

# Artículos

## 1 Política monetaria y desigualdad

Maarten Dossche, Jiří Slačálek y Guido Wolswijk

### Introducción

**La cuestión de la desigualdad económica comenzó a cobrar mayor atención después de la crisis financiera mundial.** Durante dicho período, el aumento del desempleo, la evolución dispar de los precios de la vivienda y de las cotizaciones, y la caída de los tipos de interés afectaron a los hogares de maneras muy distintas. La desigualdad de la renta y de la riqueza se ha incrementado en las economías más avanzadas desde principios de los años 80, y algunos países tienen ahora niveles comparables a los registrados a comienzos del siglo XX, lo que genera una preocupación creciente sobre las consecuencias políticas y económicas de dicha tendencia<sup>1</sup>.

**Más recientemente, también se ha prestado mayor atención a la interacción entre la política monetaria y la desigualdad.** En respuesta a la crisis financiera mundial, la política monetaria se embarcó en un prolongado período de acomodación monetaria, y se aplicaron medidas no convencionales (como las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria —*forward guidance*— y las compras de activos) para reducir y aplanar la curva de tipos de interés. Dado que dichas medidas suelen tener un impacto mayor en el precio de los activos a largo plazo que las variaciones de los tipos de interés a corto plazo, han surgido preocupaciones acerca de que la política monetaria esté beneficiando principalmente a los hogares más ricos<sup>2</sup>. Además, teniendo en cuenta el reconocimiento cada vez mayor de que la transmisión de la política monetaria depende de la distribución de la renta y de la riqueza, los bancos centrales han empezado a prestar más atención a la heterogeneidad de los hogares<sup>3</sup>. Esta

<sup>1</sup> Véase T. Piketty, *Capital in the Twenty-First Century*, Harvard University Press, 2013. Las diferencias de renta y de riqueza suelen estar correlacionadas con varias características económicas (como el nivel educativo, la experiencia profesional y las competencias de las personas). Sin embargo, estas características económicas no son los únicos factores determinantes de la desigualdad económica. La renta y la riqueza de las personas también están correlacionadas con diversas características sociológicas (como su edad, género, raza, estado civil y religión). Además, las políticas públicas (por ejemplo, en los ámbitos tributario, de educación, de vivienda y de urbanismo) y las normas sociales (por ejemplo, la discriminación) interactúan con dichas características económicas y sociológicas. Por tanto, los factores que determinan la desigualdad son múltiples y están en la intersección de la economía, la sociología y las políticas públicas.

<sup>2</sup> Por ejemplo, la desigualdad fue uno de los temas más recurrentes en los encuentros de escucha organizados en el contexto de la revisión de la estrategia de política monetaria del BCE, en los que muchos participantes defendieron que la política monetaria debería desempeñar un papel más destacado para abordar la desigualdad. Véase el informe resumido del BCE sobre dicho ejercicio de escucha: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview001.es.html>

<sup>3</sup> Véase J. Yellen, «*Macroeconomic Research After the Crisis*», discurso pronunciado en el Federal Reserve Bank of Boston, 14 de octubre de 2016.

tendencia se ha visto respaldada por numerosos estudios recientes sobre el papel que desempeña la heterogeneidad de los hogares en la transmisión de las perturbaciones y de las políticas macroeconómicas<sup>4</sup>.

**En este artículo se examina la evidencia más reciente sobre la desigualdad económica y su interacción con la política monetaria, prestando especial atención a la zona del euro.** En la sección 2 se analizan tanto las tendencias seculares como las fluctuaciones cíclicas en la distribución de la renta y de la riqueza en la zona del euro (una distinción que es importante, ya que podría argumentarse que la interacción entre la política monetaria y la desigualdad es bastante cíclica por naturaleza). En la sección 3 se consideran los canales a través de los que la política monetaria puede afectar a la distribución de la renta y de la riqueza, examinándolos desde una perspectiva tanto teórica como empírica. En la sección 4 se describe de qué manera la heterogeneidad de la renta y de la riqueza de los hogares repercute en la transmisión de la política monetaria al gasto de este sector. Y en la sección 5 se resumen las implicaciones de estas conclusiones para la política monetaria y se consideran una serie de aspectos que requieren más investigación.

## Conclusión

**En muchas economías avanzadas, la desigualdad ha ido creciendo durante varias décadas, debido principalmente a factores distintos de la política monetaria.** Aunque la desigualdad de la renta y de la riqueza ha tendido a aumentar en las economías más avanzadas, existe una heterogeneidad significativa entre países, tanto en el grado de aumento de la desigualdad como en los niveles actuales de esta. Por ejemplo, la desigualdad tanto de la renta como de la riqueza suele ser menor en la zona del euro que en Estados Unidos. Aunque algunos factores determinantes de la creciente desigualdad son comunes a la mayoría de los países (como la globalización), las políticas distintas de la monetaria han sido fundamentales para explicar estas diferencias entre países. Después de todo, desde los años 80, las economías más avanzadas han tendido a adoptar marcos de política monetaria bastante similares, con una inflación que se ha mantenido en niveles reducidos y estable. Es más, en la medida en que las pérdidas cíclicas de empleo generan efectos adversos y duraderos en la empleabilidad de las personas, la política monetaria ha ayudado, de hecho, a impedir que la desigualdad de la renta y de la riqueza aumente a más largo plazo como consecuencia del ciclo económico.

**Efectivamente, parece que, en general, la relajación de la política monetaria ha reducido la desigualdad económica en los últimos años.** Los efectos directos de esta relajación son dispares como consecuencia de las diferencias en el régimen de tenencia de la vivienda por parte de los hogares y, por tanto, en el predominio de las hipotecas. Y lo que es más importante, la relajación de la política monetaria reduce claramente la desigualdad a través de sus efectos indirectos, lo que se traduce en mayor empleo para los hogares con rentas más bajas en particular. Aunque el BCE

<sup>4</sup> Véase, por ejemplo, S. Ahn, G. Kaplan, B. Moll, T. Winberry y C. Wolf, «[When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality](#)», NBER Macroeconomics Annual, vol. 32, 2017, pp. 1-75.

no tiene ni el mandato ni los instrumentos que necesitaría para modificar específicamente la distribución de la renta y de la riqueza, parece que sus políticas actuales tienen, en general, un impacto igualador a través de su contribución a la estabilización macroeconómica.

**La heterogeneidad de los hogares desempeña un papel importante en la transmisión de la política monetaria.** Dado que los hogares son sustancialmente diferentes en términos de la composición de su riqueza, la sensibilidad de su renta al ciclo económico y su propensión al consumo, la distribución de la renta y de la riqueza influye de manera fundamental en la transmisión de la política monetaria a la actividad económica y a la inflación. Aunque las mejoras introducidas recientemente en los modelos y los datos han contribuido a entender mejor esta parte del canal de transmisión de la política monetaria, continúa habiendo varios interrogantes (como muestra el recuadro 3). Por consiguiente, como muchos otros bancos centrales, el BCE continúa invirtiendo en nuevos modelos y fuentes de datos macroeconómicos, con el fin de conocer mejor las formas en que sus políticas afectan a la desigualdad y la manera en que la heterogeneidad de los hogares determina la transmisión de sus políticas.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

## 2

# Conocimiento de las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores: el papel de la (in)certidumbre

## Introducción

Aidan Meyler y Lovisa Reiche

Conocer las expectativas de inflación de los hogares es importante para los responsables de la política monetaria

En este artículo se presentan y se analizan datos cuantitativos sobre las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores de la zona del euro

**Las expectativas de inflación desempeñan un papel clave en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.** A igualdad de otros factores, cuando los agentes económicos anticipan que la inflación aumentará, su percepción es que el tipo de interés real se reducirá. Como resultado, gastan más y ahoran menos para optimizar su consumo y su inversión a largo plazo. Las expectativas de inflación también influyen significativamente en el proceso de fijación de precios y salarios y, por lo tanto, son un determinante importante de la inflación futura. En consecuencia, conocer la naturaleza de las expectativas de inflación de los agentes económicos y cómo se forman es crucial para los responsables de la política monetaria<sup>1</sup>.

**En este artículo se analizan las expectativas de inflación de los consumidores utilizando los datos de la encuesta de opinión de consumidores de la Comisión Europea (ECCS, por sus siglas en inglés).** Existen varias formas de medir las expectativas de inflación: pueden obtenerse de instrumentos del mercado financiero, de encuestas a expertos en previsión económica y de encuestas a empresas u hogares. Este artículo se centra en las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores extraídas de la ECCS armonizada<sup>2</sup>. Los datos se remontan a 1985, pero hasta 2004 solo proporcionan información cualitativa acerca de las percepciones y las expectativas de los encuestados sobre la dirección y la velocidad de las variaciones de los precios. En estas encuestas, la recopilación sistemática de datos cuantitativos sobre la magnitud de la inflación no comenzó hasta 2004<sup>3</sup>. Este análisis ayuda a abordar algunas de las regularidades empíricas más desconcertantes de estas expectativas de inflación, concretamente las

<sup>1</sup> Véanse, por ejemplo, M. Draghi, *Comunicado preliminar*, Banco Central Europeo, 22 de octubre de 2015, y J. Yellen, «*Comments on Monetary Policy at the Effective Lower Bound*», *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 49, n.º 2, otoño, 2018, pp. 573-579.

<sup>2</sup> Las percepciones de inflación de los consumidores guardan relación con los cambios percibidos en los precios en el pasado, y sus expectativas de inflación se refieren a las variaciones de los precios esperadas en el futuro.

<sup>3</sup> Estos datos se publicaron de forma agregada para la UE y la zona del euro, e incluyen desgloses por categoría socioeconómica basados en un estudio de R. Arioli, C. Bates, H. Dieden, I. Duca, R. Friz, C. Gayer, G. Kenny, A. Meyler y I. Pavlova en «*EU Consumers' Quantitative Inflation Perceptions and Expectations: An Evaluation*», *European Economy - Discussion Paper*, n.º 038, Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea, noviembre de 2019. Desde principios de 2019 se publican trimestralmente en el informe *European Business Cycle Indicators* (EBCI) de la Comisión Europea. Véase también Comisión Europea, «*New data set on consumers' quantitative estimates of past and expected inflation in the euro area and the EU*», European Business Cycle Indicators (EBCI) – primer trimestre de 2019, *Technical Paper*, n.º 31, pp. 17-22, 12 de abril. Los datos se pueden descargar a través de [este enlace](#) (sección: Consumers – Qualitative and Quantitative Inflation perceptions).

Las percepciones y las expectativas de inflación están vinculadas a las características sociodemográficas y al sentimiento económico

siguientes: a) aunque la percepción/expectativa media ha evolucionado en paralelo a la inflación observada, ha tendido a situarse sistemáticamente por encima de esta; b) existe una correlación aparentemente negativa entre las expectativas de inflación y el sentimiento económico, y c) existe una heterogeneidad sustancial tanto entre países como entre personas en lo que respecta a los niveles de las expectativas de inflación.

**Algunas de las regularidades empíricas de las expectativas de inflación de los consumidores pueden atribuirse a características sociodemográficas y al sentimiento económico.** El análisis que se realiza en este artículo corrobora conclusiones anteriores de la literatura de que es probable que los consumidores tengan mayores percepciones y expectativas de inflación si son más jóvenes, si son mujeres, si tienen niveles más bajos de educación reglada y si pertenecen a colectivos con ingresos más bajos<sup>4</sup>. También se confirma que los consumidores con una situación financiera mejor y perspectivas positivas sobre la economía en su conjunto se asocian a menores expectativas de inflación, y también ocurre lo mismo cuando se controla por factores sociodemográficos<sup>5</sup>.

**En este artículo también se explica tanto el sesgo de las expectativas cuantitativas de inflación con respecto a la inflación observada como su relación negativa con el sentimiento económico.** Este sesgo parece estar relacionado con el hecho de que los agentes con mayor incertidumbre suelen utilizar números redondos (múltiplos de cinco) al indicar sus expectativas de inflación. Además, los que tienen una perspectiva negativa en relación con la economía en su conjunto también tienden a mostrar más incertidumbre sobre las perspectivas de inflación y a señalar mayores expectativas de inflación, lo que explica por qué las expectativas recogidas en la encuesta aumentan en períodos de incertidumbre económica.

**Para explorar estas cuestiones, este artículo se estructura como sigue.** En la sección 2 se ofrece una visión general de las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores de la zona del euro en términos agregados. En la sección 3 se describe el marco de análisis de las expectativas de inflación desde la perspectiva de la incertidumbre. En la sección 4 se examina el impacto de variables como las características sociodemográficas específicas y el sentimiento económico en la probabilidad de que las personas sientan incertidumbre sobre la inflación y, por lo tanto, señalen sus expectativas en cifras redondeadas. En la sección 5 se analiza cómo el marco de (in)certidumbre ayuda a explicar las expectativas de inflación recogidas en la encuesta. Por último, en la sección 6 se presentan las conclusiones.

<sup>4</sup> Para consultar un primer análisis (sobre consumidores suecos), véase L. Jonung, «*Perceived and Expected Rates of Inflation in Sweden*», *The American Economic Review*, vol. 71(5), 1981, pp. 961-968, y para información más reciente de la zona del euro, véase Arioli *et al.* (2016, *op. cit.*). En el estudio de M. Bryan y G. Venkatu, «*The Demographics of Inflation Opinion Surveys*», *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, octubre de 2001, se argumenta que estas diferencias no pueden atribuirse únicamente a las distintas cestas de consumo de estos grupos socioeconómicos diferentes.

<sup>5</sup> Lo mismo se ha señalado con respecto a los consumidores italianos en P. Del Giovane, S. Fabiani y R. Sabbatini, «*What's behind "inflation perceptions"? A survey-based analysis of Italian consumers*», *Temi di discussione (Working papers)*, n.º 655, Banca d'Italia, enero de 2008, y a escala europea en M. Ehrmann, D. Pfajfar y D. Santoro, «*Consumers' Attitudes and Their Inflation Expectations*», *International Journal of Central Banking*, febrero de 2017, pp. 225-259.

## Conclusiones

La (in)certidumbre sobre la inflación es un marco importante para analizar las expectativas cuantitativas de inflación de los consumidores

**La (in)certidumbre sobre la inflación es un canal que arroja luz acerca de algunos de los aspectos más desconcertantes de las expectativas cuantitativas de inflación indicadas en la encuesta.** En primer lugar, el análisis desde la perspectiva de la (in)certidumbre contribuye a explicar por qué los agregados estimados que se pueden observar son elevados pese a que el nivel de inflación es bastante reducido. Esto se debe a que, en condiciones de incertidumbre, muchos consumidores responden con cifras redondeadas, por lo que a menudo sobreestiman la inflación en términos cuantitativos. En segundo lugar, el hecho de que el redondeo esté más extendido en algunos grupos sociodemográficos también ayuda a explicar por qué se observan percepciones y expectativas de mayor inflación en determinados colectivos con características específicas. Con todo, debe tenerse en cuenta que, aunque es posible que los consumidores que tienen más incertidumbre no cuantifiquen de forma precisa la inflación futura, sus expectativas identifican una inflación relativamente reducida y elevada de manera similar a otros consumidores con menos incertidumbre y cuyas expectativas se ajustan, en líneas generales, al ciclo de inflación observado.

La correlación negativa señalada entre las perspectivas económicas y las estimaciones de la inflación puede obedecer al aumento de la incertidumbre

**Asimismo, el canal de la incertidumbre también es una posible explicación de la correlación negativa que se observa en ocasiones entre las perspectivas económicas y las expectativas de inflación.** Por tanto, ofrece una perspectiva alternativa a la opinión de que esta correlación negativa es una interpretación de la inflación desde el lado de la oferta, según la cual las personas interpretan que un incremento de la inflación esperada es inequívocamente negativo<sup>6</sup>. El estudio muestra que esta correlación podría reflejar una mayor incertidumbre, que, a su vez, eleva las expectativas de inflación indicadas.

**Sin embargo, siguen existiendo aspectos de las expectativas de inflación de los consumidores que no pueden abordarse con los datos utilizados en este artículo.** Por ejemplo, como no se ha observado a la misma persona a lo largo del tiempo, resulta complicado entender la manera en que se forman las expectativas y la magnitud de su impacto económico. En el futuro, la encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) del BCE, cuya fase piloto se puso en marcha en 2020 y tiene una estructura de panel genuina, podría ofrecer una visión más detallada de las expectativas de los consumidores a lo largo del tiempo, de su formación y de cómo entienden y reaccionan los consumidores a la política monetaria<sup>7</sup>.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

<sup>6</sup> B. Candia, O. Coibion e Y. Gorodnichenko, «[Communication and the Beliefs of Economic Agents](#)», trabajo presentado en el Jackson Hole Economic Policy Symposium (simposio de política económica de Jackson Hole) organizado por el Federal Reserve Bank of Kansas City, 28 de agosto de 2020.

<sup>7</sup> Para más información, véase la [encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE](#).

### 3

## La paradoja del efectivo: entender la demanda de efectivo más allá del uso transaccional

Alejandro Zamora-Pérez

### Introducción

**En la zona del euro se ha observado un fenómeno conocido en inglés como *paradox of banknotes* («paradoja del efectivo»)<sup>1</sup>; en los últimos años, la demanda de billetes en euros ha aumentado constantemente, mientras que la utilización de billetes a nivel transaccional parece haber disminuido.** Según encuestas recientes sobre pagos, el porcentaje de operaciones en efectivo se ha reducido en la zona del euro. Cabría esperar que esta reducción, junto con el proceso de digitalización en curso de los pagos minoristas, se hubiera plasmado en un descenso de la demanda de efectivo<sup>2</sup>, pero no ha sido así. De hecho, el número de billetes en euros en circulación ha aumentado desde 2007 (gráfico 1). Esta paradoja aparentemente contradictoria puede atribuirse a la demanda de billetes para su uso como depósito de valor en la zona del euro (por ejemplo, dinero en efectivo que atesoran los ciudadanos en su domicilio), unida a la demanda de billetes en euros de fuera de la zona. En este artículo se utilizará la evidencia disponible para explicar este fenómeno de forma más detallada.

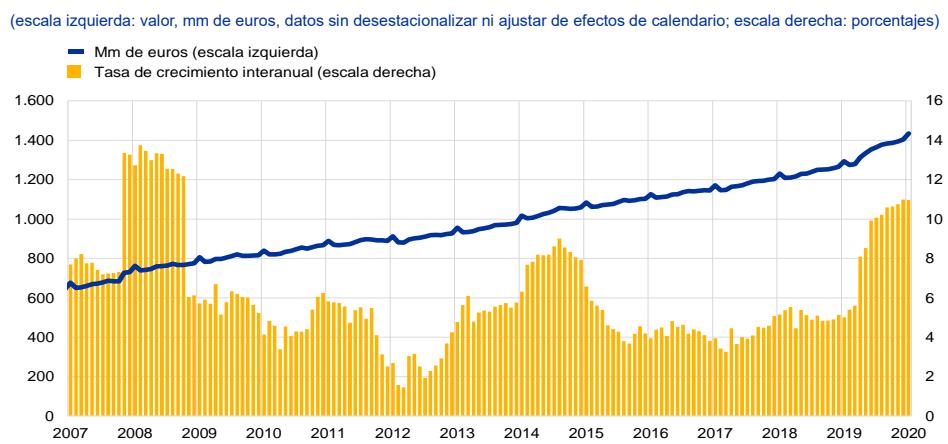
---

<sup>1</sup> Este fenómeno también se ha observado en otras monedas, particularmente las que tienen una fuerte demanda externa; la expresión fue acuñada por A. Bailey en «[Banknotes in Circulation: Still Rising: What does this Mean for the Future of Cash?](#)», discurso pronunciado en la Banknote 2009 Conference, Washington DC, 2009.

<sup>2</sup> Por simplicidad, en este artículo no se hacen referencias específicas a monedas (2 % del valor del efectivo en euros).

## Gráfico 1

### Billetes en euros en circulación



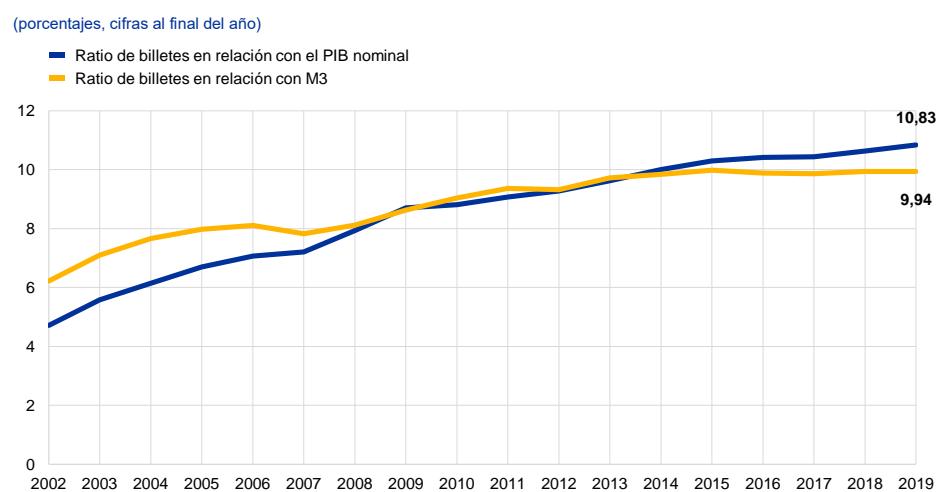
Fuente: BCE.

Notas: La última observación corresponde a diciembre de 2020. Los billetes en euros en circulación son la suma de todos los billetes emitidos en términos netos, es decir, la emisión neta (billetes emitidos menos billetes retirados) por los bancos centrales del Eurosistema desde la introducción del euro. Esta cifra incluye los billetes en poder de las entidades de crédito, las empresas y los ciudadanos dentro y fuera de la zona del euro.

**Los billetes en euros en circulación han crecido de forma vigorosa desde su introducción, incluso cuando se tiene en cuenta la ratio de billetes en euros en relación con el PIB o con el agregado monetario amplio M3<sup>3</sup>.** Este crecimiento se ha intensificado durante la pandemia de coronavirus (COVID-19). A finales de 2020, el valor de los billetes en euros en circulación ascendía a 1.435 mm de euros, lo que representa un incremento del 11 % con respecto a los 1.293 mm de euros de 2019 (gráfico 1). Como consecuencia de la pandemia de COVID-19, esta tasa de avance interanual fue excepcionalmente elevada en comparación con años anteriores (crecimiento interanual del 5 %, en promedio, en los diez últimos años). Solo se observó una tasa superior durante los meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008<sup>4</sup>. Con todo, los billetes en euros en circulación han crecido de manera muy acusada desde su introducción, incluso cuando se comparan con otras magnitudes macroeconómicas; así, por ejemplo, las ratios de billetes en euros en relación con el producto interior bruto (PIB) nominal y en relación con M3 han aumentado a lo largo de los años (gráfico 2), hasta situarse en el 10,83 % y el 9,94 % a finales de 2019, respectivamente. Lo anterior sugiere que existen determinantes singulares que explican la alta demanda de billetes en euros, distintos de la evolución de la actividad de la economía interna (PIB nominal) y diferentes de los factores que influyen en otros activos/pasivos monetarios (M3).

<sup>3</sup> M3 o «agregado monetario amplio» es la suma del efectivo en circulación, los depósitos y otros pasivos monetarios líquidos.

<sup>4</sup> Este y otros acontecimientos que influyen en el valor de los billetes en circulación se describen en el artículo titulado «[Trends and developments in the use of euro cash over the past ten years](#)», *Boletín Económico*, número 6, Frankfurt am Main, 2018.

**Gráfico 2****Billetes en euros en relación con el PIB nominal y con M3 en la zona del euro**

Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde a diciembre de 2019.

**Comprender los factores determinantes del aumento de los billetes en circulación es importante para las principales actividades de los bancos centrales, como la gestión del efectivo y de la liquidez, las estrategias de pagos minoristas y la política monetaria.** Una comprensión adecuada de la demanda de efectivo permite mejorar las actividades de gestión del efectivo y de la liquidez de los bancos centrales. Por ejemplo, si el efectivo se utiliza ampliamente como activo refugio en períodos de posibles turbulencias en los mercados, habría que mantener suficientes existencias de billetes en la reserva estratégica como medida de contingencia para atender una demanda extraordinariamente elevada en épocas de crisis<sup>5</sup>. Además, comprender la demanda de efectivo puede servir de base para definir estrategias de pagos minoristas bien fundamentadas, por ejemplo, realizando proyecciones sobre el uso futuro de los medios de pago, o incluso analizando la demanda potencial de dinero digital de banco central (CBDC, por sus siglas en inglés) similar al efectivo. Asimismo, la magnitud y el crecimiento de algunos componentes de la demanda de efectivo tienen implicaciones importantes a la hora de analizar la orientación de la política monetaria y su implementación en un entorno de tipos de interés bajos<sup>6</sup>.

**Para esclarecer la «paradoja del efectivo», es importante identificar los usos principales de este instrumento de pago, aunque se trata de una labor compleja, ya que el uso del efectivo, en la mayoría de los casos, no se puede determinar.** El valor de los billetes en euros en circulación puede desagregarse en tres componentes: a) el valor de los billetes utilizados para liquidar operaciones en la zona del euro, b) los billetes depositados dentro de la zona del euro y c) los entregados a residentes fuera de la zona del euro (para liquidar operaciones y como depósito de valor). Estimar la magnitud de estos componentes es fundamental para

<sup>5</sup> Véase F. Panetta, «*Más allá de la política monetaria: proteger la continuidad y la seguridad de los pagos durante la crisis del coronavirus*», *El Blog del BCE*, 28 de abril de 2020.

<sup>6</sup> Véase K. Assenmacher, F. Seitz y J. Tenhofen, «*The use of large denomination banknotes in Switzerland*», *International Cash Conference 2017 War on Cash: Is there a Future for Cash?*, Deutsche Bundesbank, Constanza, 2017, pp. 148-199.

comprender la «paradoja del efectivo». No obstante, la elaboración de estas estimaciones es un proceso muy complicado porque el uso del efectivo es anónimo. Los datos recopilados por el Banco Central Europeo (BCE) se refieren únicamente a los flujos de billetes a través de los bancos centrales y de los bancos comerciales, por lo que solo se puede observar una parte pequeña del ciclo del efectivo. También hay zonas grises en las que es imposible determinar si un billete se utiliza para liquidar operaciones o como depósito de valor. Con todo, sí que es posible conocer los distintos usos de los billetes a través de enfoques directos (esto es, encuestando a los usuarios de efectivo) e indirectos. Estos usos se analizarán en las secciones 2 y 3 de este artículo. En la sección 4 se abordarán los desarrollos relacionados con el COVID-19 durante 2020, haciendo hincapié en la importancia del efectivo durante las crisis.

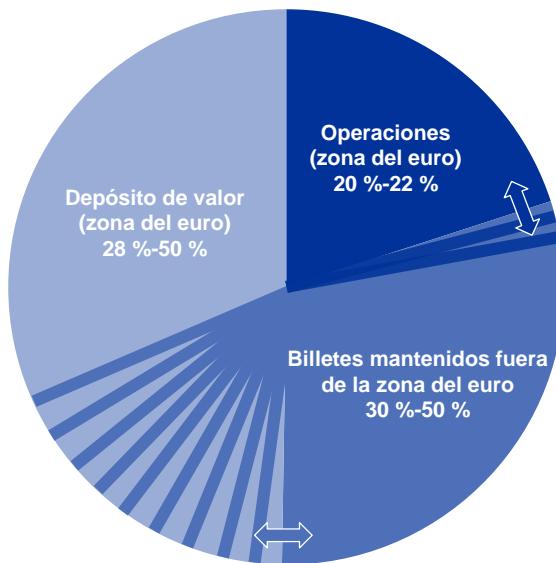
## Conclusiones

**El primer paso para comprender la «paradoja del efectivo» es reconocer la importancia de la demanda de efectivo como depósito de valor, así como de la demanda externa de billetes en euros.** Aunque, según encuestas recientes del BCE, el efectivo sigue siendo el medio de pago más utilizado en los puntos de venta y entre particulares, el porcentaje de operaciones en efectivo frente a otros métodos de pago ha disminuido a lo largo del tiempo. Sin embargo, en general, la demanda de efectivo ha aumentado, y desagregar el valor de los billetes en circulación en sus tres componentes (demanda o uso transaccional en la zona del euro, depósito de valor dentro de la zona y demanda externa) es fundamental para explicar este aumento. Se estima que el porcentaje del valor de los billetes en circulación utilizados para liquidar operaciones en la zona del euro se sitúa entre el 20 % y el 22 % (los límites superior e inferior indican que este porcentaje puede situarse entre el 13 % y el 30 %, pero estos se basan en supuestos extremos y las estimaciones centrales se consideran razonables). Este porcentaje reducido subraya la importancia de los otros dos componentes de la demanda de efectivo: la demanda relacionada con la función de depósito de valor dentro de la zona del euro (entre el 28 % y el 50 % del valor total de los billetes en circulación en 2019) y la demanda externa de billetes en euros (entre el 30 % y el 50 % en 2019). La amplitud de los intervalos de las estimaciones señala un grado elevado de incertidumbre, debido a que no se puede observar de manera directa cómo los usuarios utilizan realmente el efectivo, lo que significa que estas estimaciones deberían considerarse con la debida cautela. La figura 1 representa la magnitud estimada de los distintos componentes de la demanda de billetes.

**Figura 1**

Estimaciones de los componentes de la demanda de billetes en euros en circulación

(porcentajes, cifras redondeadas sin decimales)



Fuentes: Cálculos del autor y L. Lalouette, *et al.*, *op. cit.*, 2021.

Notas: Las estimaciones de los porcentajes se refieren al valor de los billetes en circulación. Para calcular el porcentaje de la demanda interna, se utilizan las estimaciones centrales de los métodos de frecuencia estacional y de frecuencia de retorno. Por simplicidad, no se representan los límites inferior y superior derivados de supuestos extremos.

**La pandemia de COVID-19 ha incrementado la demanda de efectivo por motivos de precaución (es decir, como depósito de valor) en la zona del euro, mientras que parece que la demanda transaccional ha seguido disminuyendo; aún se desconoce cómo se utilizará el efectivo después de la pandemia.** La evidencia procedente de las encuestas y la reducción de los flujos de billetes hacia y desde los bancos centrales del Eurosistema sugieren que la demanda para operaciones en efectivo ha descendido. Como en otras crisis, el aumento de la demanda de efectivo ha estado impulsado por motivos de precaución, aunque esta demanda procedía, sobre todo, de la zona del euro. Será necesario obtener más evidencia en el futuro para analizar cómo se utilizará el efectivo una vez que se supere la pandemia.

**Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.**