

LA UEM Y LA POLÍTICA FISCAL

La necesidad de establecer directrices vinculantes para las políticas fiscales de los estados miembros; las repercusiones fiscales de la estabilidad de los precios, y la importancia de que exista un mecanismo automático de redistribución de rentas a los países afectados por perturbaciones propias, son cuestiones cruciales que la UEM plantea a la política fiscal. Su estudio es el objetivo del presente trabajo de **Daniel Grös**. El autor, tras una breve introducción, examina la importancia de las políticas fiscales nacionales como amortiguador, una vez establecida la UEM; analiza luego las razones para establecer directrices vinculantes para esas políticas fiscales; plantea más adelante la cuestión de los amortiguadores fiscales, entendidos como mecanismos automáticos de transferencias en el conjunto de la Comunidad, y concluye con algunas consideraciones sobre la naturaleza evolutiva del concepto de unión económica y monetaria, y sus consecuencias para la política fiscal (*).

I. INTRODUCCION

EN otras aportaciones a este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA (Bacchetta y Caminal, 1991; Zubiri, 1991), se da una excelente visión de conjunto de las cuestiones generales que para la política fiscal plantea la UEM. Con el presente estudio se pretende, por lo tanto, profundizar en el examen de las cuestiones centrales: la hipotética necesidad de establecer directrices vinculantes para las políticas fiscales nacionales, las repercusiones fiscales de la estabilidad de los precios y la importancia de contar con un mecanismo automático de redistribución de rentas a los países afectados por perturbaciones propias.

Antes de entrar en el examen de esas cuestiones, es imprescindible, sin embargo, considerar

la idea de que con la UEM la política fiscal nacional cobrará una importancia todavía mayor como instrumento de estabilización de la economía, dado que ya no será posible servirse del tipo de cambio para responder a las perturbaciones particulares de cada país.

Este estudio se organiza, pues, de la siguiente manera. El apartado II se inicia con un examen de la importancia de la política fiscal nacional como amortiguador una vez haya quedado establecida la UEM, analizando las fuentes de perturbación que existen en la Comunidad y hasta qué punto los ajustes de salarios y precios podrían suministrar un mecanismo de ajuste directo. En el apartado III, se estudian las razones que justificarían el establecimiento de directrices vinculantes para las políticas fiscales nacionales, diferenciando dos lí-

neas de argumentación: la de las repercusiones internacionales de la gestión de la demanda nacional y la de los efectos, en el conjunto de la Comunidad, de una dinámica de la deuda nacional que fuera insostenible. Se argumenta que las primeras serán seguramente modestas (y de signo incierto); los segundos, en cambio, son potencialmente importantes, y por lo tanto constituyen un argumento válido en favor de la institución de directrices que impidan la acumulación de déficit y deudas «excesivos». Sin embargo, en ese apartado se pone también de manifiesto la imposibilidad de traducir ese argumento a normas precisas que pudieran aplicarse automáticamente. La institución de directrices vinculantes llevaría consigo, por lo tanto, un notable componente discrecional, y por ende político, con todos los inconvenientes que eso supone. El apartado IV plantea someramente la cuestión de los amortiguadores fiscales, entendidos como mecanismos automáticos de transferencias en el conjunto de la Comunidad. Se observa que la evidencia de los Estados Unidos es menos determinante de lo que a veces se afirma. En el apartado V se exponen algunas reflexiones sobre la naturaleza evolutiva del concepto de UEM y sus consecuencias para la política fiscal.

II. ¿QUE IMPORTANCIA TENDRIA UNA POLITICA FISCAL NACIONAL ACTIVISTA DENTRO DE LA UEM?

La importancia instrumental de la política fiscal en sustitución del tipo de cambio como mecanismo de ajuste depende de tres elementos: 1) la magnitud y naturaleza de las perturbaciones par-

ticulares de cada país; 2) la inercia de los salarios y precios interiores, y 3) el grado de movilidad de la mano de obra.

Esos tres aspectos componen el núcleo del criterio tradicional de zona monetaria óptima. Vamos a comentarlos brevemente uno por uno, y tendremos así una base más firme para calibrar la importancia de la política fiscal nacional como instrumento de estabilización dentro de la UEM.

1. Fuentes de perturbaciones particulares de cada país

La bibliografía tradicional sobre zonas monetarias óptimas no ha profundizado nunca en las fuentes reales de esas perturbaciones. El ejemplo habitualmente empleado es el de que en la tabla de demanda de los bienes exportados por el país se produzca una variación exógena a la baja (véase, por ejemplo, Mundell, 1961). Está claro que, una vez acaecida tal perturbación, se necesitaría una depreciación real para restaurar el equilibrio exterior. Lo que no está claro es cómo se podría materializar una perturbación de esa índole en el entorno moderno, en el que todos los países miembros exportan e importan un número elevado de productos industriales levemente diferenciados.

Era natural que la literatura tradicional sobre zonas monetarias óptimas se basara en la posibilidad de perturbaciones sobre la demanda global de las exportaciones de un determinado país, en tanto en cuanto el modelo dominante del comercio internacional suponía que cada país exporta un solo producto —o un solo tipo de producto— (1). En ese modelo, el llamado modelo Heckscher-Ohlin, las importacio-

nes y las exportaciones lo son de dos productos distintos, que difieren en sus respectivas relaciones capital/trabajo. En contraste, la visión moderna del comercio internacional (véase un resumen en Helpman y Krugman, 1985) subraya la importancia de las economías de escala y de la diferenciación de los productos. Desde esa óptica, hay comercio incluso entre países con relaciones capital/trabajo idénticas; pero ese comercio consiste en el intercambio bidireccional de bienes levemente diferenciados en cuya producción se obtienen economías de escala, de modo que cada país exporta e importa a la vez bienes muy similares.

La tesis de que la mayor parte del comercio entre países industrializados —donde, por definición, se dan unas relaciones capital/trabajo semejantes— se basa en las economías de escala y en la diferenciación de los productos cuenta ya con un alto grado de aceptación, porque ofrece una explicación convincente del enorme comercio bidireccional de productos manufacturados que existe dentro de ese grupo de países. La mayor parte del comercio intracomunitario pertenece a ese tipo «intrasectorial», lo que significa que la mayoría de los países miembros exportan, más o menos, el mismo «producto»: una cesta de bienes manufacturados procedentes de un gran número de industrias diferentes (2). Es fácil, por supuesto, imaginar perturbaciones que afecten a una determinada industria (p. ej., a la del automóvil o a la de la electrónica de consumo), pero no hay razón para que esas perturbaciones se extiendan al conjunto de los sectores. En la medida en que sean sólo sectoriales, tenderán a cancelarse en términos agregados,

y no constituirán una fuente importante de perturbaciones para la economía total de un país miembro.

Desgraciadamente, se ha trabajado muy poco en la medición de la importancia relativa de las perturbaciones particulares de un país y de una industria. Los pocos datos de que disponemos (véanse Stockman, 1988; Baxter y Stockman, 1989; Emerson *et al.*, 1991) indican que, para la mayoría de los países miembros, las perturbaciones particulares de una industria son más importantes que las particulares del país. Desde luego, sería difícil imaginar motivos que originasen una traslación de la demanda de, por ejemplo, automóviles alemanes, bienes de equipo alemanes, productos químicos alemanes, etcétera, a las versiones francesas (o de cualquier otro país) de esos mismos productos.

Además, Emerson *et al.* (1991) presentan cierta evidencia de que el grado de asimetría de las perturbaciones particulares de una industria guarda relación con un índice de las barreras subsistentes al comercio intracomunitario. Ello anima a pensar que la supresión de esas últimas barreras, en aplicación del programa del mercado único que forma parte de la UEM, reduciría aún más el grado en que las industrias de los distintos países miembros están expuestas a perturbaciones diferenciadas.

La tesis de que la integración económica genera una estructura industrial más uniforme ha sido impugnada recientemente con modelos que incluyen efectos de aglomeración (véase Krugman, 1991). Según este segundo enfoque, la eliminación total de barreras comerciales puede conducir a una mayor especialización

regional, en el sentido de que las industrias que hacen uso intensivo de un determinado tipo de mano de obra especializada tenderían a concentrarse en una sola región pequeña. Esto significa que una integración creciente puede hacer más probables las perturbaciones que afecten a toda una región. Ahora bien, esa aglomeración no se produciría a escala nacional, sino *regional*, y se supone que cada país comprende un cierto número de regiones diferentes. Además, esta tesis encuentra algún respaldo en el caso de los Estados Unidos (donde, por ejemplo, el grueso de la industria automovilística ha estado concentrado en la zona de Detroit), pero en la Comunidad no parece que haya habido hasta ahora un proceso de concentración industrial comparable.

En vista de que la pauta de especialización regional tiene otros caracteres en la Comunidad, De Grauwe y Vanhaverbeke (1991) han analizado el proceso de ajuste a escala regional en los países miembros mayores, y han descubierto que las tasas de crecimiento regional dentro de los países miembros presentan una dispersión bastante mayor que las tasas de crecimiento nacional dentro de la Comunidad. Esto parece indicar que la fuente primaria de las perturbaciones es regional. De ser así, y puesto que cada país presenta una «cartera» de regiones diversificada, el efecto neto a nivel nacional de muchas perturbaciones regionales distintas sería poco importante.

La fuente principal de perturbaciones de ámbito nacional (es decir, no limitadas a una región o a una industria) debe ser, pues, interna. Un ejemplo fácil sería la escalada de los salarios en el país. Frente a esa perturbación, el gobierno correspondiente la-

mentaría haberse comprometido a mantener un tipo de cambio fijo, porque compensar la perturbación mediante la modificación de las paridades podría acarrear unos costes de ajuste menores que la alternativa de una corrección, mucho más gradual, mediante un aumento del desempleo que forzara una reducción de los niveles salariales excesivos. Es difícil pronunciarse *a priori* sobre la probabilidad de semejante situación, pero es obvio que no sería independiente del régimen cambiario. La participación en la UEM sería una señal clara, para todos los participantes en el mercado de trabajo, de que unas subidas salariales excesivas tendrían consecuencias graves, y por lo tanto debería reducir la probabilidad de que se produjeran escaladas salariales por razones puramente internas.

Es imposible determinar *a priori* hasta qué punto la participación en la UEM puede acrecentar la disciplina salarial interior. La única evidencia directamente pertinente es la observación de que, en los países que forman el núcleo central del SME, los participantes en el mercado de trabajo parecen haber aceptado esa limitación. He ahí otro motivo para pensar que la frecuencia y la magnitud de las perturbaciones interiores no son independientes de la política económica, y sobre todo que no son independientes del régimen cambiario. La importancia de las perturbaciones interiores debería, pues, reducirse decisivamente con la UEM.

Las perturbaciones que afectasen a todos los países miembros a la vez no justificarían modificar los tipos de cambio, a menos que su impacto variase de unos países a otros por dife-

rencias en la estructura de las distintas economías. Giavazzi y Giovannini (1987) han calculado hasta dónde podría llegar esa situación en la realidad, tomando como ejemplo una oscilación del precio del petróleo. Utilizando datos de insumo-producto correspondientes a 1980, observaron que un incremento del 10 por 100 en los precios del petróleo determina entre un 0,3 y un 0,6 por 100 más de subida de los precios interiores en los países importadores de energía que en los países productores de petróleo (los Países Bajos y el Reino Unido). Esa diferencia sería sustancial si la oscilación, al alza o a la baja, pasara del 10 por 100. Pero no parece ser tan grande que no pudiera ser contrarrestada mediante moderación salarial en los países importadores de petróleo.

El aumento transitorio del precio del petróleo que siguió a la ocupación de Kuwait demostró que ese producto sigue siendo una fuente primordial de perturbaciones. Sin embargo, ese hecho no fortaleció la posición de la libra, que, a pesar de haber entrado poco antes en el mecanismo cambiario del SME, podría haberse apreciado considerablemente dentro de la banda ancha. Ello indica que la importancia relativa del petróleo (y del gas) para los dos países comunitarios que son exportadores de energía (el Reino Unido y los Países Bajos) ha ido disminuyendo. Por consiguiente, las variaciones futuras del precio del petróleo deberían tener un impacto mucho más simétrico. Aparte del petróleo, no hay otras fuentes obvias de perturbaciones notables a escala internacional que pudieran afectar diversamente a los países miembros.

No existe, en fin, ninguna fuente obvia de perturbaciones

diferenciadas por países que exija ajustar las paridades reales, y sea independiente del régimen cambiario y del proceso de integración en curso.

2. Ajuste de los tipos de cambio nominales o reales

La segunda condición que debería cumplirse para que la modificación de las paridades fuera una alternativa útil es la de que las variaciones del tipo de cambio nominal generasen cambios en la competitividad y no fueran neutralizadas por la inflación interior. La medida en que la variación del tipo de cambio nominal hace variar el tipo real ha sido analizada por Emerson *et al.* (1991), quienes llegan a la conclusión de que la correlación es fuerte a corto plazo, pero se debilita considerablemente en un horizonte temporal más largo. Este resultado es perfectamente compatible con la moderna teoría macroeconómica, que subraya que las variaciones del tipo de cambio nominal deben tener efectos sólo pasajeros. Significa que una devaluación sólo acelerará el ajuste en respuesta a una perturbación si el sector privado acepta la necesidad de una depreciación real o de una reducción de los salarios reales. Si hay resistencia a la reducción de los salarios reales, la inflación interior neutralizará rápidamente la ganancia inicial de competitividad.

La pregunta crucial es, pues, la de si el ajuste a una perturbación negativa se dificulta porque no se permite que bajen los salarios reales, o porque hay una «ilusión monetaria» que sólo permite reducirlos mediante la subida de los precios con salarios nominales invariados, pero no directamente mediante la reducción de éstos. Si lo que hay es «rigidez del salario real», tendría

poco sentido utilizar el tipo de cambio como instrumento de la acción gubernamental.

Está muy extendida la idea de que, en muchos casos, los salarios y los precios se ajustan lentamente por estar fijados en términos nominales. Pero esa observación superficial no es concluyente, porque también la indiciación salarial puede ser causa de rigidez en los salarios reales. Italia (al igual que otros países) lo descubrió a raíz de los dos *shocks* petroleros, cuando el sistema italiano de indiciación salarial impidió el descenso de los salarios reales. Devaluaciones sucesivas fueron inútiles para restaurar la competitividad, hasta que, a mediados de los años ochenta, se decidió reformar el mecanismo de indiciación. A partir de entonces, los salarios reales sí mostraron una cierta flexibilidad en Italia, según Giavazzi y Spaventa (1989).

Así pues, lo único que se puede afirmar con certeza es que los salarios y los precios parecen cambiar más despacio que los tipos de cambio. Desde un punto de vista teórico, está claro que esa mayor lentitud del ajuste a través de las variaciones de precios y salarios es más importante cuando la perturbación es pasajera. Si la perturbación es permanente, el ajuste acaba produciéndose de todos modos al cabo de algún tiempo, y la desventaja de que sea más lento queda algo compensada por la menor variabilidad de la inflación interior. En la realidad, sin embargo, la ventaja de las modificaciones de la paridad sobre los ajustes de precios y salarios interiores queda neutralizada, incluso en el caso de una perturbación pasajera, por el inevitable retardo con que se produce la correspondiente reacción de las autoridades.

Además, la teoría macroeconómica moderna señala que, al ser la expansión monetaria y la devaluación máximamente efectivas cuanto más inesperadas, las recompensas a corto plazo de quebrantar el compromiso de fijez del tipo de cambio serían realmente mayores después de declarada la intención de mantenerlo irrevocablemente fijo. Esto anima a pensar que los gobiernos pueden tener, o descubrir, incentivos para descolgarse del compromiso cambiario en busca de objetivos macroeconómicos. Los gobiernos que *a priori* consideren demasiado estrecho el margen de actuación conservable percibirán un coste probable en su incorporación a la UEM.

La efectividad del tipo de cambio nominal como factor de variación de la competitividad depende también del grado de apertura de la economía, como subrayó McKinnon (1963). Si el comercio exterior constituye una fracción importante del PIB, las modificaciones del tipo de cambio afectarán menos a la competitividad, porque los bienes de importación, cuyos precios varían directamente con el tipo, compondrán una parte sustancial del índice general de precios. McKinnon (1963) sostenía, por lo tanto, que en un país pequeño el recurso frecuente al tipo de cambio como instrumento de ajuste desestabilizaría el nivel de los precios en el interior. En ese sentido, podrían ser preferibles para los países pequeños otras políticas de ajuste; por ejemplo, la política fiscal.

Hay poca evidencia sistemática de la efectividad de la modificación del tipo de cambio nominal para acelerar el ajuste a las perturbaciones (aparte de su posible carácter de fuente adicional de

perturbaciones). Con frecuencia se afirma (p. ej., Eichengreen, 1990) que el hecho de que la variabilidad de los tipos de cambio reales entre los países miembros de la CEE (o incluso entre los participantes en el SME) sea mayor que la de los «tipos de cambio reales» entre las distintas regiones de los Estados Unidos demuestra que en la Comunidad sigue siendo necesario reajustar los tipos nominales. Pero esa mayor variabilidad de los tipos reales dentro de la Comunidad también se podría interpretar como resultado de una variabilidad mayor de los tipos nominales (que entre las regiones de los Estados Unidos permanecen fijos). De Grauwe y Vanhaverbeke (1991) se acercan más a medir la importancia de los tipos de cambio nominales para el proceso de ajuste cuando examinan los coeficientes de correlación entre las tasas de crecimiento regionales y los tipos de cambio reales entre las regiones de los países miembros. Descubren, cosa un tanto sorprendente, que esa correlación es significativa, lo cual indica que dentro de los países miembros los precios y los salarios pueden reaccionar a escala regional, facilitando así el ajuste a las perturbaciones regionales a las que nos referíamos antes. Otro hallazgo, aún más sorprendente, es que la correlación entre tasas de crecimiento nacionales y tipos de cambio reales es mucho más débil que en el caso de las regiones. Sería excesivo, por supuesto, sostener que este particular hallazgo indica que el tipo de cambio es menos importante como instrumento de ajuste entre países que entre regiones; pero los datos regionales ponen de manifiesto que los ajustes de precios y salarios a escala regional pueden ser un mecanismo de ajuste importante dentro de una unión monetaria.

3. La movilidad de la mano de obra

La literatura tradicional sobre zonas monetarias óptimas subrayaba también que, si los precios y salarios interiores tardasen en ajustarse, los trabajadores podrían emigrar de las regiones afectadas por perturbaciones adversas. De ese modo, la movilidad de la mano de obra podría mitigar los problemas de desempleo generados por la limitada flexibilidad de los salarios. Como ya se ha dicho en los dos epígrafes precedentes, hay escasa evidencia de la rigidez de los salarios a largo plazo, y hay motivos para creer que las perturbaciones particulares de un país son mucho menos importantes que las que afectan a una determinada industria o región; pero aún así puede ser útil ver hasta qué punto la Comunidad satisface este criterio de una zona monetaria óptima.

La mayoría de los estudios coinciden en que la movilidad de la mano de obra entre los estados miembros de la Comunidad es mucho más baja que entre las regiones de los Estados Unidos. Ahora bien, la observación de que son más importantes las perturbaciones regionales que las nacionales sugiere que la movilidad regional de la mano de obra debería ser más importante que la movilidad entre los estados miembros. De Grauwe y Vanhaverbeke (1991) muestran que así es; según su investigación, la circulación de mano de obra entre regiones (sin salir del país) es más de diez veces mayor que la migración entre países miembros. También señalan que donde es más fuerte la movilidad interregional de la mano de obra es en los países miembros septentrionales, que son asimismo los que tienen dispersiones más bajas de

las tasas de desempleo regionales. Esto hace pensar que la movilidad regional de la mano de obra puede ser, efectivamente, un mecanismo de ajuste importante, pero que no parece operar con la misma fuerza en todos los países miembros.

4. La política fiscal como instrumento alternativo de ajuste

Teóricamente, siempre se podría mantener el pleno empleo mediante la debida utilización de la política fiscal; pero ello tendría efectos colaterales y, por lo tanto, acarrearía otros costes. Por ejemplo, una política fiscal expansiva en un país castigado por una perturbación adversa a sus ganancias de exportación crearía un déficit en la cuenta corriente de ese país, y tendría además repercusiones sobre la demanda de otros países miembros de la UEM, así como sobre el resto del mundo.

Parece imposible determinar *a priori* hasta qué punto se podría utilizar la política fiscal para compensar la pérdida del tipo de cambio como instrumento de la política económica, porque sus repercusiones en el plano internacional y sus efectos sobre la cuenta corriente dependen de muchos otros factores. Como han puesto de manifiesto Frenkel y Razin (1987), la situación varía mucho según que el gasto adicional se refiera a bienes exportables o no exportables, según que el aumento del gasto se financie mediante deuda o impuestos, y según sea pasajero o permanente.

Por todo ello, una valoración cuantitativa de la efectividad de la política fiscal deberá basarse en modelos macroeconómicos existentes. Así lo haremos en el

apartado siguiente (véanse también Emerson *et al.*, 1991, y Mas-son y Melitz, 1990). El resultado general es que la política fiscal puede realmente subsanar las pérdidas de producto que ocasiona la rigidez salarial, pero también genera, dentro de una UEM, mayores desequilibrios por cuenta corriente. Sin embargo, dado que una de las ventajas de la UEM es hacer menos visibles las balanzas corrientes, no está claro hasta qué punto este segundo efecto supondría un coste real. Incluso en la UEM, pues, la política fiscal podría seguir siendo lo bastante efectiva como para compensar potencialmente los efectos de las perturbaciones adversas sobre las economías nacionales.

En resumen, la política fiscal sigue apareciendo como un instrumento de ajuste potencialmente importante que podría servir para compensar los efectos de las perturbaciones adversas pasajeras sobre la economía nacional, pero la probabilidad de que se produzcan perturbaciones verdaderamente exógenas que afecten a la economía de todo un país parece pequeña. La flexibilidad salarial sigue siendo el mejor mecanismo de ajuste, aunque a corto plazo sea imperfecto. En cualquier caso, para las perturbaciones de carácter permanente, la política fiscal (en el sentido de gestión de la demanda) no sería la respuesta adecuada.

III. ¿REQUIERE UNA UNION MONETARIA ESTABLE DIRECTRICES VINCULANTES PARA LA POLÍTICA FISCAL?

La justificación económica de la instauración de directrices vinculantes para la política fiscal sería la existencia de externalidades

internacionales en la política presupuestaria de un país, sea cual sea el régimen cambiario. Bajo un régimen de tipos de cambio flexibles, o en el que los gobiernos puedan recurrir de tanto en tanto a la modificación de las paridades, hay elementos importantes de esas externalidades que se traducen en movimientos de la moneda del país iniciador. En esa medida, las consecuencias de la expansión presupuestaria recaen primordialmente sobre el propio país, porque la inversión interior se ve, en parte, expulsada por la combinación de tipos de interés más altos y apreciación de la moneda (3). Pero conforme los tipos de cambio se hacen más fijos, esos efectos exteriores van siendo potencialmente más importantes.

La objeción general es que esa clase de intervención en las decisiones nacionales sería superflua dentro de una UEM, porque el sistema de cambios fijos, sostenido por una política monetaria común, bastaría para contener las políticas presupuestarias. Hay, pues, argumentos económicos de peso por ambas partes (4).

Dentro del animado debate académico (y político) que se viene desarrollando desde la publicación del *Informe Delors*, se distinguen tres grandes grupos de argumentos en pro de la imposición de directrices vinculantes, que seguidamente vamos a examinar.

En nuestros comentarios supondremos, en todo momento, que las directrices serían en la práctica asimétricas; esto es, que sólo se establecerían toques máximos del déficit. Esto no siempre se declara explícitamente en el *Informe Delors*, pero parece una deducción lógica, porque cuesta trabajo imaginar cómo podría

la Comunidad presionar eficazmente a un país para hacerle gastar más y acrecentar así su déficit.

1. La CEE necesita lograr una combinación de políticas adecuada dentro de la UEM

Este argumento se basa en la idea de que la gestión nacional de la demanda mediante la política fiscal tiene repercusiones exteriores, porque un estímulo fiscal en un país genera un aumento de la demanda que alcanza también a los productos de otros países. Según una tesis que ha estado muy extendida hasta hace poco tiempo, sin una suficiente coordinación esas repercusiones exteriores introducen un sesgo deflacionario dentro de un sistema de cambios fijos, como el SME, si los países están preocupados por sus posiciones por cuenta corriente y/o la movilidad del capital es limitada. Con la UEM, las balanzas corrientes nacionales ya no serían motivo de preocupación, de modo que ya no surgiría ese problema (6).

De todos modos, no se repara lo bastante en que la magnitud y el signo de esas repercusiones exteriores son muy difíciles de determinar, porque hay otros efectos (aparte del desbordamiento directo de la demanda) que operan en sentido contrario (véase un resumen en Van der Ploeg, 1991). El extraordinario bandazo de la política fiscal alemana, de una balanza aproximadamente equilibrada en 1989 a un déficit del 5 por 100 del PIB a partir del segundo semestre de 1990, brinda un buen ejemplo de este problema. Se ha calculado que el tirón directo de la demanda producido por la unificación alemana significó un aumento de las importaciones proce-

CUADRO N.º 1

**REPERCUSIONES EXTERIORES DE UN AUMENTO DEL GASTO PUBLICO
EQUIVALENTE A UN 2 POR 100 DEL PIB**

	PAIS INICIADOR DE LA POLITICA	
	Alemania	Francia
PIB:		
Alemania	1,6	- 0,16
Francia	0	1,6
Italia	0	- 0,08
Reino Unido	- 0,02	- 0,1
Inflación:		
Alemania	2,0	0
Francia	0,16	3,66
Italia	0,1	- 0,34
Reino Unido	0,1	- 0,14

Fuente: Emerson *et al.* (1991), cuadro 5.5.

dentes de la Comunidad por valor de unos 30.000 millones de ecus anuales (casi un 1 por 100 del PIB del resto de la Comunidad). Al mismo tiempo, la elevación de los tipos de interés en Alemania se extendió a través del SME, induciendo tipos de interés más altos en los países comunitarios, que tendieron a deprimir la demanda. No está claro, pues, si los socios de Alemania realmente se benefician o no de esa política fiscal expansiva.

Ese ejemplo particular pone de manifiesto las dificultades teóricas que surgen a la hora de determinar la magnitud, e incluso el signo, de las repercusiones exteriores. En muchos casos, resulta imposible, por lo tanto, determinar *a priori* si la respuesta adecuada a una situación dada sería la expansión fiscal o su contraria. En principio, se podría recurrir a modelos macroeconómicos para resolver esa indeterminación teórica; pero los modelos existentes difieren considerablemente en sus estimaciones de las repercusiones exteriores. En general, sugieren que

las repercusiones exteriores de la política fiscal son bastante modestas en términos absolutos; esto es, inferiores a una décima parte de los efectos en el país iniciador, y a menudo de signo negativo. El cuadro n.º 1, basado en Emerson *et al.* (1991), lo ilustra.

Este cuadro muestra que las repercusiones sobre la demanda son casi nulas en muchos casos, y que las repercusiones sobre la inflación podrían ser más importantes. Pero también estas últimas pueden ser de signo positivo o negativo: la expansión fiscal en Francia reduce la inflación en Italia y el Reino Unido, pero la misma expansión por parte de Alemania surte el efecto contrario.

En cualquier caso, tampoco esos resultados proporcionan una orientación fiable, porque están basados en modelos que se calcularon con datos de los años setenta y ochenta. La moneda común y otras restricciones sobre la política nacional propias de la UEM alterarán de forma radical algunas relaciones macroeconó-

micas fundamentales; por ejemplo, la vinculación entre salarios y precios o la elasticidad de la demanda respecto a las exportaciones de países de la UEM. Habrá de transcurrir un cierto tiempo, por lo tanto, antes de que sea posible calcular con certeza las repercusiones exteriores de las políticas fiscales nacionales bajo la UEM.

La incertidumbre en cuanto al signo y magnitud de esas repercusiones en unos países y otros puede tener consecuencias serias. De hecho, algunos cálculos de las ganancias de bienestar que reporta la coordinación internacional (5), basados en los principales modelos macroeconómicos de interacción internacional de que disponemos, revelan que esas ganancias son ambiguas. La cuestión central de esos estudios es que la coordinación basada en un modelo erróneo puede tener consecuencias negativas. Puesto que jamás se acertará con el modelo correcto, lo dicho implica que las ganancias de bienestar que muchos modelos predicen como fruto de la coordinación de las políticas fiscales serán siempre hipotéticas.

Para los que piensan que esos problemas conceptuales se pueden resolver, la necesidad de coordinar las políticas fiscales nace de que la Comunidad Europea es muy distinta de los grandes estados federales. El Presupuesto eurocomunitario, que actualmente supera apenas un 1 por 100 del PIB total de los estados miembros, es demasiado pequeño para poder ejercer una función estabilizadora apreciable. Dentro del futuro previsible, no cabe influir sobre la posición presupuestaria agregada si no es a través de los presupuestos nacionales (6). Los grandes estados federales pueden permitirse una

mayor tolerancia hacia las políticas presupuestarias de los gobiernos regionales porque la magnitud del presupuesto federal, que suele rondar un 20-30 por 100 del PIB, asegura un amplio apalancamiento potencial. Cuando aparecen desequilibrios en la combinación de políticas, no es por una centralización insuficiente de la autoridad presupuestaria. La experiencia reciente de los Estados Unidos lo ilustra de forma llamativa: el gobierno federal ha arrastrado un déficit cuantioso durante gran parte de los años ochenta, en tanto que la posición agregada de los cincuenta estados de la Unión arrojaba un pequeño superávit.

Aunque el Presupuesto central eurocomunitario sea demasiado exiguo para alcanzar la combinación de políticas oportuna, hay otras dos objeciones a la supuesta necesidad de una autoridad central comunitaria que impusiera «topes efectivos al déficit presupuestario de cada uno de los estados miembros de la Comunidad» (7) para llegar a la combinación de políticas correcta a nivel agregado: *a)* no hay razones lógicas que justifiquen que su influencia sea asimétrica, es decir, dirigida solamente a los déficit excesivos, y *b)* no parece evidente que hagan falta normas vinculantes; podría ser preferible una coordinación *ad hoc* de las políticas fiscales que tomara en consideración las circunstancias particulares de cada situación (8).

Finalmente, hay que tener en cuenta que la UEM propiciará una mayor divergencia de las políticas fiscales nacionales, puesto que, como ya hemos dicho, la política fiscal será el único instrumento poderoso que quede en manos de las autoridades económicas para reaccionar a las per-

turbaciones particulares del país. De producirse perturbaciones importantes, habría, en cualquier caso, que autorizar excepciones a las directrices de forma discrecional. Esto desaconseja la inclusión de normas específicas en el tratado que sirva de marco a la UEM.

2. La UEM podría favorecer la laxitud fiscal

Este argumento en pro de la instauración de directrices vinculantes se funda en el temor de que la puesta en marcha de una UEM, sin una coordinación obligatoria de los presupuestos, pudiera dar pie a una laxitud excesiva en la posición fiscal agregada. Los partidarios de una fijación rígida de las paridades dentro de la UEM la consideran preferible a los acuerdos actuales, porque con ello la financiación de los déficit exteriores sería más automática, y los efectos potenciales de la política fiscal más previsibles y posiblemente mayores dentro de las fronteras del país iniciador. Es la contrapartida del argumento que hemos visto en el epígrafe anterior: habrá menos expulsión de la expansión fiscal por los tipos de interés más altos en el interior, y menos necesidad de preocuparse por los desequilibrios exteriores. Un asesor económico podría encontrar buenos argumentos para deducir que la fijación total de los tipos de cambio permitirá elevar las ambiciones de la política fiscal. Una autoridad económica liberada ya de las presiones sobre su paridad, o de los grandes flujos de reservas, podría estar más dispuesta a seguir esos consejos.

Esta actitud, si se extendiera (y si fuera conscientemente adoptada por varios estados miembros), determinaría, en efecto, un

sesgo hacia la laxitud presupuestaria. Ese sesgo, en cualquier caso, puede ser ya observable en las etapas de transición, conforme se vaya alcanzando una mayor homogeneidad de los regímenes tributarios nacionales mediante la reducción de los impuestos indirectos y directos en los países de fuerte presión fiscal, y no mediante su elevación en los otros. A la vista de las grandes diferencias de orientación presupuestaria de las que se parte, y de las nuevas fuentes de divergencia que son de esperar en los años noventa, apenas puede haber margen para mayores licencias en la política presupuestaria. Pero si la UEM, efectivamente, alentase la laxitud fiscal, los otros dos argumentos ya expuestos saldrían ambos reforzados.

Este argumento no sería concluyente si se configurasen otros mecanismos de disciplina que pusieran coto a una orientación fiscal agregada excesivamente laxa. La participación en la UEM eliminaría la vía de escape de la devaluación y la inflación sorprendidas, que en ocasiones pasadas sirvió para reducir el valor real de la deuda pública. La participación en un área financiera europea plenamente integrada significa la apertura de los mercados nacionales, hasta ahora cautivos, de deuda pública, donde los gobiernos podían antes financiar el déficit a tipos de interés inferiores a los del mercado, mediante la imposición de altas reservas obligatorias sobre los depósitos bancarios y tenencias mínimas obligatorias de deuda pública. Desaparecidos esos privilegios, los mercados financieros estarían en condiciones de calibrar, en términos puramente profesionales, los distintos grados de solvencia de los gobiernos nacionales. Aquellos que siguieran emitiendo

deuda con rapidez tendrían que afrontar unos costes de endeudamiento cada vez mayores, e incluso un cierto grado de racionamiento del crédito, posiblemente acompañado de un descenso en su calificación de solvencia (9).

Pero hay escaso fundamento para pensar que esa clase de mecanismos, aun en el caso de que pudieran desarrollarse del todo, bastarían para contener debidamente las divergencias en materia presupuestaria. La experiencia de los grandes estados federales indica que una peor calificación de solvencia es una penalización poco importante. Dentro de Canadá, donde las divergencias en cuanto a orientación presupuestaria y grado de endeudamiento son mayores que en otras federaciones, la escala de costes de endeudamiento abarca menos de medio punto porcentual. Dentro de Estados Unidos, esos costes manifiestan una insensibilidad semejante a las políticas presupuestarias de los estados, que en cualquier caso tienden a ser bastante uniformes. En cuanto a los riesgos de crédito de los prestatarios soberanos del tercer mundo, al principio los mercados financieros internacionales apenas supieron evaluarlos, y en 1982, al empeorar la situación de los deudores, reaccionaron de forma abrupta y casi indiscriminada. E incluso a la ciudad de Nueva York, que a mediados de los años setenta estuvo al borde de la quiebra, se le llegó a negar el crédito casi totalmente, sin que antes de eso hubiera tenido que pagar primas de riesgo muy altas.

Ese episodio, así como la experiencia de los préstamos bancarios a los países menos desarrollados, indica que los mercados financieros no operan con primas de riesgo progresivamente

escalonadas. La razón fundamental de ese *modus operandi* de los mercados financieros reside en el efecto de selección adversa de los tipos de interés más altos, como han señalado Stiglitz y Weiss (1981). El punto crucial en este análisis es el de que los prestatarios son quienes disponen siempre de mejor información sobre su posición financiera. De ahí que los bancos (o los acreedores en general) se resistan a conceder préstamos a los prestatarios dispuestos a pagar intereses muy altos, porque cabe suponer que sólo si son realmente muy poco solventes aceptarán un tipo de interés elevado. Por eso, los mercados de crédito (y particularmente de préstamos bancarios) no presentan curvas de oferta en forma de simple función del tipo de interés. El diferencial entre prestatarios solventes e insolventes suele ser bastante bajo, y más allá de un cierto tipo de interés, sencillamente no hay préstamos. Los mercados financieros podrían, pues, imponer muy poca disciplina mientras no se alcanzara un determinado umbral, y más allá de ese punto la imposibilidad de obtener nuevos fondos precipitaria, al menos, una crisis de liquidez para el gobierno afectado.

Stiglitz y Weiss (1981) muestran también que, en algunos casos, una reducción modesta de la cantidad de crédito disponible puede tener fuertes efectos de racionamiento. Cabe la posibilidad, pues, de que un pequeño endurecimiento de las condiciones crediticias por parte del sistema europeo de bancos centrales bastara para empujar a un país miembro a una crisis de liquidez. En esas circunstancias, no parece probable que el sistema pudiera negarse a facilitar

una financiación «temporal». La falta de una disciplina más escalonada implica, por lo tanto, la probabilidad de que una crisis de escasez de fondos dé al traste con una orientación monetaria restrictiva.

¿Sería posible en una UEM inducir a los mercados financieros a aplicar una disciplina más graduada al endeudamiento de los estados miembros? Algunos observadores —por ejemplo Bishop *et al.* (1989)— han sostenido que sí. Cabría esperar que los mercados financieros ejercieran una mayor discriminación frente a los estados miembros que frente a las provincias canadienses, que llevan más de un siglo formando parte de una unión monetaria. Pero es posible que los mercados financieros siguieran interpretando básicamente la formación de la UEM como una mejora de la solvencia de los miembros débiles. Bishop (1991) comunica que ya en la actualidad las diferencias entre los tipos de interés que pagan los gobiernos de los diferentes países miembros no parecen reflejar suficientemente las diferencias de riesgo que comportan sus distintos grados de endeudamiento. Si eso está ocurriendo ya, sería difícil que la situación cambiase radicalmente con la UEM, aun en el caso de que las autoridades centrales de la UEM declarasen explícitamente, como parecen decididas a hacer, su voluntad de no dar garantías de protección (un «paraguas») a los estados miembros. La participación en la UEM podría, pues, proteger efectivamente el gasto deficitario frente a las presiones del mercado. La imposición de directrices vinculantes se podría entender como un correctivo necesario al *free-riding*, que difícilmente se evitaría con la mera declaración

de la Comunidad de no estar dispuesta a sacar de apuros a sus estados miembros.

La evidencia presentada por Grilli, Masciandro y Tabellini (1991), que indica que con un banco central independiente la inflación puede ser, en promedio, menor, incluso en un contexto de laxitud fiscal, tampoco es evidencia concluyente de lo contrario, porque lo único que significa ese hallazgo es que un banco central independiente puede mitigar, no eliminar, el impacto inflacionario de unos déficit fiscales excesivos. Hay estudios recientes que indican, además, que, aun en el caso de que los mercados financieros impusieran una disciplina adecuada, las políticas presupuestarias nacionales podrían tener efectos exteriores. En Alogoskoufis y Van der Ploeg (1990), se sostiene que el nivel de la deuda pública en un país puede influir sobre la tasa de crecimiento de otros países, porque existen economías de escala internacionales. Una deuda elevada con el exterior tendería a reducir la cantidad de ahorro nacional aplicable a la inversión interior, y por ende el crecimiento del país. Esto implica que los países miembros podrían legítimamente recelar, incluso por razones puramente económicas, de un endeudamiento excesivo de sus países socios en la UEM. Es evidente que este razonamiento serviría para defender la imposición de directrices en lo relativo no al déficit, sino a la deuda pública.

3. Problemas prácticos de la aplicación de directrices vinculantes

Incluso quienes aceptan los argumentos en favor de una coordinación presupuestaria obligatoria, y piensan que los mercados

financieros no bastarían para imponer una disciplina sustitutiva, abrigan dudas sobre cómo se podría materializar y aplicar la propuesta. En principio, la Decisión de 1974 sobre convergencia, que fue revisada en 1990, suministra a la Comunidad un instrumento para organizar la coordinación macroeconómica si lo estima conveniente. Aunque la Decisión de 1974 no se ha empleado nunca para realizar una coordinación efectiva, en principio no serían necesarias otras medidas legislativas para asegurar un grado suficiente de coordinación de las políticas fiscales en lo que se refiere a la gestión de la demanda a corto plazo.

Sin embargo, la Decisión de 1974 no serviría para resolver las cuestiones a más largo plazo antes comentadas, que son las que plantean razones más poderosas para imponer los «topes a los déficit presupuestarios» mencionados en un punto del *Informe Delors*. El reto consiste, pues, en establecer una directriz operativa para la política presupuestaria que haga posible una cierta vigilancia de la Comunidad sobre las políticas fiscales nacionales.

Durante la transición a la UEM, lo más lógico sería intervenir en la política de un país sólo si ésta llegara a constituir una amenaza para el sistema de cambios fijos. Pero de eso no se desprende un criterio operativo claro: el ECOFIN se dejaría guiar por su preocupación colectiva sobre la capacidad de un gobierno para cumplir plenamente su compromiso con unos tipos de cambio totalmente fijos, sin recurso a financiación monetaria, que en una UEM estaría, en principio, excluida; pero el Consejo sería reacio a manifestar esas dudas explícita y públicamente.

Cualesquiera directrices perma-

nentes tendrían que ser, pues, lo más objetivas posible, de suerte que dejaran poco margen a la interpretación y a las presiones políticas tendentes a suavizarlas en casos concretos. Sobre todo si fueran respaldadas por sanciones, tendrían que ser máximamente justificables.

A) *Topes basados en una valoración de la sostenibilidad a largo plazo*

Dado que en estos momentos los tipos de interés son superiores a las tasas de crecimiento del PIB, ni siquiera un déficit primario nulo sería suficiente para que la relación deuda/PIB dejara de aumentar. Todos los países miembros necesitarían, pues, un *superávit* primario para alcanzar un nivel estable de deuda en relación con el PIB.

En principio, se podría determinar analíticamente una tendencia sostenible de la deuda pública, y de ahí deducir cuál sería el déficit primario máximo compatible con esa tendencia (10). Pero hay dos cosas que objetar a ese procedimiento:

a) La norma parecería demasiado tolerante. En 1988, la mayoría de los países miembros tenían un superávit primario suficiente para permitir esperar una reducción gradual de su endeudamiento en relación con el PIB (véase, para más detalles, Gros y Thygesen, 1991, capítulo 8). Sólo cuatro países con problemas tendrían que acometer un ajuste fiscal para estabilizar su *ratio* de endeudamiento. Sería impropio que una UEM diera la impresión de no alentar los esfuerzos de la mayoría, esfuerzos que son ciertamente necesarios en aquellos países en los que la deuda asciende a más del 100 por 100 del PIB.

CUADRO N.º 2

LA NECESIDAD DE AJUSTE FISCAL: DISCREPANCIAS ENTRE LOS DATOS DE LA OCDE Y DE LA CEE

	Deuda/PIB	Tipo de interés menos tasa de crecimiento	Balanza primaria	Ajuste del déficit fiscal necesario para:	
				Estabilizar la deuda/PIB	Lograr la convergencia en deuda/PIB en 10 años
				(a)	(b)
Alemania	21,1	0,0	0,2	0,22	1,48
Bélgica	6,1	- 1,2	- 1,8	0,45	0,21
Dinamarca	40,4	- 4,4	0,9	- 1,11	2,08
España	14,5	- 1,9	- 2,5	2,16	2,76
Francia	8,1	- 1,7	- 0,2	- 0,03	0,13
Grecia	7,2	- 0,4	- 4,3	4,13	4,00
Irlanda	- 17,7	- 2,6	1,9	- 5,35	- 7,97
Italia	4,6	- 2,2	- 1,2	- 0,81	- 1,20
Países Bajos	21,2	- 0,9	1,3	- 1,39	- 0,12
Reino Unido	11,4	- 2,5	1,9	- 2,49	- 2,20

Nota: Luxemburgo y Portugal no aparecen por no ser miembros de la OCDE.

Fuente: OCDE (1990) y cuadro 5.3 de Emerson *et al.* (1991).

b) Las estimaciones estarían rodeadas de un margen muy considerable de incertidumbre, que daría un ancho campo a divergencias de interpretación entre la CEE y las autoridades nacionales. Gros y Thygesen (1991, capítulo 5) ofrecen dos estimaciones del ajuste necesario para estabilizar las relaciones deuda/PIB, que proceden de dos instituciones internacionales acreditadas: la OCDE y la Comisión. En el cuadro n.º 2 se hace uso de esos datos, pero mostrando únicamente las *diferencias* entre los suministrados por una y otra institución. El cuadro pone de manifiesto que es realmente muy difícil juzgar si una política fiscal es sostenible o no, porque ese juicio tiene que apoyarse en una serie de supuestos.

El cuadro n.º 2 revela que todos los factores que se utilizan para calcular el indicador usual de sostenibilidad son difíciles de determinar con precisión. Incluso la relación deuda/PIB, que es el ingrediente básico de esos cálcu-

los, se mide de distinta manera en esas dos organizaciones internacionales, porque los datos de la OCDE se refieren a la deuda pública neta, mientras que los de la CEE se refieren a la deuda bruta de las administraciones públicas. Como puede verse en la columna (a) del cuadro, el resultado de esa disparidad es que las estimaciones de las relaciones deuda/PIB de Dinamarca y Alemania que da la CEE son superiores en 40 y 21 puntos porcentuales, respectivamente, a las que suministra la OCDE. Puesto que no está claro *a priori* si el criterio de sostenibilidad debe basarse en la deuda neta o bruta, parece difícil establecer objetivamente incluso el punto de partida para cualquier posterior valoración de la sostenibilidad de una determinada situación fiscal.

Otro factor de importancia para valorar la sostenibilidad es la diferencia entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento del PIB. La OCDE emplea las tasas

de crecimiento y los tipos de interés a largo plazo realmente vigentes en el mercado, mientras que la CEE opera sobre el supuesto de que, en la mayoría de los países miembros, y a largo plazo, los tipos de interés reales serán superiores a las tasas de crecimiento real en 2 puntos porcentuales. De ello se siguen otras diferencias importantes, como puede verse en la columna (b) del cuadro. Hasta cierto punto, esas diferencias entre los supuestos subyacentes se neutralizan, pero en las columnas (d) y (e) se ve que subsisten diferencias muy amplias en lo que se refiere a la magnitud del ajuste fiscal necesario para alcanzar una posición fiscal sostenible. En el caso de Irlanda, la estimación del ajuste necesario según la OCDE es superior en un 5,35 por 100 del PIB a la de la CEE. A la inversa, en el caso de Grecia, la estimación del ajuste fiscal necesario según la OCDE es inferior en un 4 por 100 del PIB a la de la CEE.

Aún surge un problema más

CUADRO N.º 3

DISCREPANCIAS ENTRE LOS DEFICIT DECLARADOS Y LAS VARIACIONES DEL NIVEL DE DEUDA DECLARADAS
(Promedios 1981-1989)

	Variación teórica de la relación deuda/PIB	Variación real de la relación deuda/PIB	Discrepancia (*)
Alemania	0,1	1,1	1,0
Bélgica	2,0	5,2	3,2
Dinamarca	- 2,0	2,4	4,4
España	0,3	2,7	2,4
Francia	- 0,1	1,2	1,3
Grecia	3,6	6,1	2,5
Irlanda	0,3	2,5	2,2
Italia	2,5	4,2	1,7
Países Bajos	3,2	3,2	0,0
Reino Unido	- 2,9	- 1,1	1,8

(*) Diferencia entre la variación del nivel de deuda declarada y la variación que se habría producido según el déficit declarado.

Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas (1990).

serio si se atiende únicamente a los déficit y deudas comunicados por la CEE. En teoría, los déficit declarados deberían explicar los cambios observados en los niveles de deuda, al menos a largo plazo. Pero no es eso lo que sucede, ni mucho menos, como puede verse en el cuadro n.º 3.

Este cuadro muestra que la deuda pública puede aumentar bastante más de lo que cabría deducir del déficit declarado. Por ejemplo, entre 1981 y 1989 la relación deuda pública/PIB en Bélgica aumentó en más de 50 puntos porcentuales, lo que equivale a más de 30 puntos porcentuales por encima de lo que cabría esperar según los déficit declarados a lo largo de esos diez años. Aparecen discrepancias a escala semejante en el caso de Grecia, y también, cosa sorprendente, de Dinamarca. Los Países Bajos parecen ser el único país donde no hay discrepancia, en promedio, entre el déficit declarado y el comportamiento real de la relación deuda/PIB.

Lo dicho indica que, suponiendo que los datos publicados sobre deuda pública sean fidedignos, los datos oficiales de las cuentas fiscales son de poco valor, puesto que la relación deuda/PIB puede aumentar considerablemente aun allí donde el déficit oficialmente declarado hacía suponer que fuera estable (es el caso de España), o incluso que descendiera (es el caso de Dinamarca). Una desviación pasajera de la relación contable que enlaza la deuda con el déficit sería ciertamente comprensible, pero las discrepancias en promedios decenales que aquí se observan indican que el problema es más fundamental.

Así pues, y salvo en casos extremos, siempre sería difícil encontrar un indicador objetivo de la sostenibilidad que hiciera innecesario el juicio discrecional, y que, por la misma razón, dejara un margen mínimo a la injerencia política.

En el caso de España, este problema parece ser agudo, a pesar

de que la política fiscal española se cuenta entre las «menos malas» de la Comunidad. Lo que importa en este contexto no es tanto el «fraude» medio que aparece en el cuadro n.º 3, que para los últimos diez años viene a ser de un 2,7 por 100 del PIB, situando a España en la quinta posición a este respecto, sino su evolución a lo largo del tiempo. El residuo inexplicado de acumulación de deuda presenta un alto grado de correlación con el déficit real. Puesto que en 1991 el déficit fiscal español está nuevamente creciendo, parece probable que la acumulación de deuda aumente todavía más de lo que cabría esperar del déficit, hasta ahora modesto, de aproximadamente un 2-3 por 100 del PIB que se prevé para este año.

B) *Topes a la balanza corriente: la regla de oro*

Finalmente, se ha sugerido también la posibilidad de emplear como directriz la llamada «regla de oro». Según este planteamiento, el déficit público global no podría exceder de los gastos de inversión, lo que equivale a prescribir una correspondencia exacta entre los gastos corrientes y los ingresos corrientes (impuestos y cotizaciones a la seguridad social) (11). Habría que distinguir entre el gasto público corriente (por ejemplo, los sueldos de los funcionarios o las transferencias de la seguridad social) y la inversión pública (por ejemplo, la inversión en infraestructuras o las transferencias de capital), en línea con lo dispuesto en la Constitución alemana, que excluye el déficit por gastos corrientes al prohibir que el déficit sea mayor que la inversión pública.

Una norma de esa clase podría tener cierto atractivo teórico, pero

sería todavía más difícil de aplicar que las que hemos comentado hasta aquí, porque en la distinción entre gastos corrientes y gastos de capital entra siempre un componente importante de arbitrariedad. Además, no todas las inversiones públicas permiten esperar un aumento futuro de la recaudación fiscal (piénsese, por ejemplo, en las dedicadas a la protección del medio ambiente), por lo que la justificación teórica de contener sólo el déficit corriente resulta débil.

La distinción entre gastos corrientes y de inversión es crucial para una parte importante del gasto total; a saber, los pagos por intereses de la deuda pública, que en algunos países miembros ascienden a más de un 10 por 100 del PIB. En la actualidad, la práctica contable de todos los países miembros los clasifica como gasto corriente. Pero esa clasificación se torna particularmente dudosa en épocas de fuerte inflación, porque la inflación ele-

vada genera tipos de interés nominales altos que compensan de la pérdida de poder adquisitivo del principal. De ahí se sigue que, con una tasa fuerte de inflación, una gran parte de los pagos por intereses representa realmente transferencias de capital

Desde un punto de vista económico, sería preferible corregir ese aumento artificial del gasto corriente descomponiendo la suma total de los pagos por intereses en dos partes: una parte representaría el ajuste del capital a la inflación (que es igual a la tasa de inflación multiplicada por el valor de la deuda), y la otra representaría el verdadero gasto corriente por intereses; es decir, los pagos por intereses reales. Sólo con una inflación nula corresponderían todos los pagos por intereses a este segundo apartado.

El cuadro n.º 4 muestra, a tenor de esto, dos medidas del ahorro público bruto (esto es, ingresos corrientes menos gastos

corrientes). La primera columna da la medida y se ha obtenido por los procedimientos contables habituales, sin corregir; según esa medida, seis de los países miembros no cumplen la regla de oro. La segunda columna presenta el ajuste de los gastos corrientes. La tercera y última columna presenta el ahorro bruto ajustado según el efecto de la inflación sobre los gastos corrientes. Resulta llamativo que, una vez hecho este ajuste, todos los países miembros cumplan, al parecer, la regla de oro.

Puesto que la última columna representa (aproximadamente) el ahorro bruto, que se mediría con una tasa cero de inflación según las prácticas contables vigentes, no cabe esperar que la regla de oro resulte muy estricta una vez que se haya establecido una UEM con precios estables.

La objeción decisiva contra la regla de oro es, pues, la de que sería sencillamente demasiado laxa. Incluso algunos de los países que se encuentran en una posición fiscal claramente insostenible a la larga la cumplirían en estos momentos. Podría seguir siendo útil, sin embargo, para retener la idea básica subyacente; esto es, la de que una cosa es que el gobierno esté en déficit porque gaste en inversiones públicas y otra muy distinta que el déficit proceda de un exceso de consumo público y de pagos por transferencias.

La necesidad de tomar en cuenta el «carácter» del gasto público significa, pues, un motivo más de escepticismo respecto a la utilidad de someter la política fiscal a unas directrices generales.

CUADRO N.º 4

MEDIDAS ALTERNATIVAS DEL AHORRO PÚBLICO

	Ahorro bruto	Ajuste por inflación	Ahorro ajustado a la inflación
Alemania	0,3	1,6	1,9
Bélgica	- 3,8	4,3	0,5
Dinamarca	0,9	1,9	2,8
España	2,8	3,3	6,1
Francia	2,3	1,3	3,6
Grecia	- 14,7	18,6	3,9
Irlanda	- 1,2	2,1	0,9
Italia	- 5,6	7,2	1,6
Luxemburgo	8,3	0,2	8,5
Países Bajos	- 1,4	2,3	0,9
Portugal	- 2,4	9,4	7,4
Reino Unido	2,5	3,3	5,8
Promedio CEE-12	-0,2	3,4	3,2

Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas (1990). Todos los datos se refieren a 1990 y están expresados en porcentajes del PIB. El ajuste por inflación es igual al producto de la tasa de inflación por la relación deuda/PIB.

IV. AMORTIGUADORES FISCALES

Como ya se dijo en la introducción, las políticas fiscales nacionales podrían adquirir una mayor importancia bajo la UEM, porque el instrumento fiscal sería el único que conservarían las autoridades del país para responder a las perturbaciones exteriores, sobre todo si la movilidad de la mano de obra fuera demasiado baja para mitigar el desempleo. Mientras esas perturbaciones fueran pasajeras, y por lo tanto se absorbieran a la larga, aparentemente no habría ningún problema, porque los gobiernos nacionales podrían acudir al mercado de capitales para financiar los déficit transitorios. Pero hay quien ha sostenido —por ejemplo, Eichengreen (1990)— que ni siquiera los gobiernos nacionales disponen a veces del suficiente acceso a los mercados financieros (especialmente si arrastran ya un nivel alto de endeudamiento), lo que implica que la Comunidad debería ayudar a los países miembros a capear el impacto de las perturbaciones adversas. Aunque en principio eso se podría hacer en forma de asistencia a los gobiernos de los estados miembros (al estilo del *Finanzausgleich* alemán), el debate se ha centrado en las posibles maneras de canalizar directamente la ayuda de la Comunidad a los agentes privados.

Los que sostienen la necesidad de contar con un «amortiguador fiscal» coinciden en que cualquier mecanismo comunitario tendría que ser automático e «invisible» en grado máximo, y que su finalidad no consistiría en igualar los niveles de renta, sino en proporcionar un seguro frente a las perturbaciones de ámbito nacional. Toda asistencia que llevara apa-

rejado un elemento importante de discrecionalidad estaría expuesta a la «captura burocrática» y plantearía problemas evidentes de riesgo moral. Por eso se ha sugerido (Eichengreen, 1990; Bean *et al.*, 1990) que la Comunidad financiara una parte de los planes nacionales de seguro de desempleo y recibiera, asimismo, una parte correspondiente de las cotizaciones. Los países con niveles de desempleo superiores al promedio recibirían entonces una transferencia de los países con desempleo inferior al promedio; los pagos a los desempleados de los primeros serían realmente financiados por las cotizaciones de la población empleada de los segundos. Un plan de ese tipo sería automático, en el sentido de que, una vez instaurado el sistema, no habría que adoptar decisiones específicas sobre la dirección y magnitud de las transferencias.

La idea de dotar a la Comunidad de un plan de seguro de desempleo se ha defendido a menudo con referencia a los Estados Unidos, donde existe un cierto reaseguro a nivel federal. En la práctica, sin embargo, y según señala Von Hagen (1991), hace ya algún tiempo que el plan de reaseguro federal no se utiliza, de modo que en los Estados Unidos el seguro de desempleo está *de facto* organizado y financiado exclusivamente por los estados.

Otras propuestas de un mecanismo amortiguador de carácter fiscal para la Comunidad aluden al *Informe MacDougall*, que documentó que en la mayoría de las federaciones existentes el Presupuesto federal redistribuye los ingresos entre las regiones, y de ese modo neutraliza al menos una parte de las diferencias de renta interregionales. Para los Estados Unidos, MacDougall

(1977), y Sachs y Sala-i-Martin (1989) calculan que el Presupuesto federal neutraliza entre un 30 y un 40 por 100 de las diferencias de renta *per capita* entre los estados, porque los más pobres pagan, por término medio, un impuesto sobre la renta más bajo y reciben pagos más altos de la seguridad social. Se ha sostenido, en consecuencia (Eichengreen, 1990), que, como quiera que los mercados de trabajo parecen ser menos flexibles en la Comunidad, la necesidad de contar con un amortiguador fiscal es todavía mayor en la Comunidad que en los Estados Unidos, donde la migración, en respuesta a perturbaciones económicas desfavorables, puede llegar a ser muy alta.

Pero el argumento de que una UEM estable necesitaría un plan automático de compensación fiscal como el descrito parece estar basado en una lectura errónea de la experiencia estadounidense. Los resultados citados significan que los sistemas fiscales federales neutralizan entre un 30 y un 40 por 100, aproximadamente, de las diferencias en cuanto al nivel de la renta *per capita*. Pero eso no implica automáticamente que esos mecanismos proporcionen también un seguro contra las perturbaciones; esto es, contra fluctuaciones de la renta. El efecto de nivel encontrado por Sachs y Sala-i-Martin (1989) significa únicamente que, en cada momento, las personas residentes en un estado que tenga una renta *per capita* inferior en 1.000 dólares al promedio pagarán unos 300 dólares menos en el impuesto sobre la renta y recibirán unos 100 dólares más en pagos directos.

Von Hagen (1991) obtiene diferentes resultados examinando las variaciones de la renta. Des-

cubre que un descenso de un 1 por 100 en la renta *per capita* reduce el impuesto federal sobre la renta también en un 1 por 100. Dado que el impuesto federal sobre la renta representa sólo un 8 por 100 de los ingresos, eso significa que, si la renta *per capita* se eleva de 1.000 a 1.010 dólares, el impuesto federal sobre la renta pasará de 80 a 80,8 dólares; la compensación es, pues, de sólo 80 centavos por cada 10 dólares, un 8 por 100 (12). Además, en las regresiones aducidas por Von Hagen (1991), los pagos federales directos a las familias no muestran reacciones significativas a las *variaciones* de la renta *per capita* de los estados.

Grös y Jones (1991) encuentran un efecto nivel, en el sentido de que los residentes en un estado que tenga una renta *per capita* superior en 1.000 dólares al promedio pagarán unos 240 dólares más en su impuesto federal sobre la renta y sus cotizaciones a la seguridad social federal. Sin embargo, las variaciones interanuales de la renta no parecen ocasionar cambios significativos ni en los impuestos ni en las cotizaciones a la seguridad social. Además, ni el nivel ni las variaciones de las transferencias federales muestran correlación con la renta. Estos resultados indican que el seguro automático que proporciona el sistema tributario y de seguridad social de los Estados Unidos es mucho más limitado de lo que a veces se afirma.

Parece difícil, en suma, apoyar en la experiencia estadounidense la argumentación en pro de un amortiguador para la Comunidad. Para quienes defienden esa política por razones no de equidad, sino de eficiencia, sería imperativo, por lo tanto, explicar con más detalle por qué no basta el recurso a los mercados de

capitales para que un gobierno nacional capee una perturbación pasajera. La distinción entre perturbaciones pasajeras y permanentes es crucial en este terreno, porque, obviamente, las perturbaciones permanentes no podrían ser financiadas por tiempo indefinido, y por lo tanto requerirían un ajuste de los salarios reales y/o de la migración. Resulta difícil, sin embargo, imaginar cómo podría la Comunidad brindar un seguro contra perturbaciones permanentes de ámbito nacional sin plantearse directamente la cuestión de la redistribución de la renta.

V. CONCLUSIONES

En la mayoría de los debates sobre la unión económica y monetaria, se da por sentado que con la introducción de una moneda común se habrá llegado a la forma final de la UEM. Eso quizá sea verdad en lo que se refiere a la parte de unión monetaria, pero en el terreno de la unión económica la situación es totalmente distinta, porque la idea de unión económica está mucho menos definida (véase un repaso de la cuestión en Pelkmans, 1991). La definición habitual de unión económica es la de «un mercado sin fronteras que impidan la circulación de bienes, servicios, capitales y factores de producción». Según esa definición, el programa del mercado interior creará de por sí una unión económica. Sólo a partir del *Informe Delors*, centrado en las consecuencias de la unión monetaria, se asoció la idea de unión económica a las directrices comunitarias para las políticas fiscales nacionales.

De ahí que en este estudio, como en otras aportaciones a

este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, se haya hablado básicamente de las consecuencias de la unión monetaria para las políticas fiscales nacionales, dada la actual distribución de competencias en el área fiscal. Es probable, sin embargo, que, andando el tiempo, se amplíen los poderes de la Comunidad en esta esfera. En los Estados Unidos, el gobierno federal no desempeñó inicialmente un papel importante en la economía de la Unión. Pero, a lo largo del tiempo, su papel fue aumentando, despacio pero casi sin interrupción. Es probable que también en la Comunidad Europea se haya puesto en marcha un proceso similar. La lista de medidas fiscales relacionadas con el programa del mercado interior se está ampliando ya, y es de suponer que, a medida que el movimiento hacia la unión política adopte una forma más concreta, sean cada vez más las cuestiones de política social o de empleo (que casi siempre encierran importantes repercusiones fiscales) que se tienda a incluir entre las competencias de la Comunidad. Esto no quiere decir que la Comunidad haya de llegar inevitablemente al mismo punto que los Estados Unidos, pero es cierto que ese proceso generará para la Comunidad un papel fiscal directo mucho mayor que el que ahora tiene. Esas consecuencias a largo plazo de la UEM y de la unión política pueden ser, pues, mucho más importantes que las cuestiones planteadas por la unión monetaria, que, a fin de cuentas, se ha de alcanzar en un futuro previsible.

NOTAS

(*) Este texto se basa en el capítulo 8 de Grös y Thygesen (1991), y en «Fiscal issues in EMU», *Moneda y Crédito*, de próxima aparición. Se presentó como ponencia en el seminario sobre *El sector público español ante el mercado único europeo*, celebrado en la UIMP de Santander el 24 de julio de 1991, con el título «EMU and Fiscal Policy». Traducción de M.^o Luisa Balseiro.

(1) En su estudio pionero sobre «zonas monetarias óptimas», Mundell (1961) empleaba, de hecho, un ejemplo con dos regiones productoras de dos productos diferentes.

(2) La tesis Heckscher-Ohlin, basada en las diferencias entre las relaciones capital/trabajo, conserva, sin embargo, cierta utilidad para lo referente al comercio de Grecia y Portugal con los países del Norte de la Comunidad.

(3) Algunas externalidades se mantienen incluso con tipos de cambio flexibles: los desplazamientos de condiciones competitivas (si se efectúan devaluaciones que después se erosionan) y el rebosamiento directo de la demanda como resultado de la política presupuestaria.

(4) Argumentos de los que Bredenkamp y Deppler han hecho un ponderado repaso.

(5) Tal como los de Frankel y Rockett, en 1988, sobre la coordinación entre los Estados Unidos y el resto del mundo. Se ha trabajado menos en la modelización de la transmisión intracomunitaria de los efectos de demanda.

(6) A un nivel más político, se podría sostener que la UEM, cuyos miembros han predicado a otros países industrializados de primera fila sobre las virtudes de una combinación correcta de las políticas monetaria y fiscal, no puede privarse a sí misma de medios efectivos para influir en esa combinación.

(7) *Informe Delors*, párrafo 30.

(8) En el capítulo 10 de Gros y Thygesen (1991), se demuestra que el Comité Delors era consciente de ambos extremos.

(9) Es evidente que este mecanismo sólo puede funcionar si el sistema europeo de bancos centrales renuncia a las operaciones de mercado abierto para reducir los diferenciales de tipo de interés sobre la deuda pública emitida por los distintos gobiernos nacionales, permitiendo, de hecho, la aparición de primas de riesgo que reflejen la percepción, por parte del mercado, de diferencias en el nivel de solvencia. Véanse más detalles en el capítulo 13 de Grös y Thygesen (1991).

(10) Un esfuerzo en el sentido de lo expuesto por Blanchard puede verse en el capítulo 5 de Emerson *et al.* (1991).

(11) Véase, por ejemplo, el *Informe Económico Anual* de la Comisión para 1990-1991.

(12) Von Hagen (1991) parece exagerar su tesis cuando compara (pág. 9) la *variación* del impuesto federal sobre la renta con el *nivel* de la renta *per capita*.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ALOGOSKOUFIS, George; y VAN DER PLOEG, Frederick (1990), «Endogenous growth and overlapping generations», Tilburg University, Center, *Discussion Paper*, 9072.

BACCHETTA, Philippe; y CAMINAL, Ramón (1991), «La política presupuestaria en la unión económica y monetaria», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 48.

BAXTER, Marianne; y STOCKMAN, Alan (1989), «Business cycles and the exchange rate regime: some international evidence», *Journal of Monetary Economics*, 23, 3, págs. 377-400.

BEAN, Charles; MALINVAUD, Edmond; BERNHOLZ, Peter; GIAVAZZI, Francesco; y WYPLOSZ, Charles (1990), «Policies for 1992: The transition and after», en «The macroeconomics of 1992», *CEPS Paper*, n.º 42, Centre for European Policy Studies, Bruselas.

BISHOP, Graham (1990), *Separating fiscal from monetary sovereignty in EMU - A United States of Europe is not necessary*, Londres, Salomon Brothers, noviembre.

— (1991), *The EC's public debt disease: Discipline with credits spreads and cure with price stability*, Londres, Salomon Brothers, mayo.

—; DAMRAU, Dirk; y MILLER, Michelle (1989), *Market discipline can work in the EC monetary union*, Londres, Salomon Brothers, noviembre.

DE GRAUWE, Paul; y VANHAVERBEKE, Wim (1991), «Is Europe an optimum currency area? Evidence from regional data», texto inédito, Universidad Católica de Lovaina.

EICHENGREEN, Barry (1990), «One money for Europe? Lessons from the U.S. currency union», *Economic Policy*, n.º 10, págs. 117-187.

— (1991), «Is Europe an optimum currency area?», *NBER Working Paper*, n.º 3579, enero.

EMERSON, Michael; GROS, Daniel; ITALIANER, Alexander; PISANI-FERRY, Jean; y REICHENBACH, Horst (1991), *One market, one money*, Oxford University Press, Oxford.

FRENKEL, Jacob; y RAZIN, Assaf (1987), *Fiscal policies and the world economy*, MIT Press, Cambridge (Massachusetts).

GIAVAZZI, Francesco; y GIOVANNINI, Alberto (1987), «Exchange rates and prices in Europe», *Weltwirtschaftliches Archiv*, 183, págs. 592-605.

GIAVAZZI, Francesco; y SPAVENTA, Luigi (1989), «Italy: the real effect of inflation and disinflation», *Economic Policy*, 8, abril, págs. 133-171.

GRILLI, Vittorio; MASCIANDRO, Donato; y TABELLINI, Guido (1991), «Political and monetary institutions and public financial policies in industrial countries», *Economic Policy*, en prensa.

GRÖS, Daniel; y JONES, Erik (1991), «Fiscal shock absorbers in the US», texto inédito, Centre for European Policy Studies, Bruselas, julio.

GRÖS, Daniel; y THYGESEN, Niels, (1991), *Euro-pean monetary integration: from the EMS*

towards monetary union, Longman, Londres (en prensa).

HELPMAN, Elhanan; y KRUGMAN, Paul (1985), *Market structure and foreign trade: increasing returns, imperfect competition, and the international economy*, MIT Press, Cambridge (Massachusetts).

KRUGMAN, Paul (1991), «Increasing returns and economic geography», *Journal of Political Economy*, en prensa.

MACDOUGALL, Sir D. (1977), *Public finance in European integration*, Commission of the European Communities, Bruselas.

MASSON, Paul; y MELITZ, Jacques (1990), «Fiscal policy independence in a European Monetary Union», Centre for Economic Policy Research, *Discussion paper*, 414, abril.

McKINNON, Ronald (1963), «Optimum currency areas», *American Economic Review*, 53, septiembre, págs. 717-725.

MUNDELL, Robert (1961), «A theory of optimum currency areas», *American Economic Review*, 51, septiembre, págs. 657-665.

PELKMANS, Jacques (1991), «Towards economic union», en *Setting EC Priorities*, Brasseys for the Centre for European Policy Studies (CEPS), agosto.

SACHS, Jeffrey; y SALA-I-MARTIN, Xavier (1989), «Federal fiscal policy and optimum currency areas», *Working Paper*, Harvard University.

STIGLITZ, Joseph; y WEISS, Andrew (1981), «Credit rationing in markets with imperfect information», *American Economic Review*, volumen 71, n.º 3, junio, págs. 393-410.

STOCKMAN, Alan (1988), «Sectorial and national aggregate disturbances to industrial output in seven European countries», *Journal of Monetary Economics*, 21, págs. 387-409.

VAN DER PLOEG, Frederic (1991), «Macroeconomic policy coordination during the various phases of economic and monetary union», *European Economy*, número especial.

VON HAGEN, Jürgen (1991), «Fiscal arrangements in a monetary union: evidence from the US», *Discussion Paper*, n.º 58, Centre for Global Business, Indiana University, mayo.

ZUBIRI, Ignacio (1991), «La fiscalidad española ante el mercado único», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 48.