

## EFFECTOS ECONÓMICOS DE LA INTRODUCCIÓN FÍSICA DEL EURO.

Guillermo de la Dehesa, Presidente del CEPR, Centre for Economic Policy Research.

La realidad es que la introducción fundamental del euro ya se llevó a cabo el 1 de Enero de 1999, cuando todas las transacciones financieras pasaron a ser denominadas en euros, además de en cada moneda nacional. Es decir, desde entonces, el 93% de la M3 ya estaba denominada en euros. La actual introducción física del euro es la última tarea de ese proceso y sólo supone la sustitución de los billetes y monedas nacionales por unos 14.500 millones de billetes y unas 56.000 millones de monedas, denominadas en euros, por un valor total de unos 350.000 millones de euros, lo que representa solamente el 7% de la M3 de la Zona Euro, es decir, el equivalente al 6% de su PIB. Ahora bien, esta conversión física, sin ser aparentemente importante, es, en términos absolutos, la mayor realizada nunca en la historia y su complejidad no tiene precedentes, sus relaciones de conversión son mucho más complicadas que todas las anteriores. Además va a tener el importante efecto de reforzar mucho más la identidad europea y, por último, se considera, psicológica y emotivamente, por la mayor parte de los 304 millones de residentes en la Zona Euro, como el punto de “no retorno” y de abandono definitivo de sus monedas nacionales, que desaparecen para siempre, después de haber estado en circulación muchas décadas e incluso siglos.

Un primer efecto económico, derivado, en parte, de esta actitud emotiva ciudadana ante la conversión monetaria, es que muchos ciudadanos europeos se quedarán con billetes y monedas de recuerdo, se les olvidará cambiar algunas monedas y billetes guardados en algún colchón o no se tomarán la molestia de ir al banco. El hecho es que los bancos centrales nacionales serán los primeros beneficiarios de que no se sustituyan la totalidad de las monedas nacionales. Se calcula que una media de hasta un 5% de los viejos billetes nacionales en circulación no será devuelto, con lo que el conjunto de los bancos centrales europeos podrían recibir unos beneficios “caídos del cielo” de hasta 15.000 millones de euros, ya que dichos billetes son pagarés al portador que no se presentan a su cobro. Esta cifra podría compensar, en algunos países, el coste de imprimir los nuevos billetes de euro. Lo mismo ocurrirá con algunos Tesoros nacionales que se suelen apuntar los beneficios de las monedas de curso legal no devueltas.

Otro efecto económico, que afecta también a los bancos centrales nacionales, es el del “señoraje” o renta monetaria. El conjunto de los bancos centrales y Tesoros de la Euro Zona gana cada año unos 13.000 millones de euros por este concepto que resulta de la diferencia entre emitir deuda pública con un tipo de remuneración dado, bien a través de un cupón o de un descuento sobre el nominal y emitir billetes y monedas al portador sin interés, ya que cada billete emitido por cada banco central está respaldado por deuda pública. Por tanto, a mayor emisión de billetes, mayor beneficio o “señoraje”. Los países que obtienen un mayor “señoraje”, al emitir un mayor volumen de billetes y monedas sin interés en lugar de deuda, son de dos tipos: Aquellos cuya divisa circula ampliamente fuera de sus fronteras por ser muy apreciada por su fortaleza y estabilidad y por tener denominaciones muy elevadas y ser muy solicitada por la criminalidad internacional para eludir cualquier tipo de pista contable, como es el caso del marco alemán del que un 36% circula fuera de Alemania, y aquellos que tienen una economía sumergida importante, que funciona sólo con efectivo, y que tienen una demanda extra de billetes y monedas porque reciben millones de turistas todos los años, como es el caso de la peseta. Pues bien, como en el Tratado de Maastricht ya se decidió que el nuevo “señoraje” del euro, que recibe ahora el Banco Central Europeo, se repartiría entre los bancos

centrales miembros de la Euro Zona, de acuerdo con su participación en el capital del BCE (que está calculada de acuerdo con el peso relativo del PIB y de la población, de cada país, en el conjunto de la Zona Euro), se da ahora la paradoja de que hay países como Francia que salen ganando con el nuevo acuerdo por tener una participación en el BCE superior a su antiguo “señoraje” con el franco y otros como Alemania y España que salen perdiendo por la razón contraria.

Otro efecto interesante es el cambio que puede producir en la demanda de efectivo y en los agregados monetarios. La introducción de los nuevos billetes y monedas en euros puede hacer que la demanda de efectivo en la moneda nacional se reduzca antes de su introducción para evitarse luego tener que gastar mucho tiempo haciendo la cola en el banco para cambiarla por la nueva. Los euros los puede conseguir, una vez disponibles, en cualquier cajero automático sin necesidad de acudir a una oficina bancaria (se calcula que el 70% de los euros se distribuirá a través de dichos cajeros). Es decir, antes y durante los dos meses de introducción del euro las familias y las empresas intentarán evitar el uso de efectivo y utilizarán cheques y, sobre todo, tarjetas de crédito y débito. Los bancos también tendrán mucho interés en que así sea, ya que, de esa manera, se ahorran el elevado coste de la manipulación de efectivo y, además, ganan un margen con la colocación y utilización de las tarjetas y con el mayor uso de los cajeros automáticos (de los que en España existen ya 45.000, el 25% del total europeo). Por tanto, intentarán convencer a sus clientes de que utilicen sus tarjetas o que soliciten una si no la tienen. Las sociedades españolas emisoras de tarjetas (que tienen ya emitidas 47 millones) estiman que, en este período, habrá un aumento de las transacciones con tarjetas de un 30% y que estas pasarán a representar un 16% del pago en los comercios frente al 12% actual.

La menor demanda de efectivo afectará positivamente a la demanda de otros tipos de activos líquidos, como son los depósitos y las divisas extranjeras o de otros no tan líquidos, como los bienes de consumo y los activos inmobiliarios. Los depósitos serán los ganadores de este cambio ya que son necesarios para las transacciones con tarjetas, facilitan, de forma segura y rápida, la conversión a euros y permiten, mientras tanto, familiarizarse con las complicadas relaciones de conversión a la nueva moneda. Para los poseedores de efectivo “negro” de ciertas proporciones la alternativa de comprar bienes duraderos e inmobiliarios o divisas extranjeras será, probablemente, la más utilizada (el BBVA calcula en 1,8 billones de pesetas el dinero negro que se ha “regularizado” a través de la compra de bienes duraderos e inmuebles).

La mayor demanda de depósitos, en lugar de efectivo, propiciará un aumento de la masa monetaria o M1 (efectivo más depósitos) a través del “multiplicador monetario”. El tener efectivo o un depósito en un banco no es la misma cosa. Mil euros en efectivo son sólo mil euros, pero mil euros en un depósito dan lugar a más de mil euros, a través de dicho multiplicador. El depósito será utilizado por el banco para prestarlo a otro cliente que a su vez depositará parte del préstamo que a su vez será prestado por el banco a un tercer cliente etc. Esta sucesión de depósitos y de préstamos no es infinita, ya que, de cada depósito, los bancos tienen que colocar un 2% como reserva en el banco central, con lo que, al final, el volumen de depósitos en la economía puede terminar siendo 50 veces mayor que el depósito inicial. Si partimos de que el efectivo en la Euro Zona es de 350.000 millones de euros (6% del PIB) y los depósitos representan 1.650.000 millones de euros (28,3% del PIB), la M1 será de 2 billones de euros y si suponemos que, como máximo, el 99% de la moneda nacional se cambia por billetes y monedas en euros y un mínimo del 1% se convierte en depósitos adicionales en los bancos, los depósitos en euros aumentan en 3.500 millones de euros. Si, por último, damos un valor medio al multiplicador monetario de 50 veces, esos 3.500 millones podrían, al final,

convertirse en 175.000 millones de euros de depósitos y créditos adicionales, con lo que la M1 aumentaría en 171.500 millones de euros (175-3,5) un 8,5% más, o, lo que es lo mismo, un incremento de la liquidez total equivalente al 3% del PIB. Naturalmente, la M3 se mantendría inalterable, pero la inestabilidad de la demanda de dinero que se produciría podría complicar el seguimiento y control, por el BCE, de su primer pilar monetario.

Finalmente, queda por analizar el efecto de la conversión sobre la inflación. En principio, la introducción del euro dará una total transparencia a los precios, al por menor, de los productos en toda la Zona Euro, reduciendo la actual discriminación de precios que los fabricantes o los comerciantes aplican al mismo producto en distintos países miembros. Varios estudios han demostrado que los diferenciales de precios entre unos países y otros en los mismos productos electrónicos y en idénticos modelos de automóvil llegan a alcanzar el 40%. Sin embargo, la introducción de la nueva moneda puede dar lugar a un impacto, por una sola vez, en la inflación a través del redondeo al alza en la conversión de los precios a euros. Este efecto se ha dado en casos similares anteriores como el de la decimalización de la libra en el Reino Unido. A pesar de que también se dieron instrucciones muy estrictas de cómo debería de ser el redondeo al alza o a la baja, el hecho es que la tasa de inflación pasó del 6,4% en 1970 al 9,4% en 1971, para volver a caer al 7,1% un año más tarde. Ahora bien, las condiciones de estabilidad de precios actuales, de mucha mayor competencia y de fase recesiva del ciclo van a hacer que dichos riesgos inflacionistas sean ahora muy pequeños.

La presión por el redondeo surge como consecuencia del aumento, también por una sola vez, de los gastos en tecnología, formación y sistemas en los que incurren las empresas y, especialmente los minoristas, para adaptarlos a la nueva moneda. Aprovechándose de la dificultad inicial de adaptarse a las relaciones de conversión y a volver a manejar céntimos, por parte de los consumidores, en unos casos, y de la posibilidad de perder bastante dinero si se redondea a la baja cuando el precio del producto es de bajo precio, especialmente en las máquinas expendedoras automáticas, que son las que han tenido, además, mayores costes de conversión de sus sistemas a los euros (1.500 euros por máquina), en otros, la realidad es que existe un claro incentivo entre los minoristas a hacer redondeos al alza para resarcirse, al menos temporalmente, de los costes incurridos. Los estudios que se han realizado para España por el Banco de España y por Fedea apuntan a que dicho redondeo alcista podría tener un impacto máximo del 0,4%, sobre la tasa de inflación. Lo que ocurre es que dicha subida es muy probable que se haya dado ya antes de la introducción física del euro, en unos casos, para aprovechar el fuerte aumento del consumo navideño y, en otros, porque muchas empresas se han comprometido, en toda Europa, a no subir los precios en los primeros meses de 2002 y, para mantener su compromiso, algunas han hecho ya la subida unos meses antes, entre otras razones, porque es muy probable que el consumo se modere bastante en los dos primeros meses del año, no sólo por la ya famosa "cuesta de Enero" y por la fase descendente del ciclo, sino también por que el proceso de aprendizaje de los consumidores con los euros tenderá a aminorar las compras temporalmente. En cualquier caso, estas subidas no serán permanentes ya que la competencia hará que no se puedan mantener mucho tiempo. Sólo en algunos servicios públicos, que son monopolios o casi monopolios naturales, estas subidas, que, por cierto, ya se han llevado ya a cabo por algunas administraciones públicas, serán definitivas. Es muy probable que el reciente incremento de la inflación subyacente haya recogido ya estas subidas en 2001 y que no se reflejen en el nuevo año.