



# BIS

1930

2020

Promoting monetary  
and financial stability

## Ante un adversario inesperado: el crucial papel de los bancos centrales

Discurso pronunciado por Agustín Carstens,  
Director General del Banco de Pagos Internacionales,

con motivo de la Asamblea General Anual del Banco  
celebrada en Basilea el 30 de junio de 2020.

Señoras y señores:

Es para mí un placer presentarles el *Informe Económico Anual* del BPI de este año, en el que celebramos el 90º aniversario del Banco. Empezaré por ofrecerles un esbozo de sus principales mensajes, para luego ceder la palabra a Claudio Borio, Jefe de nuestro Departamento Monetario y Económico, que abordará con más detalle la respuesta prudencial a la pandemia. Por último, Hyun Song Shin, Asesor Económico y Jefe de Estudios, explicará de forma pormenorizada el papel central que los bancos centrales desempeñan en la evolución de los sistemas de pago.

La perturbación causada por la pandemia de covid-19 ha resultado ser un momento decisivo: las medidas de contención están infligiendo un enorme daño a la economía y los efectos a largo plazo serán profundos.

Los bancos centrales se han empleado a fondo. En su calidad de prestamistas de última instancia, han reaccionado rápidamente, estabilizando los mercados financieros y trabajando junto con las autoridades fiscales para amortiguar el golpe. Con medidas de acomodación monetaria, en algunos casos volviendo a ampliar sus herramientas de política, los bancos centrales han suministrado a la economía mundial un oxígeno muy necesario, que ha permitido que sobrevivan empresas y se conserven empleos que, sin estas medidas, se habrían perdido durante el confinamiento.

Aunque parece que la economía global se está recuperando, todavía queda mucho por hacer. El virus dista mucho de haber sido derrotado, y numerosos países, sobre todo aquellos con defensas más débiles, se encuentran todavía en la primera fase de la batalla. Abordar los problemas de solvencia, prepararse para la recuperación y adaptar la economía al mundo pospandemia son las siguientes tareas de la lista.

Al lidiar con estos riesgos inmediatos, los bancos centrales no deben soslayar otras prioridades. Por ejemplo, los bancos centrales continúan siendo esenciales para sentar las bases de unos pagos seguros y eficientes, especialmente en esta época de rápido cambio tecnológico.

## Un adversario inesperado

2020 pasará a los anales de la historia. En enero y febrero, las perspectivas a corto plazo parecían brillantes —hasta que se desató la pandemia de covid-19—. En todo el mundo, el producto ha registrado las caídas más pronunciadas desde la Gran Depresión.

Es precisamente este súbito parón lo que diferencia a esta crisis del resto: las medidas de confinamiento adoptadas en todo el mundo han paralizado tanto la oferta como la demanda, lo que ha causado un desplome de la producción de bienes y servicios. El turismo, el comercio minorista y los viajes han sufrido un varapalo especialmente fuerte. Por otra parte, las interrupciones de la oferta y la incertidumbre reinante han debilitado la inversión. Además, los bancos centrales han hecho frente a esta repentina paralización en un contexto caracterizado por la existencia de ciertas vulnerabilidades subyacentes y el escaso margen de maniobra de su política monetaria.

Antes de la pandemia, durante el prolongado periodo de condiciones de financiación favorables, las vulnerabilidades fueron acumulándose, especialmente en el sector financiero no bancario. El año pasado ya señalé que estas vulnerabilidades podrían hacer descarrilar fácilmente la economía global si se producía una perturbación. Por desgracia, una perturbación inesperadamente brutal ha hecho precisamente eso.

Afrontar una crisis de esta magnitud habría sido una tarea ingente en cualquier caso. Hacían falta agilidad, audacia y decisión. Y los bancos centrales estuvieron a la altura de las circunstancias. Sin embargo, no lo han tenido nada fácil, dado el limitado espacio de la política monetaria.

## Respuestas rápidas y audaces

La gestión de crisis forma parte de los cometidos de un banco central. Al menos en algunos aspectos, el episodio actual ha seguido un guion que nos es familiar. En la fase inicial de la crisis, la que afectó a la liquidez, se produjo el habitual repliegue hacia activos seguros. El dólar estadounidense se apreció, los mercados bursátiles se hundieron, los rendimientos de la deuda soberana cayeron y los diferenciales del sector corporativo repuntaron. Aunque las vulnerabilidades subyacentes amplificaron las turbulencias, los bancos centrales sabían lo que había que hacer: diseñar una respuesta inmediata y contundente para proporcionar liquidez.

Pero esta crisis, agravada por el desplome de los precios del petróleo, se convirtió inesperadamente en una carrera en pos de liquidez. Ante la amenaza de paralización de los mercados, los bancos centrales se apresuraron a tomar medidas más allá de sus tradicionales inyecciones de liquidez a los bancos y proporcionaron ayudas directas a gran escala a los mercados, comprando volúmenes sin precedentes de deuda pública y otros títulos. Así, «poniendo toda la carne en el asador», se consiguió frenar las crisis de liquidez y de confianza.

Los efectos de contagio volvieron a ser considerables. Las economías de mercado emergentes (EME) sufrieron una interrupción brusca de los flujos de capital, mucho más grave que la de la Gran Crisis Financiera (GCF). Sin embargo, con las expectativas de inflación mejor ancladas, los bancos centrales de EME tenían margen para bajar las tasas de interés. Además, y por primera vez, varios intervinieron como creadores de mercado de última instancia en sus mercados de deuda soberana en moneda local. Por su parte, la Reserva Federal amplió el volumen de sus líneas de *swap*, las puso a disposición de más países y ofreció una nueva facilidad de *repos* como fuente de liquidez.

El papel de prestamista de última instancia tuvo que modificarse sobre la marcha. Los bancos centrales compraron valores al sector privado y ampliaron sus programas de compras para incluir títulos

de menor calidad. Trabajando conjuntamente con las autoridades fiscales, también proporcionaron financiación directamente a las empresas, ampliando sus balances a mayor velocidad que durante la GCF.

Incluso esta crisis de la covid-19 tuvo un aspecto positivo. Gracias a las reformas emprendidas tras la GCF, los bancos se enfrentaron a ella en una situación mucho mejor: más capitalizados y menos expuestos a tensiones en la financiación. Por lo tanto, estaban mejor preparados para canalizar fondos al sector corporativo, especialmente a las pequeñas empresas. Además, las autoridades financieras relajaron algunos requerimientos regulatorios, lo que facilitó la actividad de préstamo de las entidades.

Por su parte, las autoridades fiscales tomaron medidas inmediatas y a gran escala, y en muchos casos llevaron el peso de las actuaciones destinadas a apoyar a hogares y empresas. Dentro de los límites de su mandato, los bancos centrales respaldaron estas medidas bajando las tasas de interés, facilitando la financiación de la deuda pública, proporcionando estímulo monetario, estableciendo programas de financiación a través de las entidades de crédito y manteniendo la liquidez de los mercados.

El objetivo de todas estas actuaciones era evidente: respaldar la actividad económica, sobre todo para ayudar a las empresas a evitar situaciones de insolvencia y a reanudar sus operaciones con pocas secuelas, y así contener la destrucción de empleo.

## Los bancos centrales han tenido éxito, pero los riesgos persisten

Los bancos centrales han logrado muchos de sus propósitos: los mercados financieros se han estabilizado, las bolsas se han recuperado rápidamente y los diferenciales han vuelto a estrecharse. El sector corporativo ha recurrido a nuevas emisiones de deuda a gran escala. Con todo, todavía hay muchos escollos que superar.

Es posible que los mercados financieros se hayan tornado demasiado complacientes —dado que todavía nos encontramos en una fase temprana de la crisis y sus consecuencias—. Las perspectivas de la economía mundial continúan siendo sumamente inciertas. En el mejor de los casos, acabamos de superar la crisis de liquidez en los países que en estos momentos están relajando las medidas de contención. En muchos otros, la crisis sanitaria sigue siendo grave. Además, la epidemia podría rebrotar en cualquier lugar.

Un aspecto importante: el golpe a la solvencia todavía no se ha dejado notar del todo. En esta fase, se espera que sean las autoridades fiscales las que asuman el trabajo pesado. Es posible que aumenten las insolvencias de empresas y que las familias atraviesen dificultades. Cuando esto ocurra, probablemente con el desencadenante de las discontinuidades (*cliff effects*) que se producirán cuando las primeras medidas de apoyo fiscal se agoten y las moratorias de pago finalicen, los bancos se encontrarán en el ojo del huracán.

Los riesgos son especialmente elevados para las economías de mercado emergentes y en desarrollo, que ya han sufrido una triple parada repentina: de la actividad interna, de los flujos de capital y, en el caso de varias de ellas, de las exportaciones de materias primas y las remesas. En muchos casos, la debilidad de los sistemas sanitarios y el gran tamaño del sector informal han empeorado la situación. Estos países se enfrentan a disyuntivas aún más complicadas que las economías avanzadas, dadas las fuertes restricciones externas y el espacio mucho más reducido de las políticas fiscal y monetaria. La deuda soberana, sobre todo, podría verse afectada. De hecho, las agencias de *rating* ya han iniciado una ronda de rebaja de calificaciones.



# BIS

1930

2020

Promoting monetary  
and financial stability

## Muchos retos por delante

En su respuesta a la crisis, los bancos centrales afrontan un gran número de dudas y disyuntivas. Permítanme que mencione cuatro de ellas.

En primer lugar, al asignar financiación, los bancos centrales se han visto obligados a transitar por un terreno que, en condiciones normales, es exclusivo del sector privado. Aventurarse en nuevos territorios entraña riesgos económicos y políticos. Por ejemplo, es posible que se produzca una reducción dolorosa, pero necesaria, de las dimensiones de algunos sectores importantes. ¿Cuál es el procedimiento más adecuado para diferenciar las empresas viables de las que no lo son?

En términos más generales, cuando los bancos centrales rebasan justificadamente los límites que han definido tradicionalmente sus principales funciones, puede ser necesario reforzar la transparencia, así como establecer otras salvaguardias para que su legitimidad no se vea erosionada.

En segundo lugar, con la crisis, las interacciones entre las políticas monetaria y fiscal han adquirido una importancia aún mayor. En estos momentos, ambas se apoyan mutuamente. Los bancos centrales pueden bajar las tasas de interés, estabilizar los mercados financieros inyectando liquidez y aplicar políticas de expansión cuantitativa y otras medidas no convencionales de política monetaria. Por su parte, las autoridades fiscales pueden estimular la economía.

En este proceso, los bancos centrales han allanado el camino de las finanzas públicas. Sin embargo, con arreglo a su mandato, este debería ser un recurso exclusivamente temporal, que además solo deberían emplear bancos centrales con un historial creíble de respeto de su mandato de inflación. Es preciso recordar que este tipo de políticas solo son posibles merced a la credibilidad que los responsables de la política monetaria se han ganado a lo largo de los años.

Estas actuaciones, pese a ser necesarias, pueden acabar poniendo en peligro la autonomía y credibilidad de los bancos centrales. En particular, dadas las enormes dimensiones de la respuesta fiscal y el considerable incremento de la deuda pública que inevitablemente se producirá, muchas voces pedirán que los costes de financiación se mantengan bajos artificialmente y se permita que el impuesto inflacionista reduzca el valor real de la deuda soberana, posiblemente con la ayuda de formas de represión financiera. Cuando, una vez finalizada la gestión de la crisis, los bancos centrales deban volver a centrarse en garantizar la estabilidad de los precios, será fundamental que conserven la independencia necesaria para cumplir sus mandatos, y que la ejerzan.

En tercer lugar, en cuanto las circunstancias lo permitan, los bancos centrales tienen que recuperar espacio para su política monetaria. La inflación volverá en algún momento. A medida que la capacidad de fijación de precios de las empresas y los trabajadores aumente, surgirán presiones de costes en la oferta, con la consiguiente alza de precios y, posiblemente, efectos de segunda ronda. Adelantarse a los acontecimientos será fundamental, entre otras cosas, porque las vulnerabilidades aumentarán como consecuencia de las favorables condiciones de financiación.

Por último, los bancos centrales han de continuar sosteniendo la estabilidad financiera. En su calidad de reguladores y supervisores, deben equilibrar el uso de colchones y la necesidad de apoyar a la economía, por una parte, y la estabilidad financiera, por otra. Asimismo, los bancos centrales han de revisar el tamaño y el diseño de sus sistemas financieros. Por segunda vez en poco más de 10 años, han corregido los efectos de las vulnerabilidades del segmento no bancario del sistema financiero. Tras la GCF, reforzaron el sistema bancario; ahora tienen que contribuir a garantizar que el sector financiero no bancario respalde de forma óptima a la economía real en el medio plazo.

## Unos sistemas de pago en plena evolución necesitan unos cimientos sólidos

Pese a la gravedad de la crisis, las disfunciones en el mercado han sido limitadas, lo que demuestra que los bancos centrales desempeñan una esencial función de afianzamiento del sistema monetario y financiero. Esta labor incluye el refuerzo de la resiliencia de la infraestructura del mercado financiero y los sistemas de pago.

Sin embargo, a más largo plazo, los sistemas de pago sí se enfrentan a algunos retos. La innovación digital está transformando radicalmente los servicios de pago. Los avances tecnológicos han propiciado el nacimiento de nuevos métodos de pago e interfaces con el consumidor. En los últimos tiempos, además, grandes proveedores no bancarios han comenzado a prestar servicios de pago. Algunas de estas tendencias, como los pagos sin contacto y *online*, se han acelerado durante la pandemia. Estas y otras muchas innovaciones han reducido los costes, mejorado la comodidad y ampliado el acceso a los pagos.

Sin embargo, la tecnología tiene sus límites. Como emisores del dinero —que no deja de ser la unidad de cuenta de la economía—, los bancos centrales han de desempeñar un papel protagonista en la provisión de bienes públicos. Una característica esencial de los sistemas de pago es su estructura dual: el sector privado lidera la innovación, utilizando su ingenio y creatividad para prestar un mejor servicio a sus clientes; los bancos centrales proporcionan unos cimientos sólidos, principalmente garantizando la firmeza de los pagos que se liquidan en su balance. Como la historia indica y ponen de relieve los últimos acontecimientos, el papel de los bancos centrales en este ámbito es clave, ya que sustenta la dimensión de bien público del sistema de pago para la economía en su conjunto.

Los bancos centrales también han hecho suya la innovación en sus papeles de operadores, catalizadores y supervisores. Como operadores, proporcionan infraestructuras públicas, incluido el acceso a cuentas de liquidación en el banco central. Fomentan la interoperabilidad, promoviendo normas e interfaces sencillas, lo que a su vez contribuye a garantizar unas condiciones competitivas equitativas y a impulsar así la competencia y la innovación. En su papel de supervisores, mejoran la eficiencia al alinear los incentivos del sector privado y orientar la estructura del mercado hacia el bien público.

Además, los bancos centrales han demostrado que ellos también pueden situarse a la vanguardia de la innovación, por ejemplo cuando prestan directamente servicios al público general. Esto nos lleva a pensar en las monedas digitales de bancos centrales (CBDC, por sus siglas en inglés). Las CBDC podrían ofrecer un nuevo método de pago seguro, de confianza y ampliamente accesible. También podrían estimular la innovación continua en los pagos, las finanzas y el comercio. Para poder materializar el potencial de las CBDC como nuevo método de pago, será preciso analizar detenidamente su diseño y sus repercusiones. El BPI continuará apoyando a los bancos centrales en su labor de análisis y diseño de CBDC, a través de su Innovation Hub, de sus comités y de su trabajo analítico general.

## Conclusión

Voy a ir concluyendo.

Los bancos centrales han vuelto a hacer gala de su temple ante una crisis, ampliando su conjunto de herramientas, reaccionando rápida y contundentemente para estabilizar el sistema financiero y respaldando el flujo de crédito a empresas y hogares. En algunos casos, incluso han adoptado una amplia variedad de medidas de política prudencial con el objetivo de amortiguar los efectos de la crisis. Sin embargo, también son plenamente conscientes de los escollos que todavía hay que superar, algunos de ellos, fuera del ámbito de su mandato. La política monetaria no basta por sí sola para generar un



# BIS

1930

2020

Promoting monetary  
and financial stability

crecimiento económico sostenible más elevado en un contexto de estabilidad de precios y financiera. Se siguen necesitando urgentemente políticas fiscales favorables al crecimiento y reformas estructurales.

La política fiscal podría respaldar mejor tanto el crecimiento como la estabilidad financiera. Al mismo tiempo, es esencial mantener las finanzas públicas en una senda sostenible a largo plazo. Las reformas estructurales también son vitales. A pesar de los daños que deja tras de sí, esta crisis podría ser una oportunidad para poner en práctica políticas económicas que impulsen el crecimiento. Dado lo limitado de sus recursos, los gobiernos deberían dar prioridad a la inversión en crecimiento sostenible —por ejemplo, promoviendo transiciones energéticas para atajar los riesgos derivados del cambio climático—.

La cooperación internacional continuará siendo fundamental, sobre todo en lo que respecta a la rápida provisión de facilidades de liquidez a gran escala. Pero también es necesaria para solventar problemas a más largo plazo, como el coste de los pagos transfronterizos, y para afrontar los riesgos que se han agravado en el sistema financiero global. Sin duda, todo esto nos mantendrá ocupados en los próximos años, en los que el BPI conservará la relevancia que siempre ha tenido.

Permítanme que ahora ceda la palabra a Claudio Borio y Hyun Song Shin, que profundizarán en algunos de estos asuntos y en el capítulo especial de nuestro *Informe Económico Anual*.