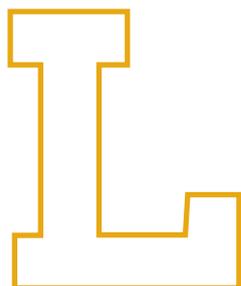


LA POLÍTICA MONETARIA

EN LA ERA DIGITAL

Es posible que algún día los criptoactivos reduzcan la demanda de dinero del banco central

Dong He



La crisis financiera mundial y el rescate de importantes instituciones financieras reavivaron en algunos ámbitos el escepticismo acerca del monopolio de los bancos centrales en la emisión de moneda. Dicho escepticismo alimentó la creación del bitc33n y otros criptoactivos, que desafiaron el paradigma de las monedas respaldadas por el Estado y el papel dominante de los bancos centrales y las instituciones convencionales en el sistema financiero (He *et al.*, 2016).

Hace veinte a1os, cuando Internet alcanz33 la mayor33a de edad, prominentes economistas y banqueros centrales se preguntaron si ante los avances en la tecnolog33a de la informaci33n los bancos centrales quedar33an obsoletos (King, 1999). Si bien esas predicciones a1un no se han hecho realidad, el surgimiento de los criptoactivos ha reavivado el debate. Quiz33s alg1n d33a esos activos sirvan como medios de pago alternativos y, posiblemente, como unidades de cuenta, reduciendo la demanda de monedas fiduciarias o dinero del banco central. Es hora de reconsiderar si la pol33tica monetaria seguir33a siendo eficaz en un mundo sin dinero del banco central (Woodford, 2000).

Por el momento, los criptoactivos son demasiado vol33tiles y riesgosos como para plantear una gran amenaza a las monedas fiduciarias. M33s a1un, no gozan entre los ciudadanos del mismo grado de confianza que la moneda fiduciaria, dado que han sido objeto de notorios casos de fraude, violaciones de la seguridad y fallas operativas y se los ha asociado con actividades il33citas.

Abordar las deficiencias

Pero la continua innovaci33n tecnolog33ca probablemente logre resolver algunas de esas deficiencias. Para defenderse de una posible presi33n competitiva de los criptoactivos, los bancos centrales deben seguir aplicando pol33ticas monetarias eficaces. Tambi33n pueden aprender de las propiedades de los criptoactivos y de la tecnolog33a subyacente para hacer que las monedas fiduciarias sean m33s atractivas en la era digital.

¿Qu33 son los criptoactivos? Son representaciones digitales de valor, possibilitadas por los avances de la criptograf33a y la tecnolog33a de registros distribuidos. Est33n denominados en sus propias unidades de cuenta y pueden transferirse entre pares sin un intermediario.

El valor de mercado de los criptoactivos surge de su posibilidad de ser intercambiados por otras monedas, utilizados para efectuar pagos y como reserva de valor. A diferencia del valor de las monedas fiduciarias, que est33 anclado por la pol33tica monetaria y su condici33n de moneda de curso legal, el valor

de los criptoactivos se apoya 1nicamente en la expectativa de que otros tambi33n los valoren y utilicen. Como la valoraci33n se basa mayormente en creencias no del todo s33lidas, su precio ha sido muy vol33til.

Riesgo de deflaci33n

Algunos criptoactivos, como el bitc33n, acarrear, en principio, un riesgo inflacionario limitado porque la oferta es limitada. Sin embargo, carecen de tres funciones cruciales que cumplen los r33gmenes monetarios estables: protecci33n frente al riesgo de deflaci33n estructural, la posibilidad de responder de manera flexible a los shocks temporales de demanda de dinero y as33 suavizar el ciclo econ33mico, y la capacidad de funcionar como prestamista de 1ltima instancia.

¿Pero podr33a ampliarse su uso en el futuro? Un historial m33s prolongado quiz33a reduzca la volatilidad y estimule su adopci33n. Y con mejores normas de emisi33n —tal vez, normas “inteligentes” basadas en la inteligencia artificial— su valoraci33n podr33a volverse m33s estable. Ya est33n apareciendo monedas “estables”, algunas vinculadas a las monedas fiduciarias existentes y otras que procuran seguir normas de emisi33n que imitan las pol33ticas de metas de inflaci33n o de precios (“banca central algor33tmica”).

Como instrumento de cambio, los criptoactivos ofrecen ciertas ventajas. Replican en buena medida el anonimato del efectivo al tiempo que permiten hacer transacciones a grandes distancias, y la unidad de transacci33n puede llegar a ser m33s divisible. Los criptoactivos son entonces especialmente atractivos para los micropagos en la nueva econom33a digital colaborativa y basada en los servicios.

A diferencia de las transferencias bancarias, las transacciones en criptoactivos pueden compensarse y liquidarse r33pidamente sin intermediarios. Las ventajas se evidencian especialmente en los pagos transfronterizos, que son costosos, engorrosos y opacos. Los nuevos servicios que utilizan la tecnolog33a de registros distribuidos y criptoactivos han reducido dr33sticamente, de d33as a segundos, el tiempo requerido para que los pagos transfronterizos lleguen a destino al obviar las redes de corresponsal33a bancaria.

Por ello no puede descartarse la posibilidad de que algunos criptoactivos terminen siendo ampliamente adoptados y cumplan m33s funciones propias del dinero en ciertas regiones o redes privadas de comercio electr33nico.

Cambio de los m33todos de pago

El avance de los criptoactivos y una adopci33n m33s amplia de las tecnolog33as de registros distribuidos quiz33s indiquen la transici33n desde un sistema de pago basado en cuentas hacia otro basado en el valor o en c33digos encriptados (He *et al.*, 2017).

En los sistemas basados en cuentas, la transferencia de derechos se registra en una cuenta administrada por un intermediario, como un banco. En cambio, los sistemas basados en el valor o en códigos encriptados implican sencillamente la transferencia de un objeto de pago como una moneda mercancía (es decir, vinculada al precio de una materia prima) o papel moneda. Si es posible verificar el valor o la autenticidad del objeto de pago, la transacción puede llevarse a cabo, independientemente de la confianza en el intermediario o la contraparte.

Dicha transición también podría presagiar un cambio en la forma en que se crea el dinero en la era digital: desde el dinero de crédito al dinero mercancía, ¡podemos cerrar el círculo y volver a donde estábamos en el Renacimiento! En el siglo XX, el dinero se basaba predominantemente en las relaciones de crédito: el dinero del banco central, o base monetaria, representa una relación crediticia entre el banco central y los ciudadanos (en el caso del efectivo) y entre el banco central y los bancos comerciales (en el caso de las reservas). El dinero de los bancos comerciales (depósitos a la vista) representa una relación crediticia entre el banco y sus clientes. Los criptoactivos, en cambio, no se basan en ninguna relación de crédito, no son pasivos de ninguna entidad y su naturaleza se asemeja más a la del dinero mercancía.

Los economistas siguen debatiendo los orígenes del dinero, y por qué los sistemas monetarios parecen haber alternado entre el dinero mercancía y el dinero de crédito a través de la historia. Si los criptoactivos en efecto dan lugar a que el dinero mercancía tenga un papel más prominente en la era digital, es probable que la demanda de dinero del banco central disminuya.

Monopolio de oferta

Pero, ¿tendrá este cambio importancia para la política monetaria? ¿Una menor demanda de dinero del banco central reduciría la posibilidad de que este controle las tasas de interés a corto plazo? Los bancos centrales generalmente ejercen la política monetaria fijando tasas de interés a corto plazo en el mercado interbancario para las reservas (o compensando los saldos que se mantienen en el banco central). Según King (1999), si los bancos centrales dejaran de tener el monopolio de oferta de dichas reservas quedarían de hecho imposibilitados para aplicar la política monetaria.

Los economistas discrepan en cuanto a si se requerirían ajustes masivos de los balances del banco central para modificar las tasas de interés en un mundo en el que los pasivos de la entidad dejaran de cumplir cualquier función de liquidación. ¿Necesitaría el banco central comprar y vender un montón de criptoactivos para mover las tasas de interés en un criptomundo?

Más allá de tales discrepancias, la preocupación fundamental es similar: “El único verdadero interrogante acerca de un futuro de ese tipo es cuánto importarían las políticas monetarias de los bancos centrales” (Woodford, 2000). Para Benjamin Friedman, el verdadero desafío es que “las tasas de interés que el banco central puede fijar... pasen a estar menos —o nada— conectadas con las tasas de interés y otros precios de los activos que importan para las transacciones económicas ordinarias” (Friedman, 2000).

Los bancos centrales deberían seguir esforzándose para que las monedas fiduciarias sean unidades de cuenta mejores y más estables.

Es decir, si el dinero del banco central ya no define la unidad de cuenta para la mayoría de las actividades económicas —y si esas unidades de cuenta son en cambio suministradas por los criptoactivos— entonces la política monetaria del banco central pasa a ser irrelevante. La dolarización en algunas economías en desarrollo sirve como analogía. Cuando una gran parte del sistema financiero interno opera con una moneda extranjera, la política monetaria que rige para la moneda local queda de hecho desconectada de la economía local.

Presión competitiva

¿Cómo deberían responder los bancos centrales? ¿Cómo pueden evitar la presión competitiva que los criptoactivos quizás ejerzan sobre las monedas fiduciarias?

Primero, deberían seguir esforzándose para hacer de las monedas fiduciarias unidades de cuenta mejores y más estables. Como señaló la Directora Gerente del FMI Christine Lagarde en su alocución ante el Banco de Inglaterra el año pasado, “La mejor respuesta de los bancos centrales consiste en continuar ejecutando una política monetaria efectiva, y estar abiertos a nuevas ideas y necesidades, a medida que vayan evolucionando las economías”. Una política monetaria moderna, basada en la sabiduría colectiva y el conocimiento de los miembros de los comités de política monetaria —y respaldada por la independencia del banco central— es el mejor camino para

Los bancos centrales deben mantener la confianza del público en las monedas fiduciarias y seguir compitiendo en una economía de servicios digital, colaborativa y descentralizada.

mantener unidades de cuenta estables. Su formulación también puede beneficiarse de la tecnología: los bancos centrales probablemente logren mejorar sus pronósticos económicos haciendo uso de los macrodatos, la inteligencia artificial y el aprendizaje automático.

Segundo, las autoridades deberían regular el uso de criptoactivos para prevenir el arbitraje regulatorio y cualquier ventaja competitiva indebida que los criptoactivos puedan obtener de una regulación menos estricta. Esto implica aplicar rigurosamente medidas para prevenir el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo, fortalecer la protección del consumidor y gravar efectivamente las criptotransacciones.

Tercero, los bancos centrales deberían seguir procurando que su dinero resulte atractivo como vehículo de liquidación. Por ejemplo, podrían facilitar su utilización en el mundo digital emitiendo billetes digitales propios para suplementar el efectivo físico y las reservas bancarias. Esa moneda digital del banco central podría intercambiarse entre pares de manera descentralizada, como sucede con los criptoactivos.

Salvaguardar la independencia

La moneda digital del banco central podría contribuir a contrarrestar el poder monopolístico que las fuertes externalidades de red pueden conferir a las redes de pago privadas. Podría reducir los costos de transacción para particulares y pequeñas empresas que tengan un acceso escaso o costoso a los servicios bancarios, y posibilitar las transacciones a larga distancia. A diferencia del efectivo, una moneda digital no estaría limitada en cuanto al número de denominaciones.

Desde una perspectiva de política monetaria, una moneda digital del banco central que devengue intereses permitiría transmitir la tasa de interés de política monetaria al resto de la economía cuando disminuya la demanda de reservas. Al usar tales monedas, los bancos centrales podrían continuar percibiendo ingresos por emisión de moneda, lo cual les permitiría seguir financiando sus operaciones y distribuir utilidades a los gobiernos. Para los bancos centrales de muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo, el señoreaje es la principal

f fuente de ingresos y una importante salvaguardia de su independencia.

Desde luego, hay posibilidades y disyuntivas que deberían considerarse cuidadosamente a la hora de diseñar la moneda digital del banco central, como la forma de evitar cualquier riesgo adicional de corridas bancarias provocadas por la comodidad que ofrece el efectivo digital. En un plano más general, las opiniones sobre el balance entre beneficios y riesgos tenderán a diferir según el país, dependiendo de circunstancias tales como el grado de desarrollo financiero y tecnológico.

La era digital entraña tanto desafíos como oportunidades para los bancos centrales. Los bancos centrales deben mantener la confianza del público en las monedas fiduciarias y seguir compitiendo en una economía de servicios digital, colaborativa y descentralizada. Para no quedar al margen, deberían ofrecer unidades de cuenta más estables que los criptoactivos y lograr que el dinero del banco central resulte atractivo como medio de cambio en la economía digital. **FD**

DONG HE es Subdirector del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Este artículo se basa en un documento de análisis del personal técnico del FMI sobre consideraciones preliminares relacionadas con la tecnología financiera y los servicios financieros ("Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations") de enero de 2016, cuyos autores son Dong He, Ross Leckow, Vikram Haksar, Tommaso Mancini Griffoli, Nigel Jenkinson, Mikari Kashima, Tanai Khiaonarong, Céline Rochon y Hervé Tourpe.

Referencias:

- Friedman, Benjamin M. 2000. "Decoupling at the Margin: The Threat to Monetary Policy from the Electronic Revolution in Banking". *International Finance* 3 (2): 261–72.
- Goodhart, Charles. 2000. "Can Central Banking Survive the IT Revolution?". *International Finance* 3 (2): 189–209.
- He, Dong, Ross Leckow, Vikram Haksar, Tommaso Mancini Griffoli, Nigel Jenkinson, Mikari Kashima, Tanai Khiaonarong, Céline Rochon y Hervé Tourpe. 2017. "Fintech and Financial Services: Initial Considerations". IMF Staff Discussion Note 17/05, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- King, Mervyn. 1999. "Challenges for Monetary Policy: New and Old". Discurso pronunciado en el simposio patrocinado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, WY, 27 de agosto.
- Woodford, Michael. 2000. "Monetary Policy in a World without Money". *International Finance* 3 (2): 229–60.