

## La política e-monetaria de la nueva economía digital

Las tecnologías digitales impregnan el debate sobre el futuro de la economía. La política monetaria y su principal vehículo, el dinero, no son una excepción. Se venden más y más productos por internet y se usa menos el dinero en efectivo. Esta nueva economía digital genera nuevas demandas al sector financiero y el dinero digital emerge como un nuevo método de pago atractivo para los consumidores. ¿Cómo afecta todo ello a la política monetaria? ¿Qué pueden hacer (y hacen) los bancos centrales al respecto?

### Dinero digital privado, política monetaria y estabilidad financiera: condicionantes y riesgos

El dinero digital es, en términos sencillos, la representación «digital» de formas físicas de dinero fiduciario (como un billete de 1 dólar o una moneda de 2 euros).<sup>1</sup> Pero su **amplia integración en nuestras «vidas digitales»** (pensemos en un perfil de Facebook o Instagram), **sus bajos costes de transacción y los efectos de red** (las empresas que contemplan lanzar dinero digital, como Facebook, cuentan con una enorme base de usuarios) **lo hacen atractivo** para consumidores y empresas.<sup>2</sup>

Sin embargo, **los usuarios de dinero digital emitido por proveedores privados se enfrentan a cuatro grandes fuentes de riesgo:**

- **Liquidez:** por ejemplo, si cada unidad de una criptomoneda está respaldada por una cesta de bonos denominados en euros, ¿el proveedor tendrá capacidad de liquidar estos bonos y poder convertir la criptomoneda en euros, para aquellos usuarios que lo deseen, incluso en momentos de mucha demanda o de estrés financiero?
- **Impago:** si el proveedor privado quiebra, ¿qué pasa con las criptomonedas que poseen los usuarios?
- **Valor:** imaginemos que los activos que respaldan la criptomoneda (por ejemplo, bonos soberanos denominados en euros) pierden valor bruscamente. *De facto*, el proveedor habrá emitido más dinero digital del que debería (dado el nuevo valor de los activos en los que respalda su oferta), por lo que puede verse forzado a «devaluar» la criptomoneda (intercambiarla por menos euros de lo que inicialmente había establecido), lo que podría conllevar pérdidas para sus usuarios.
- **Poder de mercado:** la naturaleza del dinero conlleva efectos de red (una divisa es más atractiva como medio de pago cuantos más agentes la usen) que pueden hacer que se imponga un monopolio natural: una única divisa para regir todos los intercambios. Así, en ausencia de una regulación adecuada, el proveedor puede fijar barreras de entrada al mercado y **extraer rentas de aquellos usuarios que usen su criptomoneda.**

Estos riesgos individuales del usuario conducen, además, a **otros riesgos que afectan al conjunto de la sociedad.** En particular, desde el punto de vista de las políticas económicas, destacan:

- **Pérdida de control de la política monetaria:** si una criptomoneda emitida por un proveedor privado se impone a la moneda del banco central, se erosionaría su capacidad de influenciar la oferta monetaria y los tipos de interés que realmente afectan a los consumidores, ahorradores e inversores de la economía. Algunos ejemplos:
  - **«e-dolarización» de la economía:** esta sustitución sería parecida a la que sufren algunas economías en las que el dólar estadounidense, y no la moneda local, es el principal medio de cambio, por la poca confianza de la población en sus instituciones. Del mismo modo que las condiciones financieras de esas economías se mueven al son de la Reserva Federal de EE. UU., en un mundo de dinero digital las condiciones financieras estarían influenciadas por el proveedor privado de criptomonedas.
  - **Prociclicidad (un riesgo de las *stablecoins*):** la mayoría de las *stablecoins*, como libra, se respaldarían en una cesta de divisas y activos de bajo riesgo (como podrían ser los bonos soberanos de EE. UU. o Alemania). Así, en una fase expansiva de la economía, los agentes demandarían más *stablecoins*, por lo que aumentarían las compras de los activos que los respaldan. Según defienden algunos autores,<sup>3</sup> esto presionaría a la baja sus tipos de interés, lo que a su vez podría retroalimentar la fase expansiva y condicionar la implementación de la política monetaria deseada.
- **Riesgos de estabilidad financiera:**
  - **Fuente de riesgo sistémico:** si una criptomoneda privada dominara una fracción importante de las transacciones, una posible quiebra o debilidad del proveedor repercutiría en el conjunto del sistema de pagos internacional.
  - **Disrupción en el sistema bancario:** el dinero digital ofrece una alternativa a los depósitos bancarios para que las familias y las empresas almacenen sus ahorros. Así, un uso extendido del dinero digital obligaría a la banca tradicional a competir por los depósitos y buscar fuentes de financiación alternativas (seguramente, menos estables), lo que podría encarecer el crédito e incentivar una mayor toma de riesgos.

### ¿Qué pueden hacer los bancos centrales?

Los bancos centrales jugarán un papel clave en definir el nuevo entorno macrofinanciero: qué dinero digital se adopta y en qué medida este afecta al sistema financiero tal y como lo conocemos.

Antaño, los bancos centrales acabaron monopolizando la emisión de billetes y han garantizado hasta la actualidad un sistema de pagos único, seguro y accesible a la totalidad de la población. Así, una alternativa natural a las criptomonedas privadas es que el banco central emita su propia moneda digital:

- A grandes rasgos, **una moneda digital del banco central (MDBC) podría consistir en que el banco central abriera cuentas corrientes directamente a hogares y empresas:** para el consumidor, sería parecido al sistema actual de depósitos y transferencias bancarias, con la diferencia de que su cuenta corriente se encontraría en el banco central.

1. En este artículo, cuando hablamos de «dinero digital», no incluimos los depósitos y cuentas bancarias.

2. Véase Adrian, T. (2019). «Stablecoins, central bank digital currencies, and cross-border payments: a new look at the international monetary system», discurso en la IMF-Swiss National Bank Conference. Además, en países con sistemas institucionales frágiles, es frecuente que la población tenga mayor confianza en empresas multinacionales proveedoras de dinero digital que en sus propias instituciones.

3. Véase Pettis, M. (2019). «Facebook's Libra: Does the World Need Frictionless Money?». Carnegie Endowment for International Peace.

- Aunque podría parecer un paso natural, **esta alternativa exigiría que el banco central jugara un papel anormalmente activo**: atraer a los clientes, verificar sus datos e interactuar con ellos, desarrollar tecnología, etc. Tareas en las que un banco central no dispone de experiencia y que, además, podrían poner en riesgo su reputación.

Por ello, han emergido algunas propuestas de una **MDBC sintética**.<sup>4</sup>

- El banco central desarrollaría una infraestructura para la MDBC donde los proveedores privados de dinero digital (entre los que podrían estar las entidades financieras tradicionales) incorporarían sus métodos de pago:
  - Al permitir el acceso a múltiples proveedores, **se garantizaría competencia por el mercado**.
  - Para garantizar la seguridad de la moneda y mantener el control de la oferta monetaria, **el banco central debería exigir que los proveedores respaldaran el 100% de la moneda con reservas** en el banco central.<sup>5</sup>
  - Se **aprovecharían las ventajas competitivas** del sector privado (por ejemplo, la gestión de los clientes o la innovación) y las del banco central (supervisión y regulación, reputación y confianza).
- Una MDBC ofrecería un canal directo de transmisión de la política monetaria:
  - Por ejemplo, si el banco central lo estimara oportuno, podría emitir una moneda digital que pagase intereses y ajustar dicho pago como parte de su política monetaria.
  - Además, una MDBC que sustituyera completamente el dinero en efectivo permitiría al banco central reducir los tipos de interés a niveles más negativos de lo que es factible en la actualidad.
- Una MDBC, sin embargo, también tendría riesgos a nivel macrofinanciero:
  - **Fugas de depósitos**: como en el caso de una moneda digital privada, la MDBC ofrece una alternativa a los depósitos bancarios. En periodos de estrés, la MDBC podría percibirse como más segura porque, aunque no contaría necesariamente con una garantía como la que ofrece un fondo de garantía de depósitos, estaría respaldada por reservas depositadas en el banco central. Ello podría favorecer las salidas de depósitos de la banca comercial y hacia los proveedores de MDBC, indirectamente, por tanto, hacia el banco central.<sup>6</sup>
  - **Coordinación internacional**: la digitalización elimina las barreras físicas, por lo que facilita que un usuario escoja la MDBC que más le convenga independientemente de la jurisdicción. Es decir, genera mayor competencia entre MDBC y, por lo tanto, **requiere de una mayor coordinación internacional de la política monetaria**.

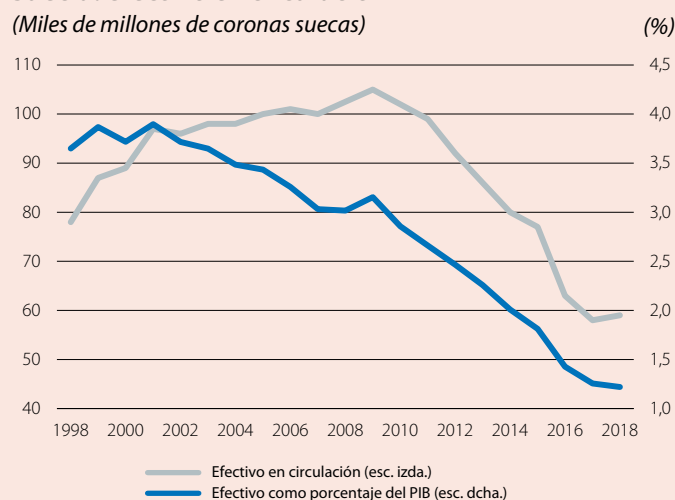
### Iniciativas de los bancos centrales

Ante la actual disminución del uso de la moneda física y la aparición de iniciativas privadas que pueden entrañar distintos riesgos, algunos bancos centrales ya han evaluado la posibilidad de emitir dinero digital:<sup>7</sup>

- **Suecia**: el banco central de Suecia (Riksbank) fue de los primeros en estudiar la posibilidad de emitir su propia moneda digital, a raíz del desplome del uso del efectivo (es habitual encontrar negocios que no lo aceptan). Tiene el proyecto de la **e-krona** bastante avanzado y lo ha presentado al Parlamento sueco, que deberá decidir sobre la necesidad de que el banco central «acuñe» una MDBC. El Riksbank todavía no ha decidido su diseño (si los usuarios podrían abrir una cuenta en el propio banco central o una versión más parecida a la MDBC sintética).
- **Uruguay**: el Banco Central de Uruguay lanzó en 2017 su moneda digital (**e-peso**) en una prueba piloto de seis meses que limitaba la cantidad de e-pesos que se podían emitir. El e-peso tenía características de MDBC sintética, pero solamente un proveedor privado podía acceder a la plataforma. Por este motivo, no pudo observarse una competencia entre distintos proveedores y los beneficios en innovación que esta genera. No obstante, las conclusiones que el banco central sacó del proyecto fueron relativamente positivas.<sup>8</sup>

Como ilustran estos ejemplos, los bancos centrales han empezado a explorar las posibilidades que las tecnologías digitales ofrecen para el dinero y, por lo tanto, sobre la política monetaria. La emergencia de propuestas privadas como libra de Facebook resalta la importancia de que los bancos centrales mantengan su compromiso histórico con el buen funcionamiento del sistema de pagos.

### Suecia: efectivo en circulación



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Riksbank.

Adrià Morron Salmeron y Ricard Murillo Gili

4. Véase Adrian, T. (2019). «From Stablecoins to Central Bank Digital Currencies». IMF Blog.

5. Con un coeficiente de reservas del 100%, estos proveedores no concederían crédito: se limitarían a vehicular los pagos.

6. En este escenario, el banco central podría estabilizar el sistema inyectando liquidez a la banca comercial (unas inyecciones que estarían balanceadas por el aumento de reservas que recibiría el banco central por la propia fuga de depósitos).

7. El BCE y la Fed no han presentado propuestas propias, aunque sus distintos oficiales reconocen el potencial de las tecnologías relacionadas con el dinero digital y resaltan la importancia de monitorizar su evolución.

8. Bergara, M. y Ponce, J. (2018). 7. Central Bank Digital Currency: The Uruguayan e-peso case en «Do We Need Central Bank Digital Currency?» n.º 82.