

**Hacienda Pública y Unión Monetaria Europea:
efectos redistributivos de la conversión de monedas**

Álvaro Anchuelo Crego
Profesor Titular de Economía Aplicada
Universidad de Salamanca
e-mail: aac@gugu.usal.es

I. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.

Como es sabido, la base monetaria de un país se compone de las monedas y billetes en circulación, más las reservas de los bancos comerciales en el banco central. El balance de éste la recoge como un pasivo. El activo del balance plasma cómo el monopolio de emisión de moneda permite al banco central obtener a cambio activos financieros que rinden intereses (bonos...), oro o divisas internacionales. Simplificando, el banco central “produce” en régimen de monopolio el dinero de alto poder, que “vende” al sector privado a cambio de los activos susodichos. Desde este punto de vista, la base monetaria mide la riqueza acumulada por el banco central mediante la emisión de dinero a lo largo del tiempo, es decir, mediante el recurso al señoreaje en el pasado.

Con la puesta en circulación del euro en los once países que participan en la Unión Monetaria, estos conceptos elementales de Economía que acabamos de recordar cobran una gran relevancia. Cada país habrá de cambiar su base monetaria en moneda nacional por euros. Pero el Banco Central Europeo no dará estos euros gratuitamente, sino que otorgará el derecho a emitirlos al banco central nacional a cambio de activos que mantengan su valor tras la conversión. En otras palabras: los activos del banco central nacional que respaldan la base monetaria se transferirán al Banco Central Europeo. Con los euros así adquiridos, el banco central nacional recomprará la base monetaria en moneda nacional, la cual, una vez en sus manos, no tendrá otro uso que ser destruida.

Para ser precisos, legalmente no se trata de una transferencia de propiedad plena. Los artículos 32.2 y 32.5 del “Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo” lo que establecen es que los ingresos producidos por los activos que respaldan la base monetaria pasarán en el futuro al Banco Central Europeo. Pero, económicamente, el derecho a recibir los intereses futuros devengados por un activo equivale a su posesión efectiva. De hecho, estos activos se incluirán en el balance consolidado del Banco Central Europeo. Por tanto, al margen de sutilezas legales, en la práctica el Banco Central Europeo heredará la riqueza acumulada mediante el señoreaje en el pasado por los bancos centrales nacionales, que respalda su base monetaria.

Una vez “socializada” esta riqueza, convertida en propiedad común de los once países participantes en el euro, cada país (a través de su banco central nacional) participará en los ingresos futuros generados por estos activos en cuanto que accionista del Banco Central Europeo. Recibirá una participación en los beneficios que se corresponderá con el porcentaje del capital que posea.

Los artículos 28 y 29 del Protocolo fijan el capital del Banco Central Europeo y su composición. El capital total será de 5000 millones de euros, independientemente del número de países participantes en la Unión Monetaria. Lo desembolsarán únicamente los países participantes, en concreto sus bancos centrales nacionales. El porcentaje de participación de cada país se calcula como la media entre dos datos:

- 1) El porcentaje que supone su población nacional respecto a la población total del área del euro, con datos de 1997.

- 2) El porcentaje que supone su PIB nacional del PIB total del área del euro, con datos del período 1992-96.

Como el porcentaje de participación de un país en el capital del Banco Central Europeo no tiene porqué coincidir con el porcentaje que aportó a los activos “socializados”, se producirá una redistribución de riqueza. Saldrán perdiendo aquellos países cuya base monetaria nacional suponga un porcentaje de la base monetaria común mayor que su porcentaje de participación en el capital del Banco Central Europeo, y viceversa. Es decir, perderán aquellos que hayan aportado un porcentaje de la riqueza común superior a su participación en los ingresos comunes.

II. ACLARACIONES ADICIONALES.

Nótese que en este trabajo no se está analizando lo que sucederá con el señoreaje futuro que realice el Banco Central Europeo. Éste emitirá más euros en el futuro, tras la conversión de monedas. Tales incrementos anuales en el stock nominal de dinero de alto poder del área del euro le permitirán acumular riqueza, en forma de activos, a cambio. Pero, en este caso, la “socialización” de este señoreaje futuro en función de la participación en el capital del Banco Central Europeo, según las cifras de población y PIB, resulta defendible. Se pone en común una riqueza acumulada de forma conjunta. Este estudio se refiere a la “socialización” de los activos acumulados por los bancos centrales nacionales mediante el señoreaje en el pasado, como consecuencia del método elegido para poner en circulación los euros que sustituirán inicialmente a las monedas nacionales.

Se podría argumentar que parte de los activos de los bancos centrales nacionales que respaldan sus bases monetarias no generan intereses. En consecuencia, un banco central nacional tendría incentivos para declarar que su base monetaria está respaldada por ese tipo de activos, que no proporcionarían ingresos futuros para poner en común. Sin embargo, en realidad este tipo de activos es cuantitativamente poco importante. Además, ha de tenerse en cuenta que el resto de bancos centrales participantes se opondrán a posibles trucos contables que les perjudiquen. Por otro lado, activos como el oro o las reservas internacionales también pueden ofrecer ingresos futuros al Banco Central Europeo (en forma de revalorización en vez de intereses) que se repartirían entre los países miembros en tanto que accionistas.

Finalmente, hay algunas cuestiones transitorias que ignoraremos en el análisis. Así, el artículo 51 del Protocolo permite que la puesta en común de los activos acumulados no sea repentina, limitándose a un mínimo del 40% el primer año, hasta completarse en un máximo de cinco años. Pasaremos por alto estas situaciones transitorias, centrando el análisis en lo que sucederá cuando el proceso de “socialización” de activos se haya completado.

III. OBJETIVOS DEL TRABAJO.

A pesar de su importancia (los resultados mostrarán que las transferencias de riqueza entre países son de billones de pesetas) el tema analizado en este trabajo apenas ha recibido atención. Sinn y Feist (1997) fueron los primeros en señalar la existencia del problema. Pero su trabajo pionero no ha tenido continuadores, y el paso del tiempo hace que adolezca de algunos defectos importantes.

Cuando los autores citados finalizaron su trabajo, en Septiembre de 1997, se desconocía qué países formarían parte de la Unión Monetaria. Esto solo basta para justificar una actualización de su estudio, ya que al entrar once países, en vez de los quince que ellos supusieron, los resultados se alteran considerablemente. Ha quedado fuera una de las grandes economías europeas, el Reino Unido, con una base monetaria relativamente pequeña, con lo que habría sido una de las grandes beneficiarias del proceso de transferencia de riqueza que nos ocupa.

Otras razones de peso justifican revisar los cálculos de Sinn y Feist:

- Al no participar los quince miembros de la U.E. en el euro, el porcentaje de participación de cada país en el capital del Banco Central Europeo cambia, pues, como se comentó antes, sólo los participantes son accionistas, y el peso relativo de cada uno varía en función del tamaño total del área del euro.
- Ahora (Octubre de 1998) conocemos con mayor (aunque no plena) precisión, el tipo de cambio que cabe esperar entre cada moneda nacional y el euro, una variable clave en el análisis.

- Lo mismo sucede con la base monetaria en moneda nacional de cada país, de la que ahora existen datos más recientes.

Por todo ello, hoy es posible cuantificar con mucha más precisión que en el estudio original las pérdidas y ganancias que provocará el fenómeno estudiado.

Resulta sorprendente la poca atención pública que se ha prestado a este tema, teniendo en cuenta las enormes cantidades de dinero implicadas. La sorpresa se acrecienta en el caso de España, dado que será uno de los países perdedores. En los momentos cruciales que vivimos, cuando se están discutiendo reformas presupuestarias en la Unión Europea perjudiciales para los intereses españoles, se está renunciando a un posible argumento para combatirlas: señalar en las negociaciones las pérdidas que acarrearán para nuestro país el proceso de cambio de moneda tal como se ha diseñado.

Tal vez se haya optado por soslayar el problema al considerar que resaltarlo contribuiría a disminuir el apoyo popular de que goza la introducción del euro. No tendría por qué ser así, ya que la Unión Monetaria puede estar globalmente justificada, a pesar de los inconvenientes parciales que conlleve. Al contrario, encontrarse inesperadamente con problemas que se ignoraban podría ser más peligroso. Por eso, aunque personalmente sea partidario de la introducción del euro, creo que tanto la prudencia política como el espíritu científico aconsejan una actitud de transparencia frente a sus posibles inconvenientes.

IV. LOS ACTIVOS ACUMULADOS POR LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES MEDIANTE EL SEÑOREAJE.

Como ya se ha señalado, el monopolio de emisión de dinero del banco central nacional le ha permitido obtener activos (bonos, oro, divisas...) a cambio de la base monetaria. Estos activos (sus ingresos futuros) que respaldan la base monetaria pasarán al Banco Central Europeo a cambio del derecho a emitir los euros que sustituirán a las monedas nacionales.

El objetivo de esta sección es calcular a cuánto asciende la riqueza acumulada por cada uno de los once bancos centrales nacionales mediante el señoreaje antes de la Unión Monetaria Europea. Podemos aproximar este valor usando el valor de sus respectivas bases monetarias. Para que las magnitudes nacionales sean comparables, las expresaremos en euros.

El cuadro 1 recoge estos datos. Los tipos de cambio (tc) utilizados son los de las monedas nacionales frente al ECU el 31 de Diciembre de 1997, según datos de la Comisión Europea. Como el ECU es una cesta de monedas que incluye las de países de la UE que no participarán en la moneda única, hasta el 1 de enero de 1999 no se conocerán los tipos de conversión irrevocables a los que el euro sustituirá a las monedas nacionales. Sin embargo, los tipos a futuros para entregas en esa fecha (véase por ejemplo "The Economist" del 3 de octubre de 1998, con los cálculos de J.P. Morgan) muestran que las variaciones que cabe esperar son mínimas.

Dividiendo las bases monetarias en moneda nacional (los últimos datos disponibles en las International Financial Statistics del Fondo Monetario Internacional

son los de 1996) por estos tipos de cambio entre moneda nacional y euro, se obtienen las bases monetarias nacionales expresadas en euros (variable M_i).

Con esta información, es posible calcular el porcentaje de participación de cada uno de los once países miembros en la base monetaria común en euros (variable m_i).

Los gráficos 1 y 2 representan las variables M_i y m_i . Los datos entre países difieren de forma significativa respecto a lo que a priori cabría esperar. Resalta sobre todo la pequeña base monetaria francesa (47 mil millones de euros, un 10.79% de la base monetaria total de los once países participantes). Frente a ella, Alemania aporta el 37.69% del total, e incluso economías menores, como Italia (23.54%) y España (12.54%), muestran cifras superiores.

Existen diferentes explicaciones de este hecho. Francia es un país con un desarrollado sector bancario, que fue pionero en la introducción de avances como las tarjetas de crédito, o la banca electrónica. Los eficientes hábitos de pago reducen la necesidad de mantener efectivo, con lo que la base monetaria tenderá a ser menor. Otro factor a tener en cuenta es que, históricamente, las regulaciones bancarias francesas han sido relativamente liberales en el contexto europeo. Al exigir ratios reservas/depósitos bajos, la posibilidad de crear dinero bancario es mayor, y el país tendrá una base monetaria pequeña.

En el caso alemán, el tamaño de la base monetaria no se explica únicamente por el de su economía y población. El papel del marco alemán como moneda internacional hace que circule profusamente fuera de Alemania (piénsese en la Europa del Este).

En cuanto a España e Italia, además de hábitos de pago menos modernos y un sector bancario más regulado, el peso de la economía sumergida en estos países contribuye a explicar las amplias bases monetarias, por tratarse de actividades que requieren el uso de efectivo.

Estas importantes diferencias en la distribución de la base monetaria se corresponden con diferencias en la riqueza acumulada por cada banco central nacional mediante el uso del señoreaje en el pasado. Los ingresos futuros de esos activos, y por tanto ellos, pasarán a ser propiedad común del Banco Central Europeo como consecuencia del procedimiento elegido para realizar el canje de monedas.

V. LA PARTICIPACIÓN EN EL CAPITAL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO.

Los países miembros de la zona del euro participan, a través de sus bancos centrales nacionales, en el capital del Banco Central Europeo. El porcentaje concreto de participación de cada uno se calcula como la media entre el porcentaje que supone su población en el total de la zona del euro (con datos de 1997) y el porcentaje que supone su PIB (con datos de 1992-96). El capital sería de 5000 millones de euros independientemente de cuántos países participen, pero evidentemente el peso de cada país individual depende de qué otros países sean miembros.

Así, por ejemplo, según datos del propio Banco Central Europeo, España habría contado con el 8.83% del capital en una Unión Monetaria con quince miembros, como

la imaginada por Sinn y Feist. En realidad, con sólo once países miembros, su participación sube al 11.18%. Alemania pasa del 24.40% al 30.93%; Francia del 16.87% al 21.37%; e Italia del 14.96% al 18.95%. Esto altera considerablemente los resultados obtenidos por estos autores, y justifica la revisión que se realiza en el presente trabajo.

El cuadro 2 (variable k_i) y el gráfico 3 indican las participaciones en el capital relevantes, las de los once países admitidos.

Este capital de 5000 millones de euros, resulta relativamente pequeño comparado con el tamaño de la base monetaria conjunta en euros (441 000 millones). La aportación de capital en sí no tendrá consecuencias redistributivas directas, ya que la participación de cada país en los ingresos que genere coincidirá con el porcentaje que aportó. Sin embargo, las tendrá indirectas, puesto que los ingresos que generen en el futuro los activos recibidos por el Banco Central Europeo a cambio de los euros que sustituyan a las monedas nacionales también se repartirán en proporción al capital contribuido. Y la participación de cada país en el stock de riqueza acumulada mediante el señoreaje que se pondrá en común no coincidirá con su participación en el capital del B.C.E., determinado según la población y el PIB. De esta forma, aquellos países cuyo porcentaje del capital (que señala su parte en la “propiedad común”) supere al porcentaje que aportaron a los activos que se “socializan” obtendrán ganancias, una redistribución de riqueza a su favor, y viceversa.

El cuadro 2 recoge en su última columna esas diferencias entre participación en el capital del B.C.E. y en los activos aportados. De los once países miembros, cuatro (Alemania, Austria, Italia y España) se verán perjudicados.

VI. CÁLCULO DE LA REDISTRIBUCIÓN ENTRE PAÍSES.

Las ganancias o pérdidas concretas de cada país (expresadas en miles de millones de euros) se muestran en la primera columna del cuadro 3. Se han calculado como:

$$(k_i - m_i) \sum_{i=1}^{11} M_i$$

Es decir, se calcula el valor de los activos del B.C.E. que le pertenecen, como dueño de una parte del capital, y se compara con el valor de los activos que aportó en el proceso de conversión de monedas.

Para mayor transparencia en la información, dado que los lectores de este trabajo, como el propio autor, pueden pertenecer al grupo de agentes todavía no adaptados a realizar cálculos directamente en euros, la segunda columna del cuadro 3 traduce esas cantidades a pesetas, y esto es lo que se representa en el gráfico 4.

Puede verse que estamos hablando de una redistribución de riqueza sustancial entre países. Un país como Francia, con una importante población y PIB dentro del grupo de los once, con lo que su participación en el capital del B.C.E. es grande, pero con una base monetaria pequeña, gana la propiedad de activos por valor de 7.8 billones

de pesetas. Las otras tres grandes economías participantes se ven perjudicadas: Alemania pierde la propiedad de activos por valor de 4.99 billones de pesetas, Italia pierde 3.3 billones de pesetas, y España 1 billón de pesetas. El otro país con pérdidas es Austria, que cede medio billón de pesetas.

Utilizando datos de la población de cada país en 1997 según Naciones Unidas (tercera columna del cuadro 3), resulta interesante calcular las pérdidas y ganancias per capita en cada país (cuarta columna y gráfico 5). Finalmente, en la quinta columna se ordenan los países de más a menos beneficiados por habitante.

Luxemburgo, debido a su escasa población, aunque no ganaba mucho en términos absolutos, se ve muy beneficiado por habitante. Cada luxemburgués gana 285 138 pesetas. Las ganancias en Francia por habitante también son importantes, de 133 652 pesetas. Tampoco son desdeñables las de los portugueses (68 786 pesetas) y belgas (67 572 pesetas).

Los mayores perdedores son los austríacos (63 551 pesetas), seguidos de cerca por alemanes (60 812 pesetas), e italianos (58 180 pesetas). España, en términos per cápita, se ve menos perjudicada (25 320 pesetas).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

EL PAÍS: Anuario 1997.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: International Financial Statistics.

GROS D. (1993): "Seigniorage and EMU. The Fiscal Implications of Price Stability and Financial Market Integration", European Journal of Political Economy 9, pp.581-601.

SIBERT, A. (1994): "The Allocation of Seigniorage in a Common Currency Area". Journal of International Economics 37, pp. 111-122.

SINN, H.W. y FEIST, H. (1997): "Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seigniorage Wealth in EMU". CEPR Discussion Paper 1747.

TORI, C.R. (1997): "Monetary Union and the Effects of Seigniorage Sharing". Journal of Macroeconomics 19, pp. 193-204.

TRATADO de la Unión Europea y Tratados Constitutivos de las Comunidades Europeas. Tecnos,1993.