

La maldición del efectivo

Posted on 27 de marzo de 2017 by Carlos Pérez de Eulate

Desde los años cincuenta del siglo XX, cuando Citibank introdujo la tarjeta de crédito, el llamado dinero de plástico, el uso del efectivo no ha hecho más que retroceder. Hoy en día incluso puede darse el caso de que los billetes de elevada denominación, aunque legales, no sean de aceptación universal en la práctica de la vida diaria (al menos en algunos países, España incluida). Por otra parte, el efectivo, papel moneda y dinero metálico, nunca ha sido un asunto relevante en términos de política monetaria, reducido a la magnitud de «efectivo en manos del público», siempre marginal con respecto a los agregados monetarios relevantes, M1, M2, M3, etc. De aquí que el tema no haya franqueado la barrera de la discusión más o menos polemista, en términos poco interesantes desde el punto de vista académico.

The Curse of Cash, el nuevo libro de Kenneth Rogoff, pretende elevar la discusión en varios grados, en un texto brillante, apretadamente escrito, con una mezcla de erudición divulgativa y rigor académico que es la marca de la casa. Rogoff es ahora profesor en Harvard y anteriormente fue jefe del Servicio de Investigación y Estudios del Fondo Monetario Internacional, además de coautor, junto con Carmen Reinhart, del célebre *This Time is Different. Eight centuries of Financial Folly*, publicado en 2009 y reseñado poco después en *Revista de Libros*. No necesita, por tanto, más presentación. No es la primera vez que Rogoff

acomete este tema de la necesidad de una eliminación progresiva del efectivo, o más bien del papel moneda, no del dinero metálico, moneda fraccionaria, de baja denominación. Ya lo hizo en 1998 y no obtuvo mediáticamente mucho impacto, tal vez por utilizar un medio académico – *Economic Policy*?, y ahora vuelve con un libro más orientado al gran público, aunque no hemos de ocultar que, a pesar de una prosa extremadamente brillante, no resulta siempre de fácil lectura. Dicho esto, y antes de entrar en materia, animamos al público interesado en el tema a su lectura, pues afronta, sin excepción, todas las vertientes que plantea la hipotética ?y necesaria, según Rogoff– eliminación del papel moneda (con excepción de los billetes de muy baja denominación).

Como decimos, Rogoff es un firme partidario de poner fin a la circulación de billetes y su sustitución por dinero electrónico en sus diversas modalidades. Esto ayudaría, evidentemente, en el combate contra las actividades ilegales, muy particularmente en el terreno del tráfico de drogas, y de otras legales, pero que escapan al control del fisco, en forma de economía sumergida. A este respecto, y según un estudio de Friedrich Schneider (de la Universidad de Linz), citado por el propio Rogoff, sobre una muestra de treinta y seis países avanzados, la economía sumergida supone el 14,2% de media con respecto al PIB y, en España, el 19,6%, esto sin contar, por supuesto, las actividades estrictamente ilegales, que quedan fuera, por definición, del PIB.

Pero lo que nos interesa destacar aquí es la dualidad del libro de Rogoff, como un Hermes bifronte. La primera mitad se dedica a un repaso concienzudo de las ventajas y dificultades prácticas de su propuesta, además de cómo superar éstas, tanto las más obvias como otras más complejas. Entre estas últimas, algunas de carácter técnico, como la provisión universal de tarjetas de débito o cajeros electrónicos. También se refiere a otras, como el problema que puede suponer la disminución de los ingresos de los bancos centrales, y en último término de los Tesoros nacionales, en lo que se conoce en la jerga de la profesión como *señoriaje* y que, básicamente, consiste en la diferencia entre el valor nominal (facial) del billete o moneda y su coste de fabricación.

Todos estos aspectos, admirablemente tratados, no dejan apenas lugar a la objeción y son perfectamente asumibles, siempre, claro está, que no se abogue por una eliminación radical del efectivo, cosa que no hace Rogoff, partidario de una transición al menos dilatada para los billetes de baja denominación, de hasta diez dólares o su equivalente en otras divisas, y también para la moneda fraccionaria.

Un mundo sin efectivo, o sólo con monedas, posiblemente no sea ya un buen tema para una película de ciencia ficción. En realidad, el papel moneda no tiene tanta antigüedad. Aunque surgió en la civilización china, como tantas otras cosas, no aparece en las sociedades

occidentales hasta el siglo XVIII con los vales reales, una forma ingeniosa de financiación pública en tiempos de penuria fiscal: una forma, en definitiva, de financiación inflacionista. Así surgieron los *assignats* franceses del gobierno revolucionario y los vales reales que se sitúan en el origen mismo de la creación del Banco de San Carlos, idea de Francisco Cabarrús. Por tanto, la eliminación de este instrumento de pago no parece, tecnológicamente, imposible y se habrá dado así una vuelta completa, cerrando el círculo, a este medio de pago. Otra cosa son los problemas legales, la pérdida de privacidad y, en consecuencia, de libertad, que esto puede implicar para el ciudadano en su vida diaria, campo en el que pueden mantenerse serias reservas.

No obstante, y no nos extenderemos más en esta cuestión, el uso del efectivo ya está bastante limitado en casi todos los países occidentales, por lo que la tendencia decreciente del billete como medio de pago se ha generalizado, y ha pasado a ser incluso universal excepto en sociedades muy poco bancarizadas. El Banco Central Europeo, por ejemplo, ya ha dejado de emitir billetes nuevos de 500 euros. Todo viajero que toma un avión en Europa sabe los problemas con que puede encontrarse si se descubre por casualidad que lleva una suma elevada de efectivo. Incluso el pago dentro del territorio nacional se halla limitado, límite que varía según los países, con la notable excepción de Alemania. El efectivo, en suma, puede que ya no sea el medio óptimo de pago en la mayoría de las transacciones de la vida diaria. Ya hemos indicado que a un billete de 200 o 500 euros es difícil asignarle la calificación de *legal tender*, esto es, de aceptación universal. Prueben, si no, a llenar el depósito de su coche con uno de estos billetes.

Pero, como decimos, *The Curse of Cash* tiene una segunda parte que, aunque ligada al tema que da título al libro ?la redundancia práctica del efectivo?, se introduce en terrenos que son propios de la política monetaria *stricto sensu*. La puerta de entrada no es otra que la consideración de los inconvenientes que el atesoramiento de efectivo como depósito de valor pueda tener ante una política monetaria ultraexpansiva, en concreto aquella que introdujese tipos de interés negativos. En este caso, el efectivo sería el refugio natural, y los billetes de alta denominación, el recurso ideal. El escenario es muy extremo, pero Rogoff lo utiliza como pie, además de para apoyar sus demás argumentos en contra de la emisión de papel moneda –sensibles, como se ha señalado? para posicionarse a favor de políticas monetarias ultraexpansivas, a lo Paul Krugman. Y esto es mucho más criticable.

Todo el mundo está de acuerdo en evitar un escenario de deflación y los bancos centrales han demostrado en esta crisis una aptitud más que resolutiva en este aspecto. Véase, por ejemplo, una pormenorizada secuencia de la crisis en *El coraje de actuar*, de Ben Bernanke. Pero proponer, por ejemplo, una elevación del objetivo de inflación del actual 2% (generalmente admitido, explícita o implícitamente, por la gran mayoría de bancos centrales)

a otro del 4% apoyándose en el razonamiento de que esto permitiría unos tipos de interés reales negativos si los nominales se mantienen cercanos a cero, o incluso por debajo, es ya ir muy lejos. Aparte de que el banco central puede actuar por otros medios (compra de títulos, básicamente deuda pública, aunque también títulos hipotecarios e incluso bonos privados, el llamado *quantitative easing* o QE), toda la arquitectura financiera es un edificio altamente sensible en el que la manipulación excesiva puede acarrear consecuencias impredecibles. Por no hablar de los efectos indeseables que provoca un escenario inflacionista a nivel fiscal y de distribución de renta.

La defensa de los tipos de interés negativos tiene poco que ver con la eliminación del efectivo y mucho con una fe ciega en las bondades de las políticas monetarias ultraexpansivas, que, curiosamente, nunca fueron parte del utillaje macroeconómico keynesiano. El keynesianismo nace precisamente de la ineficacia de las políticas monetarias, de la relevancia de la trampa de la liquidez. Con tipos de interés negativos no se garantiza que aquella desaparezca, ya que el crédito depende también de la demanda solvente y, recientemente, de los requisitos de capital impuestos a las entidades de crédito, precisamente para evitar situaciones de crisis sistémicas, generalmente producto de excesos crediticios, que llevan a prolongar la recesión en lugar de acortar su salida.

Rogoff es, sin duda, un agudo analista y por ello no deja de sorprender este posicionamiento radical cuando en anteriores escritos ha advertido precisamente de los peligros de las expansiones crediticias. Quizá se deje llevar en esta ocasión por una visión optimista de los poderes de los bancos centrales, confiando excesivamente en la «alquimia monetaria», en la manipulación de las expectativas inflacionistas y en sus efectos en los tipos de interés reales. En todo el libro sólo hay un párrafo (p. 196) en el que se reconoce que los tipos de interés negativos no son la panacea de los males económicos y que son necesarias reformas estructurales y políticas fiscales contracíclicas. El problema es que las políticas monetarias ultraexpansivas, si se prolongan más del tiempo necesario, cosa que también es difícil de evaluar, actúan como un dopaje de las reformas y la liberalización de los mercados, por un lado, y de la ortodoxia fiscal, por otro. Pero este es ya otro tema, que no nos corresponde, aunque ?repetimos? *The Curse of Cash* puede ser leído también como un texto sobre la actual disyuntiva de la política monetaria a que han de enfrentarse los bancos centrales.

Carlos Pérez de Eulate es economista del Banco de España.

Autor: Kenneth Rogoff

Edicion: Princeton, Princeton University Press, 2016

Paginas: 296 pp. $29.95

Titulo: The Curse of Cash