

Dr. Jens Weidmann, Presidente del Bundesbank

POLÍTICA MONETARIA Y EL PAPEL DE LOS BANCOS EMISORES-UNA PERSPECTIVA*

Discurso en el Círculo de Amigos de la Fundación Ludwig Erhard

La crisis económica generada por la pandemia Covid 19 y sus efectos económicos y financieros constituyen en la actualidad un tema importante de reflexión junto con el impacto de los programas de reconstrucción y la apertura de los aspectos concernientes a los problemas que surgen de los planteamientos del cambio climático y de la digitalización. En este discurso del Presidente del Bundesbank Dr Jens Weidmann expone su valoración y la posición que considera viable y precisa para la actuación de los Bancos Emisores. Consideramos relevantes los planteamientos realizados por el Dr Weidmann y la necesidad de reflexionar sobre los mismos, tanto en cuanto afecta a la creciente carga del endeudamiento como las necesidades y las formas en las cuales el Banco Emisor debería frente a esta nueva situación en el contexto de sus estrategias como Institución garante de la estabilidad de precios.

1. Introducción

Distinguido señor Koch
Distinguido señor Seeler

Muchas gracias por la amable recepción y su presentación.

Distinguidas señoras y señores,

La pasada primavera la pandemia Corona llevó a nuestra economía a una crisis profunda. Aún hoy día caracteriza nuestro acontecer y también esta misma conferencia tiene lugar en un espacio virtual.

Ciertamente los progresos de la vacunación hacen esperar que la pandemia retroceda y que las medidas de protección adoptadas desaparezcan, medidas que han restringido seriamente el acontecer económico. Lo que no queda claro son las consecuencias que va a tener a largo plazo la pandemia en nuestra sociedad: "con el fin de poder entender el desarrollo societario las enfermedades infecciosas son...tan importantes como las crisis económicas, las guerras, las revoluciones y la evolución demográfica", tal como señala el historiador americano Frank Snowden¹.

Una epidemia se registra también en los comienzos de la poesía occidental. Homero *Ilíada*, es probablemente la epopeya más antigua en Europa y cuenta los últimos días de las Guerras Troyanas. Agamenón, el general de los Aqueos, rechaza de manera ruda a un sacerdote de Apolo. En consecuencia, Apolo castigó a los Aqueos con una peste y como consecuencia se llegó a una ruptura entre Agamenón y el héroe Aquiles. La ira de Aquiles y su retirada del campo de batalla llevó a los Aqueos al borde de la derrota. Lo cual señala: las epidemias acompañan a la humanidad ya desde hace siglos. Han influido siempre en el transcurso de la historia y han sido el test de resistencia para la sociedad.

El cómo será la política monetaria en el área del Euro después de Corona constituye la cuestión fundamental de mi conferencia, especialmente, la difícil relación entre la política monetaria y la política fiscal donde me detendré.

La pandemia afectó al *Eurosystem* precisamente en los comienzos cuando se había empezado a examinar la estrategia de la política monetaria. La discusión sobre nuestra futura estrategia se ha, consecuentemente, demorado y no se ha terminado. Pero quisiera señalar algunos aspectos de este debate, concretamente sobre como pudiéramos formular nuestro objetivo de política monetaria y cuál es la importancia del cambio climático a la hora de realizar nuestro cometido.

Por último, trataré brevemente el Euro digital, ya que la pandemia ha acelerado más la evolución digital y también el comportamiento de los pagos de las personas, al menos transitoriamente².

2. Problemas de la inconsistencia temporal

En esta temática se trata, en última instancia, de la comprensión del papel que tiene un Banco Emisor independiente y orientado a la estabilidad. Con el fin de poder aclarar los compromisos institucionales existentes nos puede volver a ayudar aquí Homero.

En la *Odisea*, la obra siguiente a la *Ilíada*, Odiseo, en su viaje de regreso a casa, pasa por delante de la isla de las sirenas míticas que atraían a los navegantes a su isla con cantos seductores. Si los navegantes les seguían a la isla estaban perdidos. Pero Odiseo quiere, sin embargo, escuchar el canto de las sirenas. Pero él sospecha lo difícil que le sería poder resistirse a la tentación.

Una tentación semejante es con la que nos encontramos en muchos campos de la política económica, esto es, con los

problemas de la inconsistencia temporal. Los entes de decisión o instituciones pueden anunciar hoy una futura política, pero, sin embargo, surgen más adelante fuertes atractivos para distanciarse de su anuncio³.

Por ejemplo, un gobierno puede anunciar que persigue la estabilidad de precios. Pero tiene, sin embargo, más tarde el incentivo para desviarse de este anuncio y perseguir otros objetivos, por ejemplo, reducir el paro mediante una inflación inesperada. En estas circunstancias no se puede tampoco engañar a las empresas y a las economías domésticas a la larga. Cuando se descubre la maniobra, a pesar del anuncio, se espera una inflación más elevada y adaptan precios y salarios correspondientemente. El resultado es que se incrementa la inflación sistemáticamente sin que disminuya el paro.

Odisseo sabía cómo solucionarlo haciendo que le amarrasen al mástil de su barco. De esta forma no sucumbiría ya a la tentación. De la misma manera deberían fijar los entes responsables de la política monetaria, de forma creíble, el objetivo de la estabilidad de precios cuando superasen la inconsistencia temporal y quieran evitar las distorsiones inflacionistas.

El economista americano Larry Summers lo ha resumido: "... las cuestiones de la consistencia temporal y el compromiso son decisivas para la configuración de la política monetaria adecuada... Instituciones deberían adaptarse a la solución de los problemas de la inconsistencia temporal"⁴.

Por este motivo ha transferido el legislador, en muchos países, la tarea de mantener la estabilidad de precios a los Bancos Emisores. Pero, al propio tiempo, les ha concedido la independencia para protegerse ante la presión política para, de esta manera, crear las condiciones para su credibilidad.

Sin embargo, no se puede evitar, incluso con Bancos Emisores independientes, la interacción entre la política monetaria y la política fiscal⁵. La cuestión no es tanto si, sino como pueden configurarse estas relaciones de manera inteligente con el fin de garantizar la estabilidad de los precios.

3. Las compras de empréstitos estatales y el peligro del dominio fiscal.

A este respecto veo personalmente con escepticismo la compra generalizada de empréstitos estatales por parte de los Bancos Emisores. Ciertamente que puede ser un instrumento efectivo y legítimo de la política monetaria. Pero abriga también el riesgo de difuminar los límites entre

la política monetaria y la política fiscal. Precisamente en una Unión Monetaria de Estados Soberanos tiene un riesgo especial.

Para mí pesan estos riesgos de manera muy significativa. Por lo tanto, desde mi perspectiva, deben restringirse las compras de los empréstitos a situaciones de excepción. La pandemia es, sin duda, una tal situación de excepción.

Y puesto que se puso en peligro la estabilidad de precios el Consejo del Banco Central Europeo apoyó con un paquete de medidas contra la crisis y suavizó el curso de la política monetaria de forma muy clara. El foco se centra en el programa de compras excepcionales de la pandemia, brevemente definidos como PEPP. Con este Programa el *Eurosystem* adquiere especialmente empréstitos de los Estados Miembros en grandes volúmenes.

Pero también en una situación de crisis son irrenunciables las medidas adecuadas y una configuración inteligente de los programas con el fin de poder cercar los riesgos. Es por lo que para mí es decisivo que la política monetaria mantenga la suficiente distancia con respecto a la financiación monetaria del Estado. Debe tener en cuenta que se mantengan los atractivos para tener unas finanzas sólidas.

Un papel significativo afecta a la disciplina de la política fiscal por parte de los mercados de capitales. A través de las diferencias de precios de los empréstitos aprecian los participantes en el mercado el nivel de confianza que pueden tener en la solidez de las finanzas estatales de un País. Por lo tanto, las diferencias en rentabilidad entre los empréstitos de los diferentes Estados Miembros no deben nivelar la calificación crediticia artificialmente.

Ya antes de la pandemia se había convertido el *Eurosystem* en el mayor acreedor de los Estados Miembros. Con lo cual una parte notable de las deudas estatales se han salido del mercado de capitales. Solamente los préstamos estatales que se mantiene en los Bancos Emisores del *Eurosystem* en sus balances pueden alcanzar el próximo año una magnitud del orden del 40% de la capacidad productiva del Espacio Euro. Si se hace demasiado grande los Bancos Emisores corren el peligro de tener una posición dominante en los mercados lo que socava la disciplina de las finanzas públicas.

Por lo tanto, tenemos que tener cuidado de que nuestras medidas de urgencia no se conviertan en una institución permanente. Desde el principio era para mí muy importante que los PEPP estén estrechamente vinculados a la pandemia⁶. Cuando se pase la situación de emergencia se tienen que terminar los PEPP. E, incluso, todavía entonces será también muy relajada la orientación de la política monetaria.

La preocupación de que la política fiscal encierre cada vez más y de forma creciente a la política monetaria me preocupa. Nadie debe equivocarse considerando a los Bancos Emisores, siguiendo los mitos antiguos como un cuerno de la fortuna que siempre se vuelve a rellenar cada vez que lo deseen los propietarios.

Aquí es cuando merece la pena también dar un vistazo al entrelazado entre las finanzas estatales y el Banco Emisor a través del balance. La parte más significativa de sus préstamos, que están contabilizados en los libros de los Bancos Emisores, que se pagan los intereses los Estados Miembros así mismos. Ya que los intereses refluyen a través de los beneficios del Banco Emisor en forma de retorno⁷.

Con un volumen creciente de préstamos estatales de los Bancos Centrales se incrementa este efecto. En la contrapartida se encuentran los depósitos crecientes, a corto plazo, de los Bancos de Negocios. Se retribuyen los intereses al tipo de interés de los depósitos. Además, los costes efectivos de financiación, para esta parte de la deuda estatal, dependen, consiguiente, del tipo de interés del Banco Emisor.

Para los Estados Miembros significa esto una ventaja financiera, en la medida en la que los tipos de interés del Banco Emisor estén por debajo del tipo de interés de los préstamos estatales a medio y largo plazo. La diferencia será tanto mayor, cuantos mayores sean los costes financieros de un Estado Miembro en el mercado de capitales.

Pero, al propio tiempo, las finanzas estatales se encuentran mucho más afectadas por las modificaciones en los tipos de interés futuros. Cuando el *Eurosystem* incremente sus tipos recarga sus propios balances. En las imposiciones bancarias se producirán mayores tipos de intereses, mientras que los ingresos por intereses de los préstamos permanecen constantes. Lo que disminuye la contribución del Banco Emisor al Estado. Según la magnitud de la modificación del tipo de interés puede, incluso, llevar a resultados anuales negativos. Como resultado los tipos de interés crecientes a corto plazo pueden impactar de manera más rápida que antes sobre las finanzas estatales.

Pero también esta situación puede originar, como consecuencia de la elevada carga de endeudamiento del Estado, una mayor presión política de los Estados sobre los Bancos Emisores, con el fin de mantener los intereses más bajos cuando la previsión de precios ofrezca, propiamente dicha, una normalización.

Si los Bancos Emisores tienen que ceder, al final, ante la presión se pone realmente en entredicho la estabilidad de precios. Por lo cual las políticas monetarias y fiscal intercambian sus papeles: cuando la política monetaria

garantiza la solvencia de los Estados, es cuando las necesidades de la política fiscal, en última instancia, determinan la orientación de la política monetaria y con ello también la tasa de la inflación.

Preparar el camino para este régimen de la dominanza fiscal puede ser una dinámica peligrosa: en el caso de que los políticos responsables de la fiscalidad llegasen al convencimiento de que la política monetaria, en último término, tiene que apresurarse al salvamento, pudieran considerar como dada la soportabilidad de las finanzas públicas y en ello ver un billete gratis de viaje para acumular deudas adicionales. Y, en consecuencia, pudiera incrementarse la presión sobre los Bancos Emisores de manera más fuerte e implicarles en un probable cambio.

Por lo tanto, el *Eurosystem* debe comunicar hoy ya de manera perceptible que nosotros, cuando se trata de la estabilidad de los precios, estamos dispuestos a subir los tipos de interés sin consideración de las finanzas estatales. Los Bancos Emisores deben, por consiguiente, también ahora aquí atarse, lo mismo que Odiseo, al mástil.

Lo mejor sería que el Banco Emisor no llegase a estar en la situación en la que deba elegir: el objetivo de la estabilidad de precios o arriesgar una crisis de endeudamiento financiero y estatal. Ya que, la política monetaria está vinculada a las finanzas estatales sólidas. Y, por lo tanto, debe atarse también la política fiscal como consecuencia de la credibilidad de las reglas fiscales y su supervisión consiguiente en una Unión Monetaria de forma decisiva.

4. Revisión de la estrategia de la política monetaria

Señoras y señores,

Con finanzas estatales sólidas, la independencia y un claro mandato necesita la política monetaria un fundamento que no se lo puede poner ella misma. El *Eurosystem* puede, sin embargo, configurar su estrategia de política monetaria de forma que nos permita realizar, de la mejor manera posible, nuestro mandato, esto es, con la prioridad del objetivo de asegurar la estabilidad de precios. Con este fin revisa el *Eurosystem* su estrategia a fondo.

Una cuestión básica es, a este respecto, como formulamos el objetivo de la política concreta. Hasta ahora el Consejo del Banco Central Europeo perseguía a plazo medio unos tipos de inflación en el Espacio Euro por debajo, pero aproximadamente, al 2%. Una formulación explícita simétrica de nuestro objetivo político hacia una tasa de inflación del 2% a plazo medio sería, según mi opinión, clara y también fácil de

entender. Podía contribuir a mantener ancladas las expectativas de inflación.

Lo importante es el "a plazo medio". Ya que expresa de manera muy clara que la política monetaria no puede influir en la inflación de forma inmediata ni tampoco puede ser dirigida en detalle. Esta formulación realista permite al Consejo del Banco Central Europeo que no debe reaccionar de manera precipitada a cada modificación de datos y ofrece con ello a la política monetaria la necesaria flexibilidad.

La estrategia actual está orientada solamente a futuro. El que la tasa de inflación en el pasado se haya desviado del objetivo no juega ningún papel inmediato. Otra cosa sería que las estrategias dependientes del pasado se pudieran discutir como alternativa posible. Así el Banco Emisor Americano ha modificado su estrategia hacia una forma flexible del *Average Inflation Targeting*⁸.

La idea básica de un tal planteamiento es alcanzar la tasa de inflación media perseguida en el transcurso de varios años. Si en el pasado la inflación ha estado por debajo del valor objetivo que persigue el *Banco Emisor*, en compensación, entonces el Banco Emisor persigue durante un largo tiempo una tasa por encima del objetivo.

En la medida en la que esto promete credibilidad las economías domésticas y las empresas esperan una mayor inflación. Con lo cual reducen los intereses, en una consideración real, sin tener que ceder nominalmente y se reaviva la coyuntura. De esta forma ofrece el *Average Inflation Targeting* especialmente una ventaja de estabilización adicional cuando la inflación se suaviza como consecuencia de una demanda débil y los tipos de interés nominales se mantienen en torno a su límite inferior efectivo.

Hasta aquí la teoría. Pero una estrategia no solamente debe generar los modelos económicos, sino que tiene que funcionar también en la praxis.

El *Average Inflation Targeting* exige mucho, -no solamente por parte de los actores en los mercados financieros, sino también por parte de las economías privadas y empresas. Tienen que entender el concepto y deban adaptarse a sus expectativas de inflación cuando los salarios y los precios deben reaccionar correspondientemente. Sin embargo, los distintos estudios señalan que hasta ahora las expectativas de las economías domésticas y de las empresas apenas pueden ser dirigidas de manera tan detallada⁹.

El concepto presenta además otras cuestiones. ¿Qué es lo que pasaría después de una fase de una alta inflación? ¿Podría el Banco Emisor pisar realmente tan fuerte el freno de forma que la inflación no solamente se reduzca al nivel

del valor objetivo, sino por debajo, quizá en un nivel que pudiera considerarse en estos momentos como peligroso?.

Como solución se propone el que se oriente el *Average Inflation Targeting* de manera asimétrica: el Banco Emisor solamente prometería entonces compensar las tasas de inflación bajas más adelante mediante tasas correspondientemente más elevadas. Pero al sobrepasar el objetivo se quedaría, sin embargo, sin una compensación posterior. Sin embargo, con un tal desequilibrio pudiera la inflación media ser superior al nivel perseguido.

En su conjunto no me convence el concepto. Parar, cuando la tasa de inflación a plazo medio supera el valor objetivo, puede ser mal interpretado, esto es, como expresión de la dominanza fiscal. Pudiera, por tanto, ser erróneamente interpretada la política monetaria, al situar a las finanzas estatales de forma prioritaria al objetivo de la estabilidad de precios. El anclaje de las expectativas de la inflación sería, en estos casos, aún más difícil.

Precisamente ahora apreciamos la rapidez con la que se posponen, en el marco de la recuperación de la economía mundial de la crisis de la pandemia, los riesgos en torno o a la perspectiva de los precios¹⁰. En la industria global surgen los estrangulamientos en la parte de la oferta, en los precios de las materias primas y en los costes de transporte que se incrementan.

Los Bancos Emisores no deben contemplar solamente los riesgos de la deflación. Para mí es más importante que nuestra política monetaria no se escorde ni en una ni en otra dirección.

La importancia que tiene la estabilidad de precios podemos apreciarla en la opinión del anterior Gobernador del Banco de Inglaterra Mervyn King, con su propia definición: "estabilidad de precios es cuando las personas deciden no hablar de inflación y sus decisiones solamente reflejan los factores económicos fundamentalmente"¹¹.

5. Cambio climático

Con la estabilidad de precios los Bancos Emisores crean también una condición importante para que los otros ámbitos de la política puedan alcanzar sus objetivos. Por ejemplo, es difícil, para el caso de una inflación elevada y fuertemente oscilante, para las economías domésticas y empresas apreciar las señales de precios de la política climática y su comportamiento.

El cambio climático es probablemente el mayor reto de nuestro siglo. Poner un precio adecuado a las emisiones de los gases de invernadero en la lucha contra la evolución climática es la espada más fuerte. Es una cuestión de los gobiernos y

parlamentos elegidos democráticamente el utilizar esta espada.

Empresas y actores de los mercados financieros necesitan seguridad planificadora con el fin de invertir a largo plazo en la transformación "Verde" de la economía. También aquí señala la literatura un problema sobre la inconsistencia temporal que se parece a la de la política monetaria¹². Lo importante es, por lo tanto, una línea ambiciosa y creíble para la reducción de las emisiones.

A este respecto se mira no solamente a los políticos responsables. Sino que hay también muchas voces que implican a la política monetaria en la lucha contra la evolución climática. Sin embargo, según mi opinión, los Bancos Emisores no pueden situarse en el papel de actores políticos climáticos¹³.

No deberíamos desdibujar la división de tareas y la separación clara de las responsabilidades que ha asignado el legislador a los diferentes ámbitos de la política. De otra manera que la política monetaria, la política climática modifica la distribución de recursos y de rentas de manera muy clara y permanente. Para tales decisiones son importantes procesos democráticos y una responsabilidad política directa de presentación de cuentas.

El mandato de los Bancos Emisores se debe interpretar de manera estricta, precisamente por el hecho de la independencia que nos ha sido concedida, especialmente, para asegurar la estabilidad de precios. Si nos sobrepasamos en nuestro ámbito de competencias, entonces socavamos posiblemente nosotros mismos esta independencia y con ello también nuestra capacidad para garantizar la estabilidad de precios. Pudiera, además, dar la impresión de que nosotros perseguimos varios u objetivos poco claros. Con lo cual se debilitaría la focalización que hace posible la credibilidad de la política monetaria.

El semanario "*The Economist*" lo ha señalado de la siguiente manera clara: "la ambigüedad y el carácter a veces contradictorio de objetivos añadidos adicionalmente puede presentar a los Bancos Emisores como diletantes *Multi-Tasking* y no como guardianes monetarios intransigentes"¹⁴.

Además, pueden surgir conflictos entre objetivos, por ejemplo, cuando el Banco Emisor intentase perseguir con sus programas de compras de los valores mobiliarios una política monetaria cuyo objetivo es la política climática. Puesto que estos programas tienen que retornar en la medida en que lo exija la estabilidad de precios. Por el contrario, la evolución hacia una economía "Verde" tiene que continuar.

La política monetaria no es ningún instrumento de la política

estructural: ésta es cíclica, sus efectos deben reflejarse en el juego de suavizar y penalizar a largo plazo.

Estoy convencido de que los Bancos Emisores pueden hacer más que hasta ahora para proteger el clima sin correr peligro de sobrepasar su mandato. El punto de partida es la cuestión de cuál es el papel de la transformación climática y de la política climática en la realización de nuestro mandato.

Lo que está claro: tenemos que entender de manera amplia cuál es el impacto de la transformación climática y de la política climática en la economía y en el sistema financiero con el fin de que la política monetaria pueda seguir garantizando la estabilidad de precios.

Pero es que además el cambio climático y la política climática pueden ocasionar riesgos que no solamente afectan a las empresas en la economía real, sino también a los inversores en el sistema financiero. Como supervisor bancario, protector de la estabilidad financiera, los Bancos Emisores tienen que cuidar de que los riesgos financieros se consideren adecuadamente en lo referente a la cuestión climática en el management de los riesgos.

Tales riesgos pueden reflejarse también en el balance del Banco Emisor. Por lo tanto, deben incluirse en nuestro management de riesgos los riesgos financieros condicionados por el cambio climático y en la medida en lo que afecta a aquellos valores mobiliarios que se compran por motivos de política monetaria.

Para ello necesitamos información amplia y correcta. Con la vista puesta en la política monetaria es legítimo para los Bancos Emisores exigir mejor información. Desde mi punto de vista el *Eurosystem* tiene que considerar la compra solo de valores mobiliarios o aceptarlos como garantía de aquellos emitentes que cumplen con determinadas informaciones referentes al cambio climático. Pero es que además podemos examinar la utilización solo de aquellos ratings de las Agencias de Rating que reflejen los riesgos financieros referentes al cambio climático de manera adecuada y transparente.

Si no se puede encontrar una solución convincente por esta vía estaría también dispuesto a ver otras medidas para poder considerar tales riesgos de manera adecuada en nuestro Risikomanagement. Podemos, por ejemplo, limitar el periodo de tiempo o bien el volumen de valores mobiliarios de determinados emitentes en nuestro portafolio de la política monetaria, cuando ello fuese necesario para limitar los riesgos financieros.

Tal paso no es ningún giro total, sino la consecuencia lógica del planteamiento orientado al riesgo por el cual me inclino yo desde hace tiempo¹⁵. Los Bancos emisores tienen que

proteger sus balances. Ya que su independencia financiera es una de las condiciones que deben cuidar para la estabilidad de precios. Por lo tanto, todas aquellas medidas limitadoras del riesgo no deben confundirse con propuestas que, en primera línea, persigan objetivos de cambio climático.

Pero también cuando reagrupamos el portafolio orientado al riesgo dependemos de una medida de riesgo adecuada y realizable, por lo que es tanto más importante mejorar las bases de la información, por ejemplo, con la obligación de informar por parte de los emisores y de los estándares de las Agencias de Rating.

De esta manera pueden contribuir los Bancos Emisores también a situar mejor los riesgos financieros climáticos en el mercado. Con ello actuaría como catalizador para la transformación Verde del sistema financiero y apoyaría la política climática.

6. Dinero digital del Banco Central.

Un último tema que quiero tratar, al menos brevemente, es el tema del dinero digital del Banco Central. Apenas existe otro ámbito en el momento actual en el que se modifiquen tanto los procesos de pagos por la digitalización.

El dinero digital no es nuevo. Las economías domésticas privadas y las empresas mantienen un gran volumen de depósitos bancarios-dinero digital, que se crea por los Bancos de Negocios. A través del dinero del Banco Central solamente puede disponerse, hasta ahora, en forma de billetes de Banco. El acceso al dinero del Banco Central digital queda reservado a los Bancos. El Euro Digital pudiera modificarlo: se piensa en las ciudadanas y ciudadanos y para las empresas.

Más de 50 Bancos Emisores en todo el mundo se ocupan actualmente con la posibilidad de introducir dinero digital del Banco Emisor -tendencia creciente¹⁶. Pudieran ofrecerse una serie de ventajas, por ejemplo, reducir los costes de transacción y provocar otros servicios nuevos. Desde la dimensión política se señala, frecuentemente, que el Euro Digital pudiera también ayudar a garantizar la soberanía monetaria de Europa.

Sobre todo, el Euro Digital facilitaría una cuestión: las ciudadanas y los ciudadanos podrían pagar en un contexto también digital con dinero estatal. Éste pudiera ser, a la vista de la menor utilización de los billetes, un argumento importante. Pero que quede claro: el *Eurosystem* siempre pondrá a disposición dinero en billetes; el Euro Digital sería una oferta adicional.

Al mismo tiempo también presenta riesgos este paso básico. Los consumidores pudieran tener un atractivo para cambiar sus depósitos pasándolos de los Bancos al dinero digital del Banco Central, bien sea poco a poco durante un largo periodo de tiempo, o de forma abrupta en el caso de una crisis. Lo cual podría modificar a largo plazo la forma de funcionar del sistema bancario o influir en la estabilidad financiera.

Para el Banco Emisor es clave aquí mantener el balance. El Euro Digital debiera ser configurado de tal manera que, por una parte, ofrezca un claro valor añadido y, por otra parte, mantenga bajo control sus riesgos. Con el fin de enfrentarse a los riesgos son necesarias limitaciones que pudieran reducir la atractividad de lo digital.

Desde mi perspectiva lo decisivo es ofrecer una gran variedad de medios de pago y de posibilidades de pago. Por lo tanto, también el Bundesbank está trabajando en otras soluciones, por ejemplo, cuando se trata de pagos programables. Al final las ciudadanas y los ciudadanos tienen la elección sobre cómo quieren pagar.

A lo que se añade la referencia del *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* de que con el dinero digital del Banco Emisor la huella de los Bancos Emisores en el sistema financiero sería claramente mayor¹⁷. Y es por lo que, a mi parecer, es un muy importante una clara visión sobre la división de papeles en el tráfico monetario.

Los Bancos Emisores deben ofrecer, con infraestructuras modernas y fiables, el soporte del tráfico de pagos. Los actores privados pueden desarrollar, en base a estas infraestructuras, desarrollo de nuevas ofertas, de forma que los consumidores puedan pagar de forma segura, cómoda rápida y con costes favorables.

El ya citado *Mervyn King* ha comparado la receta del éxito de un Banco Emisor con el de un juez: cuyo éxito se mide por el impacto reducido de sus decisiones en el asunto¹⁸.

7. Conclusiones

Señoras y señores,

Posiblemente la crisis Corona seguirá influyendo de manera continuada, sobre lo que esperan las personas del Estado, de sus instituciones y también del Banco Emisor. Lo que es seguro ya hoy es que los Bancos Emisores tienen que dar una respuesta para la salida del actual modo de crisis. Tienen que encontrar también respuesta a las cuestiones como el cambio climático o la digitalización.

Hoy he trazado el cómo puede lograrse sin socavar los fundamentos de la construcción de un moderno Banco Emisor. *Agustín Carstens*, el director general del *Bank für*

Internationalen Zahlungsausgleich lo ha resumido: "... Dinero seguro y fidedigno no se crea mediante algoritmos. Se protege por instituciones competentes... La tecnología se cambia, pero el núcleo, el ser del Banco Emisor permanece el mismo¹⁹.

Los problemas de la inconsistencia temporal derivada de los atractivos actuales y los que subsisten como consecuencia de la fijación confusa de objetivos siguen produciéndose y no deberían sencillamente esconderse. El cómo se resuelven estos problemas constituye la cuestión clave en la configuración de las instituciones.

Un buen consejo lo sabe el escritor francés *Georges Duhamel*. En su día recomendó que se vuelva a releer una vez cada 10 años la epopeya Homérica.

Muchas gracias por su atención

BIBLIOGRAFÍA:

* El original alemán "Geldpolitik und die Rolle der Notenbanken-ein Ausblick" (1-07-2021). <https://www.bundesbank.de/de/presse/reden/geldpolitik-und-die-rolle-der-notenbanken-ein-ausblick-797916> ha sido traducido por el equipo de redacción del Instituto de Dirección y Organización de Empresas (IDOE) de la Universidad de Alcalá.

¹ Snowden, F. M. (2020), *Epidemics and Society*, Reprint Edition, Yale University Press, New Haven y London.

² Deutsche Bundesbank (2021) Was die Bundesbank beschäftigt – Barer und unbarer Zahlungsverkehr, Geschäftsbericht 2020, p. 27 ss. Kydland, F. E. y E. C. Prescott (1977), Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, Vol. 85, pp. 473-492; Barro, R., y D. Gordon (1983), Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, pp. 101-121.

³ Kydland, F. E. y E. C. Prescott (1977), Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, Vol. 85, pp. 473-492; Barro, R., y D. Gordon (1983), Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, pp. 101-121.

⁴ Summers, L. (1991), Panel Discussion: Price Stability: How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined? *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 23, pp. 625-631.

⁵ Weidmann, J., Too close for comfort? The relationship between monetary and fiscal policy, Conferencia del 5 de Noviembre 2020.

⁶ Weidmann, J., The current crisis and the challenges it poses for economic and monetary policy, Conferencia del 22 de Junio 2020. Deutsche Bundesbank, Staatsfinanzen: Anleihekäufe der Zentralbank erhöhen die Sensitivität gegenüber Zinsänderungen, Monatsbericht, Junio 2021, p. 41-47.

⁷ Deutsche Bundesbank, Staatsfinanzen: Anleihekäufe der Zentralbank erhöhen die Sensitivität gegenüber Zinsänderungen, Monatsbericht, Junio 2021, p. 41-47.

⁸ Powell, J. H., New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review, Conferencia del 27 de Agosto 2020.

⁹ Candia, B., O. Coibion und Y. Gorodnichenko (2020), Communication and the Beliefs of Economic Agents, NBER Working Paper, Núm. 27800; Coibion, O., Y. Gorodnichenko, S. Kumar y M. Pedemonte (2018), Inflation expectations as a policy tool?, NBER Working Paper, Núm. 24788.

¹⁰ Weidmann, J., Wirtschaft und Geldpolitik auf dem Weg aus dem Krisenmodus?, Conferencia del 28 de Junio 2021.

¹¹ King, M., Make No Mistake, the Risk of Inflation Is Real, bloomberg.com, 7 de Junio 2021.

¹² Weidmann, J., What role should central banks play in combating climate change?, Conferencia del 25 de Enero de 2021; Helm, D., C. Hepburn und R. Mash (2003), Credible carbon policy, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 19, pp. 438-450; Brunner, S., C. Flachsland und R. Marschinski (2012), Credible commitment in carbon policy, *Climate Policy*, Vol. 12, pp. 255-271.

¹³ Weidmann, J., Combating climate change – What central banks can and cannot do, Conferencia del 20 de Noviembre 2020.

¹⁴ O. V., The Perils of asking central banks to do too much, *The Economist*, Edición del 13 de Marzo 2021.

¹⁵ Weidmann, J., Eingangsstatement bei der Bilanzpressekonferenz, Conferencia del 28 de Febrero 2020.

¹⁶ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2021), CBDCs: an opportunity for the monetary system, Annual Economic Report, 2020, pp. 65-95.

¹⁷ Shin, H. S., Central banks and the new world of payments, Conferencia del 30 de Junio 2020.

¹⁸ King, M., Monetary Policy: Theory in Practice, Conferencia del 7 de Enero 2000.

¹⁹ Carstens, A., Central bankers of the future, Conferencia del 14 de Diciembre 2020.

Dr. Jens Weidmann, Presidente del Bundesbank



Desde mayo 2011 es Presidente del Bundesbank, Miembro del Governing Council del BCE y Governor del FMI, Miembro del Consejo del FSB, y del ESRB. De 2006 al 2011 fue responsable del Departamento de Política Económica y Fiscal de la Cancillería Alemana. Realizó sus estudios y se Doctoró en la Universidad de Bonn y fue Miembro de la Comisión de Expertos como Secretario General