

16.11.2020

Convención Anual Financiera 2020

Asociación de Mercados Financieros

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

Hola Señoras y señores, muy buenos días:

Es un placer para mí poder participar en esta conferencia anual de la Asociación de Mercados Financieros.

Quiero aprovechar esta oportunidad para compartir con todos ustedes, en primer lugar, unas reflexiones sobre la situación económica del área del euro en el momento actual y sobre el papel que podría asumir la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) en los próximos meses para evitar algunas de las consecuencias más graves, al menos desde el punto de vista económico, de la segunda ola de Covid-19 en Europa.

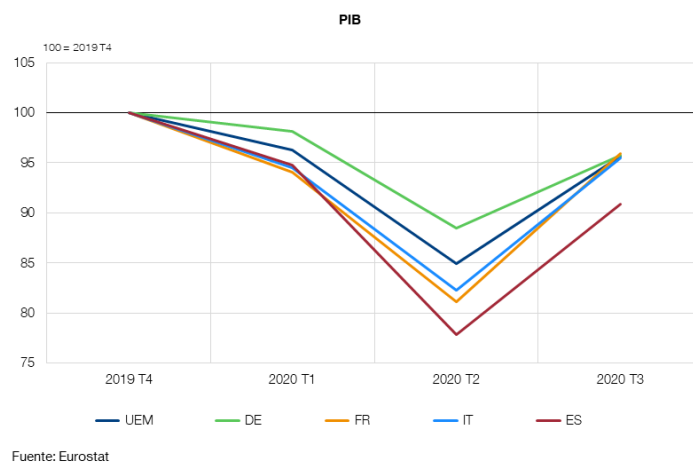
En la segunda parte de mi intervención me gustaría comentar, asimismo, algunos de los retos a los que se enfrenta la política monetaria en las economías avanzadas, que han motivado que los principales bancos centrales, entre ellos el BCE, hayan iniciado un proceso de revisión de su estrategia de política monetaria.

Finalmente, quisiera concluir con algunas reflexiones sobre los estudios, que nos permitirán valorar la pertinencia de la eventual introducción de un euro digital.

La política monetaria ante la segunda ola de Covid-19

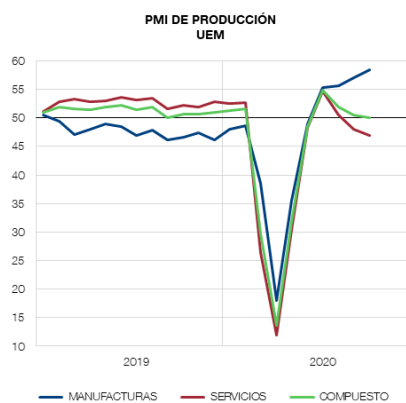
FUERTE CONTRACCIÓN DEL PIB EN LA PRIMERA MITAD DEL AÑO, HETEROGÉNEA POR PAÍSES, Y REBOTE PARCIAL EN EL TERCER TRIMESTRE

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

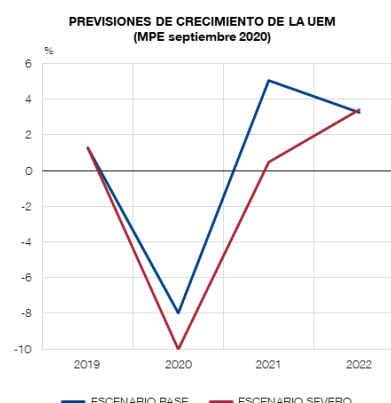


La crisis sanitaria y las medidas que se desplegaron para contenerla causaron en la primera mitad del año una profunda recesión en todo el mundo. Desde el punto álgido que se alcanzó en la pasada primavera, la actividad económica ha iniciado una senda de recuperación que, no obstante, se encuentra sujeta a un nivel elevado de incertidumbre, y que está siendo parcial, desigual y frágil.

En el caso del área del euro, el nivel del PIB del tercer trimestre fue todavía un 4,3 % inferior al del último trimestre de 2019. Por países, dentro de las cuatro economías de mayor tamaño del área, la pérdida de producto ha sido más pronunciada en España, con una caída del 9,1 %, que en Italia, Francia y Alemania, con reducciones del 4,5 %, el 4,1 % y el 4,2 %, respectivamente.



Fuente: Markit. Última observación: octubre



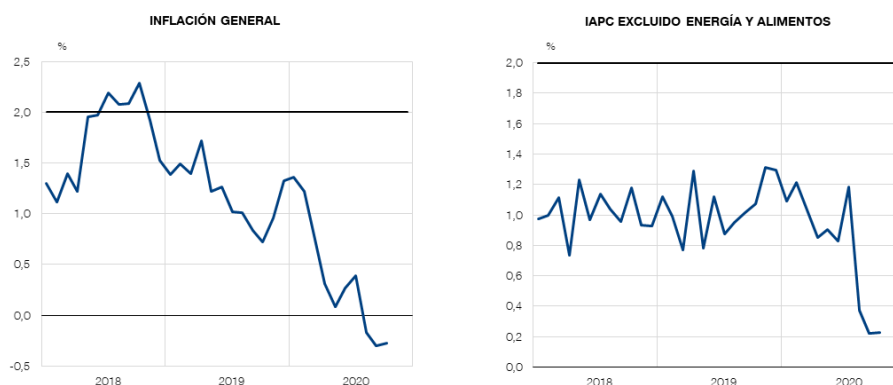
Fuente: BCE

Además, persiste una elevada incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación en el último trimestre del año, dados los desarrollos recientes de la pandemia en Europa. Los escasos indicadores disponibles de corto plazo señalan una desaceleración del crecimiento de la actividad, que se podría intensificar, e incluso llevar a una contracción al menos en algunos países o sectores, con la puesta en marcha generalizada de nuevas medidas de contención de la crisis sanitaria.

El indicador más adelantado, el PMI, que se refiere a octubre, acusó en el área del euro una caída de 0,5 puntos porcentuales (pp), hasta 50, manteniéndose en el filo entre la expansión y la recesión. Destaca el impacto heterogéneo de la pandemia, que afecta principalmente al sector servicios, cuyo PMI experimentó una caída de 1,1 pp, hasta 46,9, en contraposición a las manufacturas, que aumentaron 1,3 pp, hasta 58,4. En el mismo sentido, el indicador de confianza del consumidor de la Comisión Europea también experimentó una contracción.

Las últimas previsiones realizadas por los economistas del BCE se publicaron en septiembre, y mostraban, en su escenario base, una disminución del PIB del área del euro de un 8 % en 2020, seguido de un aumento del 5 % previsto para 2021. Sin embargo, la materialización de estas cifras parece estar en entredicho, puesto que ese escenario central incorporaba el supuesto de que la situación epidemiológica no registraría un empeoramiento en el corto plazo, algo que los desarrollos observados desde la fecha de cierre de las proyecciones parecen estar desmintiendo.

Por su parte, las noticias más recientes sobre la disponibilidad de una vacuna para principios del año que viene son evidentemente positivas y, de confirmarse, deberían servir para mejorar la confianza y eliminar los escenarios económicos más negativos, si bien sus efectos sobre la actividad tardarán en percibirse.



Fuente: Eurostat. Última observación octubre preliminar

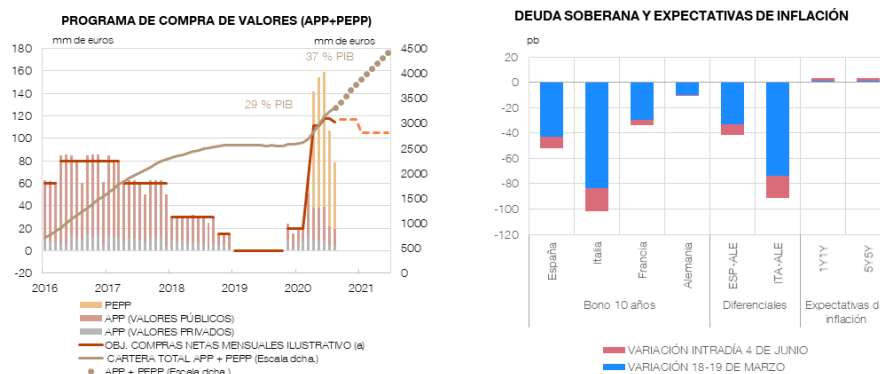
En cuanto a las perspectivas de inflación del área, el BCE preveía un avance muy débil para el presente año, de un 0,3 %, que se recuperaría en 2021 y 2022 hasta el 1 % y 1,3% respectivamente, valores, no obstante, alejados del objetivo a medio plazo de estabilidad de precios, definido como una inflación inferior, pero cercana, al 2 % a medio plazo.

Los datos más recientes, referidos a la estimación *flash* para octubre, del índice de inflación armonizado de la eurozona muestran una disminución del 0,3 %, en tasa interanual, con una inflación lastrada por la reciente apreciación del euro, los bajos precios de la energía y los servicios, y el impacto temporal de la reducción del IVA en Alemania. Por su parte, en octubre el componente subyacente se mantuvo en su mínimo histórico, del 0,2 %, repitiendo el registro de septiembre.

Cabe destacar que el 35 % de los componentes de la inflación general han registrado tasas negativas de crecimiento, y cerca del 70 % de los componentes tienen tasas de crecimiento inferiores al 1 %. Por su parte, las expectativas de los consumidores mantienen una tendencia bajista desde marzo, mientras que las medidas derivadas de los mercados financieros (*swaps* a cinco años) se redujeron ligeramente hasta un 1,16 %. Por su parte, las expectativas de largo plazo de la Encuesta a los Analistas Profesionales (*Survey of Professional Forecasters*) se mantuvieron estables en torno al 1,7 %.

La situación que acabo de describir es, por tanto, la de una recuperación frágil e incierta en el área del euro, en la que se estarían materializando algunos de los riesgos a la baja identificados hace solo unos meses sobre nuestro escenario central. Ese escenario de menor crecimiento económico a corto plazo, junto con la evolución reciente, también peor que la prevista, de los precios, aumentan los riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación.

- El PEPP ha demostrado su eficacia a la hora de relajar las condiciones financieras en el área del euro y evitar la fragmentación



FUENTES: BCE, Thomson Reuters Datastream. Última observación: panel izquierdo, agosto, 2020
a. En el objetivo de compras netas mensuales a partir de septiembre de 2020 (línea azul discontinua), a los 20 mm € mensuales aprobados el año anterior se ha añadido el importe mensual correspondiente a las compras netas adicionales de 120 mm € del APP (aprobadas el 12 de marzo) y de 1350 mm € correspondientes al nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, aprobado el 18 de marzo y extendido y aumentado el 4 de junio) que se realizarán hasta junio de 2021, según el supuesto, a modo ilustrativo, de reparto uniforme de dichas compras hasta junio de 2021 (en la práctica las compras podrán distribuirse de forma flexible en el tiempo).

En este contexto, en nuestra reunión de octubre, desde el Consejo de Gobierno del BCE subrayamos nuestra disposición a ajustar todos los instrumentos de política monetaria de manera apropiada para hacer frente a las consecuencias de la pandemia sobre la estabilidad de precios.

En mi opinión, la recalibración de los instrumentos de política monetaria para hacer frente a la segunda ola de la pandemia debería pasar, al menos, por el reforzamiento de nuestro programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y de las operaciones de refinanciación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés).

En cuanto al PEPP, este es un programa introducido en marzo para hacer frente a las consecuencias negativas de la primera ola de la pandemia, cuya diferencia con el llamado “programa de compra de activos” (APP, por sus siglas en inglés), ya existente antes de la llegada del Covid-19, reside en su flexibilidad.

Así, mientras que el APP mantiene una estructura relativamente rígida en cuanto a la distribución de las compras de activos tanto a lo largo del tiempo como por jurisdicciones, el PEPP nos ha permitido concentrar esas compras en los países que, en cada momento, han estado sometidos a un mayor grado de tensionamiento de sus condiciones de financiación.

Gracias a esta flexibilidad, junto con el gran volumen de compras de activos previsto inicialmente, el anuncio de la creación del PEPP el 18 de marzo sirvió para reducir de manera sustancial los tipos de interés de la deuda soberana (en especial, la de países que en ese momento se estaban viendo más gravemente afectados por la crisis sanitaria, como Italia y España).

Desde una perspectiva más amplia, la introducción del PEPP —junto con su ampliación a principios de junio— dio paso a una fase de relajación gradual de las condiciones financieras en el área del euro que alcanza no solo la deuda soberana, sino también otros segmentos de mercado, como la deuda corporativa. Asimismo, según los análisis del Banco

de España, el PEPP estaría teniendo un impacto positivo significativo sobre el crecimiento del PIB y la inflación del área del euro¹.

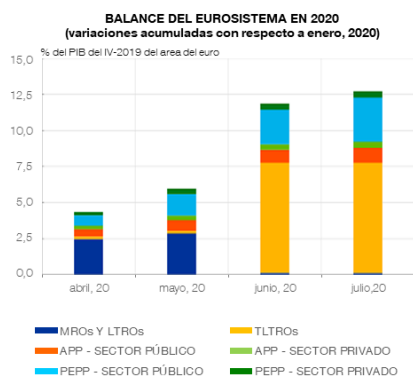
En el contexto actual de incertidumbre sobre la severidad y la duración de la pandemia, la mejor contribución que puede realizar la política económica es proporcionar confianza y certidumbre. En el caso de la política monetaria, esto implica garantizar unas condiciones financieras holgadas al conjunto de agentes económicos durante el tiempo que sea necesario. Dada la evolución de pandemia y sus efectos económicos, el tiempo necesario (y el volumen asociado) es ahora claramente más extenso que lo que preveíamos hace solo unos meses (como saben, en el caso del PEPP, las compras netas alcanzan hasta junio de 2021).

Además, al igual que sucedió con la primera ola, es muy probable que el impacto económico de la segunda ola, sea heterogéneo entre los distintos países del área del euro, más allá de que la situación de las finanzas públicas es también muy distinta. Por ello, mantener la flexibilidad del PEPP sigue resultando fundamental para evitar que surjan problemas de fragmentación financiera que dificulten la transmisión de nuestra política monetaria.

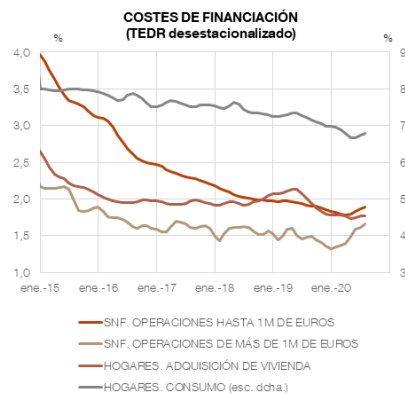
...Y UNA RELAJACIÓN ADICIONAL EN LOS PARÁMETROS DE LAS OPERACIONES TLTRO-III

BANCO DE ESPAÑA
EuroSistema

- Las TLTRO tienen como objetivo facilitar la provisión de crédito a la economía real. En la última subasta TLTRO III de junio, se alcanzó una demanda histórica de 1,31 billones de euros.



Fuente: BCE, Lane, P. R. (2020), "The pandemic emergency: the three challenges for the ECB", Simposio de Política Económica de Jackson Hole.



Fuente: Banco de España. Última observación: julio, 2020.
Nota: TEDR (tipo efectivo definición restringida) no incluyen gastos ni comisiones ligados al préstamo.

Además del PEPP, otro instrumento susceptible de ser recalibrado en el corto plazo son nuestras operaciones de refinanciación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). Este programa otorga a los bancos financiación en condiciones especialmente ventajosas, siempre y cuando cumplan con unos objetivos de concesión de crédito a empresas y hogares (en este último caso, excluyendo el crédito para compra de vivienda).

Con la llegada de la pandemia, este programa se modificó con el objetivo de hacerlo aún más atractivo para los bancos, permitiéndoles obtener financiación a un tipo de interés que, de forma temporal, puede ser tan bajo como el -1% con la condición de no reducir su volumen de crédito elegible en el contexto de la crisis pandémica.

¹ Véase Aguilar et al. (2020).

Esta revisión en las condiciones ha sido exitosa: en la operación TLTRO-III de junio, los bancos participantes recibieron un total de 1,31 billones de euros, récord histórico en las operaciones de refinanciación del Eurosistema. Y lo que es más importante: la evidencia disponible sugiere que, en efecto, los bancos han utilizado la financiación recibida para conceder préstamos a la economía real.

En conclusión, ante un empeoramiento de las perspectivas de actividad e inflación, el Consejo de Gobierno del BCE deberá aumentar el grado de acomodación monetaria y evitar problemas de fragmentación en la transmisión de la política monetaria a través principalmente de los instrumentos que se han demostrado más eficaces durante esta crisis.

La revisión de la estrategia del BCE

CONCEPTUALMENTE, LOS BANCOS CENTRALES INTENTAN MANTENER EL TIPO REAL EN EL NIVEL DEL TIPO DE INTERÉS NATURAL

BANCODE ESPAÑA
Eurosistema

RELACIÓN ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS NOMINAL, REAL Y NATURAL

Tipo de interés *real* = Tipo de interés nominal – Tasa de inflación esperada

$$r_t = i_t - E_t \pi_{t+1}$$

Afecta a las decisiones de ahorro y de inversión de familias y empresas

Tipo de interés *natural* (r^*): tipo de interés real que mantiene el PIB en su nivel potencial y la inflación estable en su objetivo (π^*)

Determinado por factores estructurales y no depende de las condiciones monetarias

Para estabilizar la inflación, el banco central intenta mantener el tipo real en el nivel del tipo natural:

$$i_t = r_t^* + \pi^*$$

FUENTE: Banco de España.

En esta segunda parte de mi intervención me gustaría adoptar una perspectiva a más largo plazo y reflexionar acerca de los cambios que se están produciendo en la conducción de la política monetaria en las economías avanzadas y que ha llevado al BCE – como a otros bancos centrales – a revisar su estrategia.

En los años previos a la crisis de 2007-2012, que en nuestro caso coinciden con los años fundacionales del BCE, en las economías avanzadas emergió un cierto consenso acerca del papel y el funcionamiento de los bancos centrales. Estos se diseñaron como entidades independientes, es decir, no sujetas a control directo por parte de los Gobiernos, con un mandato claro de garantizar la estabilidad de precios, así como el pleno empleo en algunas jurisdicciones, como Estados Unidos.

El mandato de estabilidad de precios se articula normalmente como un objetivo numérico de inflación, con frecuencia del 2 % o, como en el caso del BCE, de un nivel cercano, pero inferior, al 2 %. Para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios, el banco central ajusta el nivel general de los tipos de interés a los que se financian los agentes de la economía

real (empresas, hogares y Gobiernos), ya sea a través del crédito bancario o a través de los mercados de deuda.

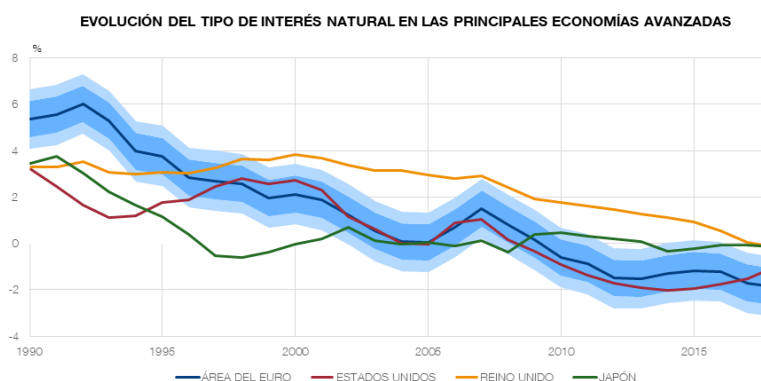
Si bien el banco central controla el tipo de interés nominal, el relevante para las decisiones de gasto de familias y empresas es el tipo de interés “real” —es decir, el nominal menos la inflación esperada—. Por ponerles un ejemplo, un tipo de interés nominal del 2 % cuando la inflación esperada es del 4 % es mucho más expansivo que un tipo nominal del 1 % en un entorno sin inflación.

Dado que los precios que determinan la inflación son parcialmente rígidos, el banco central puede afectar al tipo de interés real ajustando los tipos nominales. Antes de la crisis financiera, el manual del banquero central prescribía que, en un entorno de sobrecalentamiento de la economía y presiones al alza en precios y salarios, el banco central debía elevar los tipos nominales por encima de las expectativas de inflación endureciendo los tipos reales y enfriando la economía. Y a la inversa: durante una recesión con caída de los precios y aumento del desempleo, el banco central debía bajar los tipos de interés nominales reduciendo los tipos reales y estimulando la demanda agregada.

Conceptualmente, los banqueros centrales intentaban mantener los tipos de interés reales en un nivel, conocido como “tipo de interés natural”, que mantuviera el PIB en su nivel potencial y la inflación estable en torno a su nivel objetivo². Dicho tipo de interés natural no se puede observar directamente y solo puede estimarse, con cierto grado de incertidumbre, mediante técnicas econométricas³.

² El concepto, los determinantes y las implicaciones para la política monetaria del tipo de interés natural se discuten en profundidad en [Galesi et al. \(2017\)](#).

³ Holston et al. (2017), por ejemplo, estiman que en 2016 el tipo natural se encontraba en niveles positivos, pero muy cercanos a cero, en Estados Unidos.



Fuente: Banco de España Informe Anual 2018, basado en el modelo de Fiorentini, Galesi, Pérez-Quirós y Sentana (2018). Las bandas para la zona del euro se refieren a niveles de confianza del 68% y del 90%.

Según las estimaciones disponibles, en las últimas décadas se habría producido una progresiva reducción de este tipo de interés natural en las economías avanzadas. Este fenómeno se atribuye a factores demográficos, como el envejecimiento de la población, o tecnológicos, como un menor crecimiento de la productividad, que han modificado el equilibrio entre oferta de ahorro y demanda de inversión. En el caso del área del euro, las estimaciones sitúan el tipo de interés natural en niveles incluso negativos⁴.

La consecuencia es que, para estabilizar la inflación, los tipos de interés reales deben ser ahora más bajos que hace dos o tres décadas. Esto no sería un problema si los tipos nominales pudieran descender todo lo que fuera necesario; por ejemplo, con una inflación esperada del 1 %, para situar el tipo de interés real en, digamos, el -2 %, sería necesario reducir el tipo nominal hasta el -1 %.

El problema reside en que los tipos de interés nominales no pueden descender en terreno negativo todo lo que a veces sería necesario. Si el banco central impusiera tipos de interés del -5 %, por ejemplo, los bancos comerciales sufrirían rendimientos negativos en gran parte de sus activos, lo que afectaría adversamente a su rentabilidad y, en última instancia, a su capacidad de intermediación financiera, con el consiguiente impacto negativo sobre la oferta de crédito, la propia actividad económica y la inflación.

Por lo tanto, existe una cota inferior a los tipos de interés nominales, de modo que, si el banco central reduce los tipos de interés por debajo de ese nivel, el efecto sobre la economía puede ser contractivo, en lugar de expansivo, debido a los efectos negativos sobre el conjunto del sistema financiero⁵. El nivel de dicha cota inferior a los tipos de interés no es directamente observable y varía en el tiempo con la situación del sector financiero, pero, en cualquier caso, supone un límite inferior respecto a cuánto pueden reducir los tipos de interés los bancos centrales.

⁴ Véase, por ejemplo, Fiorentini *et al.* (2018).

⁵ Véase, por ejemplo, Brunnermeier y Koby (2018) para una discusión del efecto de los tipos de interés sobre la rentabilidad bancaria y su capacidad para conceder crédito.

En Europa, el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE se encontraba ya en el -0,5 % antes de la crisis del Covid-19⁶. En nuestra comunicación, hemos enfatizado que existe la posibilidad de futuros recortes adicionales en ese tipo de interés, pero, en todo caso, desde una perspectiva más amplia parece evidente que la política monetaria convencional —es decir, aquella basada en el control del tipo de interés de corto plazo— dispone, en el contexto actual, de un margen de maniobra más limitado en comparación con el que existía hace, por ejemplo, un par de décadas.

La cota inferior a los tipos de interés introduce una asimetría en la conducción de la política monetaria. Como comentaba antes, si la inflación sube por encima de su objetivo, los bancos centrales pueden subir los tipos de interés lo que sea necesario para “enfriar” la economía. Sin embargo, ante *shocks* deflacionistas que llevan la inflación por debajo del objetivo y al banco central a reducir sus tipos de interés, estos pueden terminar “chocando” con su cota inferior. Esta asimetría hace que la política monetaria sea potencialmente muy efectiva en su lucha contra la inflación, pero no tanto en su lucha contra la deflación o, incluso, una inflación persistentemente baja.

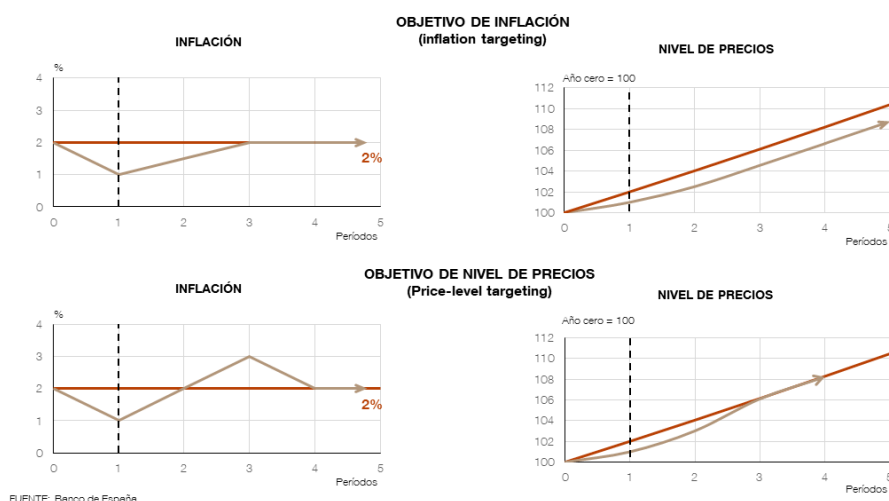
Esto último puede llevar a un peligroso círculo vicioso. En un contexto en el que se prevea que la cota inferior a los tipos de interés puede restringir de forma frecuente la capacidad de actuación de los bancos centrales, los agentes económicos esperarán que las desviaciones de la inflación por encima de su objetivo sean corregidas rápidamente, pero no así las desviaciones por debajo. Por lo tanto, la inflación esperada, en términos del promedio durante un período amplio, tenderá a situarse por debajo del objetivo.

Dado que a largo plazo el tipo de interés nominal es el tipo real de equilibrio más la inflación esperada, la caída de esta última implica menores tipos nominales de media, lo que provoca que estos choquen más a menudo con su cota inferior. Ello supone un menor espacio para proporcionar estímulo en períodos recesivos con baja inflación, lo cual abunda en menores expectativas de inflación, y así sucesivamente.

En este contexto de tipos naturales históricamente bajos, pérdida de capacidad de maniobra para la política de tipos de interés y riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación, los principales bancos centrales han visto necesario replantearse su estrategia de política monetaria, es decir, la manera en que se articulan sus objetivos de política monetaria y cómo se persiguen dichos objetivos con las herramientas disponibles.

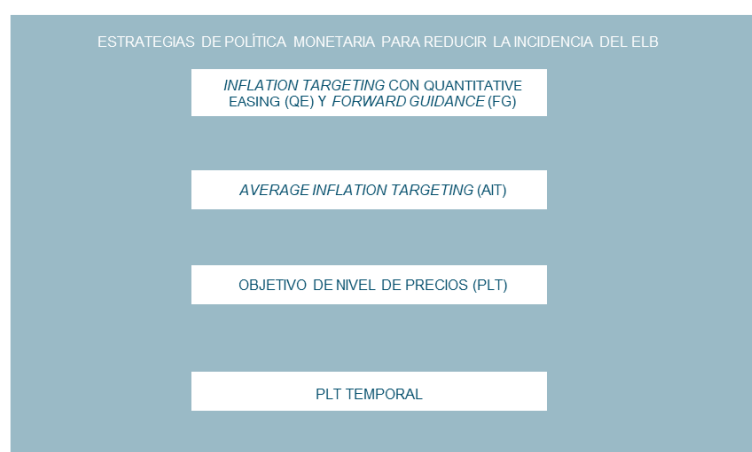
Hasta ahora, en sus marcos estratégicos la mayoría de los bancos centrales han seguido variantes de lo que se conoce como “objetivo de inflación” o *inflation targeting*, por el cual persiguen que la inflación se mantenga cercana a un determinado valor numérico —por ejemplo, el 2 %— a lo largo de un horizonte de medio plazo.

⁶ Arce *et al.* (2018) estiman que esos niveles de tipos negativos no contraen necesariamente la oferta de crédito de los bancos europeos, y en particular de los españoles.



Existen, no obstante, estrategias alternativas de política monetaria con las que el banco central intenta compensar las desviaciones pasadas de la inflación respecto de su objetivo. Estas son las llamadas “estrategias de compensación” o *make-up strategies*⁷. Una de ellas es la que se conoce como “objetivo de nivel de precios” o *price level targeting*.

En este caso, el banco central anuncia una tasa de crecimiento objetivo del nivel de precios —por ejemplo, del 2 %—. A diferencia del caso del *inflation targeting*, si por algún motivo la inflación se sitúa temporalmente por debajo del 2 %, en el futuro el banco central tendrá que garantizar que se eleve por encima del 2 % para lograr que el nivel de precios retorne a su senda objetivo. De alguna manera, esta estrategia obliga al banco central a corregir en el futuro cualquier desviación pasada de la inflación respecto del valor coherente con la senda objetivo del nivel de precios.



FUENTE: Banco de España.

⁷ Véase el capítulo 3 del *Informe Anual 2018* del Banco de España para una discusión en detalle de las estrategias de compensación.

Una estrategia menos radical, pero similar en espíritu, es la que se conoce como “objetivo de inflación promediado” o *average inflation targeting*. En este caso, el banco central intenta que la inflación promedio se mantenga en su nivel objetivo durante una cierta ventana de tiempo. A diferencia del *inflation targeting* tradicional, incluye un elemento de compensación de las desviaciones pasadas, pero este es limitado en el tiempo, en contraste con el *price level targeting*, donde todas las desviaciones pasadas deben compensarse, independientemente del tiempo transcurrido desde que se produjeron.

Una característica de estas estrategias de compensación es su simetría, entendida como el compromiso del banco central a reaccionar por igual a desviaciones de la inflación tanto por debajo del objetivo —que, como hemos visto, son las realmente problemáticas en el contexto actual— como por encima; es decir, tras un período de inflación por encima del objetivo el banco central tendría que reducirla por debajo de este, lo cual le exigiría deprimir la actividad económica y el empleo.

Dado que un compromiso de este tipo puede no ser plenamente creíble, recientemente se ha propuesto que estas estrategias sean temporales, en el sentido de que el banco central opere normalmente con un régimen de *inflation targeting* tradicional, pero que, ante crisis con inflación baja que lleven los tipos de interés cerca de la cota inferior, se comprometa a una estrategia de compensación futura de la “inflación perdida” durante ese período⁸.

En los últimos años, varios bancos centrales han iniciado procesos para revisar sus estrategias de política monetaria (entre ellos, el BCE y la Reserva Federal de Estados Unidos). En este contexto, la Reserva Federal anunció a finales de agosto los principales resultados de su revisión estratégica, que, entre otros cambios, le ha llevado a adoptar una nueva estrategia de *average inflation targeting*, aunque sin precisar elementos clave de dicha estrategia, como la longitud de la ventana temporal sobre la cual calcular la inflación media que se desea estabilizar.

En particular, la Reserva Federal afirma en su nuevo marco estratégico que, ante períodos con una inflación persistentemente por debajo del 2 %, intentará mantener la inflación moderadamente por encima del 2 % durante un cierto tiempo⁹.

Por su parte, el BCE anunció en enero de este año el inicio de la revisión de su estrategia de política monetaria. La irrupción del Covid-19 ha supuesto un retraso en este proceso, que se espera que se extienda durante parte del próximo año. Dado que es un proceso en curso, no sabemos aún cuáles serán sus conclusiones, pero sí puedo adelantar que es un proceso abierto; tanto el BCE como los bancos centrales nacionales del Eurozona estamos realizando una gran cantidad de análisis y pidiendo su opinión a la sociedad civil, los economistas académicos y otros colectivos profesionales y sociales.

La revisión de la estrategia del BCE es muy ambiciosa, ya que no solo analiza cuestiones como la posible adopción de estrategias de compensación por desviaciones pasadas en la inflación respecto de su objetivo, sino que aborda temas adicionales, como el diseño y uso óptimo de los diversos instrumentos de política monetaria, la medición de la inflación, las

⁸ Véase, por ejemplo, Bernanke *et al.* (2019).

⁹ Véase el recuadro 2 del “Informe trimestral de la economía española”, *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España, para una descripción de este anuncio y una valoración de sus efectos sobre los mercados financieros.

interacciones entre la política monetaria y la política macroprudencial, la política de comunicación de la institución, o el impacto del cambio climático, la digitalización o la globalización sobre la política monetaria. Todos estos aspectos y otros adicionales cubiertos por la revisión estratégica pueden ser relevantes a la hora de cumplir con nuestro mandato de estabilidad de precios.

De hecho, uno de los temas clave de esta revisión será el relativo a la definición misma del objetivo de estabilidad de precios del BCE. El objetivo de inflación actual, consistente en una tasa inferior, pero cercana, al 2 %, es susceptible de ser reformulado.

Por un lado, puede ser necesario clarificar el nivel concreto de inflación que se pretende alcanzar, para facilitar su comprensión a los agentes económicos. Por otro, cabría la posibilidad de dotar a dicho objetivo de una naturaleza más simétrica, que deje claro que el grado de tolerancia hacia desviaciones de la inflación por encima del objetivo será el mismo que cuando tales desviaciones se produzcan por debajo.

Asimismo, en el contexto actual de baja inflación y tipos de interés cercanos a su cota inferior, el objetivo de inflación habrá de tener en cuenta la necesidad de permitir un colchón suficientemente alto, por encima de cero, que dé más margen de maniobra a la política convencional de tipos de interés.

Otro aspecto importante será el de cuáles deben ser los instrumentos de la política monetaria del BCE y su interacción dentro del nuevo marco estratégico. En este sentido, parece evidente que una de las conclusiones de la actual revisión será que, ante un entorno de bajos tipos de interés naturales y mayor limitación al uso de los tipos de interés nominales como herramienta de estabilización, los programas de compra de activos o las operaciones de provisión de liquidez a los bancos han pasado a formar parte de la “caja de herramientas” normal de los banqueros centrales.

Un problema específico del área del euro es el de la llamada “fragmentación” en la transmisión de la política monetaria común. Esto quiere decir que las condiciones de financiación de los Gobiernos varían de manera significativa entre países, como consecuencia, entre otros factores, de las diferentes primas de riesgo soberanas en el área del euro, lo cual, a su vez, repercute también en los costes de financiación de las empresas y las entidades financieras de los distintos países. En efecto, en cada país el coste de la deuda del Gobierno suele actuar como “suelo” o “base” para la deuda corporativa y bancaria. Por ello, en aquellos países cuyos Gobiernos tengan mejores perspectivas de repago de su deuda y, por tanto, se financien en condiciones más favorables, también verán reducidos sus costes de endeudamiento las empresas y, a través del crédito bancario, los hogares.

En situaciones de recesión económica y aumento del gasto público, como en la crisis de deuda soberana o en la actual crisis del Covid-19, un aumento de la prima de riesgo de algunos países de la zona del euro puede generar un endurecimiento de las condiciones financieras generales en esas jurisdicciones y poner en riesgo la estabilidad de precios en el conjunto del área del euro.

Por ello, es conveniente que nos dotemos de forma permanente de instrumentos lo bastante flexibles para evitar la reaparición de dinámicas de fragmentación que comprometan la correcta transmisión de la política monetaria en toda el área del euro. Dicho de otra manera, las herramientas del nuevo marco estratégico deberían heredar, en mi opinión, los elementos de flexibilidad que han caracterizado el PEPP.

Independientemente del resultado final, estoy seguro de que esta revisión reforzará la efectividad de la política monetaria en el área del euro y su capacidad para lograr sus objetivos en el entorno macroeconómico de la próxima década.

La introducción de un euro digital

INFORME DEL BCE SOBRE EL EURO DIGITAL

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

- Publicado el **2 de octubre de 2020**
- **Supone un análisis teórico inicial** => no implica una decisión de emisión
- **Contenidos principales:**
 - Definición del concepto de euro digital (complemento del efectivo)
 - Escenarios que podrían justificar su emisión
 - Análisis inicial de implicaciones y requisitos
 - Opciones técnicas y de diseño funcional
- **Próximos pasos:**
 - Análisis profundo de sus implicaciones prácticas (estabilidad financiera, política monetaria, etc.) y aspectos legales
 - Evaluación de las posibilidades técnicas y de las distintas opciones de diseño => experimentación

El Eurosistema debe estar preparado para poder emitir euro digital en caso de que se estime necesario

La política monetaria y las herramientas disponibles para mejorar la eficacia de su ejecución no son las únicas cuestiones que, a día de hoy, ocupan un lugar prioritario en la agenda de los bancos centrales. En un momento de transformación tan profunda como el actual no escasean los temas que compiten por atraer nuestra atención.

Uno que me parece especialmente relevante en estos momentos es el de la creciente velocidad del proceso de digitalización que está experimentando el sistema financiero. La pandemia, por un lado, y el anuncio de la estrategia de finanzas digitales de la Comisión Europea, por otro, han puesto esta cuestión en el epicentro del debate europeo.

En mi opinión, entre los efectos transformadores de la digitalización en el sector financiero, hay uno que destaca: la profunda transformación que están experimentando los servicios de pago, tanto en lo que respecta a las características del servicio en sí, como a la tecnología y los actores que intervienen. Sin duda, se trata de un fenómeno importante para los bancos centrales, dada nuestra condición de responsables de promover y garantizar el buen funcionamiento de los sistemas de pago. Lo es también en cuanto que la digitalización nos ofrece nuevas oportunidades para redefinir nuestro papel como proveedores de activos de liquidación seguros.

De hecho, como ya sabrán, desde el Eurosistema estamos analizando con detenimiento, al igual que muchos de nuestros homólogos a escala internacional, la posibilidad de emitir dinero digital: “euro digital” en nuestro caso. El euro digital sería una nueva forma de pasivo monetario del banco central que, al igual que el efectivo, estaría pensado para ser accesible tanto para los hogares como para las empresas no financieras.

Como pueden imaginar, la introducción de un instrumento de esta naturaleza entraña una enorme complejidad y trascendencia, por lo que, más allá del estimulante debate intelectual que se abre en torno a sus posibilidades en el futuro, requiere un análisis profundo de sus distintas implicaciones y sus posibles configuraciones. Asimismo, nuestro papel en este ámbito nos obliga a estar preparados técnicamente por si se produjesen en algún momento desarrollos que aconsejaran ponerlo en circulación.

La iniciativa para estudiar las ventajas y los inconvenientes de un euro digital parte de un acuerdo que adoptamos en el Consejo de Gobierno del BCE por el cual establecimos un grupo de alto nivel para profundizar en el análisis y ampliar el conocimiento del Eurosistema en este campo. Los resultados de este trabajo se recogen en un informe que no solo refleja nuestras conclusiones preliminares, sino que además esboza una hoja de ruta para el futuro. Es decir, el ejercicio que hemos hecho en el Eurosistema es tan solo el primero de los muchos pasos y reflexiones que tenemos por delante antes de poder pronunciarnos en firme a este respecto.

Si tuviera que resumir brevemente la principal aportación de nuestro informe al debate actual, diría que nos hemos esforzado por identificar los escenarios que, de materializarse, podrían justificar el lanzamiento del euro digital como una de las posibles actuaciones que se han de considerar en respuesta a los desafíos que dichos escenarios plantearían. En otras palabras, hemos tratado de dilucidar cuándo un euro digital podría ser un buen aliado que nos permita seguir cumpliendo con el mandato y los objetivos del Eurosistema.

Permítanme ilustrar esta cuestión con un ejemplo de plena actualidad. Como decía anteriormente, la pandemia ha propiciado una mayor digitalización y, con ello, el uso del efectivo como medio de pago se ha visto alterado de manera notable. De hecho, según nuestros datos, a lo largo del segundo trimestre de este año el volumen de retiradas de dinero en los cajeros automáticos españoles ha sido un 52 % inferior a la cifra registrada en el mismo período del año previo¹⁰.

De convertirse este fenómeno puntual en un cambio permanente en las preferencias de la sociedad, podríamos dejar de contar con la alternativa pública que ofrece el efectivo a los medios de pago privados. Ante esta situación, el euro digital podría ser un vehículo a través del cual mantener la opción de que los ciudadanos tengan acceso al dinero seguro del banco central y evitar los riesgos que generaría una dependencia total de los medios de pago privados.

No obstante, antes de poder lanzar un euro digital debemos resolver numerosos interrogantes. Solo así estaremos en disposición de poder dar respuesta a los retos y reaccionar con agilidad en caso necesario.

¹⁰ <https://www.bde.es/f/webbde/SPA/sispago/ficheros/es/estadisticas.pdf>.

Por un lado, hemos de adquirir experiencia práctica en cuanto a las posibilidades que ofrece la tecnología para el diseño operativo de ese euro digital. En el Eurosistema hemos de plantearnos, entre otras cuestiones, cuál sería la tecnología más adecuada, cómo debemos configurarla para garantizar la máxima resiliencia o de qué manera tendríamos que involucrar al sector privado en la provisión del euro digital.

Más allá de las cuestiones puramente técnicas, debemos profundizar en el análisis de las implicaciones macroeconómicas y financieras de un euro digital en los distintos escenarios identificados, ya que hay aspectos básicos sobre el posible impacto del euro digital en la economía que habría que aclarar antes de tomar una decisión sobre su emisión.

A título de ejemplo, me gustaría señalar la necesidad de minimizar el impacto negativo que, para la estabilidad financiera, tendría una posible desintermediación bancaria o los posibles efectos del euro digital en situaciones de inestabilidad financiera. Estos aspectos probablemente requieran un esfuerzo analítico adicional para asegurar que se pueden evitar efectos secundarios indeseados.

En cualquier caso, creo que la situación en la que se encuentra el Eurosistema no difiere sustancialmente de la de aquellos bancos centrales que están inmersos en una reflexión similar. Donde podemos divergir algo más es en nuestro ritmo de avance, en gran medida como reflejo del diferente estado en el que nos encontramos con respecto a los escenarios señalados. Por ejemplo, en el caso de los países nórdicos, la disminución del uso del efectivo es ya una realidad constatable. Del mismo modo, en China los medios de pago parecen mostrar una tendencia hacia la concentración en ecosistemas que gestiona un reducido grupo de gigantes tecnológicos locales ajenos al sistema bancario tradicional.

En todo caso, lo que pone de manifiesto esta discusión es la necesidad que tenemos los bancos centrales de comprender los cambios que afronta la economía como resultado de la transformación digital y, de modo muy particular, de entender la magnitud de estos impactos sobre el sector financiero.

La importancia que tienen las funciones que tenemos asignadas tanto en el ámbito de la política monetaria como en el de los sistemas de pago exige que nuestras actuaciones vayan siempre precedidas de análisis rigurosos y profundos, y que cuenten con el más amplio consenso. Cohonestar el rigor de nuestras decisiones en ámbitos de innegable calado para toda la sociedad con la flexibilidad y rapidez de respuesta que demanda una economía en acelerada transformación es un reto cuya resolución debe basarse en nuestra capacidad de anticipar estas situaciones para así poder analizarlas con tiempo en toda su profundidad. Considero que tanto el proceso de revisión de la estrategia de política monetaria como la estrategia para afrontar los retos derivados de la creciente digitalización del sistema financiero son dos buenos exponentes de esta forma de trabajar que nos permitirán seguir aportando el máximo valor a la economía europea y, por ende, a la sociedad española.

Muchas gracias.

Bibliografía

Aguilar, P., Ó. Arce, S. Hurtado, J. Martínez-Martín, G. Nuño, y C. Thomas (2020). La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del Covid-19», Documentos Ocasionales, n.º 2026, Banco de España.

Arce, Ó., M. García-Posada, S. Mayordomo y S. Ongena (2018). *Adapting lending policies in a “negative-for-long” scenario*, Documentos de Trabajo, n.º 1832, Banco de España.

Arce, Ó., R. Gimeno y S. Mayordomo (2017). *Making room for the needy: the credit-reallocation effects of the ECB’s corporate QE*, Documentos de Trabajo, n.º 1743, Banco de España, próxima aparición en *Review of Finance*.

Arce, Ó., I. Kataryniuk, P. Marín y J. J. Pérez (2020). *Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo*, Documentos Ocasionales, n.º 2014, Banco de España.

Bernanke, B. S., M. T. Kiley y J. M. Roberts (2019). “Monetary Policy Strategies for a Low-Rate Environment”, *AEA Papers and Proceedings*, n.º 109, pp. 421-426.

Brunnermeier, M. K., y Y. Koby (2018). *The Reversal Interest Rate*, NBER Working Paper, n.º 25406.

Fiorentini, G., A. Galesi, G. Pérez-Quirós y E. Sentana (2018). [*The rise and fall of the natural interest rate*](#), Documentos de Trabajo, n.º 1822, Banco de España.

Galesi, A., G. Nuño y C. Thomas (2017). [“El tipo de interés natural: concepto, determinantes e implicaciones para la política monetaria”](#), Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

Holston, K., T. Laubach y J. Williams (2017). “Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants”, *Journal of International Economics*, n.º 108, pp. 59-75.