

## Sorprendente popularidad del papel moneda

*Kenneth S. Rogoff*

¿Será la economía subterránea mundial la principal destinataria de esos gordos billetes de euro?

**E**S DIFÍCIL negar que la puesta en circulación de los relucientes billetes y monedas de euro es una ocasión digna de celebrarse. A la vez, es difícil dejar de preguntarse por qué no ha desaparecido de nuestras vidas el dinero en papel y en metálico. En medio de las tarjetas de crédito y débito, la banca electrónica, etc., ¿por qué no está en vías de extinción la demanda de circulante?

Es curioso, pero pese a todos los vaticinios sobre el ciberdinero, no existe ni la más ligera prueba de que el público tenga intenciones de abandonar la moneda corriente en Estados Unidos, Europa o Japón. Todo lo contrario.

Empecemos por Estados Unidos. A fines de 2001, el efectivo per cápita (es decir, en manos del público) superaba los US\$620.000 millones, lo que equivale a US\$2.200 por cada

**La economía subterránea se refiere sobre todo a los pequeños comerciantes y empresarios (y sus clientes) que evitan la tributación en sus distintas modalidades.**

hombre, mujer y niño. (No sé de nadie que lleve consigo un décimo de esa suma.) Como un 65% de ese total constituía billetes de US\$100 —la denominación más grande—, una familia tipo debería tener en su poder sesenta billetes de US\$100. Pero según la Reserva Federal, en promedio ¡ninguna tiene siquiera uno!

¿Dónde está el resto de ese dinero? En parte, en lugares evidentes, como las cajas de los supermercados, pero según

minuciosas encuestas oficiales, los hogares y los comercios tienen solo un 5% del dinero en circulación. ¿Dónde está el 95% restante? En el extranjero probablemente haya una buena parte; según mis cálculos de 1998, un 50%, aunque hay quienes dicen 30%, y otros, 75%. Aun si se tratara de un 75%, cada matrimonio estadounidense con dos hijos debería tener US\$2.200. Los economistas piensan que ese efectivo circula principalmente dentro de la “economía subterránea”, una expresión que suena a mafia y narcotraficantes, pero que cuantitativamente se refiere sobre todo a los pequeños comerciantes y empresarios (y sus clientes) que evitan la tributación en sus distintas modalidades.

El misterio se vuelve más insondable en otros países industriales. El efectivo per cápita es mucho mayor en Japón (más de US\$4.000), pero la mayoría de los estudios parece indicar que la tenencia de yenes fuera del país es relativamente pequeña. Además, más del 85% del valor total circula en la denominación más grande, de ¥ 10.000 yenes (unos US\$75). En Europa, la tenencia de efectivo per cápita es ligeramente inferior a la de Estados Unidos, pero a fines de 2000, antes del lanzamiento del euro en papel y metálico, el saldo de efectivo local per cápita (por ejemplo, marcos alemanes y francos franceses) superaba los US\$1.000 en la mayoría de los países, y los US\$1.800 en Alemania y Austria (al tipo de cambio vigente entonces). Incluso en Francia, donde las sumas son más bien bajas, la tenencia de una familia tipo era de US\$3.000. No es de sorprender entonces que, como la gente temía problemas si intentaba convertir a euros sumas que había acumulado en la moneda local, el dinero en circulación en Europa se haya reducido alrededor del 20% en los últimos meses de 2001.

¿Llegará el día en que el dinero electrónico, emitido o no por el banco central, remplace el papel moneda? De por sí, la situación no sería un gran obstáculo para una política mone-



taria eficaz. En la mayoría de los países industriales, los bancos centrales manipulan las tasas de interés comprando y vendiendo letras del Tesoro en el mercado abierto, con el propósito de influir sobre la cantidad de reservas a disposición de los bancos y, así, sobre la disponibilidad general de préstamos y liquidez en la economía. Como la demanda de circulante por parte del público es de importancia secundaria desde el punto de vista macroeconómico, los bancos centrales pueden ajustarse perfectamente a sus fluctuaciones. Pero, aunque la existencia de una demanda extrabancaria de circulante pueda no ser decisiva para la fijación de las tasas de interés, sí ejerce gran peso en el balance de un banco central. Tanto en Europa como en Estados Unidos, el efectivo representa alrededor del 95% de la base monetaria, que supera los US\$650.000 millones. Si la demanda de circulante se evaporara repentinamente en Estados Unidos, la Reserva Federal tendría que desprenderse de más de US\$600.000 millones en activos (mayormente bonos públicos) para absorber los billetes y las monedas abandonados. En otras palabras, si la demanda de circulante se desplomara de un momento a otro, el Gobierno se vería obligado a reemplazar una deuda libre de intereses (el papel moneda) por una deuda con intereses, y eso le saldría caro. ¿Qué pasaría con los flamantes billetes de euro? Con suerte, se podrían usar para empapelar paredes.

¿Se acerca el momento en que la gente no querrá manejar efectivo? Sin ser experto en criptografía, me imagino que tendrá que pasar bastante tiempo antes de que aparezca dinero electrónico que garantice el mismo anonimato que el efectivo; así y todo, los gobiernos podrían intentar ponerle límites para evitar que el contrabando de dinero se vuelva todavía más fácil. Por supuesto, la tecnología sigue avanzando. Aun si los gobiernos logran frustrar a los falsificadores, un día podrían idear una tecnología que permitiera identificar a través del ADN las últimas manos por las que haya pasado un billete, con lo cual la popularidad del efectivo podría quedar muy limitada. O quizás el lavado de dinero adquiriera un nuevo significado si los delincuentes y evasores de impuestos se ven obligados a usar agua, jabón y guantes.

Reflexionemos un instante. Si la economía subterránea mundial es la principal destinataria del papel moneda, ¿se justifican los esfuerzos del gobierno por promover su uso? El hecho de que el euro compita con el dólar en los países en desarrollo probablemente sea muy beneficioso para Europa (porque puede endeudarse sin intereses); decidir si es beneficioso para los países en desarrollo es

más complicado. Con todo, las monedas previas al euro probablemente circulaban en su mayoría dentro de Europa, y cabe suponer que durante un tiempo ocurrirá lo propio con los euros físicos. Si el efectivo facilita las actividades ilícitas y la evasión impositiva, en teoría podría generar gastos y pérdidas para el fisco sustancialmente más grandes que los ingresos por señoreaje (lo que percibe el Estado por imprimir dinero). Algunos libertarios dirían que la economía subterránea sirve de válvula de escape, regulando abultados sistemas de asistencia social y tributación.

Se habla mucho de la competencia entre el euro y el dólar; la mayor parte del tiempo sin ton ni son porque la política monetaria mundial no es un juego de suma cero. Con todo, existe cierta competencia por la demanda subterránea mundial de circulante, y la ventaja la lleva a las claras el euro: su denominación más grande es de 500 (unos US\$450 al cambio de enero de 2002), en comparación con los 100 del dólar estadounidense. Quizás este hecho no tenga importancia ahora, pero como la mayor parte del dinero se mueve en billetes de gran denominación, podría resultar importante más adelante. (Previendo su popularidad, el 29% del valor de la primera tirada de billetes de euro se hizo en unidades de 500.) Después de todo, US\$1 millón en billetes de US\$100 caben bien dentro de un maletín de negocios, pero en billetes de €500, ¡cabén dentro de una cartera de señora! Éste es un dato importante para los directores de cine . . . y para los gobiernos. En el mundo de hoy, ¿tiene sentido seguir emitiendo billetes de denominación muy alta cuando los principales consumidores parecen ser los de la economía subterránea mundial? **F&D**



Kenneth S. Rogoff, Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI.

#### Bibliografía:

Doyle, Brian, 2000, "Here Dollars, Dollars . . ." *Estimating Currency Demand and Worldwide Currency Substitution*, *International Finance Discussion Paper 657* (Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal).

Drehmann, Mathias, Charles Goodhart y Maite Krueger, de próxima publicación, "The Challenge Facing Foreign Currency Usage: Will Traditional Transactions Medium Be Able to Resist Competition from New Technologies?" *Economic Policy*.

Rogoff, Kenneth, 1998, "Foreign and Underground Demand for Euro Notes: Blessing or Curse?" *Economic Policy*, vol. 26, abril, págs. 263-303.