

7 de marzo de 2023

Entrevista conjunta con el gerente general del Banco de Pagos Internacionales (BIS) y con el gobernador del Banco de España
Publicada en Cinco Días

Agustín Carstens, gerente general del BIS
Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España

Pregunta: Desde los años 80 la inflación ha sido una rareza en las economías occidentales ¿Ha sido este periodo una excepción o el pico inflacionista es un shock puntual?

Agustín Carstens: Ciertamente este episodio inflacionario es diferente a otros. Una de las características es que podemos hablar de una inflación mundial más elevada, en el sentido de que muchos países tanto emergentes como avanzados tienen inflación por encima del 5% —algo que quizás no se vio tan marcadamente en otros periodos inflacionarios. Tenemos una situación donde se combinan choques de oferta y de demanda. La caída de actividad durante los confinamientos fue profunda, y generó distorsiones importantes en las cadenas de valor.

Al mismo tiempo tuvimos medidas para lidiar con la pandemia que pusieron la economía en suspensión animada y generaron la percepción de una gran contracción económica. Esto invitó políticas fiscales y monetarias muy agresivas. La recuperación fue rapidísima. Eso hizo que las medidas de apoyo no se hayan podido calibrar, porque se crearon bajo la expectativa de un periodo prolongado de muy baja actividad. Luego tuvimos un choque de oferta [Ucrania] que de por sí hubiera tendido a aumentar mucho la inflación y a generar una pérdida de actividad económica. Se han resuelto muchos de los shocks de oferta, pero todavía tenemos el problema de la demanda. Es importante persistir en las medidas de política monetaria para bajar la inflación. ¿Significa esto que estamos ante un nuevo paradigma sobre la inflación? Yo pienso que va a ser difícil que regresemos a una situación como la de la década pasada, cuando la inflación se encontraba de manera perdurable por debajo de los objetivos. Ha habido cambios en las economías y esto nos va a poner en niveles más tradicionales de la inflación, alrededor del 2% y donde los bancos centrales van a tener que estar muy vigilantes.

Pablo Hernández de Cos: Aceptar que vayamos a enfrentarnos a un periodo prolongado de elevada inflación implicaría asumir que los bancos centrales no vamos a cumplir con nuestro mandato. No estamos en esa situación. Los principales bancos centrales, incluido el BCE, hemos demostrado, y seguiremos haciéndolo, nuestro compromiso con hacer lo que sea necesario para evitar que la inflación se enquisté en tasas superiores al objetivo,

algo que sería especialmente dañino para el crecimiento económico en el medio plazo y para los colectivos más vulnerables. El hecho de que las expectativas de inflación de medio plazo se mantengan ancladas en torno a los objetivos de inflación, el 2% en el caso del BCE, viene a demostrar que los agentes económicos confían en el compromiso y capacidad de los bancos centrales para cumplir con su mandato. Si podemos acabar otra vez en un entorno de tasas de inflación persistentemente por debajo del objetivo del 2%, como teníamos antes del estallido de la pandemia, yo coincido con Agustín en que probablemente no.

Hay algunos elementos novedosos, sobre los que existe mucha incertidumbre pero que podrían ser generadores de mayor inflación. Durante muchas décadas, la globalización ha generado una presión a la baja sobre la inflación. Sin embargo, en los últimos años, el proceso de globalización, quizás no se esté invirtiendo por completo, pero sí se está transformando, con una creciente regionalización de los flujos comerciales, un acortamiento de las cadenas de valor y un incremento de los inventarios para ganar seguridad en el suministro. Dinámicas, todas ellas, que podrían generar incrementos de costes. La lucha contra el cambio climático exige, entre otras medidas, incrementos de los impuestos medioambientales, lo que también podría generar más inflación durante el proceso de transición ecológica.

P.: El riesgo al que se enfrenta la política monetaria es asimétrico. Los bancos no se pueden permitir que se desanclen las expectativas o que se desarrolle la idea una inflación persistente.

P. H. de C.: Una vez que la magnitud del episodio inflacionista y su persistencia se demostraron mayores a lo inicialmente esperado era clave luchar contra un posible desanclaje de las expectativas de inflación. Eso es lo que justifica el cambio de tono de nuestra política monetaria desde finales de 2021 y, en términos acumulados, la contundencia de nuestra reacción. Y, en efecto, las expectativas de inflación de medio plazo se han mantenido ancladas en torno a nuestro objetivo y no hemos observado, por el momento, efectos de segunda ronda generalizados.

A.C.: Hay generaciones que no han vivido con inflación y es un tema que ha estado ausente del debate público. Es muy importante que en este tipo de episodio se vea la contundencia en la respuesta de las autoridades. Precisamente los bancos centrales autónomos están ahí para responder ante este tipo de episodio y validar lo que se espera de ellos: mantener una inflación baja y estable. Lo que refuerza la credibilidad es que las autoridades han respondido con la fuerza y la contundencia que las circunstancias requieren.

P.: ¿Cómo impactará este episodio en las perspectivas para el crecimiento?

A.C.: Ha habido una desaceleración de la actividad, pero menor de la que uno podría haber esperado. El impulso fiscal y monetario alrededor de la pandemia ha sido útil: muchos paquetes de apoyo avanzados permitieron a las familias ahorrar y esto le ha dado bastante resiliencia al consumo. Por otro lado, hay muchas empresas y familias que utilizaron la década de tasas de interés muy bajas para ampliar la duración de sus deudas y, cuando era posible, fijar tasas reducidas. También hemos visto menos debilidad en el mercado

laboral de la que uno hubiera podido esperar y menos presiones inflacionarias derivadas de los salarios.

P. H. de C.: Las economías han mostrado una mayor resiliencia de la que esperábamos. Esto se ha debido a que, en los últimos meses, se ha producido una corrección mayor de la prevista del shock de oferta negativo que condicionó la actividad económica durante buena parte del año pasado. Hemos observado un descenso muy significativo de los precios energéticos, en un contexto en que el invierno ha sido suave y las dificultades de abastecimiento de energía se han aliviado. También los cuellos de botella en las cadenas de suministro se han mitigado de una manera apreciable. Al sostenimiento de la actividad también han contribuido los colchones de ahorro que las familias acumularon durante la pandemia, las medidas desplegadas para amortiguar, al menos parcialmente, las caídas de rentas reales, y el elevado dinamismo del mercado laboral.

La resiliencia de este mercado ha sido particularmente importante, lo que, en parte, estaría asociado a cómo reaccionó la política económica durante la pandemia, con la generalización del uso de los esquemas tipo ERTE, que permitieron el mantenimiento del empleo, y luego también, como decía Agustín, a la moderación salarial. Pero tenemos que seguir siendo muy prudentes: el ahorro acumulado durante la pandemia se está reduciendo, los efectos del endurecimiento de la política monetaria todavía no se han percibido en su totalidad, la incertidumbre geopolítica no se ha reducido, y la persistencia de la inflación aumenta la probabilidad de que se produzcan efectos de segunda ronda, que, en caso de que se materializaran, podrían requerir un endurecimiento mayor de la política monetaria.

P.: Este colchón de las familias. ¿En qué medida puede absorber el impacto del mercado hipotecario y la cesta de la compra?

P. H. de C.: Está jugando un papel amortiguador, pero, evidentemente, su capacidad para sostener la actividad es cada vez menor. Aún más importante es entender que la bolsa de ahorro que se acumuló durante la pandemia se distribuye de forma muy asimétrica entre hogares. Precisamente los hogares con menor nivel de renta, que son los que presentan una mayor vulnerabilidad ante la inflación y el aumento de los tipos de interés, son los que acumularon una menor bolsa de ahorro y los que, ahora mismo, disponen de menores colchones para mantener sus niveles de consumo. Ya tenemos evidencia de que la aportación al crecimiento del consumo privado fue negativa en el cuarto trimestre de 2022, tanto en España como en Francia y Alemania. En el caso español, además, tenemos un porcentaje de hipotecas a tipo variable superior al 70% y, por lo tanto, el efecto del endurecimiento de la política monetaria sobre la carga de intereses de los hogares, aun cuando todavía no ha llegado a transmitirse en su totalidad, es más acusado y rápido que en la mayoría de las economías europeas.

P.: El despliegue de las ayudas ha sido muy importante en pandemia y en crisis energética. ¿Abogan por desescalar estas ayudas para que la expansión fiscal no contribuya a inflamar más la inflación?

P. H. de C.: Hemos sido muy claros con esto. Esta crisis energética ha de tener una respuesta de la política fiscal completamente distinta a la de la pandemia. Las medidas deben ser de carácter temporal para no aumentar el déficit público estructural, y focalizarse

en los colectivos más vulnerables. Además, sería deseable que distorsionen lo menos posible los incentivos que los precios deben jugar para reducir el consumo de energía. Un impulso fiscal generalizado provocaría mayores presiones inflacionistas y obligaría a una reacción mayor de la política monetaria. Y, por supuesto, conforme los precios de la energía van descendiendo y el dinamismo de la actividad se consolida, es importante comenzar a revertir sin demora esas medidas.

A. C.: En una circunstancia donde la oferta agregada es menos flexible es muy posible que los impulsos fiscales se reflejen en presiones inflacionarias, y dada la coyuntura actual eso implicaría que la política monetaria tenga que neutralizar el impulso. Además, tenemos la deuda sobre PIB en niveles históricamente altos en la gran mayoría de países. Los tipos bajos implican costes de financiación bajos y eso le da cierta gradualidad al aumento del servicio de la deuda, pero ese aumento va a llegar más pronto que tarde y va a ser un fenómeno importante.

P. H. de C.: En el caso de España partimos de niveles de deuda y déficit público estructural elevados. Esa situación y la coyuntura que ha descrito Agustín justifican que España inicie un proceso de consolidación fiscal este mismo año. Es muy importante que ya en 2023 disminuya el déficit público estructural, que comience a reducirse gradualmente esta vulnerabilidad y se genere espacio de reacción ante futuras perturbaciones. Hay que tener en cuenta, además, que la recaudación tributaria ha aumentado de manera muy significativa en los últimos años pero que existen dudas de si parte de este incremento tiene solo un carácter transitorio, por lo que no debería destinarse a financiar gasto estructural. Y, en esta ocasión, el impacto negativo del proceso de consolidación fiscal en el corto plazo podría minimizarse, dado que disponemos de los fondos europeos, que, con una adecuada selección de los proyectos que financian y acompañados de las reformas estructurales adecuadas, podrían generar un impacto positivo apreciable sobre la actividad, que compensara parcial o incluso completamente ese efecto negativo. No debemos desaprovechar esta ocasión.

P.: **¿En qué medida ven áreas donde se perciban riesgos para la estabilidad financiera?**

A. C.: El proceso de ajuste en las tasas de interés no ha generado mayores episodios de inestabilidad financiera. Esto se puede atribuir en parte a que los bancos comerciales están bien capitalizados, bien regulados. También hay resiliencia de parte de varios deudores, debido a lo que mencione antes en relación a la fijación de tasas bajas. Un tema que para mí puede ser de preocupación es el sistema financiero no bancario, tipos de intermediación financiera como hedge funds y private equity que no están sujetos a una regulación tan estricta y donde puede existir apalancamiento opaco y excesivo y donde también puede haber desequilibrios o descalces de liquidez. Hemos visto algunos episodios en algunos países, donde bancos centrales han tenido que actuar como creadores de mercado de última instancia. Para paliar ese tipo de eventos debemos redoblar la marcha en tratar de regular más el sistema financiero no bancario.

P. H. de C.: Todos los cambios regulatorios de la última década han servido para tener un sector bancario a nivel global más resiliente, mejor capitalizado, con mayores colchones de liquidez, con balances más saneados. Y esto es lo que ha permitido que, en los últimos tres

años, y ahora en un contexto de alzas de tipos de interés, la banca haya sido capaz de seguir financiando a la economía. Pero hay determinados segmentos de la economía sensibles, como decía Agustín. En los hogares, aquellos que cuentan con hipotecas a tipo variable y se han visto más afectados en sus rentas reales por la inflación. En las empresas, aquellas muy endeudadas y cuyos procesos productivos son muy intensivos en energía. En el sector inmobiliario, en aquellos países en los que se han observado mayores excesos en los últimos años, que no es el caso de España. En algunos segmentos del sector financiero no bancario.

P.: Gobernador, hace poco usted alertó o el Banco de España alertó del riesgo del reparto excesivo de dividendos en la banca...

P. H. de C.: El incremento de los tipos de interés ha provocado un alza de los márgenes de intereses de aquellos bancos cuyo modelo de negocio les permite una repercusión rápida a los clientes, como hemos visto en los resultados de 2022. Pero la desaceleración económica y el incremento de los tipos aumenta el riesgo de crédito, disminuye el flujo del crédito y reduce el valor de los títulos de deuda que tienen las entidades. Todo ello en un contexto de elevada incertidumbre, también sobre el efecto en la rentabilidad y la solvencia del sector en el medio plazo. Esa incertidumbre, combinada con unos beneficios de corto plazo muy positivos, nos lleva a recomendar que, en este momento, las entidades no solo deben mantener la resiliencia, sino aumentarla, y generar colchones adicionales. Uno de los riesgos sobre el que veníamos alertando en los últimos años era la baja rentabilidad de la banca. Nos preocupaba porque dificultaba que las entidades pudieran generar orgánicamente los recursos necesarios para mejorar su nivel de solvencia. La situación ha cambiado. La rentabilidad ha aumentado y en muchas jurisdicciones se ha situado por encima del coste de capital. Es el momento, por tanto, de generar colchones que permitan afrontar potenciales perturbaciones no anticipadas.

P.: Desglobalización es una palabra que oímos bastante últimamente, usted ha mencionado regionalización ¿Hay señales de pasos atrás en la interconexión comercial y financiera, o simplemente los Estados tienen recuperar un poco más de control a la vista de los últimos acontecimientos?

P. H. de C.: Es importante tener en cuenta que la redefinición del proceso de globalización a la que he hecho referencia anteriormente ya había comenzado incluso antes de la crisis financiera global. Ahora se están enfatizando los aspectos de seguridad frente a los de eficiencia, y las empresas están acortando las cadenas de valor, diversificando sus proveedores e incrementando inventarios. Todo ello podría implicar un efecto negativo adicional sobre el comercio de bienes. Pero, en sentido contrario, el comercio internacional de servicios sigue aumentando. Es difícil saber cómo de permanentes son las cuestiones geopolíticas que motivan estas reacciones. De lo que estoy convencido es que contar con un marco global, no solamente en el ámbito financiero sino también en el comercial, homogéneo y acordado a nivel internacional es claramente la mejor opción y no podemos renunciar a seguir persiguiéndola. Instituciones como el BIS tienen precisamente este objetivo.

P.: Director gerente, usted comentó hace pocos días que el dinero tradicional había ganado la batalla a las criptodivisas. Pero nos ha costado algunos disgustos llegar aquí...

A.C.: El dinero no debe su valor a la representación tecnológica que tenga. Si miramos la historia, los procesos de emitir dinero privado se repiten. Cuando se hace con propósito de lucro, el tema fundamental, se abusa de la capacidad y terminamos en circunstancias en las que el mercado rechaza ese dinero. Hemos visto ocurrir esto con las criptodivisas. A ello se añade la ausencia de regulación o de respeto fundamental, a los derechos los tenedores de estos valores. Estas expresiones de dinero, no cumplen con los atributos tradicionales del dinero: ser una unidad de cuenta, depósito de valor y medio de pago. Al no ser un buen depósito de valor nadie quiere poner sus precios en esa divisa, y tampoco hay quien quisiera recibir su salario en ese tipo de monedas. Y lo mismo dado la gran volatilidad en su valor: nadie los recibe como medio de cambio. Es obvio que las criptodivisas no cumplen con estos atributos. Es muy importante que se tomen pasos para la regulación porque han crecido de manera muy acelerada. Hasta ahora se ha logrado mantener una interconexión muy limitada con el sistema bancario tradicional y eso viene de un trabajo muy bueno del comité que preside Pablo. También hay aspectos que no se pueden ignorar, como la posibilidad de que estos mercados se usen para propósitos ilícitos, como lavado de dinero, el cobro de rescates o ciberataques. En resumen, hay muchos aspectos que tienen que ser abordados desde el punto de vista regulatorio. Pero es muy importante también enfatizar que la experiencia nos ha dejado muy claro que estos activos no son nada cercano a lo que es el dinero como le entendemos tradicionalmente.

P. H. de C.: La evolución reciente ha dejado claro cuáles son los riesgos asociados a este tipo de activos, por lo que es muy importante que los reguladores actuemos con urgencia. Como llevamos haciendo en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea – que presido - en los últimos años. En diciembre aprobamos un nuevo estándar internacional, en el que establecemos un tratamiento regulatorio muy prudente en relación con los criptos que están en manos de los bancos. El objetivo es evitar que la interconexión entre este mundo y el mundo financiero tradicional acabe provocando un contagio a este último de la inestabilidad que caracteriza el mundo cripto. Ahora debemos ser capaces de establecer un marco regulatorio común global también en el resto del sector financiero, que sea lo suficientemente prudente para evitar los riesgos para la estabilidad financiera.

P.: Sobre esa regulación hay muchos puntos de vista distintos...

P. H. de C.: Cuando hablamos de criptos parece que es algo homogéneo, pero son productos con distintas características y riesgos. Algunos de estos activos requieren un tratamiento regulatorio muy conservador porque son muy arriesgados. En otros casos, como las denominadas stablecoins, los riesgos pueden ser menores y pueden existir beneficios asociados desde el punto de vista de la innovación, siempre que estemos seguros de que verdaderamente son estables y están efectivamente respaldados. Pero las stablecoins más estables, al estar respaldadas por activos financieros tradicionales, intensifican las interconexiones con el sistema financiero tradicional. En consecuencia, también requieren una regulación y supervisión exigente. Los retos para la regulación son

considerables, dada la naturaleza descentralizada de algunas de estas actividades, lo cual dificulta la identificación del sujeto sobre el que esta recae. Este es el caso, por ejemplo, de las finanzas descentralizadas (DeFi), que, además, pueden generar un apalancamiento significativo. Sin olvidar los riesgos que representan los conglomerados de empresas y actividades sobre criptos que están desarrollándose. FTX es el mejor ejemplo de lo que puede ocurrir en este ámbito si no se actúa.

A. C.: Se puede de forma granular dividir diversos aspectos tanto de las divisas o activos como las distintas prácticas. Considero que algunas actividades se deberían prohibir de plano, como no segregar los activos de los clientes, no tener una contabilidad mínima, o buena gobernanza. Se debe eliminar todo tipo de publicidad engañosa que pueda influir a inversores de buena fe a tomar inversiones indebidas. Y después hay otras prácticas que se deben ya sea regular o contener. Es muy importante resaltar que el enfoque tiene que ser global, porque tal es la naturaleza de los criptoactivos.

P.: Ustedes dos se han mostrado partidarios de las CBDC, divisas digitales creadas por bancos centrales.

P. H. de C.: En un contexto en el que la digitalización afecta cada vez más a nuestras vidas es inevitable que el dinero de los bancos centrales evolucione para satisfacer mejor las demandas y las preferencias de los ciudadanos. ¿Qué queremos del euro digital? Que replique, y si es posible mejore, las características del efectivo en términos de privacidad, seguridad y usabilidad y, por supuesto, garantizar que no se generen problemas de estabilidad financiera ni se interfiere con el buen funcionamiento de la política monetaria. También debería servir para fomentar soluciones digitales de pago europeas que ahora mismo no tenemos y que pueden ser muy importantes en contextos de tensión geopolítica.

A. C.: Hay una tendencia en la sociedad de pedir representaciones tecnológicas superiores del dinero y el Banco Central como emisor fundamental no puede ignorar esto. No es un tema urgente hoy, pero va a ser importante hacia adelante, así que debemos estar preparados. Hay que ver hacia adelante también el sistema monetario, lo que apunta a la necesidad de pensar cómo movernos también hacia la tokenización de los depósitos, es decir, que el dinero emitido por los bancos también se represente de manera diferente. Es responsabilidad de los bancos centrales ofrecerle a la sociedad dinero con toda su fuerza y garantía institucional, pero con una representación tecnológica que se adecúe a las demandas de la sociedad.

Digitalización y cambio climático en los bancos centrales

Descarbonización. “Las políticas más eficaces contra el cambio climático no están en la mano de los bancos centrales o autoridades supervisoras sino de los gobiernos. Pero tenemos mucha evidencia de que el cambio climático genera riesgos físicos y de transición que pueden acabar afectando a la estabilidad financiera”, explica Hernández de Cos. “Nuestra obligación es construir, en colaboración con las entidades bancarias y financieras, un marco regulatorio que garantice que estas internalizan dichos riesgos. Con eso también favoreceremos un cambio en los precios relativos, penalizando a las actividades más

contaminantes y fomentando su transformación, lo que resulta clave para impulsar la transición ecológica”.

Digitalización. “Inteligencia artificial, tecnología, ..., son desarrollos que van a tener efectos significativos sobre el crecimiento potencial y el mercado de trabajo y, por tanto, sobre la capacidad de los bancos centrales para mantener la estabilidad de precios”, indica Hernández de Cos. “Es muy importante que los bancos centrales documenten, cómo la productividad puede mejorar, porque eso implica más crecimiento potencial y menos inflación”, añade Carstens.