

LA POLÍTICA PRESUPUESTARIA EN LA UNIÓN ECONÓMICA MONETARIA

El proceso hacia una integración, tanto de los mercados de bienes y servicios como de los mercados monetarios, tal como la que se pretende llevar a cabo en Europa impone nuevas restricciones y plantea nuevas necesidades a las políticas presupuestarias nacionales. En el presente artículo, **Philippe Bacchetta** y **Ramón Caminal** examinan el papel de la política presupuestaria en una unión económica y monetaria. Para ello, tras describir a grandes rasgos los factores más relevantes de ese proceso de unión desde el punto de vista de la política presupuestaria, los autores analizan el impacto de tal integración sobre la política fiscal y estudian en qué medida se ve afectada la política presupuestaria por la existencia de una unión monetaria con un grado de integración importante entre los países miembros, tanto en lo que se refiere a su papel estabilizador a corto y medio plazo como en lo que respecta a los tamaños de la deuda y los déficit públicos a largo plazo. Finalmente, presentan sus conclusiones, destacando las consecuencias que el nuevo contexto europeo tiene para la política presupuestaria española (*).

I. INTRODUCCION

LOS sucesivos avances hacia la unión económica y monetaria (UEM) en Europa exigen un replanteamiento del papel de la política presupuestaria, tanto por las nuevas restricciones que operan sobre ella como por las nuevas necesidades que se plantean. En esta introducción, discutiremos a grandes rasgos los factores más relevantes del proceso de integración económica y monetaria desde el punto de vista de la política presupuestaria, y las preguntas que planteamos en este trabajo. Por último, se hace un breve repaso de la situación actual de la política presupuestaria en la Comunidad Europea.

1. La unión económica y monetaria

El proceso de integración en el que los países miembros de la CEE están involucrados puede dividirse en tres grandes áreas:

a) Integración comercial, como consecuencia del desarme arancelario, armonización de las reglas del juego, etcétera.

b) Liberalización de los movimientos de los factores productivos, especialmente del capital.

c) Integración monetaria, que puede culminar en la unión monetaria (UM); es decir, una moneda única y un único banco central.

Las dos primeras áreas se hallan en este momento en un estadio muy avanzado, ya que forman parte del programa del mercado único de 1992. En principio, no se espera que existan dificultades significativas para que se llegue a alcanzar un alto grado de integración tanto en los mercados de capitales como en los mercados de productos. Ello implica un mayor grado de interrelación entre las economías de los países miembros y, por tanto, un aumento en el tamaño de las externalidades causadas por las políticas económicas nacionales.

La tercera, la convergencia monetaria, se halla en un grado de desarrollo mucho menor: ni siquiera todos los países miembros de la CEE pertenecen al mecanismo de cambio del Sistema Monetario Europeo (SME); y, lo que es más importante, no parece que exista un acuerdo suficientemente sólido para prever con un alto grado de certeza su evolución futura, por lo menos para la próxima década. Es posible que se avance con cierta rapidez hacia la unión monetaria, pero también es posible que este avance quede bloqueado indefinidamente en algún punto de la trayectoria. En cualquier caso, la tendencia clara es hacia una mayor rigidez de los tipos de cambio y, por tanto, un menor grado de libertad para las políticas monetarias nacionales.

En este sentido, no hay demasiado riesgo en definir el nuevo marco de la política presupuestaria como caracterizado por una mayor interdependencia de las economías de los países miembros. En cambio, es necesario valorar el papel de la política presupuestaria en dos escenarios monetarios alternativos: una unión monetaria y un sistema de tipos de cambio más o menos

fijos, pero con bancos centrales independientes.

2. Algunas preguntas

En este trabajo, nos concentramos en los aspectos agregados de la política fiscal; es decir, en los efectos del tamaño del gasto público y de su financiación sobre las variables macroeconómicas relevantes.

En el apartado II, estudiamos el impacto de la política presupuestaria en economías abiertas. En primer lugar, nos preguntamos cómo se ve afectado el potencial papel estabilizador de la política presupuestaria dependiendo del régimen de tipos de cambio. Con tipos de cambio fijos, la política presupuestaria aumenta su efectividad potencial para afectar los niveles de renta a medida que aumenta el grado de movilidad de capitales. En este contexto, examinaremos si existen ganancias potenciales de la coordinación internacional de políticas presupuestarias y si dichas ganancias varían según el régimen de tipo de cambio.

En segundo lugar, estudiamos las externalidades en el largo plazo de las políticas presupuestarias nacionales y sus efectos estratégicos. La pregunta subyacente es si es posible identificar sesgos significativos en las políticas presupuestarias nacionales que hagan recomendable la adopción internacional de restricciones sobre el tamaño del gasto público, déficit, o deuda.

En tercer lugar, se discuten las posibles repercusiones que determinados aspectos de la integración económica y monetaria puedan tener sobre el tamaño del presupuesto. En particular, la armonización de algunos impuestos (1), la reducción para algunos

países de los ingresos derivados de la creación monetaria como resultado de la mayor rigidez en los tipos de cambio, o los diferentes incentivos de las autoridades nacionales a proveer bienes públicos.

En el apartado III, analizamos con mayor detalle aquellos temas relacionados con la existencia de una única moneda y un único banco central para la CEE. En primer lugar, examinamos las implicaciones de la UM para el potencial papel estabilizador de la política presupuestaria. La diferencia sustancial en relación a un régimen estándar de tipos de cambio fijo es que en una UM el banco central común, en principio, estabiliza las perturbaciones comunes a todos los países. En este contexto, es interesante plantearse si la coordinación de las políticas presupuestarias es más o menos deseable que en otros casos. Una alternativa a la coordinación de políticas presupuestarias nacionales sería el establecimiento de una política presupuestaria federal que estableciera, por ejemplo, un mecanismo automático de transferencias.

En segundo lugar, examinamos algunos elementos de la política presupuestaria en el largo plazo, como son los niveles de deuda pública. En una UM, los grados de disciplina y credibilidad de las autoridades monetarias pueden variar, lo que añadiría externalidades adicionales importantes sobre las que habría que actuar. En este contexto, se plantea la pregunta de si en una UM existe un sesgo adicional en la dirección de mayores déficit públicos y si imponer restricciones sobre el tamaño de los déficit puede ser deseable.

En el apartado IV, enfatizamos

el papel estabilizador de la política presupuestaria en la UM, ya que los países pierden la posibilidad de ajustar su tipo de cambio o implementar una política monetaria distinta de la de los demás. Presentamos evidencia empírica a favor de la hipótesis de que las necesidades de estabilización se reparten de manera muy heterogénea entre los distintos países de la CEE. Ello puede ser debido a que experimentan distintos tipos de *shocks*, o éstos tienen impactos distintos (debido a las diferencias entre sus estructuras económicas), o bien las autoridades tienen objetivos distintos y, por tanto, responden de manera diferente. En particular, argumentamos que el papel estabilizador de la política presupuestaria puede ser mucho más crucial para los países menos desarrollados: Portugal, Grecia, Irlanda y España.

Finalmente, en el apartado V se recogen las conclusiones más importantes del trabajo, destacando las consecuencias que el nuevo contexto europeo tiene para la política presupuestaria española.

3. Algunos datos sobre la política presupuestaria en la CEE

En general, el uso de la política presupuestaria para fines macroeconómicos puede estar limitado por una serie de factores. Por ejemplo, un elevado nivel de deuda pública, que obliga a generar superávit para evitar una progresión insostenible, o un tamaño relativo del sector público alto, que puede hacer intolerables nuevos aumentos en el gasto. Por otra parte, asimetrías significativas entre países en la situación de partida de la política presupuestaria pueden dificultar la co-

CUADRO N.º 1

**GASTO PÚBLICO EN BIENES
Y SERVICIOS (1988)**
(Porcentaje del PIB)

Dinamarca	25,8
Grecia	20,6
Reino Unido	19,9
Alemania	19,5
Francia	18,6
Italia	17,2
Luxemburgo	17,0
Irlanda	16,7
Portugal	16,0
Holanda	15,7
Bélgica	15,3
España	14,3

Fuente: OCDE.

operación en esta materia, e incluso la construcción de la UM. Con esta perspectiva, puede resultar interesante echar una ojeada rápida a la distribución del gasto público, los déficit y la deuda en los doce países de la CEE. Esa información se resume en los cuadros n.ºs 1, 2 y 3.

Ocupémonos primero de las diferencias internacionales en materia de política presupuestaria. El cuadro n.º 1 recoge el gasto público en bienes y servicios (se excluyen, por lo tanto, las transferencias) en relación al PIB. En él, podemos observar que existen diferencias significativas en el tamaño relativo del gasto público, y éstas no parecen guardar relación con el grado de desarrollo de los distintos países.

Las diferencias internacionales son todavía más importantes en el tamaño relativo de la deuda pública. Esta es la información que transmite el cuadro n.º 2, en el que se relacionan los niveles de deuda pública como proporción del PIB. Excluyendo Luxemburgo, se pueden distinguir tres grupos. El grupo con niveles de

deuda muy elevado está compuesto por Bélgica, Irlanda e Italia. Un segundo grupo, con niveles de deuda intermedios, comprende Grecia, Holanda, Portugal y Dinamarca. Finalmente, el grupo con niveles de deuda moderados incluye Reino Unido, España, Alemania y Francia.

Por último, el cuadro n.º 3 presenta el nivel de déficit corrientes y primarios (2), lo que indica la tendencia reciente de la deuda. Puede observarse que la situación está empeorando rápidamente en el caso de Grecia, que sigue manteniendo déficit primarios muy importantes y, en menor medida, en el de Italia. Por otra parte, el resto de países con niveles de deuda altos o intermedios (con la excepción de Dinamarca) no parecen estar siguiendo una trayectoria de reducción de los niveles relativos de deuda.

Si nos concentramos ahora en la posición relativa de España, observamos que la situación de partida permite a la política presupuestaria disfrutar de amplios márgenes de maniobra. En primer lugar, el peso relativo del gasto público en 1988 era el menor de la CEE. En segundo lugar, se encuentra en el grupo de países con niveles de deuda menores. En tercer lugar, los niveles de déficit actuales son moderados, y no hay que esperar un crecimiento rápido de los niveles relativos de deuda.

II. POLÍTICA PRESUPUESTARIA EN ECONOMÍAS ABIERTAS

En este apartado, repasamos las principales implicaciones de las políticas presupuestarias cuando existe un grado importante de integración económica. En el apartado III, examinaremos las

CUADRO N.º 2

DEUDA PÚBLICA (1989)
(Porcentaje del PIB)

Bélgica	128,4
Irlanda	104,9
Italia	98,3
Grecia	86,2
Holanda	78,4
Portugal	73,1
Dinamarca	63,5
Reino Unido	44,3
España	43,8
Alemania	43,0
Francia	35,5
Luxemburgo	9,0
CEE	58,3

Fuente: Giovannini y Spaventa (1991).

consecuencias más específicas de la UM.

Los efectos macroeconómicos de la política presupuestaria, lógicamente, son distintos en el corto y en el largo plazo. En primer lugar, los precios y salarios pueden tardar un cierto tiempo en ajustarse después de alguna perturbación. En segundo lugar, las expectativas se suelen actualizar de forma más o menos lenta. En tercer lugar, en el muy largo plazo la inversión provoca cambios significativos en el *stock* de capital y, por tanto, en los fundamentos de la economía.

Desde esta perspectiva, tiene sentido utilizar el viejo modelo macroeconómico keynesiano para economías abiertas (el modelo Mundell-Fleming, MF) para analizar el corto plazo, pero hay que sustituirlo por modelos con fundamentos microeconómicos (agentes optimizadores, equilibrio de mercado, expectativas racionales) para estudiar el largo plazo.

1. El papel estabilizador

Consideremos primero el caso de una economía pequeña con movilidad de capitales perfecta. Es bien conocido que en la versión más sencilla del modelo MF, en un régimen de tipos de cambio flexibles, la política presupuestaria no tiene ningún efecto sobre la renta. La razón es la siguiente: una expansión del gasto público aumenta la demanda agregada, lo que pone presión al alza sobre los tipos de interés, lo que, a su vez, provoca entradas netas de capital, una apreciación del tipo de cambio y un deterioro de la balanza por cuenta corriente, lo que, finalmente, reduce la demanda agregada y devuelve los tipos de interés a sus niveles originales. Por tanto, habrá dos efectos finales para el país que ha emprendido la expansión presupuestaria: un aumento del endeudamiento exterior y una disminución del IPC (la apreciación habrá reducido los precios de los productos importados). El efecto sobre el resto del mundo será el

siguiente: un aumento de la demanda agregada, causado por la mejora en la competitividad, y un aumento del IPC.

Sin embargo, con tipos fijos, el efecto de la política presupuestaria se ve magnificado por la endogeneidad de la oferta monetaria. Es decir, el aumento de los tipos de interés internos causado por una expansión presupuestaria provocará entradas netas de capitales que obligarán al banco central a intervenir en los mercados de cambio, aumentando sus reservas de activos denominados en moneda extranjera y, por tanto, la base monetaria. Esta expansión monetaria reducirá los tipos de interés y expandirá la demanda aún más. Por consiguiente, habrá dos efectos finales para el país que ha emprendido la expansión fiscal: un nivel de renta superior y, por tanto, un mayor déficit comercial. El resto del mundo se verá favorecido por el aumento de las importaciones de dicho país.

Es importante destacar que estos resultados dependen sustancialmente del grado de movilidad de capitales. A medida que aumenta la movilidad de capitales, la política presupuestaria se hace más efectiva en un régimen de tipos de cambio fijos, pero menos con tipos de cambio flexibles.

La gran efectividad de la política presupuestaria para estabilizar el nivel de actividad económica, en un régimen de tipos de cambio fijos y movilidad de capitales perfecta, destaca aún más debido a la pérdida del instrumento estabilizador usual: la política monetaria. En efecto, con tipos de cambio fijos, las autoridades monetarias de un país pequeño deben dedicar todos sus esfuerzos al mantenimiento del tipo de cambio, ya que si trataran

de alterar la base monetaria, ello afectaría a los tipos de interés, provocando flujos internacionales de capitales que les obligarían a intervenir deshaciendo el efecto inicial.

¿Qué conclusiones pueden sacarse para la situación actual de la mayor parte de los países de la CEE? Con la excepción de Grecia y Portugal, los países de la CEE pertenecen en 1991 al mecanismo de cambio del SME. Ello implica que se hallan sujetos a un régimen de tipos de cambio que, por lo menos en lo que se refiere al medio plazo (3), puede caracterizarse como un sistema asimétrico de tipos de cambio fijos. Es decir, Alemania fija la política monetaria del grupo, y el resto debe dedicar la mayor parte de la capacidad de maniobra de sus políticas monetarias al mantenimiento de los tipos de cambio (4). Esto último es tanto más estrictamente cierto cuanto menor sea el tamaño del país y mayor el grado de libertad de los movimientos de capitales.

Por tanto, con tipos de cambio fijos la importancia de la política presupuestaria se ve doblemente realzada. No obstante, está claro que política monetaria y presupuestaria no son dos instrumentos equivalentes. En primer lugar, una política monetaria expansiva tiende a reducir los tipos de interés, mientras que una política presupuestaria expansiva tiende a aumentarlos. Por consiguiente, su impacto sobre la inversión tiene distinto signo.

En segundo lugar, la política monetaria es un instrumento mucho más flexible que la política presupuestaria. Para que ésta pueda ser utilizada como un instrumento de estabilización eficaz, se la debe dotar de una mayor capacidad de adaptación a nue-

CUADRO N.º 3

DEFICIT PRESUPUESTARIO (1989)

(Porcentaje del PIB)

	Primario	Corriente
Grecia	10,1	17,6
Italia	2,3	10,2
Bélgica	- 2,4	6,3
Holanda	- 1,1	5,1
Portugal	3,2	5,0
Irlanda	- 7,7	3,1
España	0,9	2,1
Francia	- 0,8	1,3
Dinamarca	- 4,7	0,7
Alemania	- 1,6	- 0,2
Reino Unido	- 4,3	- 1,6
Luxemburgo	- 1,2	- 3,3
CEE	- 1,2	2,8

Fuente: OCDE.

vas circunstancias. Es decir, impuestos y gastos deben ser capaces de cambiar con rapidez a lo largo del ciclo.

Sin embargo, para que esto sea realizable hay que superar por lo menos tres tipos de dificultades. Primero, el gasto público obedece no solamente a las necesidades de estabilización macroeconómica, sino, sobre todo, a proyectos de desarrollo económico en el largo plazo, y también a criterios de justicia distributiva. Segundo, una variación discrecional de los tipos impositivos introduce incertidumbre en el contribuyente. Tercero, el proceso de armonización fiscal (vía competencia o vía cooperación) en el que se ven involucrados los países europeos reduce las posibilidades de manipulación a un pequeño número de instrumentos.

Tal como ya hemos comentado, en ambos regímenes de tipos de cambio la política presupuestaria de un país tiene consecuencias para los demás. En la medida en que las economías están progresivamente más integradas, el grado de interrelación de sus políticas también aumenta. Por otra parte, es lógico suponer que los objetivos de las políticas macroeconómicas de los distintos gobiernos son diferentes, ya que cada gobierno se preocupa relativamente más del bienestar de los ciudadanos de su propio país que del de los extranjeros. Por consiguiente, se trata de una situación de interacción y conflicto que puede ser analizada con el instrumental de la teoría de juegos.

Una pregunta básica es si la toma de decisiones independiente (no cooperativa) por parte de las autoridades fiscales da lugar a asignaciones eficientes, por

lo menos en relación con los objetivos macroeconómicos de los gobiernos nacionales. O, por el contrario, si existen políticas alternativas en las que algunos países salieran ganando sin que ningún otro perdiera: es decir, si existen ganancias potenciales de la coordinación. En el caso de que la respuesta sea afirmativa, interesará conocer la dirección del sesgo; es decir, si las políticas coordinadas son más o menos expansivas que las políticas independientes (5).

En general, resulta que la política presupuestaria tiene externalidades sobre el resto del mundo. Los gobiernos nacionales no internalizan dichas externalidades en la toma de decisiones y, en consecuencia, la asignación resultante es ineficiente.

Más complicado resulta conocer la dirección del sesgo. Las políticas presupuestarias independientes son demasiado, o demasiado poco, expansivas dependiendo del régimen de tipo de cambio, estructura de las economías y objetivos de los gobiernos. En el caso de un sistema asimétrico de tipos de cambio fijos, una expansión fiscal en un país seguidor aumentará sus importaciones y, por tanto, aumentará la demanda agregada del resto del mundo. Al no internalizar esta externalidad positiva, la política fiscal de un país seguidor es demasiado poco expansiva. En cambio, una expansión fiscal en el país líder obligará a los demás países a restringir su oferta monetaria, por lo que el efecto expansivo será mucho menor. En conjunto, la política fiscal de un sistema asimétrico de tipos de cambio es demasiado poco expansiva.

Las ganancias potenciales de

la coordinación ¿son mayores con tipos de cambio flexibles o fijos? De hecho, en un régimen de tipos de cambio flexibles, las ineficiencias derivadas del comportamiento no cooperativo son mayores, ya que en este caso la política fiscal altera, además de la demanda agregada, los tipos de cambio reales, por lo que las externalidades son superiores. Por tanto, en principio, las necesidades de coordinación son mayores con tipos de cambio flexibles que fijos.

2. Externalidades de la política presupuestaria en el largo plazo

Existe una amplia literatura que analiza los mecanismos de transmisión de la política presupuestaria en modelos de equilibrio, en los que, lógicamente, el énfasis se traslada sobre el largo plazo. Para clarificar ideas, se suele analizar separadamente el papel del tamaño del gasto público y el de la deuda pública. Así, cuando la variable de elección relevante es el gasto público, se supone que éste se financia enteramente con impuestos, mientras que cuando se analiza el papel de la deuda pública, se supone que ésta tiene un papel meramente redistributivo.

Estudiemos primero cómo se transmite al exterior el impacto de la política presupuestaria, y empecemos con los efectos a través del comercio internacional. En este caso, un aumento del gasto público en un determinado bien, por parte de un gobierno, tendrá un efecto positivo o negativo sobre otro país dependiendo de si éste es importador o exportador neto de dicho producto. En primer lugar, el gasto público en un cierto bien afecta a su precio en los mercados in-

ternacionales (6) y, por tanto, afecta positivamente al bienestar de los demás países productores, pero negativamente al de los consumidores del mismo (7).

El comercio internacional puede transmitir al exterior el impacto de la política presupuestaria incluso en el caso de que ésta no altere los precios relativos (8). De hecho, en modelos con competencia imperfecta, un aumento en el gasto público en un bien producido en el propio país disminuye la demanda de importaciones (debido al aumento de impuestos necesario para financiar el incremento del gasto) y, por tanto, reduce la demanda agregada y el bienestar de sus proveedores (9). De forma análoga, un aumento del gasto público en un bien importado incrementa la demanda agregada y el bienestar de los países productores.

Por otra parte, los impuestos necesarios para financiar el gasto público afectan a la renta disponible de las familias y, por consiguiente, al ahorro privado. Un aumento de los impuestos recaudados por un país reduce su ahorro privado y, por tanto, el tipo de interés mundial tiende a subir. Esto tiene dos efectos sobre el resto del mundo. Primero, el *stock* de capital mundial *per capita* decrece (10) y, segundo, el nivel de impuestos necesario para devolver la deuda pública emitida en el pasado aumenta (11). El primer efecto involucra una redistribución de recursos desde las generaciones futuras a la presente, ya que la reducción en el *stock* de capital disminuye la renta de las generaciones venideras, pero el incremento en el tipo de interés aumenta la rentabilidad del ahorro de la generación presente. En cambio, el segundo efecto perjudica a las generaciones futuras en forma de

impuestos más altos, sin afectar a la presente.

Principalmente, estos modelos se preguntan si la toma de decisiones independiente, por parte de las autoridades nacionales, a) da lugar a ineficiencias en la asignación de recursos, y b) implica que el gasto público y/o la deuda pública tiendan a ser demasiado altos.

Cuando el mecanismo de transmisión de la política presupuestaria funciona a través del tipo de interés mundial, la asignación resultante de la toma de decisiones independiente por parte de las autoridades fiscales nacionales no tiene por qué ser ineficiente en el sentido de Pareto (12). De hecho, los argumentos señalados anteriormente sugieren que cambios en los tipos de interés afectarán positivamente a unas generaciones, pero negativamente a otras. Es decir, en principio, no está claro que la coordinación internacional de las políticas presupuestarias pueda conseguir mejoras en el sentido de Pareto, aunque puede alcanzar una mejor redistribución intergeneracional de los recursos.

En cambio, cuando el mecanismo de transmisión actúa a través del comercio internacional, el comportamiento no cooperativo de los gobiernos nacionales crea ineficiencias en la asignación de recursos, debido a la distorsión ocasionada bien en la composición del gasto, bien en su nivel.

En cuanto a la dirección del sesgo, la respuesta es ambigua. Cuando el mecanismo de transmisión tiene lugar a través del mercado de capitales, el signo es indeterminado. Dado que un cambio en el tipo de interés mundial afecta de forma distinta a diferentes generaciones, el signo

de la externalidad (y, por tanto, la dirección del sesgo) dependerá del peso relativo de cada generación en la función objetivo de las autoridades.

En cambio, cuando la externalidad del gasto público se da a través del comercio internacional, en el equilibrio no cooperativo se gasta demasiado en el bien que se exporta y demasiado poco en el bien que se importa. Esto es cierto tanto si se alteran los precios relativos mundiales como si no se alteran.

La intuición es sencilla. Cuando un gobierno aumenta su gasto público en el bien que el país exporta, ello tiende a aumentar el precio de dicho bien o, alternativamente, a disminuir la demanda agregada del resto del mundo. En ambos casos, la utilidad de los consumidores extranjeros disminuye. En el equilibrio no cooperativo, los gobiernos nacionales no tienen en cuenta esta externalidad negativa y, por tanto, tienden a gastar demasiado con respecto a la solución cooperativa. Los efectos son de signo contrario cuando se trata de gasto público en el bien que se importa.

En cualquier caso, estos resultados se refieren a componentes específicos del gasto público, y no a su totalidad. No hay nada que haga presuponer la dirección del sesgo para el Presupuesto en su totalidad.

¿Qué debemos concluir de este análisis? Muy a menudo se sugiere que las políticas presupuestarias nacionales independientes son excesivamente expansivas, y que una reducción coordinada en los presupuestos nacionales implicaría mejoras en términos de eficiencia. Sin embargo, el análisis teórico indica que la dirección del sesgo es ambigua y que, por tanto, si debie-

ran reducirse o expandirse los presupuestos nacionales es una cuestión empírica. Además, las ganancias potenciales de la cooperación internacional son, en parte, de tipo redistributivo, mientras que las ganancias potenciales en términos de eficiencia pueden ser limitadas.

Por supuesto, existen problemas adicionales muy importantes sobre los que no vamos a entrar aquí en detalle, en parte por problemas de espacio obvios y en parte porque la investigación en esas áreas es escasa. Se podrían citar, por lo menos, tres temas: a) el tamaño en el mundo real de las externalidades de la política presupuestaria y, por tanto, el tamaño de las ganancias potenciales de la cooperación internacional; b) las ganancias derivadas de la cooperación por parte de un subconjunto de países mientras que el resto del mundo pueda disfrutar de su autonomía, y c) el papel de las instituciones políticas en el mundo real, que contrasta con las funciones objetivo de los gobiernos postuladas en los modelos teóricos (13).

3. El tamaño del sector público

El proceso de integración económica, en particular la liberalización de los movimientos de mercancías y capitales, afecta también a aspectos parciales de las políticas presupuestarias nacionales. Aquí nos concentraremos en dos casos: la competencia impositiva y la provisión de bienes públicos.

En la medida en que la imposición sobre el capital se base en el principio de la territorialidad (se grava el capital según el país donde se invierta, independientemente del país de residencia

del ahorrador), la liberalización de los movimientos de capitales incentiva un proceso de competencia tendente a reducir los tipos impositivos. El argumento es sencillo. Con libre movilidad, los capitales tenderán a invertirse allí donde obtengan un mayor rendimiento después de impuestos. Por tanto, los gobiernos nacionales tienen incentivos para reducir sus tipos a fin de atraer capital extranjero y aumentar su base impositiva. Si todos los países reaccionan de forma similar, el resultado es una reducción de los tipos con las mismas bases y, en consecuencia, una caída de la recaudación.

Este proceso de competencia puede evitarse si se aplica el llamado «principio de residencia», según el cual los países deberían gravar tan sólo el ahorro de sus residentes, y utilizar los mismos tipos independientemente del país donde el ahorro se invierta. Este principio ha sido adoptado formalmente por la inmensa mayoría de los países de la OCDE, aunque en la práctica subsisten desviaciones importantes del mismo (14).

En particular, existe un impuesto que tiene claramente una base territorial: los coeficientes obligatorios de la banca. Claramente, la liberalización de los movimientos de capitales está provocando, o terminará por provocar, una reducción sustancial de los coeficientes bancarios (15). En el caso de España, este proceso está ya en marcha, y su coste presupuestario no es en absoluto negligible (16).

Por otra parte, se discute a menudo que el aumento de la interacción entre países desincentiva a los gobiernos a proveer bienes públicos (17). El argumento se basa en la idea de que si los bie-

nes públicos son usados en parte por no residentes, en la medida en que el gobierno de un país no se preocupa del bienestar de los no residentes, tendrá un menor incentivo a proporcionar esos bienes públicos.

El argumento es claramente incompleto. En primer lugar, si no hay congestión, el nivel de provisión de bienes públicos es invariante al hecho de que no residentes se beneficien de ellos. Si hay congestión, los incentivos de los gobiernos nacionales a proveer bienes públicos cambian: primero, una parte del gasto público es aprovechada por los no residentes, lo que reduce los incentivos a proveer bienes públicos; segundo, la congestión causada por los extranjeros reduce la utilidad para los residentes de un cierto nivel de gasto, lo que tendería a aumentar el volumen de bienes públicos provistos. Por tanto, el resultado es ambiguo.

Además, el nivel de bienes públicos afecta a la asignación internacional del capital y a la demanda de algunos servicios (como, por ejemplo, el turismo). Por lo que un mayor grado de integración podría implicar un mayor nivel en la provisión de bienes públicos.

En resumen, la liberalización de la circulación de bienes y factores puede provocar un proceso de competencia impositiva que reduzca la capacidad de recaudación de los estados nacionales. En cambio, desde el lado del gasto, no está claro que los incentivos a proveer bienes públicos vayan a cambiar en una dirección u otra.

III. POLITICA PRESUPUESTARIA EN LA UNION MONETARIA

En el apartado II, se ha analizado el impacto de la integración de los mercados de bienes, servicios y capitales sobre la política fiscal. En éste, examinaremos en qué medida se ve afectada la política presupuestaria por la existencia de una unión monetaria (UM), suponiendo un grado de integración económica importante entre los países miembros. El apartado se divide en dos partes. En la primera, analizamos las implicaciones de la UM para el papel estabilizador, a corto o medio plazo, de la política presupuestaria. En la segunda parte, examinamos algunos elementos relevantes en el largo plazo, como son los tamaños de la deuda y de los déficit públicos.

Para poder examinar las implicaciones de la UM en la política presupuestaria, es importante precisar en qué consiste tal sistema y en qué se distingue de los demás, en particular del SME. Nuestro objetivo no es entrar en los detalles institucionales de la UM, y sólo destacaremos los dos aspectos principales que, muy probablemente, caracterizan a la unión monetaria europea: 1) un tipo de cambio irrevocablemente fijo entre los países miembros, y 2) un banco central común, al que llamaremos banco central europeo (BCE), que emite una moneda única, a la que llamaremos ecu. Aunque aún no se han determinado con precisión los mecanismos de decisión del BCE, supondremos que la política monetaria y la política de cambio se deciden de manera cooperativa entre los países miembros (18).

¿Cuáles son las diferencias de una UM con el sistema actual del

SME? En primer lugar, en el SME los tipos de cambio nominales no son irrevocablemente fijos, ya que pueden fluctuar dentro de una banda, y existe la posibilidad de cambiar los niveles de las bandas por un reajuste de las paridades centrales. Sin embargo, los márgenes de fluctuación dentro de la banda son generalmente pequeños, y la posibilidad de reajustar las paridades centrales no ha sido utilizada en los últimos cuatro años. Por lo tanto, en los últimos años, el SME ha tenido implicaciones bastante similares a un sistema de tipos de cambio fijos (19).

Es el segundo aspecto el que parece diferenciar más la UM del SME. Suponiendo que ambos sistemas se puedan interpretar como de tipos de cambio fijos, cada uno tiene un mecanismo de decisión de la política monetaria diferente (20). En la UM, la decisión de la política monetaria se produce, en principio, de manera simétrica. En cambio, vimos que el SME es más bien un sistema asimétrico.

Para fijar ideas, en el análisis posterior supondremos, por un lado, que el SME se puede representar como un sistema asimétrico y, por otro lado, que la UM es un sistema simétrico, en el que las políticas monetaria y de cambio se determinan de manera cooperativa. Esto representa claramente una aproximación, dado que, en primer lugar, en el SME los demás países (aparte de Alemania) también disfrutaban de una cierta independencia de su política monetaria y, en segundo lugar, en la UM, Alemania puede seguir ejerciendo un cierto papel dominante (21).

1. El papel estabilizador de la política presupuestaria en una unión monetaria

En este epígrafe, examinaremos las consecuencias de la UM sobre el papel estabilizador de la política presupuestaria. En la primera parte, estudiamos cómo se modifica el impacto de la política presupuestaria nacional en una UM, tanto sobre el propio país como sobre el resto del mundo. En la segunda parte, analizamos en qué medida se modifican las externalidades internacionales de la política presupuestaria y si una coordinación internacional es más o menos deseable en una UM. Estas dos primeras partes continúan el análisis desarrollado en el epígrafe II.1, y consideran el efecto específico de la UM comparada con el SME. Finalmente, la última parte examina las ventajas e inconvenientes de un sistema federal de transferencias.

1.1. Efectos de la unión monetaria sobre la política presupuestaria

La UM tiene tres tipos de efectos sobre la política presupuestaria nacional: aumenta su eficacia en el propio país, modifica su impacto sobre los demás países y aumenta su importancia. En primer lugar, la política presupuestaria es más efectiva en una UM, al desaparecer el efecto expulsión causado por las fluctuaciones del tipo de cambio. Dado que uno de los aspectos de la UM es una mayor rigidez del tipo de cambio que en el SME, podemos aplicar los resultados de la comparación entre los tipos de cambio fijo y flexible mencionados en la sección anterior. La eficacia se ve aumentada, sobre todo, si se trata de un país pequeño o si existe una alta movilidad de capitales.

En cuanto al segundo tipo de efectos —las repercusiones sobre los demás países—, también se puede aplicar parcialmente el análisis del apartado II. Vimos que existe una ambigüedad sobre si la política presupuestaria tiene efectos más o menos positivos sobre los demás países si pasamos de un tipo de cambio fijo a un tipo de cambio flexible. La misma ambigüedad existe en la comparación entre la UM y el SME.

Ahora bien, la diferencia entre la UM y el SME no sólo se caracteriza por una mayor rigidez del tipo de cambio nominal, sino también por una mayor simetría en las decisiones de política monetaria y de política de cambio. Esto genera dos efectos adicionales de la UM, en cuanto a las repercusiones sobre los demás países, que pueden ser muy importantes: sobre el tipo de interés común y sobre el tipo de cambio común.

Para entender el efecto de la UM sobre las políticas macroeconómicas, es importante tener en cuenta que cuando hay un banco central común no es útil analizar los países por separado, dado que los bancos centrales nacionales pierden el control de la política monetaria y no intervienen para mantener el tipo de cambio. Es necesario considerar los países de la unión en su conjunto, ya que la política monetaria se decide de forma centralizada (22).

Dada la asimetría del SME, el impacto de la UM es distinto para Alemania que para los demás países. Cuando un país que no sea Alemania aumenta su gasto público, en contraste con lo que ocurre en el SME, no se produce una respuesta automática de la política monetaria. Por lo tanto, el tipo de interés común

aumenta, lo que deprime la inversión y la demanda en los demás países. Como en el SME el impacto sobre el tipo de interés es pequeño, esto significa que bajo una UM una expansión fiscal por parte de un país que no sea Alemania tiene un efecto mucho más negativo sobre los demás países. En cuanto a Alemania, pierde su papel dominante, ya que los demás países no deben ajustar su política monetaria y, por lo tanto, tiene un efecto negativo mucho menor sobre los demás países que en el SME.

El segundo mecanismo de repercusiones sobre los demás países, ausente en el análisis tradicional de un sistema de tipos de cambio fijos, es la existencia de un tipo de cambio común con respecto a los países no miembros de la UM (23). Supongamos que la CEE es una economía abierta con plena movilidad de capitales y un tipo de cambio flexible con el resto del mundo. Entonces, el aumento en el tipo de interés causado por una expansión fiscal implica una apreciación de la moneda común. Esto va a empeorar la balanza comercial común, en detrimento de los demás países de la UM.

En cambio, si hay poca movilidad de capitales e intercambios comerciales importantes, se puede producir el efecto contrario sobre el tipo de cambio, dado que una expansión fiscal aumenta la demanda de bienes importados, lo que tenderá a depreciar la moneda común. Entonces, la externalidad sobre la moneda común sería positiva, cancelando en parte la externalidad negativa sobre el tipo de interés común. Esta situación parece menos probable para la CEE, dado que, por un lado, existe una movilidad de capitales importante con el resto del

mundo y que, por otro, los intercambios comerciales son reducidos (por ejemplo, mucho menores que en el interior de la CEE). Por lo tanto, aunque el efecto sobre la moneda común sea ambiguo en general, parece probable que una expansión fiscal implique una apreciación. Es decir, que una expansión fiscal en un país de la UM tiene un efecto negativo sobre los demás países de la unión, al perjudicar sus posiciones competitivas.

Comparando con el SME, vemos que en este caso también la UM tiene un efecto distinto para Alemania que para los demás países. Dado que Alemania pierde su papel dominante en la determinación del valor de la moneda de los países del SME con el resto del mundo, su efecto sobre la competitividad de estos países es menor. En cambio, los demás países tienen un efecto más negativo sobre sus vecinos de la unión, al tener un mayor poder sobre la política de cambio común.

Finalmente, el tercer tipo de efectos de la UM sobre la política presupuestaria es el incremento sustancial de su importancia. Dado que los gobiernos pierden el control de la política monetaria y la posibilidad de ajustar el tipo de cambio, el único instrumento macroeconómico en manos del gobierno es la política presupuestaria. Esto significa que los gobiernos tendrían que utilizar la política fiscal de manera más activa en caso de recesión o de calentamiento.

Un uso más intensivo de la política presupuestaria, sin embargo, sólo es deseable cuando hay diferencias entre los países miembros de la UM. En principio, el BCE puede seguir utilizando la política monetaria para respon-

der a los *shocks*. Por lo tanto, si todos los países son similares y reciben un mismo *shock*, las acciones del BCE son similares a las acciones coordinadas de bancos centrales independientes, y no se necesita un uso más intensivo de la política presupuestaria. Sin embargo, cuando hay diferencias en la estructura de las economías de la UM, en las preferencias de sus gobernantes (*policy-makers*) o en los *shocks* que reciben, entonces es deseable un uso más intensivo de la política presupuestaria.

Cabe mencionar dos elementos relacionados con el nuevo papel de la política presupuestaria. En primer lugar, si la política presupuestaria no es suficientemente flexible, la adopción de una UM por parte de un conjunto de países asimétricos tendrá costes mucho mayores. En segundo lugar, la política fiscal en general no es un sustituto perfecto de la política monetaria; en particular, estos dos instrumentos tienen efectos opuestos sobre el tipo de interés. Por lo tanto, se puede esperar una respuesta diferente a los diversos *shocks* experimentados por las economías que forman parte de la UM (24).

1.2. ¿Es más deseable la coordinación de las políticas presupuestarias en una unión monetaria?

Como es bien conocido, la coordinación de las políticas presupuestarias es deseable si existen externalidades. En el epígrafe anterior, queda claro que estas externalidades existen en una UM y que, por lo tanto, la coordinación de las políticas presupuestarias debería mejorar el bienestar de los países miembros. Sin embargo, la coordinación también es deseable bajo otros

sistemas de tipo de cambio, tal y como se ha puesto de manifiesto en el apartado II. Por lo tanto, la pregunta interesante es si la coordinación de la política presupuestaria es más o menos deseable en una UM que bajo un sistema de tipo de cambio alternativo, como puede ser el SME. Por consiguiente, es preciso examinar si las externalidades son más importantes bajo una UM, basándonos en los resultados del epígrafe precedente.

A partir del análisis anterior, podemos destacar tres tipos de externalidades en una UM: 1) las externalidades tradicionales del modelo de Mundell-Fleming con tipos de cambio fijos; 2) la externalidad sobre el tipo de interés común, y 3) la externalidad sobre la moneda común o sobre la balanza comercial común. Con respecto a la primera externalidad, vimos que el efecto de la UM es ambiguo. Sin embargo, cuando hay una alta movilidad de capitales, la externalidad se ve reducida y, consecuentemente, requiere menos coordinación.

En cuanto a la segunda externalidad sobre los tipos de interés, vimos que el efecto de la UM es diferente para Alemania que para los demás países. Por un lado, éstos tienen un efecto negativo mayor sobre las demás economías. Si no lo tienen en cuenta, tendrán una política fiscal demasiado expansiva, lo que sugiere una mayor necesidad de coordinación (25). Por otro lado, Alemania tiene una externalidad menor, lo que requiere menos coordinación. Globalmente, por lo tanto, el efecto de la segunda externalidad sobre la necesidad de coordinación es ambiguo.

Finalmente, el impacto sobre la moneda común representa claramente una nueva externalidad

para los otros países (excepto Alemania), lo que sugiere una mayor necesidad de coordinación (26). Sin embargo, la externalidad es otra vez menor para Alemania, y en este caso tampoco está claro si se necesita más o menos coordinación (27).

En resumen, cuando se examinan las distintas externalidades, la coordinación no aparece inequívocamente más deseable en una UM. Por ejemplo, Van der Ploeg (1989) examina una UM en un modelo de Mundell-Fleming de dos países (es decir, que supone que la UM es una economía cerrada y que sólo existen las dos primeras externalidades) con parámetros específicos, y demuestra que la pérdida de bienestar es superior con un tipo de cambio flexible si no se coopera. Es decir, que en su ejemplo la cooperación es menos deseable bajo una UM. En cambio, cuando compara la UM con un sistema asimétrico como el SME, la conclusión se invierte. Sin embargo, su modelo no incluye la tercera externalidad de la moneda común (28).

No obstante, la coordinación puede ser más deseable por razones que no se consideran en el modelo IS-LM. En primer lugar, la UM puede implicar un cambio cualitativo no recogido en modelos sencillos. Como vimos anteriormente, la política presupuestaria es mucho más importante en una UM. Si se supone que existe un coste fijo importante en la utilización activa de la política fiscal, puede ser óptimo no utilizarla cuando los beneficios de su aplicación son reducidos (29). Esto puede explicar por qué el uso de la política presupuestaria como instrumento estabilizador ha sido casi inexistente en los países de la CEE. Sin embargo, cuando los beneficios aumentan

sustancialmente, como es el caso en una UM, se puede pensar que la política presupuestaria se transformará en un verdadero instrumento de estabilización. Entonces, el uso activo de dicha política hará más necesaria la coordinación a pesar de que las externalidades no sean mayores.

1.3. Un sistema federal de transferencias

Dado que los países de una UM pierden el tipo de cambio como instrumento de ajuste frente a los *shocks* asimétricos, diversos autores proponen la implantación de un sistema federal de transferencias para los países de la unión (30). En este sistema, los países que se vean afectados por un *shock* negativo recibirán una transferencia automática financiada por los demás países.

El concepto de transferencias surge de sistemas federales como EE.UU. o Suiza, donde existen mecanismos automáticos que forman parte del presupuesto federal. Un ejemplo sería la implantación de un sistema de subsidios de desempleo, donde los estados que sufran un *shock* negativo reciben una transferencia en forma de subsidios adicionales de desempleo. De manera más general, el sistema de impuestos y transferencias representa un mecanismo automático, dado que los impuestos de un estado en recesión disminuyen, y que sus transferencias generalmente aumentan. En la CEE, no existe tal sistema amortiguador, ya que el presupuesto comunitario es negligible.

La cuestión es saber si tal sistema es deseable en una UM. Para que sea sostenible, es necesario que este sistema no implique una transferencia a largo

plazo entre estados; es decir, que el valor esperado de las transferencias recibidas sea igual al valor esperado de los recursos cedidos a la autoridad central (31). Por lo tanto, este sistema puede ayudar a amortiguar *shocks* transitorios (asimétricos) o a adaptarse a *shocks* permanentes. Si se supone que los gobiernos implementan la política presupuestaria de manera óptima, ¿cuál es la ventaja de tal sistema? ¿En qué medida este sistema es superior a la solución de mercado, donde los gobiernos financian sus déficit en los mercados de capitales?

Existen dos razones que hacen dicho sistema deseable. En primer lugar, puede haber imperfecciones en los mercados de capitales. Por ejemplo, un gobierno con un nivel de deuda inicial alto tiene un coste de financiación superior (por la prima de riesgo) al de un gobierno con un nivel de deuda bajo, y le resulta más barato el sistema federal. La segunda razón es que un sistema federal de transferencias representa un seguro. Dado que en los mercados de capitales no existen activos contingentes a todos los *shocks*, la solución de seguro es superior a la solución de mercado (32).

Por lo tanto, un sistema federal de transferencias es positivo para un gobierno. Para determinar si tal sistema es deseable, es necesario comparar los beneficios para los países con el coste de implementar tal sistema. Este coste, sin embargo, no parece enorme para algunos elementos del Presupuesto, como es el sistema de subsidios de desempleo. No obstante, como el sistema de transferencias representa un sistema de seguros, es, obviamente, importante evitar los fenómenos de *moral hazard* y de selección adversa (33).

2. El tamaño de los déficit y de la deuda en una unión monetaria

En el epígrafe anterior hemos examinado las consecuencias de una UM sobre la política presupuestaria a corto o medio plazo. En éste, examinamos su impacto sobre la política presupuestaria a largo plazo. La pregunta importante es saber si bajo una UM existe una tendencia a mantener un nivel de deuda o déficit más o menos altos que bajo sistemas alternativos. La respuesta a esta pregunta nos permitirá determinar si la coordinación de las políticas presupuestarias —entendida bien como determinación conjunta de éstas, bien como el establecimiento de restricciones comunes sobre los niveles de deuda o déficit, como fue propuesto por la CEE— es necesaria (34).

Para estudiar el efecto de la UM sobre los déficit públicos (35), es preciso examinar la restricción presupuestaria intertemporal de los gobiernos. La UM altera esta restricción por dos vías, relacionadas con el coste de financiación de los déficit públicos, que van en dirección opuesta.

En primer lugar, la UM puede disminuir la posibilidad de obtener ingresos adicionales mediante la creación de dinero (comúnmente llamada señoría). Dado que en la UM existirá una convergencia a largo plazo de las tasas de inflación, éstas se verán reducidas para varios países. La otra manera de verlo es que los gobiernos ya no podrán monetizar sus déficit (36). Esto significa una restricción presupuestaria más estricta y, por lo tanto, menores déficit públicos. En segundo lugar, la UM puede reducir el tipo de interés sobre la deuda

pública al eliminar el problema de inconsistencia temporal que puede existir con los bancos centrales nacionales. Sin la UM, un banco central siempre tiene un incentivo para aumentar la tasa de inflación de forma inesperada con el objetivo de reducir el valor real de la deuda. Dado que los inversores se dan cuenta de este incentivo, el riesgo de inflación se incorpora en el tipo de interés nacional. Suponiendo que el BCE será una institución independiente y creíble, la UM da credibilidad a la política monetaria de varios países, en los cuales la prima de riesgo por sorpresa inflacionista desaparece (37). Esto implica que el coste de financiación de la deuda disminuye, y que un gobierno puede tener déficit primarios mayores.

El impacto global de estos dos efectos sobre los déficit públicos es ambiguo y puede variar de un país a otro. Si el efecto credibilidad fuera dominante, los déficit públicos podrían aumentar. En cuanto a la deuda, será mayor, ya que su coste de financiación es inferior. Sin embargo, la deseabilidad de coordinación o de límites sobre déficit no tiene por qué ser mayor en una UM, ya que no se crean nuevas externalidades (38).

Otro motivo potencial para coordinar las políticas presupuestarias en una UM es la existencia de un riesgo de quiebra por parte de los gobiernos (39). En principio, los mercados de capitales tendrían que incorporar el riesgo de quiebra en los tipos de interés de las distintas deudas públicas. Entonces, los mercados impondrían la disciplina necesaria a los gobiernos, induciéndoles a mantener déficit menores, que reducirían o eliminarían el riesgo de quiebra. Sin embargo, puede que la disciplina de mercado no fun-

cione por tres razones: *a)* existe la posibilidad de un *bail out* en caso de que se produzca la quiebra de un gobierno; *b)* los mercados de capitales son imperfectos, y *c)* la quiebra de un gobierno afecta de manera negativa a los demás países.

En primer lugar, cuando quiebra un gobierno las instituciones comunitarias o los demás gobiernos le pueden rescatar. En este caso, el tipo de interés no incorpora el riesgo de quiebra, dado que el *bail out* representa un seguro para los tenedores de deuda pública, y por tanto el mercado no ejerce ningún papel disciplinante. Para evitar este problema, se insiste mucho en la CEE sobre la necesidad de institucionalizar la no intervención del BCE en caso de quiebra.

En segundo lugar, los mercados de capitales pueden ser imperfectos en la evaluación del riesgo de quiebra. Esto puede ocurrir por diversos factores institucionales como, por ejemplo, la falta de información sobre la deuda (40). También pueden existir factores psicológicos. Por ejemplo, dado que la deuda pública se emite en la moneda común, los inversores pueden anticipar un *bail out* aunque las autoridades comunitarias afirmen claramente su voluntad de no intervención.

En este último caso, como en el primero, los tipos de interés sobre la deuda pública no reflejan el riesgo de quiebra. Para evaluar estos argumentos, es interesante examinar la experiencia de sistemas federales con moneda común. Se menciona a menudo el ejemplo de Canadá, donde los distintos estados o provincias tienen niveles de deuda muy diferentes, pero donde las diferencias en tipos de interés son muy pe-

queñas. Este ejemplo tiende a confirmar que la disciplina del mercado no es suficiente.

El tercer factor por el cual la solución de mercado no es óptima es que la quiebra de un gobierno tiene un impacto sobre los demás países, y este impacto es más importante en una UM. Ello se debe fundamentalmente a tres razones (Giovannini y Spaventa, 1991). En primer lugar, la UM permite una mayor integración entre países miembros, al desaparecer el riesgo de cambio y al ser reducidos los costes de transacción. Por lo tanto, si unos inversores nacionales (tenedores de deuda del Estado) sufren las consecuencias de una quiebra, las repercusiones sobre los demás países serán muy importantes. En segundo lugar, en una UM las deudas se denominan en la moneda común, y es probable que haya una proporción de inversores extranjeros más alta (también por desaparecer el riesgo de cambio y los costes de transacción) que podría soportar los costes de una quiebra. En tercer lugar, los mercados interbancarios estarán más integrados, y si un banco tiene problemas causados por la quiebra del gobierno de su país, las repercusiones sobre los demás bancos serán más importantes. En este caso, el BCE podría intervenir inyectando liquidez en el sector bancario.

Por lo tanto, aunque los gobiernos y las instituciones comunitarias se comprometan a no rescatar a un gobierno en quiebra, la coordinación es deseable si existen imperfecciones en los mercados de capitales o si la UM aumenta las externalidades de una quiebra. Por estas razones, la Comisión de la CEE propone fijar límites superiores para los déficit presupuestarios. Estos límites representan una regla de

cooperación simple, y su implementación es más factible que una cooperación completa. En algunas situaciones, estos límites van a mejorar el bienestar de todos los estados miembros. No obstante, cuando existen *shocks* asimétricos o las economías son diferentes, es deseable utilizar la política presupuestaria como instrumento estabilizador. En este caso, límites efectivos sobre los déficit pueden impedir suavizar el efecto de los *shocks* y empeorar el bienestar global de la UM. Existen además problemas prácticos con esta propuesta, como son determinar el nivel óptimo de estos límites y el concepto exacto de déficit presupuestario que deben utilizarse (41).

IV. LA NECESIDAD DE ESTABILIZACION EN LA CEE

El mayor coste de la UM es la pérdida del tipo de cambio como instrumento de ajuste en presencia de un *shock* asimétrico (42). En principio, existen tres mecanismos de ajuste: 1) una migración de trabajadores; 2) un ajuste en los precios relativos entre países, y 3) el uso activo de la política presupuestaria. Para minimizar el coste de la UM o, de manera más importante, para que el análisis coste beneficio de la UM salga positivo, los gobiernos deben potenciar los tres mecanismos de ajuste mencionados. Aunque algún progreso se pueda hacer en cuanto a los dos primeros mecanismos, éstos no se pueden considerar como importantes: la movilidad internacional del trabajo se mantendrá dentro de niveles bajos en la UM, al igual que la flexibilidad de los precios (sobre todo a la baja). Por consiguiente, el único mecanismo que puede sustituir (al menos en

parte) al tipo de cambio es el uso activo de la política presupuestaria en su vertiente estabilizadora. Sin embargo, en los países de la CEE la política fiscal no se ha utilizado tradicionalmente de manera activa. El objetivo principal de la política presupuestaria en la última década ha sido reducir los déficit, pero se ha prestado poca atención a su papel estabilizador. Por lo tanto, se necesita un esfuerzo particular para potenciar el uso más activo y flexible de la política presupuestaria en los países de la UM.

Mientras que el papel estabilizador de la política presupuestaria será mayor para todos los miembros de la UM, será aún más importante para los países de la periferia, como España, Irlanda, Grecia y Portugal. La razón es que estos países tendrán generalmente una política monetaria poco favorable, dado que son, en principio, diferentes de los países del centro: si la política del BCE se decide de manera simétrica, siempre será dominada por el grupo con mayor peso, que es el centro. Como ilustración, supóngase que los países periféricos reciben un *shock* negativo (por ejemplo, una caída del turismo). La respuesta del BCE será probablemente pequeña, dado que los países del centro no sufren este *shock*. En cambio, si son los países del centro los que reciben un *shock*, la política monetaria se verá seguramente afectada. Por lo tanto, en caso de *shock* asimétrico, es mucho más probable que exista una ayuda de la política monetaria para los países periféricos. En otros términos, es más probable que los *shocks* que alcanzan a los países de la periferia sean asimétricos.

¿Cuán relevante es esta carac-

terización centro-periferia? (43). Lo es si existen diferencias significativas entre los dos grupos de países en cuanto a sus estructuras, al tipo de *shocks* que reciben y a las posibles diferencias en las preferencias y reacciones de las autoridades. Evaluar estas diferencias es sumamente difícil, ya que sería necesario conocer el modelo exacto de la economía, sus perturbaciones y la función de reacción de las autoridades. Sin embargo, existen varios indicadores de la existencia de dichas diferencias. En primer lugar, los países periféricos tienen un nivel de desarrollo (por ejemplo, un nivel de producción *per capita*) claramente inferior (44). Dado que la estructura económica de un país varía con su nivel de desarrollo, esto implica una diferencia de estructura con los países más desarrollados (45). En segundo lugar, estos países son generalmente más cerrados que los del centro y, por lo tanto, si reciben un *shock*, las repercusiones sobre los demás países serán menores. Por ejemplo, la CEE (1990) demuestra que existe una relación entre el nivel de protección sobre los intercambios de bienes con el extranjero y la asimetría de los *shocks* en los distintos sectores industriales. En tercer lugar, el tipo de comercio internacional de los países periféricos es diferente, ya que tienen una proporción muy superior de comercio inter-industrial (46). Esto implica que existen menos repercusiones de los *shocks* entre los países periféricos y los del centro que entre los del centro entre sí, puesto que éstos tienen más comercio intra-industrial (47).

Una manera de examinar las diferencias entre los países de la CEE consiste en examinar la evolución de variables macroeconó-

CUADRO N.º 4

PRODUCCION INDUSTRIAL
(Correlación con Alemania,
1975-1989)

	Crecimiento	Innovación en el crecimiento
Francia	0,54	0,53
Bélgica	0,46	0,33
Reino Unido	0,44	0,46
Holanda	0,30	0,38
Italia	0,27	0,21
Grecia	0,21	0,19
España	0,18	0,14
Portugal	0,10	0,11
Irlanda	- 0,05	- 0,06

micas como la producción, la inflación y el empleo en cada país, así como sus correlaciones entre los distintos países de la UM (48). Esta perspectiva es similar a trabajar con un modelo en forma reducida, y nos permite examinar las diferencias entre países, pero no la fuente de estas diferencias (es decir, si las diferencias de comportamiento de las variables tienen su origen en la asimetría de los *shocks*, en una estructura diferente o en un comportamiento diferente de las autoridades). En los cuadros n.ºs 4 a 6, presentamos coeficientes de correlación para tres variables: el crecimiento en la producción industrial, la inflación de los precios al consumo y el desempleo (49). Las correlaciones se calculan para cada país con respecto a Alemania, con datos trimestrales. Sólo presentamos resultados para las correlaciones contemporáneas, ya que las correlaciones con variables retrasadas dan resultados similares. El número de países y el período está determinado por la disponibilidad de los datos. Examinamos el nivel de las variables, pero también las innovaciones (los residuos) re-

sultantes de la estimación de estas series con modelos de series temporales ARMA (se trata de series estacionarias). Estas innovaciones representan la parte no predecible de las variables y, por lo tanto, se pueden interpretar como *shocks* inesperados de éstas (50). Por consiguiente, podemos interpretar las correlaciones entre niveles de las variables como una indicación de la similitud de estructuras de las economías, y las correlaciones entre las innovaciones como una indicación de la similitud de los *shocks*.

El cuadro n.º 4 presenta los resultados para el crecimiento de la producción industrial entre 1975 y 1989. Estas correlaciones confirman la idea de centro-periferia, ya que existen diferencias importantes entre los países, y Grecia, Portugal, España e Irlanda tienen una correlación muy inferior a los demás países. Esto es verdad tanto para el nivel de crecimiento como para sus innovaciones. La misma conclusión se puede sacar del cuadro número 5, que presenta resulta-

CUADRO N.º 5

PRECIOS AL CONSUMO
(Correlación con Alemania,
1970-1989)

	Inflación	Innovación en la inflación
Holanda	0,60	0,23
Reino Unido	0,57	0,45
Bélgica	0,55	0,37
Irlanda	0,49	0,14
Francia	0,48	0,14
Italia	0,43	0,08
España	0,26	0,02
Dinamarca	0,20	- 0,11
Portugal	0,05	- 0,09
Grecia	0,03	- 0,08

CUADRO N.º 6

TASA DE DESEMPLEO
(Correlación con Alemania,
1970-1989)

	Innovación en la tasa de desempleo
Holanda	0,23
Reino Unido	0,15
Bélgica	0,02
Dinamarca	- 0,01
Francia	- 0,04
Italia	- 0,10
España	- 0,17

dos de inflación para el período 1970-1989. Aunque en este caso Irlanda tenga una alta correlación (51), España, Portugal y Grecia tienen una correlación muy pequeña. Examinando las innovaciones, para estos últimos países (Portugal y Grecia), la correlación es inexistente o negativa. Finalmente, el cuadro n.º 6 presenta resultados para la innovación en la tasa de desempleo para 1970-1989 (dado el aumento generalizado del desempleo en este período, la correlación entre niveles es muy alta y poco informativa). Aunque no tengamos resultados para todos los países, los que hay van en la misma dirección que en las otras dos tablas. En particular, vemos que España tiene una correlación negativa del 17 por 100 con Alemania, lo que ilustra claramente la asimetría de los *shocks*.

Por lo tanto, la evidencia de los cuadros n.ºs 4, 5 y 6 confirma el concepto centro-periferia y el hecho de que el uso activo de la política presupuestaria será mucho más importante en los países periféricos como Irlanda, España, Grecia y Portugal. A largo plazo, es probable que, con más integración económica y con un

mayor grado de desarrollo, estos países se parezcan más a los países del centro, y que las correlaciones lleguen a ser mucho más altas (éste será el caso, obviamente, para la inflación con la política monetaria común). A corto y medio plazo, sin embargo, los *shocks* asimétricos de los países periféricos pueden ser mayores que en el pasado, dado que el proceso de integración económica implica cambios mucho más importantes para estos países que para los países del centro (52).

El desafío para los países periféricos puede ser todavía más agudo si tenemos en cuenta que la mayor necesidad de la política presupuestaria como instrumento de estabilización no está respaldada con una mayor flexibilidad de dicha política. De hecho, los países de la periferia se enfrentan a varios problemas en el momento de utilizar la política presupuestaria. En primer lugar, como algunos de ellos tienen un nivel de deuda superior, un aumento del déficit público es más costoso que para la mayoría de los países del centro (éste no es el caso de España). En segundo lugar, el sistema impositivo es menos desarrollado, y puede resultar más difícil aumentar los ingresos del gobierno a corto plazo (53). Finalmente, las necesidades de gasto público de estos países, en particular en infraestructura, es enorme, y una reducción del gasto tiene un coste de oportunidad mayor que en otros países.

V. CONCLUSION

En este trabajo, se ha examinado el papel de la política presupuestaria en una unión económica y monetaria. La inte-

gración de los mercados de bienes y servicios, y de los mercados financieros, así como el proceso de integración monetaria, imponen restricciones adicionales sobre las políticas presupuestarias nacionales, y plantean nuevas necesidades. La investigación sobre estas cuestiones es, en estos momentos, muy activa, por lo que son de esperar avances considerables en un corto espacio de tiempo. En particular, el análisis teórico efectuado ha producido a menudo resultados ambiguos. Por tanto, habrá que esperar a que la investigación empírica permita discernir cuáles son los factores más relevantes, eliminando así la ambigüedad, y poder hacer recomendaciones útiles.

Un tema latente en todas las discusiones sobre política económica, en contextos con un grado elevado de integración de las economías nacionales, es la deseabilidad de coordinar internacionalmente las políticas nacionales. Coordinación puede significar el establecimiento de mecanismos de decisión a escala supranacional o, más sencillamente, la adopción de ciertas reglas sencillas que limiten el grado de discreción de las autoridades nacionales.

Con respecto a la política presupuestaria, es evidente que, al aumentar el grado de integración de las distintas economías de la CEE, el tamaño de las externalidades de las políticas nacionales aumenta y, por tanto, la deseabilidad de coordinación también aumenta. Lo que ya no está tan claro es si la deseabilidad de la coordinación se ve incrementada por la existencia de una UM.

En cualquier caso, la existencia de ganancias potenciales de la coordinación no implica necesari-

amente que esas ganancias sean apropiables en la práctica. En primer lugar, la coordinación puede implicar nuevos costes, asociados con la construcción de nuevas instituciones que permitan una toma de decisiones más centralizada y de carácter cooperativo. En segundo lugar, es necesario conocer con cierta precisión el signo y la magnitud de las interrelaciones entre las distintas economías, las preferencias de las autoridades nacionales, etcétera. Por consiguiente, la coordinación completa es difícilmente implementable.

Una alternativa a la coordinación completa sería el establecimiento de reglas sencillas que limiten las decisiones de las autoridades nacionales. En este caso, los problemas son parecidos. Si en el plano teórico es difícil conocer la dirección de los sesgos ocasionados por el comportamiento no cooperativo de los gobiernos nacionales, resulta difícil decidir incluso si las cotas de determinadas magnitudes macroeconómicas deben ser superiores o inferiores. Por ejemplo, se ha discutido sobre si los niveles de deuda pública tienden a ser demasiado altos o demasiado bajos en circunstancias diversas. Existen motivos tanto para una como para otra hipótesis.

En relación con España, es evidente que está aumentando, y aumentará todavía más, su grado de dependencia exterior, y que, por tanto, su política presupuestaria se verá afectada en gran medida. En primer lugar, algunos componentes de sus ingresos se verán afectados (como, por ejemplo, la imposición sobre el ahorro). En segundo lugar, la participación en un sistema de tipos de cambio fijos con movilidad de capitales le obligará a renunciar a la política monetaria como ins-

trumento de estabilización. Por otra parte, el análisis empírico efectuado en el trabajo sugiere que, al igual que otros países periféricos, España tiene necesidades de estabilización específicas y distintas de las de los países europeos centrales. En consecuencia, es relativamente más importante flexibilizar nuestra política presupuestaria, bien adaptando algunos componentes del Presupuesto para que puedan tener un papel anticíclico más activo, bien participando en un sistema comunitario de transferencias automáticas.

Finalmente, es importante destacar que, en el caso de que la CEE adopte algunas restricciones sobre déficit o deuda, difícilmente dichos límites van a ser vinculantes para España, dado que en este sentido la situación es relativamente mucho más favorable para nuestro país.

NOTAS

(*) Los autores agradecen la ayuda recibida de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, de las Cajas de Ahorros Confederadas.

(1) Bien como resultado de la competencia entre los sistemas fiscales nacionales, o bien de la cooperación.

(2) El déficit primario se define como gasto público total menos pago de intereses de la deuda menos los impuestos. El déficit corriente incluye el pago de intereses.

(3) El SME fija unas bandas de fluctuación del tipo de cambio que permiten absorber las fluctuaciones del corto plazo. Asimismo, existe la posibilidad de cambiar esas bandas, lo que implica que en el largo plazo el tipo de cambio puede ser muy variable. No obstante, la tendencia es a estrechar la magnitud de esas bandas y a hacer cada vez más infrecuentes los cambios en las mismas.

(4) Históricamente, los sistemas de tipos de cambio fijos tienden a ser asimétricos. Véase, por ejemplo, GIOVANNINI (1989a). Evidencia empírica acerca del carácter asimétrico del SME puede encontrarse, por ejemplo, en VON HAGEN y FRATIANNI (1990).

(5) VAN DER PLOEG (1989) estudia el resultado del comportamiento no cooperativo de las autoridades fiscales nacionales en tres contextos distintos: un régimen de tipos de cambio flexibles puros, uno de tipos de cambio fijos asimétricos y una unión monetaria.

(6) Por lo menos, si se trata de un país relativamente grande con respecto al mercado internacional del bien.

(7) Véase, por ejemplo, TURNOVSKY (1988), y CHARI y KEHOE (1990).

(8) Véase CAMINAL y PAGES (1991). Con rendimientos constantes a escala, demanda isoelástica y competencia a la Cournot, cambios en la demanda no alteran los precios relativos.

(9) Con competencia imperfecta, una caída en la demanda agregada reduce los beneficios de las empresas y, por tanto, el bienestar de sus propietarios.

(10) Véase KEHOE (1987).

(11) Véase CHANG (1990).

(12) Véase la discusión detallada que, sobre este tema, contiene BUTER-KLETZER (1990a y b).

(13) TABELLINI (1990) presenta un interesante modelo en el que las decisiones de política macroeconómica están mediatizadas por la existencia de partidos políticos, con objetivos distintos, que compiten en el campo electoral. Demuestra que, dado que la competencia entre partidos crea un sesgo hacia déficit presupuestarios excesivos, la cooperación internacional en materia de política presupuestaria puede ser contraproducente.

(14) Véase GIOVANNINI (1989b), y BACCHETTA y CAMINAL (1991a).

(15) Véase BACCHETTA y CAMINAL (1991b) para un análisis teórico de este proceso.

(16) MAÑAS (1990) y REPULLO (1990) han estimado el coste presupuestario de la reforma de los coeficientes bancarios y de la reducción de la inflación en alrededor de un punto porcentual del PIB.

(17) Por ejemplo, VAN DER PLOEG (1991) defiende esta idea.

(18) Queda por determinar quién decide la política de cambio común. No será necesariamente el BCE.

(19) Véase GIAVAZZI y SPAVENTA (1990), y otras contribuciones en DE GRAUWE y PAPADEMOS (1990). Aquí no hablamos de la sostenibilidad de esta situación.

(20) Es bien conocido que no es suficiente fijar los tipos de cambio para determinar el funcionamiento del sistema. También es necesario fijar la política monetaria.

(21) Con respecto a la política de cambio, el papel de Alemania será probablemente me-

nos dominante si ésta escapa a las competencias del BCE.

(22) En este caso, una expansión fiscal en un país mueve la curva IS del conjunto de países de la UM por la derecha.

(23) Se habla también de la balanza comercial o de la balanza por cuenta corriente común. Véase, por ejemplo, PORTES (1989), COHEN y WYPLOSZ (1990), CEE (1990) y WYPLOSZ (1991).

(24) HUGHES HALLET y VINES (1991) ilustran estos dos elementos con simulaciones.

(25) Esto puede explicar la insistencia de Alemania en que los demás países reduzcan sus déficit.

(26) Aunque esta externalidad sea ambigua en general, es probable que sea negativa en el caso de la CEE, dado que la movilidad del capital con el resto del mundo es alta. Por lo tanto, es probable que las políticas presupuestarias de los países distintos de Alemania sean demasiado expansivas.

(27) Esta conclusión es diferente de la de CEE (1990), que mantiene que la externalidad de la moneda común claramente implica una necesidad de mayor coordinación.

(28) No tenemos noticias de que existan estudios que examinen el efecto de la cooperación sobre el bienestar cuando las tres externalidades están presentes.

(29) El coste fijo está causado, en particular, por la concepción y la implementación de un presupuesto flexible que varíe con el ciclo económico. Por ejemplo, sería necesario tener un sistema que permita cambiar las tasas impositivas de manera relativamente flexible.

(30) Véase, por ejemplo, SACHS y SALA (1989); EICHENGREEN (1990, 1991); CEE (1990), y WYPLOSZ (1991).

(31) Si el sistema no es equilibrado e implica una redistribución entre países (como es el caso de la reciente propuesta española), es necesario justificarlo. En todo caso, parece más

deseable implementar una redistribución por otras vías, tales como los fondos estructurales.

(32) Una tercera razón, más especulativa, es que con un sistema de transferencias la política presupuestaria quizá sea más flexible, en particular si las transferencias no pasan por el gobierno nacional.

(33) Véase, por ejemplo, CEE (1990) para comentarios a este respecto.

(34) Estos temas han sido examinados por CEE (1990), WYPLOSZ (1991), y GIOVANNINI y SPAVENTA (1991).

(35) Aquí hablamos del déficit primario; es decir, de los gastos, excluyendo el interés sobre la deuda, menos los ingresos.

(36) El señoriaje también disminuye porque se reducen los coeficientes obligatorios del sector financiero. Ver apartado II.

(37) El efecto de credibilidad, obviamente, no se aplica a un país como Alemania, que ya tiene un banco central independiente.

(38) La magnitud de las externalidades existentes puede ser mayor, pero esto no altera el resultado del apartado II de que la coordinación no es necesariamente superior en el sentido de Pareto.

(39) Este riesgo puede ser parcial; es decir, que los gobiernos sólo van a denegar una parte de la deuda.

(40) Véase BISHOP (1990).

(41) Como alternativa a los límites sobre déficit en la UM, GIOVANNINI y SPAVENTA (1991) proponen una cláusula de admisión (*non-entry clause*) basada en la sostenibilidad de los déficit en el momento de incorporarse a la UM. Con esta propuesta, los países que tienen déficit insostenibles no podrían entrar en la UM (por ejemplo, si la deuda es muy alta, se necesita un superávit primario para que sea sostenible).

(42) Entendemos aquí como *shock* asimétrico un *shock* que afecta de manera diferente a los distintos países. Puede tratarse del mismo *shock*, como una alza del precio del petróleo, que tenga efectos diferentes en los distintos

países, dadas las estructuras distintas, o, alternativamente, de *shocks* específicos para cada país de la UM.

(43) KRUGMAN y VENABLES (1990), por ejemplo, enfatizan esta caracterización por la existencia de costes de transporte.

(44) Véase, por ejemplo, BLISS y MACEDO (1990) para un análisis detallado de España, Grecia y Portugal.

(45) Por ejemplo, un sector servicios y un sector financiero menos desarrollados.

(46) Véase, por ejemplo, NEVEN (1990).

(47) Con menos comercio en sectores similares, las repercusiones de los *shocks* son menores, pero también es menos probable que los países sufran de un mismo *shock*.

(48) EICHENGREEN (1991) propone examinar la variabilidad del tipo de cambio real para determinar la necesidad de ajuste en los distintos países. Esta metodología, sin embargo, no parece adecuada cuando existe un grado de movilidad de capitales distinto entre países. Dado que las variaciones del tipo de cambio real están dominadas por las del tipo de cambio nominal, y que éste es mucho más variable cuando hay movilidad de capitales, los países con más movilidad tendrán más variabilidad en el tipo de cambio real.

(49) Se trata de datos trimestrales, ajustados estacionalmente, tomados de *OECD - Main Economic Indicators*. Más precisamente, las tres series son: 1) crecimiento de la producción industrial: $\ln(Y/Y_{-1})$, donde Y es el índice de producción industrial total en términos reales; 2) inflación: $\ln(P/P_{-1})$, donde P es el índice de precios al consumo, y 3) desempleo: tasa de desempleo estandarizada. Las dos primeras variables mencionadas representan diferencias primeras de series no estacionarias. Un procedimiento alternativo sería el de sacar el *trend* de estas series. Sin embargo, estudios anteriores han demostrado que no se puede rechazar que las series tienen un *trend* estocástico y que la diferenciación es adecuada. Véase, por ejemplo, GERLACH (1988).

(50) Aquí se trata de *shocks* de la forma reducida del modelo.

(51) Irlanda ha sido miembro del SME desde 1979.

(52) Esto es verdad en particular para la liberalización del comercio internacional, de los movimientos de capitales y del sector financiero.

(53) Este es el caso porque la base imponible es inferior, y un aumento de los ingresos requeriría un aumento mayor de las tasas impositivas.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- BACCHETTA, P., y R. CAMINAL (1991a), «¿Es deseable la coordinación internacional de la imposición sobre el capital?», en *Moneda y Crédito*, 192.
- (1991b), «Optimal seigniorage and financial liberalization», mimeo.
- BISHOP, G. (1990), «The creation of an EC hard/money union», *Salomon Brothers*, julio.
- BLISS, C., y J. B. MACEDO (1990), *Unity with diversity in the european economy*, Cambridge University Press.
- BUITER-KLETZER (1990a), «Reflections on the fiscal implications of a common currency», *CEPR Discussion Paper*, n.º 418, mayo.
- (1990b), «The Welfare economics of cooperative and non-cooperative fiscal policies», *CEPR Discussion Paper*, n.º 420.
- CAMINAL, R., y C. PAGES (1991), «An international policy game with aggregate demand externalities», mimeo.
- CEE (1990), «One market, one money», *European Economy*, n.º 44, octubre.
- COHEN, D., y C. WYPLOSZ (1990), «The European monetary union: an agnostic evaluation», en DE GRAUWE y PAPADEMOS (1990).
- CHANG, R. (1990), «International coordination of fiscal deficits», *Journal of Monetary Economics*, n.º 25, págs. 347-366.
- CHARI, V., y P. KEHOE (1990), «International coordination of fiscal policy in limiting economies», *Journal of Political Economy*, n.º 98, páginas 617-636.
- DE GRAUWE, P., y L. PAPADEMOS (eds.) (1990), *The European Monetary System in the 1990s*, CEPS y Bank of Greece, Longman.
- EICHENGREEN, B. (1990), «Costs and benefits of european monetary unification», *CEPR Discussion Paper*, n.º 453, septiembre.
- (1991), «Is Europe an optimum currency area?», *NBER Working Paper*, n.º 3579, enero.
- GERLACH, S. (1988), «World business cycles under Fixed and Flexible exchange rates», *Journal of Money, Credit and Banking*, n.º 20, páginas 621-632.
- GIOVANNINI, A. (1989a), «How do fixed-exchange-rate regimes work?», en M. MILLER, B. EICHENGREEN y R. PORTES(eds.), *Blueprints for exchange rate management*, Academic Press.
- (1989b), «National tax systems versus the European Capital Market», *Economic Policy*, número 9.
- , y L. SPAVENTA (1991), «Fiscal rules in the European Monetary Union: a no-entry clause», *CEPR Discussion Paper*, n.º 516, enero.
- GIAVAZZI, F., y L. SPAVENTA (1990), «The New EMS», en DE GRAUWE y PAPADEMOS (eds.) (1990).
- HUGHES HALLETT, J. A., y D. VINES (1991), «Adjustment difficulties within a European monetary union: can they be reduced?», *CEPR Discussion Paper*, n.º 517, marzo.
- KEHOE, P. (1987), «Coordination of fiscal policies in a world economy», *Journal of Monetary Economics*, n.º 19, págs. 349-376.
- KRUGMAN, P., y A. J. VENABLES (1990), «Integration and the competitiveness of peripheral industry», en C. BLISS y J. B. MACEDO (eds.) (1990).
- MAÑAS, L. (1990), «Mercado único y límites a la capacidad regulatoria nacional», *Moneda y Crédito*, n.º 190, págs. 56-89.
- NEVEN, D. (1990), «EEC integration towards 1992: some distributional aspects», *Economic Policy*, n.º 10.
- PORTES, R. (1989), «Macroeconomic policy coordination and the European Monetary System», *CEPR Discussion Paper*, n.º 342, septiembre.
- REPULLO, R. (1990), «El coste presupuestario de reducir los coeficientes bancarios: una primera aproximación», *Hacienda Pública Española*, n.º 110-111, págs. 159-163.
- SACHS, J., y X. SALA (1989), «Federal fiscal policy and optimum currency areas», presentado en la *NBER Conference on European Integration*, agosto.
- TABELLINI, G. (1990), «Domestic politics and the international coordination of fiscal policies», *Journal of International Economics*, páginas 245-265.
- TURNOVSKY, S. (1988), «The gains from fiscal cooperation in the two-commodity real trade model», *Journal of International Economics*, número 25, págs. 111-127.
- VAN DER PLOEG, F. (1989), «Fiscal aspects of monetary integration in Europe», *CEPR Discussion Paper*, n.º 340, agosto.
- (1991), «Budgetary aspects and monetary integration in Europe», *CEPR Discussion Paper*, n.º 492, enero.
- VON HAGEN, J., y M. FRATIANNI (1990), «German dominance in the EMS: evidence from interest rates», *Journal of International Money and Finance*, n.º 9, págs. 358-375.
- WYPLOSZ, C. (1991), «Money union and fiscal discipline», *CEPR Discussion Paper*, n.º 488, enero.