los desafíos de intermitencia y almacenamiento de las energías renovables. Y a corto plazo, la reforma de los mercados energéticos europeos será fundamental para evitar la volatilidad recurrente de los precios de la energía mientras nos diversificamos lejos del gas ruso.

En segundo lugar, la agenda de "autonomía estratégica" de Europa será fundamental para hacer que el crecimiento sea más resistente a la naturaleza cambiante de la globalización. En un mundo que se fragmenta en bloques, nos permitirá mantener el acceso a tecnologías y recursos críticos, tanto a través de la relocalización de industrias estratégicas. [[6](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221118~639420cee0.en.html#footnote.6)]y asegurar alianzas estratégicas. Y eso, a su vez, sustentará la transición energética, que requiere muchos recursos. Los vehículos eléctricos, por ejemplo, utilizan alrededor de seis veces más minerales que los automóviles convencionales. [[7](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221118~639420cee0.en.html#footnote.7)]

En tercer lugar, para hacer frente a la reducción de la oferta mundial de mano de obra, así como a nuestras propias sociedades que envejecen, tendremos que empezar a producir más con menos, es decir, abordar el crecimiento crónicamente bajo de la productividad de Europa impulsando nuestra tasa de innovación. Esto requerirá la rápida digitalización de la economía en términos de capacidades y tecnologías. Considere que solo alrededor de la mitad de las empresas de la UE innovaron o adoptaron nuevas tecnologías en 2021, en comparación con cerca de dos tercios en los Estados Unidos. [[8](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221118~639420cee0.en.html#footnote.8)]

En conjunto, estas transiciones requerirán una inversión significativa. La Comisión Europea ha estimado que las necesidades de inversión relacionadas con el clima por sí solas ascenderán a casi medio billón de euros en promedio por año hasta 2030.[[9](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221118~639420cee0.en.html#footnote.9)]Y se necesitarán más de 100.000 millones de euros al año para cerrar la brecha digital y mejorar las cualificaciones de la mano de obra para gestionar la transición digital.

El fondo Next Generation EU de 750 000 millones de euros, con su enfoque en el gasto ecológico y digital, es una buena herramienta para garantizar que la inversión fluya hacia donde se necesita en los próximos años. Pero, en última instancia, esto tendrá que ir acompañado de una mayor inversión en otros lugares, no solo por parte del sector privado, sino también de los gobiernos nacionales. Según una estimación, el sector público necesitará financiar entre un cuarto y una quinta parte de la inversión relacionada con el clima. [[10](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221118~639420cee0.en.html#footnote.10)]

Esto significa que, cuando llegue el momento de que los gobiernos nacionales consoliden sus políticas fiscales, marcará la diferencia si lo hacen reduciendo las transferencias y el consumo público y aumentando los impuestos o recortando la inversión pública. Si optan por este último método, como hicieron después de la gran crisis financiera, existe el riesgo de que no se reconstruya la oferta y que las restricciones al crecimiento continúen siendo vinculantes.

**Apoyo a las transiciones**

Pero para apoyar estas transiciones, también necesitamos un sector financiero resiliente.

La situación de los bancos ha cambiado drásticamente desde la gran crisis financiera, cuando eran parte del problema. Durante la pandemia, fueron parte de la solución, sobre todo porque, gracias a una regulación más estricta, tenían posiciones de capital y liquidez más sólidas.

Ahora, necesitamos que los bancos sigan siendo parte de la solución. Pero socavar la base sólida que hemos construido no ayudaría a lograr esto. Nos enfrentamos a un mundo que cambia rápidamente, caracterizado por múltiples conmociones y una profunda incertidumbre. En este contexto, una regulación excesivamente diluida dejaría a los bancos más expuestos a shocks y menos capaces de respaldar las transiciones de las que dependerá nuestro crecimiento futuro. Y eso no redundaría en interés del sector, que sería menos rentable, ni de la economía, que carecería de la financiación que necesita.

Al mismo tiempo, la naturaleza de la intermediación financiera está cambiando, y debemos asegurarnos de que esto contribuya, en lugar de amenazar, la resiliencia del sector.

En primer lugar, la digitalización de los pagos se está extendiendo rápidamente, lo que podría plantear nuevos tipos de riesgo a medida que nuevos actores y productos ingresan al mercado. Pero los bancos centrales están respondiendo avanzando en el desarrollo de monedas digitales del banco central. Estas monedas podrían dar a los bancos una herramienta para ofrecer productos y servicios mejorados, construidos sobre la base estable del dinero público digital.

En segundo lugar, el papel de las finanzas no bancarias está creciendo, con su participación en el crédito general de las instituciones financieras a las empresas de la economía real aumentando de alrededor del 15% al 26% desde 2009. [[11](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221118~639420cee0.en.html#footnote.11)]Esto debe reflejarse en un marco macro prudencial más sólido para las entidades no bancarias. Específicamente, necesitamos un marco que se centre en construir resiliencia ex ante, en lugar de depender de medidas ex post.

**Conclusión**

Permítanme concluir.

Estamos entrando en un nuevo entorno en el que las fuerzas que crearon una expansión sostenida de la oferta mundial y permitieron que la demanda mundial actuara como amortiguador, están cambiando.

Los efectos de este cambio son inciertos, pero el deber de la política monetaria no lo es. El BCE se asegurará de que una fase de alta inflación no alimente las expectativas de inflación, permitiendo que una inflación demasiado alta se afiance. Hemos actuado con decisión, elevando las tasas en 200 puntos básicos, y esperamos elevar las tasas aún más a los niveles necesarios para garantizar que la inflación regrese a nuestro objetivo de mediano plazo del 2% de manera oportuna.

Pero si queremos reconstruir nuestra capacidad de oferta y fortalecer las fuentes internas de crecimiento, otras áreas de política deben reenfocarse. Lo más importante es que deben dirigir la inversión hacia las transiciones que definirán nuestro futuro, y el sector financiero debe poder apoyar activamente estas transiciones.

La coherencia entre las áreas de política pública sigue siendo importante en un mundo post-pandémico. Si respondemos por separado a los desafíos de hoy, corremos el riesgo de interponernos en el camino de los demás. Pero si actuamos juntos, podemos estar a la altura de esos desafíos y garantizar que se cumplan nuestros objetivos.

1. Balke, N., Jin, X. y Yücel, M. (2020), "[La revolución del esquisto y la dinámica del mercado petrolero](https://www.dallasfed.org/-/media/documents/research/papers/2020/wp2021.pdf)", *Working Papers*, No 2021, Banco de la Reserva Federal de Dallas.
2. Lagarde, C. (2021), "[Globalización después de la pandemia](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211016~25550329d5.en.html)", Conferencia de 2021 Per Jacobsson en las Reuniones Anuales del FMI, 16 de octubre.
3. Lagarde, C. (2022), "[Un nuevo mapa mundial: la resiliencia europea en un mundo cambiante](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220422~c43af3db20.en.html)", discurso de apertura en el Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., 22 de abril.
4. Fondo Monetario Internacional (2022), "Impacto macroeconómico a corto plazo de las políticas de descarbonización", *Perspectivas de la economía mundial*, octubre.
5. Lagarde, C. (2022), "[Política monetaria en un entorno de alta inflación: compromiso y claridad](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221104_1~8be9a4f4c1.en.html)", conferencia organizada por Eesti Pank y dedicada al profesor Ragnar Nurkse, Tallin, 4 de noviembre.
6. Por ejemplo, Europa tiene como objetivo duplicar su participación en el mercado mundial de producción de semiconductores al 20% para 2030. Véase Comisión Europea (2022), "[Soberanía digital: la Comisión propone la Ley de Chips para hacer frente a la escasez de semiconductores y reforzar el liderazgo tecnológico de Europa](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_729)", comunicado de prensa, 8 de febrero.
7. Agencia Internacional de la Energía (2021), "[El papel de los minerales críticos en las transiciones de energía limpia](https://iea.blob.core.windows.net/assets/ffd2a83b-8c30-4e9d-980a-52b6d9a86fdc/TheRoleofCriticalMineralsinCleanEnergyTransitions.pdf)".
8. Se refiere a las empresas que desarrollaron o introdujeron nuevos productos, procesos o servicios como parte de sus actividades de inversión. Véase Banco Europeo de Inversiones (2022), Investment Survey.
9. Ferdinandusse, M., Nerlich, C., y Delgado Téllez, M. (2022), "[Políticas presupuestarias para mitigar el cambio climático en la zona del euro](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2022/html/ecb.ebart202206_01~8324008da7.en.html)", Boletín Económico, Número 6, Banco Central Europeo.
10. Darvas, Z. y Wolff, G.B. (2021), "[Un pacto fiscal verde: la inversión climática en tiempos de consolidación presupuestaria](https://www.bruegel.org/policy-brief/green-fiscal-pact-climate-investment-times-budget-consolidation)",*Policy Contribution*, número 18/21, Bruegel, septiembre.
11. Último dato punto Q2 2022. Basado en la metodología descrita en el informe sobre «Integración financiera y estructura en la zona del euro», abril de 2022, Banco Central Europeo.