

## APENDICE

### UN MERCADO, UNA MONEDA

#### Implicaciones para las finanzas públicas (\*)

**L**A UEM tendrá repercusiones importantes para el conjunto de la política económica, incluso en lo que respecta a la política referida a los mercados de bienes y servicios. En este caso se trata de políticas de naturaleza reglamentaria y financiera. En los capítulos 3 y 6 se estudian algunos de sus aspectos, por ejemplo en los ámbitos de las políticas estructurales o de rentas. El presente capítulo está dedicado a examinar dos cuestiones esenciales que se plantean en el sector de las finanzas públicas y a valorar los costes y ventajas que de ellas se derivan:

1) ¿Cuáles son las implicaciones lógicas de la UEM para la política presupuestaria y cuáles las exigencias que impone en este sector (apartado 1)?

2) ¿En qué va a afectar la UEM a los ingresos y gastos de los estados, y a su autonomía en materia de impuestos y gastos?

Estas dos cuestiones, muy relacionadas en la práctica, exigen, no obstante, análisis diferentes; la primera se refiere esencialmente a la política de la demanda y a los problemas vinculados con las deudas y los déficit, en tanto que la segunda afecta, en primer lugar, al nivel y a la estructura de los impuestos y del gasto público, que tienen que ver sobre todo con la política de la oferta. El cuadro n.º 1 resume estos dos tipos de efectos según se deriven de la unión económica o de la unión monetaria.

Las principales conclusiones del capítulo son las siguientes:

1) En lo referente a la concepción del régimen presupuestario de la UEM, el reto consiste en dosificar eficazmente la autonomía, la disciplina y la coordinación, ingredientes indispensables para el buen funcionamiento de una unión económica y monetaria.

2) La autonomía y la flexibilidad se imponen en materia presupuestaria, ya que los diferentes países no podrán ya recurrir al instrumento monetario ni a los tipos de cambio. La UEM impondrá a las políticas presupuestarias de los estados unas exigencias nuevas en temas como la estabilización a corto plazo y el ajuste a medio plazo en caso de perturbaciones en un país determinado.

3) La implantación de una unión monetaria supone, sin embargo, una coherencia a largo plazo entre la política mone-

taria común y las políticas presupuestarias de los estados miembros. Si un estado miembro se encontrara en una situación presupuestaria insostenible, que supusiera su quiebra o bien la monetización de su deuda, ello comprometería gravemente la estabilidad monetaria del conjunto. La amplitud y el crecimiento de las tasas de endeudamiento incitarían a presionar sobre el Eurofed para que modificase sus orientaciones políticas y, de una forma más general, sobre toda la Comunidad, para que aliviase las dificultades financieras de algunos de sus miembros. La disciplina monetaria es, pues, un componente esencial de la UEM. Teniendo en cuenta que la actual situación presupuestaria de ciertos estados miembros es insostenible, se plantea un problema crucial.

4) Es importante saber si la UEM debilitaría o no la tendencia a la disciplina presupuestaria. A este respecto, podemos esperar efectos en sentidos diferentes. Por una parte, la participación en la UEM constituye, por sí misma, un factor disciplinario, ya que supone la aceptación de una disciplina monetaria y, por tanto, la renuncia a monetizar la deuda. La integración financiera también debería permitir a los mercados valorar mejor las situaciones presupuestarias nacionales, aun cuando no pueda considerarse como segura la eficacia de la disciplina del mercado. Por otra parte, los mercados no pueden comportarse como si no existiera solidaridad entre los estados miembros, teniendo en cuenta que la preocupación por la solidaridad es algo inherente a la filosofía misma de la Comunidad. Otros argumentos que suelen aducirse a propósito del coste de los tipos de interés o de las obligaciones de la balanza corriente no ofrecen conclusiones más seguras. La falta de coordinación de las políticas traerá consigo, a medio plazo, déficit inoportunos, si bien sólo en la medida en que los procedimientos de coordinación y de supervisión resulten ineficaces. En conjunto, nada prueba que la UEM vaya a afectar gravemente a la disciplina presupuestaria, si bien es conveniente prevenir los riesgos de posibles deficiencias en la disciplina del mercado.

5) La interdependencia macroeconómica de los estados miembros se verá ciertamente afectada por la UEM, aunque no hay pruebas de que, a corto plazo, unas políticas presupuestarias tengan sobre otras unos efectos lo suficientemente fuertes como para que se necesite una coordinación exhaustiva. Sin embargo, la coordinación sería necesaria si el tipo de cambio común o la balanza corriente común tuviesen que ser revisados y, de forma más general, dentro del marco de la coordinación de las políticas a nivel del G7. A medio plazo, habrá que vigilar y corregir las posibles tendencias hacia un crecimiento excesivo de los déficit presupuestarios, ya que su coste en tipos de interés se propagaría a través de toda la unión.

(\*) Capítulo 5 del informe de la Comisión de las Comunidades Europeas titulado *One market, One money*, publicado en *Economie Européenne*, n.º 44, octubre de 1990. Traducción de DIORIKI, revisada por la Redacción de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

CUADRO N.º 1

**PRESENTACION RESUMIDA DE LOS EFECTOS DE LA UEM SOBRE LA POLITICA PRESUPUESTARIA  
Y SOBRE LA HACIENDA PUBLICA**

	<i>Unión monetaria (I)</i>	<i>Unión económica (II)</i>	<i>Efecto global a medio plazo (I y II)</i>
<b>1. Política presupuestaria:</b>			
a) Necesidad de la autonomía .....	aumenta	baja	aumenta
b) Necesidad de la disciplina .....	aumenta	neutro	aumenta
c) Incitaciones a la disciplina (1) .....	+/-	+/-	+/-
d) Necesidad de la coordinación .....	aumenta	aumenta	aumenta
<b>2. Ingresos y gastos del Estado:</b>			
a) Ingresos por señoríaje .....	baja	baja	baja
b) Servicio de la deuda .....	baja	+/-	baja
c) Ingresos fiscales (2) .....	neutro	baja	baja
d) Oferta de bienes públicos (2) .....	neutro	baja	baja
Saldo nacional (a + c - d - d) (3) .....	aumenta	+/-	+/-

(1) Sin reglas presupuestarias para la Comunidad.

(2) Sin coordinación.

(3) Aumento = crecimiento del excedente presupuestario.

6) *A medida que las tasas de inflación converjan a la baja, cuatro estados miembros del Sur, en las que dicha tasa supera actualmente la media —debido a una elevación más rápida de los precios, a un recurso más extendido a las regulaciones en especie y al mayor nivel de reservas impuestas a los bancos—, verán disminuir los ingresos que perciben por el derecho de señoríaje. Sin embargo, con base en las tasas de inflación actuales, esta pérdida de ingresos ligada a la unión monetaria se cifra en un 1 por 100 del PIB en dos de esos estados miembros, y en menos del 0,5 por 100 en los otros dos. Teniendo en cuenta que los ingresos por señoríaje pueden ser sustituidos por impuestos, el coste en bienestar de esta pérdida se puede considerar como mucho menor.*

7) *En cuanto a los gastos, una progresión temporalmente adecuada hacia la UEM reduciría sensiblemente el coste expost de la deuda pública durante la transición hacia la convergencia de precios, teniendo en cuenta que los tipos de interés actuales tienen en cuenta la inflación anticipada e incluyen una prima de riesgo. El coste de la deuda pública en ciertos países disminuiría también de forma más permanente, si bien esta ganancia no sería general.*

8) *La evolución de la Comunidad hacia la UEM plantea, de forma general, un problema de eficacia impositiva y de la oferta de bienes públicos. Incluso en caso de una amplia integración, no parece imponerse una armonización global de los sistemas fiscales, y los estados miembros tendrían libertad para elegir sus niveles de gastos y de fiscalidad. No obstante, hay que prevenir las incidencias interfronterizas de la imposición y de los gastos, así como los problemas de migración de las bases impositivas. Si no existe cooperación, podría surgir una infraimposición y una oferta insuficiente de bienes públicos. Por consiguiente, y en caso de necesidad, habrá que establecer unas normas mínimas y unas reglas comunes.*

## 1. LA POLITICA PRESUPUESTARIA EN UNA UNION MONETARIA

La concepción óptima del sistema presupuestario de la Comunidad no es, en parte, más que una cuestión de eficacia económica. El análisis puede ayudar a identificar los bienes y servicios públicos que deben ser suministrados por la Comunidad, con el fin de maximizar el bienestar general, y los que, conforme al principio de subsidiariedad, deben ser facilitados por las administraciones nacionales o regionales. Este enfoque, conocido con el nombre de teoría del federalismo presupuestario, puede dar una idea del reparto deseable de las diferentes funciones entre los diversos niveles de la Administración pública (1). Sin embargo, la concepción de un modelo presupuestario es más una cuestión de elección política, y corresponde a los gobiernos y a los ciudadanos de Europa decidir si quieren o no transferir nuevas funciones presupuestarias a la Comunidad. La diversidad de los sistemas presupuestarios implantados en las federaciones políticas existentes confirma la viabilidad de modelos alternativos.

El presente análisis no tiene, pues, por finalidad examinar lo que debería ser, en abstracto, el sistema presupuestario de la Comunidad. A lo largo de todo este apartado, se admite sin discusión que el Presupuesto comunitario seguirá siendo demasiado limitado para desempeñar una función macroeconómica importante para la Comunidad en su conjunto, y que toda medida de política presupuestaria corresponderá, por tanto, a una acción autónoma o coordinada por parte de los estados miembros. A la vista de este cuadro institucional, el acento se coloca más bien sobre *las implicaciones lógicas* de la consecución del mercado interior y la unión monetaria en la Comunidad, y sobre las exigencias que de ello se derivan para las políticas presupuestarias nacionales.

Para comenzar, conviene analizar las tareas que la UEM impondrá a la política presupuestaria nacional. A ello está dedicado el epígrafe 1.1, del que se deduce la oportunidad de la *autonomía*

presupuestaria de los estados agrupados dentro de una unión monetaria. Por tanto, la cuestión clave es saber si, y hasta qué punto, la UEM hace de la situación y de la política presupuestaria de un estado miembro una cuestión que interesa también a la Comunidad en su conjunto. A este respecto, conviene distinguir los aspectos referidos a la *disciplina* presupuestaria (1.2) de aquellos referidos a la *coordinación* de las políticas presupuestarias (1.3). Esta distinción, que se estudiará con más detalle a lo largo del texto, es necesaria porque la disciplina hace referencia esencialmente a los riesgos que supondrían, para la estabilidad de la unión, unos presupuestos nacionales en los que la deuda y el déficit siguieran unas trayectorias insostenibles; es decir, a los efectos externos vinculados a una violación de la obligación intertemporal del Estado, mientras que la coordinación se refiere al carácter adecuado o no de las orientaciones de política presupuestaria seguidas por los estados miembros y por la Comunidad en su conjunto, es decir, a las externalidades normales vía demanda y tipos de interés (2). En otras palabras, los déficit presupuestarios se consideran como problemas en el primer caso y como instrumentos en el segundo.

Garantizar la dosis adecuada de autonomía, de disciplina y de coordinación es el desafío que debe afrontar el sistema presupuestario de la Comunidad. La tarea no es fácil, ya que estos objetivos no se lograrán de forma espontánea, aunque tampoco son antinómicos. La autonomía y la disciplina se refieren a horizontes temporales diferentes, y la unión monetaria tiene como función natural aliviar las obligaciones que pesan sobre la política presupuestaria a corto plazo (facilitando el recurso a la financiación exterior) y, al mismo tiempo, reforzar la exigencia a largo plazo (eliminando la posibilidad de monetizar la deuda pública). En otras palabras, la UEM sustituye las obligaciones a corto plazo por una obligación intertemporal (3). Sin embargo, aun cuando la política presupuestaria de un estado miembro responda a los requisitos de la disciplina, pueden imponerse algunos cambios para conferir a la política una orientación adecuada para el conjunto de la Comunidad. Tal es el propósito de la coordinación y de la vigilancia.

De forma general, consideraremos aquí a la política presupuestaria como una política de demanda cuyo impacto se mide sobre todo por la evolución del déficit presupuestario. La autonomía, la disciplina y la coordinación se refieren esencialmente a estos déficit. Los efectos de la UEM sobre la fiscalidad y el gasto público serán analizados en el epígrafe 2.3.

### 1.1. La necesidad de la autonomía

Una de las consecuencias más inmediatas de la unión monetaria es la desaparición de la política monetaria como instrumento de la política macroeconómica nacional. Este es el motivo básico por el que se piensa que la unión monetaria amplía la función de la política presupuestaria nacional. Sin embargo, este argumento debe precisarse de forma que se especifiquen los objetivos asignados a la política presupuestaria y los grados de flexibilidad exigidos. Un buen punto de partida es examinar en qué medida pueden resultar afectadas las posiciones macroeconómicas relativas de las economías que participan en la UEM, teniendo en cuenta que la política monetaria estará orientada exclusivamente hacia la gestión global de la economía comunitaria. La cuestión es importante, ya que se plantea la necesidad de modificar estas posiciones relativas desde el momento en que exista una asimetría, sean cuales fueren su naturaleza y origen concreto (situaciones iniciales diferentes, *shocks*, estructuras, comportamientos o preferencias) (4).

Es evidente que no todas las reacciones asimétricas o diferencias de rendimiento económico exigen una corrección, y aún menos refiriéndonos únicamente a la política presupuestaria. El capítulo 6 analiza con detalle el coste de la pérdida del tipo de cambio como instrumento de ajuste, así como la eficacia y la función de los mecanismos de ajuste alternativos, entre los que figura la política presupuestaria. Sin entrar en esta discusión, se puede destacar en este momento que la flexibilidad de los salarios y de los precios es el principal mecanismo de ajuste capaz de sustituir el tipo de cambio nominal. Ni la teoría económica, ni la práctica de la política económica preconizan la sustitución del instrumento que representa el tipo de cambio nominal por la política presupuestaria. Sin embargo, en la medida en que las rigideces nominales obstaculizan los ajustes del mercado, ciertas medidas de política presupuestaria pueden atenuar los desequilibrios temporales. Por otra parte, éste es el papel tradicional de la política presupuestaria como instrumento de estabilización. Los ajustes presupuestarios pueden ser también un elemento necesario a medio plazo para la búsqueda de un nuevo equilibrio en caso de *shocks* permanentes, si bien esta tarea de ajuste no es propia de la UEM. Estas dos funciones pueden ilustrarse con un ejemplo. En el Recuadro A figuran los resultados de las simulaciones correspondientes.

#### *La política presupuestaria como instrumento de estabilización*

Supongamos, en primer lugar, una economía nacional que se encuentre inicialmente en estado de equilibrio interno y externo, y que sufra un *shock* de demanda —por ejemplo, un aumento temporal de la propensión al consumo por parte de las familias (una disminución de la tasa de ahorro)— a lo largo de varios periodos. Como consecuencia de una integración imperfecta del mercado de productos, el aumento de la demanda se orienta esencialmente a los productos nacionales, con las lógicas consecuencias sobre la inflación. En un régimen de tipos flotantes, la política monetaria reacciona ante esa situación aumentando los tipos de interés, lo cual reduce la demanda interior y aprecia el tipo de cambio. Este conjunto de efectos contribuyen a reducir el impacto inflacionista del *shock*. En la medida en que éste último sea temporal, disminuirá la necesidad de nuevos ajustes precios/salarios en el momento en que la tasa de ahorro vuelva a su nivel de base.

En la UEM, la política monetaria de Eurofed sólo responderá de forma muy parcial al *shock* que afecte a un país determinado, ya que tendrá como primera misión procurar la estabilidad de la unión en su conjunto. No obstante, como el mercado de productos no estará aún perfectamente integrado, su equilibrio seguirá reclamando una apreciación del tipo de cambio real (5). La carga de la estabilización recaerá, en su mayor parte, sobre el ajuste espontáneo de los precios y de los salarios. Este se ejercerá a través del impacto real que tendrá sobre la demanda la pérdida de competitividad-precio inducida por el alza de los precios interiores, que compensará el efecto de la creciente demanda familiar. Sin embargo, en los mercados mal integrados, este ajuste exigirá tiempo. En este sentido, la política presupuestaria podrá utilizarse para compensar directamente el impacto de una mayor demanda interior. Suponiendo que la restricción presupuestaria se efectúe a tiempo, los precios aumentarán menos y el ajuste ulterior, en el momento de la vuelta al crecimiento del ahorro, será menos costoso en términos de pérdida de producción y de desempleo. Este ejemplo puede ilustrar la función de estabilización de una política presupuestaria autónoma en la UEM.

Sin embargo, hay que precisar esta función. Aunque la esta-

**RECUADRO A**  
**EFFECTOS MACROECONOMICOS DE UNA CAIDA**  
**DE LA TASA DE AHORRO EN**  
**DIFERENTES REGIMENES**

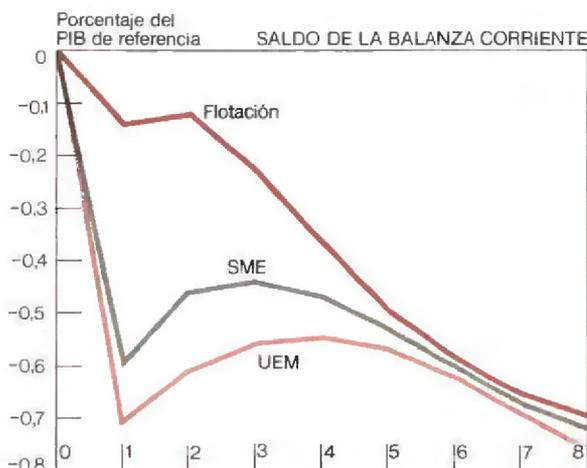
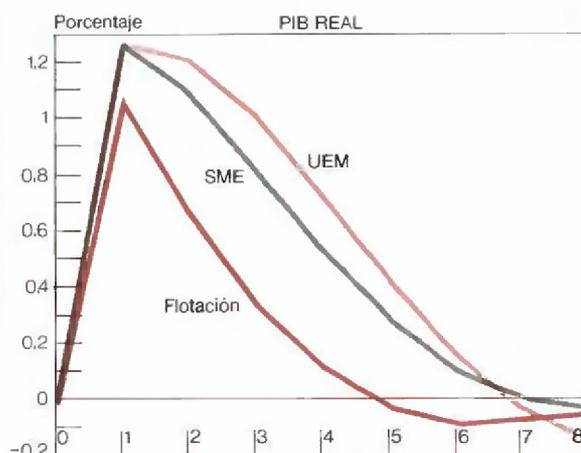
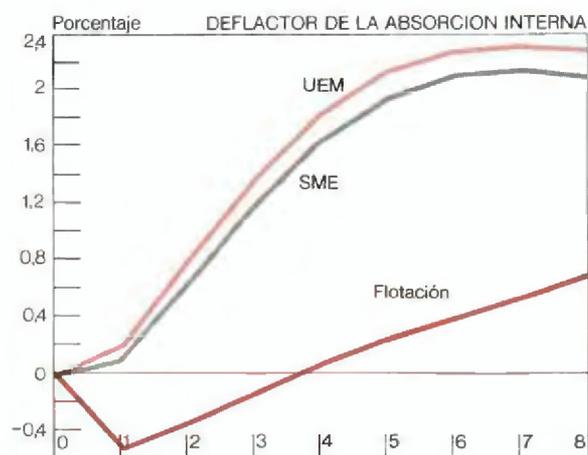
El modelo Multimod, desarrollado por el FMI, se ha utilizado para valorar los efectos de un *shock* sobre la tasa de ahorro de las familias con diferentes regímenes del tipo de cambio. Multimod, modelo multinacional de pequeño tamaño que incluye anticipaciones prospectivas coherentes con el modelo, se ha adaptado adecuadamente a este trabajo. Incluye modelos distintos de los cuatro grandes estados miembros (Alemania, Francia, Italia, Reino Unido).

Se contemplan tres regímenes de cambio: la flotación pura, el SME tal como funcionará en la primera etapa, modelado sobre la base de una hipótesis de anclaje sobre Alemania, y la UEM. La política monetaria está definida de acuerdo con la misma regla, aplicable a todos los países en el régimen de flotación, a Alemania en el régimen del SME y a Eurofed en el régimen de la UEM; esta regla otorga prioridad al mantenimiento de la estabilidad de los precios. Sólo varía en su alcance, en el sentido de que las políticas monetarias nacionales reaccionan a las desviaciones sobre las variables nacionales, mientras que el Eurofed se interesa en el rendimiento de la Comunidad en su conjunto. Para los miembros del SME distintos de Alemania, la primera prioridad se concede a la estabilidad del tipo de cambio frente al marco alemán; sin embargo, los márgenes de fluctuación admiten una cierta flexibilidad a corto plazo.

En cada caso, los tipos de cambio frente al dólar se determinarán por una condición de paridad del tipo de interés no cubierto, en la hipótesis de movilidad perfecta de los capitales, de sustituibilidad perfecta de los activos y de previsión perfecta. En otras palabras,

la evolución de los tipos de cambio iguala los rendimientos anticipados de los activos a corto plazo denominados en las diferentes monedas. Con un tipo de cambio y una regla monetaria así definidos, el aumento de la demanda interior deteriora la balanza corriente, *apreciando* al mismo tiempo el tipo de cambio en razón del alza de los tipos de interés. Sin duda, este resultado no responde, para los países europeos, a la intuición corriente. Sin embargo, se logra desde el momento en que se supone una plena movilidad de los capitales y la sustituibilidad de los activos (6). El modelo se utiliza para simular los efectos macroeconómicos de una baja permanente de las tasas de ahorro en el Reino Unido,

**GRAFICO 1**  
**EFFECTOS DE UNA CAIDA DEL AHORRO DE**  
**LAS FAMILIAS EN EL REINO UNIDO, EN TRES**  
**REGIMENES DIFERENTES DE TIPO DE CAMBIO**



Fuente: Simulaciones Multimod efectuadas por los servicios de la Comisión.

que se elevan a dos puntos porcentuales en los tres regímenes de cambio:

— En el régimen de flotación, la caída del ahorro privado provoca una apreciación inmediata del tipo de cambio hasta el 2 por 100,

ya que se prevé una restricción de la política monetaria en los años futuros. En consecuencia, la demanda interior supera a la exterior, la expansión se acorta y la inflación es débil, como indica el gráfico 1.

— En el SME, la política monetaria ya no puede orientarse hacia la gestión de la demanda, aunque los márgenes de fluctuación permiten una cierta alza de los tipos de interés (7). El tipo de cambio no aumenta más que un 0,4 por 100 a lo largo del primer año. La demanda interior es más fuerte y se traduce sobre todo en un crecimiento de la producción. Sin embargo, la inflación origina una apreciación real que deteriora la balanza comercial.

— El comportamiento de la economía en la UEM no se diferencia mucho del constatado en el SME. Los efectos de la reducción del ahorro sobre los tipos de interés y sobre el tipo de cambio nominal son menos perceptibles, lo que aumenta en pequeña medida el crecimiento de la inflación (gráfico 1).

Para ilustrar la función potencial de la política presupuestaria en la UEM, el cuadro n.º 2 indica los efectos del *shock* sobre la tasa de ahorro en los tres regímenes, así como su efecto en el sistema de la UEM en la hipótesis de una reducción no anticipada de los gastos públicos a lo largo del primer año, calibrada con vistas a minimizar la desviación de la inflación con respecto a la situación de referencia en un período de ocho años. Es evidente que la política presupuestaria, al compensar en lo esencial los efectos de la baja de las tasas de ahorro, podrá contribuir a reducir los efectos negativos de tales choques. Evidentemente, lo mismo se aplica al SME, aunque otra alternativa podría ser un reajuste.

CUADRO N.º 2  
EFFECTOS A MEDIO PLAZO DE LA BAJA DEL AHORRO  
(Valor actualizado de la desviación con respecto a la situación de referencia en ocho años)

	Flotación	SME	UEM	UEM con política presupuestaria
PIB .....	1,89	3,66	4,21	- 0,13
Consumo privado .....	21,07	19,95	22,59	23,70
Inflación (desviación absoluta) .....	1,47	1,87	2,05	0,45
Balanza corriente .....	- 1,81	- 2,28	- 3,28	0,03
Tipo de cambio efectivo (real) (1) .....	1,9	1,4	1,7	0,2

(1) Valor actualizado de la apreciación media.

Fuente: Simulación Multimod efectuada por los servicios de la Comisión.

bilidad del tipo de cambio y la libre circulación de capitales incrementen la eficacia de la política presupuestaria en la UEM (8), seguirá subsistiendo la mayoría de los motivos que han llevado a los gobiernos a optar por orientaciones presupuestarias a medio plazo, en lugar de hacerlo por una regulación a corto plazo: la falta de flexibilidad presupuestaria seguirá siendo un obstáculo importante y, como se verá más adelante, es probable que la unión monetaria refuerce las preocupaciones que traen consigo los déficit excesivos. Por otra parte, la política presupuestaria no debe servir para retardar los ajustes en el mercado (p. ej., el ajuste de los salarios reales) cuando éstos sean necesarios. Una de las razones para evitar el recurso sistemático a la política presupuestaria de estabilización en la UEM es la de que ésta podría limitarse a cambiar una estabilización a corto plazo por un ajuste más lento a largo plazo (9).

La UEM no exigirá, en forma alguna, la vuelta a una *fine tuning* presupuestario. De hecho, no se observa ninguna tendencia de este tipo en el SME que pueda incrementar ese género de problemas. Sólo en caso de *shocks* importantes y bien identificados, que afecten a un país determinado, la demanda presupuestaria deberá ser gestionada obligatoriamente. Además, la necesidad de una política nacional de estabilización a corto plazo se verá atenuada por el desarrollo de mecanismos comunitarios de asistencia que puedan desempeñar una función de amortiguador de los choques, y que serán analizados en el capítulo 6.

#### La política presupuestaria como instrumento de ajuste

Supongamos ahora que la reducción de la tasa de ahorro en vez de ser temporal es permanente (10). El impacto a medio plazo es el mismo, cualquiera que sea el régimen de cambio. En todos los regímenes, la caída de la tasa de ahorro lleva

consigo una apreciación real permanente del tipo de cambio (lo que permite conseguir el equilibrio interno) y un déficit exterior. En la UEM, la apreciación real se efectúa por medio de la elevación de los precios interiores, mientras que en un régimen de flotación sigue esencialmente la vía de un alza del tipo de cambio nominal. La diferencia estriba en las posibles reacciones del déficit exterior.

A largo plazo, se debe lograr el equilibrio externo sea cual sea el régimen de tipo de cambio. Entre los posibles mecanismos de ajuste figuran: a) el incremento de la deuda externa, que trae consigo una erosión de la riqueza neta y de la renta disponible, y hace que los agentes reduzcan su consumo; b) la inflación, que reduce igualmente la riqueza, al erosionar el valor real de los activos monetarios, y c) una reducción permanente del déficit presupuestario, que aumenta la tasa de ahorro global (11). El primer mecanismo es independiente del régimen de cambio; sin embargo, sólo opera a muy largo plazo; otorgarle confianza equivale a aceptar cualquier aumento de los activos o de los pasivos exteriores en la medida en que ese aumento es el resultado del comportamiento del sector privado. El segundo mecanismo se basa en la posibilidad de ajustar el tipo de cambio nominal para compensar los efectos de una inflación creciente; no podrá operar en la UEM, en la que los diferenciales de inflación se reflejarían íntegramente por modificaciones del tipo de cambio real. Así pues, la UEM implica la pérdida de un mecanismo de ajuste. Tal es la lógica que incita a otorgar una mayor importancia al tercer mecanismo, es decir, a la política presupuestaria.

El ejemplo anterior sólo es un caso particular de lo que podría calificarse como función de ajuste de la política presupuestaria en la UEM. En términos generales, si en la UEM se impone una modificación del tipo de cambio real para remediar los desequilibrios exteriores inoportunos, la política presupuestaria se convierte en el único instrumento macroeconómico

utilizable a estos efectos (12). La respuesta a la pregunta de si la UEM aumentará o reducirá la necesidad de recurrir a la política presupuestaria como instrumento de ajuste dependerá del equilibrio entre dos efectos opuestos: por una parte, los excedentes y los déficit de la balanza corriente deberán plantear menos problemas en la Comunidad cuando los capitales circulen libremente y hayan desaparecido los riesgos de cambio; por otra, en la medida en que sean necesarias modificaciones del tipo de cambio real o del saldo exterior, la política presupuestaria será el principal mecanismo de ajuste disponible. Sin embargo, el instrumento que desaparecerá —es decir, el ajuste por la inflación— no es ni muy potente ni muy juicioso, ya que juega en contra de la estabilidad de los precios. La pérdida del mecanismo de ajuste por la inflación, y sus efectos sobre la riqueza real, puede ser considerado de menor importancia en el contexto comunitario (13). En conjunto, es previsible una menor urgencia en la necesidad de recurrir a la política presupuestaria como instrumento de ajuste.

Un tema ligado al precedente es saber si es deseable la *convergencia presupuestaria* a lo largo del ciclo; es decir, si los déficit corregidos de las fluctuaciones cíclicas deben situarse al mismo nivel (*a priori*, cero) en toda la Comunidad. En semejante contexto, y bajo la hipótesis de que la situación presupuestaria es sostenible, hay que contemplar el déficit como un mecanismo de transferencia intergeneracional, ya que las generaciones futuras sufrirán su coste en forma de incremento de los impuestos. Por tanto, se trata de saber si estas transferencias tienen justificación, y si existen buenas razones para que los déficit socialmente deseables difieran de un estado miembro a otro.

La necesidad de mantener excedentes o déficit proviene sobre todo del equilibrio a largo plazo de la seguridad social, de la financiación de las inversiones públicas y de los fallos intertemporales del mercado. En el primer caso, hay que esperar considerables variaciones de un país a otro, teniendo en cuenta las diferencias entre los sistemas de pensiones y las perspectivas demográficas en la Comunidad. En ciertos estados miembros, cuyos sistemas de pago se basan en el reparto, y que se enfrentan con la perspectiva de un envejecimiento rápido, puede ser deseable establecer durante los años futuros unos excedentes importantes destinados a un fondo de previsión para poder cumplir los compromisos suscritos con los futuros pensionistas, mientras que otros países miembros no tendrán la misma necesidad (14). El segundo caso, derivado generalmente de la búsqueda de una financiación óptima de las inversiones públicas con ventajas a largo plazo, puede afectar a los estados miembros en vías de recuperación, y se le considera importante en el caso del esfuerzo de infraestructura requerido para la modernización de la Alemania del Este. El último argumento afecta, por ejemplo, al volumen óptimo del *stock* de capital. Puede parecer oportuno para un estado registrar un déficit si el *stock* de capital es insuficiente y si la generación presente no está dispuesta a reducir su consumo propio en beneficio de las generaciones futuras (15). Estos argumentos conducen a pensar que no se impone ninguna convergencia a medio plazo entre los excedentes o los déficit presupuestarios en la Comunidad, en el nivel que sea.

En conclusión, las políticas presupuestarias nacionales mantendrán necesariamente una función de estabilización importante dentro de la UEM mientras persistan las asimetrías —o, al menos, mientras que la integración económica no haga sentir todos sus efectos—, pero únicamente en el caso de perturbaciones importantes en un determinado país. En cuanto al papel de la política presupuestaria como instrumento de ajuste, se deriva

esencialmente de la necesidad de alcanzar el equilibrio exterior, y sólo será importante en la medida en que los estados sigan persiguiendo objetivos exteriores a medio plazo. En cualquier caso, los legítimos objetivos interiores pueden implicar también, a plazo medio, la persistencia de déficit presupuestarios diferentes entre un estado y otro. Por tanto, está justificada la autonomía presupuestaria. Lo que no quiere decir que se pueda admitir cualquier déficit. Este es precisamente el tema de los dos epígrafes siguientes.

## 1.2. La necesidad de disciplina

Desde la publicación del *Informe Delors*, el tema de la disciplina presupuestaria ha sido frecuentemente abordado por los medios universitarios y por los de la política económica. Entre las cuestiones más controvertidas figuran la del alcance de esta disciplina y la de sus modalidades: ¿debe conseguirse por la vía de la disciplina de mercado o por la de las normas que regulan los déficit? Para aclarar este debate, vamos a examinar sucesivamente tres cuestiones:

- 1) qué se debe entender por disciplina presupuestaria y por qué es una preocupación central en una unión monetaria;
- 2) por qué la disciplina presupuestaria es, empíricamente, un problema real en la Comunidad, y
- 3) en qué serán más fuertes o más débiles las incitaciones a la disciplina en la UEM.

### *La disciplina presupuestaria: por qué y cómo*

La disciplina presupuestaria es una noción intuitiva que no es fácil de delimitar o cuantificar. Su definición más directa, y la única que no admite discusión, está relacionada con el hecho de que el Estado debe estar atento a mantenerse solvente. Esta definición, a la que se alude bajo el nombre de restricción presupuestaria intertemporal o de condición de sostenimiento de la deuda y del déficit, es claramente insuficiente (ver Recuadro B más adelante). También es objeto de discusión saber si una política que no pone en peligro el sostenimiento de la trayectoria de la deuda/déficit puede considerarse indisciplinada. En cualquier caso, el primer paso consiste en valorar las consecuencias de una falta de disciplina en sentido estricto.

La sostenibilidad presupuestaria constituye siempre una preocupación de la política monetaria en razón de la interdependencia de las políticas presupuestaria y monetaria a largo plazo: los déficit prolongados, que generan situaciones presupuestarias insostenibles, conducen a la monetización de la deuda o a la insolvencia del Estado. En el primer caso, las autoridades monetarias renuncian a su autonomía para salvar al Estado; en el segundo, se mantienen en sus objetivos, forzando al Estado a no hacer frente a toda su deuda (16). Sin duda, se trata de casos extremos. No obstante, es legítimo plantearse la cuestión en el contexto de la UEM, teniendo en cuenta las graves consecuencias que una situación de este tipo podría tener: el Eurofed tendría que afrontar el riesgo de una crisis financiera y resultaría comprometida su independencia como banco central, al menos en teoría.

Más concretamente, la falta de disciplina presupuestaria en uno o varios estados miembros podría comprometer las orientaciones políticas de un Eurofed independiente y afectaría a los demás estados de tres formas.

1. La primera, y más inmediata, sería la presión ejercida sobre el Eurofed para que suavizara sus orientaciones monetarias. La experiencia de los países en los que el Estado está fuertemente endeudado muestra que el margen de maniobra de las autoridades monetarias tiende a ser limitado por el hecho de que una restricción monetaria agrava los problemas presupuestarios: el déficit aumenta bajo el efecto conjunto de la reducción de los ingresos fiscales, inducida por la desaceleración económica, y del incremento de la carga de intereses sobre la deuda pública (17). Aunque la política monetaria esté formalmente protegida de las presiones del Tesoro, el hecho mismo de que una restricción monetaria pueda transformar una situación presupuestaria difícil en una crisis financiera auténtica actúa sobre el banco central como una restricción fáctica (18). Este riesgo se agrava en caso de vencimientos cortos de la deuda pública o en caso de recurrir a instrumentos de deuda con tipos flotantes; en tales condiciones, una restricción, incluso temporal, puede tener efectos graves sobre la carga de la deuda y puede acelerar, cuando menos, el desencadenamiento de una crisis de liquidez como la que tuvo lugar en la ciudad de Nueva York en 1975. Además, los mercados pueden anticipar que el banco central sentirá la tentación de recurrir a la inflación para atenuar el problema monetario, lo que mermaría su credibilidad y afectaría a los tipos de interés (19). Estas consideraciones podrían ser aplicables a la Comunidad si, por falta de disciplina, los presupuestos de ciertos estados se situaran en los límites de la sostenibilidad.

2. Aun cuando Eurofed mantuviera sus primeras orientaciones, sin ocuparse del coste de los empréstitos públicos o de los riesgos de quiebra, la violación de la restricción presupuestaria en un estado miembro puede tener consecuencias para

los demás. En efecto, ese país no tendrá otra opción que declararse en quiebra o retirarse de la UEM para poder recurrir a la monetización de su deuda. En la medida en que esa deuda estuviera librada en su moneda nacional (más que en ecus), esta segunda opción podría moderar la crisis de su hacienda pública. Sin embargo, tal retirada podría tener consecuencias para los demás miembros de la UEM, poniendo de manifiesto que la adhesión a la unión es menos irrevocable de lo que parece, lo que reduciría la valoración por el mercado de la sustituibilidad de los activos emitidos por los agentes de diferentes países.

3. El tercer canal es de carácter distributivo (20). Las dificultades financieras de un estado miembro plantearían la cuestión de la solidaridad financiera de la Comunidad en su conjunto. Como caso extremo, ello adoptaría la forma de presiones hacia una acción tendente a reflotar a un estado insolvente. Puede pensarse en formas de solidaridad más moderadas, como la compra por Eurofed de un porcentaje desproporcionado de obligaciones públicas de un país determinado (lo que equivaldría a un préstamo de la Comunidad) o una transferencia directa. Tanto en un caso como en otro, el resultado final repercutiría sobre el conjunto del mercado de obligaciones públicas en lugar de quedar limitado al país de origen.

En cualquiera de los tres casos, queda claro que están en juego factores externos que justifican la necesidad de que la Comunidad se preocupe de las deudas y déficit insostenibles.

La disciplina presupuestaria, entendida como medio de evitar la acumulación de una deuda pública insostenible, es, pues, un elemento esencial para el éxito de la UEM. ¿Hay que ampliar

CUADRO N.º 3

CONDICIONES DE SOPORTABILIDAD DE LA DEUDA EN LA COMUNIDAD

Países	Ratio de deuda (1) (1989)	Excedente corriente (1) (1989)	Excedente primario (1) (1989)	Tasa de crecimiento (supuesto)	EXCEDENTE PRIMARIO REQUERIDO		DESVIACION DE SOPORTABILIDAD	
					r = 4%	r = 5%	r = 4%	r = 5%
Bélgica .....	128,4	- 6,3	2,4	3	1,3	2,6	- 1,1	0,2
Dinamarca .....	63,5	- 0,7	4,7	3	0,6	1,3	- 4,1	- 3,4
Alemania .....	43,0	0,2	1,6	3	0,4	0,9	- 1,2	- 0,7
Grecia .....	86,2	- 17,6	- 10,1	3,5	0,4	1,3	10,5	11,4
España .....	43,8	- 2,1	- 0,9	3,5	0,2	0,7	1,1	1,6
Francia .....	35,5	- 1,3	0,8	3	0,3	0,7	- 0,4	- 0,1
Irlanda .....	104,9	- 3,1	7,7	3,5	0,5	1,6	- 7,2	- 6,1
Italia .....	98,9	- 10,2	- 2,3	3	1	2	3,3	4,3
Luxemburgo .....	9,0	3,3	1,2	3	0,1	0,2	- 1,1	- 1
Holanda .....	78,4	- 5,1	1,1	3	0,8	1,6	- 0,3	0,5
Portugal .....	73,1	- 5,0	- 3,2	3,5	0,4	1,1	3,6	4,3
Reino Unido .....	44,3	1,6	4,3	3	0,4	0,9	- 3,9	- 3,4
<b>CEE .....</b>	<b>58,4</b>	<b>- 2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>- 0,7</b>	<b>- 0,1</b>

Los tipos de interés reales se suponen idénticos para todos los estados miembros. Lo mismo sucede con las tasas de crecimiento, salvo para los estados miembros en los que el PIB *per cápita* es inferior en un 25 por 100 a la media, en los que el crecimiento se supone un 0,5 por 100 más elevado. El excedente primario exigido se calcula de acuerdo con la ecuación [2] del Recuadro B; es decir,  $s = (r - y)b$ . Así pues, con un tipo de interés real del 5 por 100, Italia debe mejorar su saldo presupuestario hasta un 4,3 por 100 del PIB para llegar a la soportabilidad, mientras que el excedente primario del Reino Unido supera en un 3,4 por 100 el porcentaje necesario al efecto.

(1) En porcentaje del PIB.

Fuente: Servicios de la Comunidad. Los datos se refieren al conjunto de las administraciones públicas. Los datos de la deuda reflejan la deuda pública en porcentaje del PIB a los precios del mercado. Los excedentes primarios (excedentes del Estado sin los pagos de la deuda) para 1989 incluyen un ajuste stock/flujo para hacerlos coherentes con la evolución de la deuda pública. Debido a este ajuste, los saldos primarios pueden dar una imagen diferente (más favorable o menos favorable) de la situación presupuestaria que la que proporcionan los datos oficiales.

esta definición? En otras palabras, ¿es legítimo preocuparse por unos déficit sostenibles que se juzgan excesivos por el hecho de que podrían perjudicar a la Comunidad? Si hay casos evidentes en que el déficit presupuestario sostenible de un estado miembro puede considerarse inoportuno desde el punto de vista comunitario, también es evidente que los problemas vinculados con ese déficit serían de naturaleza distinta a la de los derivados de una situación presupuestaria insostenible, y exigirían, por tanto, otro tipo de solución.

Esta situación se daría, por ejemplo, cuando la insuficiencia del ahorro nacional (público o privado) en un estado miembro tuviera como resultado un grave déficit en su balanza corriente. Sin la intervención de Eurofed, podría producirse un incremento del tipo de interés común, un déficit exterior para la Comunidad en su conjunto y, por tanto, un impacto sobre el tipo de cambio común del dólar. El interés de la Comunidad exigiría que se redujera este déficit, aunque resultara útil para el estado miembro afectado. Sin embargo, podrían presentarse casos simétricos en los que la política presupuestaria de un estado miembro fuera demasiado rigurosa desde el punto de vista comunitario por el hecho de que comportara unos excedentes de las balanzas corrientes nacional y comunitaria, y ello tuviera efectos indeseables sobre los tipos de cambio. La oportunidad o no de un déficit sostenible debe plantearse como una cuestión de apreciación. Cuando se plantea un problema de este tipo, se deberían utilizar los procedimientos normales de coordinación y de supervisión, e iniciar una corrección de la política económica.

#### Evaluación de la disciplina presupuestaria en la Comunidad

Las anteriores consideraciones podrían ser descartadas como demasiado teóricas en el caso de que todos los estados miembros presentaran una situación presupuestaria sana. Sin em-

bargo, no es así en absoluto, ya que, a pesar de las condiciones económicas favorables, muchos países se siguen caracterizando por presentar unas tasas de endeudamiento elevadas y en rápido crecimiento. Por tanto, es necesaria una evaluación de las situaciones presupuestarias.

La evaluación empírica de la sostenibilidad no es fácil, ya que este tipo de situación es, por naturaleza, prospectivo: en todo momento, el hecho de saber si la política presupuestaria responde o no al criterio de sostenibilidad depende de la futura evolución de los impuestos, de los gastos y de variables macroeconómicas como la tasa de crecimiento y el tipo de interés real. Técnicamente, esta condición indica que si el tipo de interés real excede la tasa de crecimiento, el valor actualizado de los futuros excedentes primarios debe superar el nivel de la deuda, siendo el factor de descuento la diferencia entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento (Recuadro B).

Un criterio de sostenibilidad que suele utilizarse en las discusiones de política económica es la evolución de la deuda pública. La situación presupuestaria se considera soportable si el *ratio* deuda/PIB es estable o decreciente. Este tipo de criterio se aproxima a la condición formal de restricción presupuestaria y resulta útil dentro de ciertos límites (21). El cuadro n.º 3 y los gráficos 2 y 3 se apoyan en un enfoque del mismo tipo, si bien en lugar de utilizar los valores corrientes de la tasa de crecimiento y del tipo de interés real, la condición de sostenibilidad se calcula por medio de los valores normales de estos dos factores, que sin duda reflejan con más exactitud las condiciones de un crecimiento a largo plazo (22). El cuadro n.º 3 indica, para cada estado miembro de la Comunidad, la desviación entre el excedente presupuestario primario y aquel que podría estabilizar a medio plazo el *ratio* de la deuda.

El gráfico 2 ofrece una imagen resumida de la cuestión. Presenta los niveles de deuda efectivos y la desviación entre el excedente primario y el que sería compatible con una estabilización del *ratio* de la deuda en la hipótesis de un tipo de interés

### RECUADRO B

#### LA ARITMETICA DE LAS RESTRICCIONES PRESUPUESTARIAS

La expresión habitual de la restricción presupuestaria intertemporal se obtiene por derivación directa de la ecuación contable que describe la dinámica de la deuda y de los déficit (23):

$$dB/dt = -S + iB \quad [1]$$

en donde  $B$  es la deuda pública,  $s$  el excedente primario (el saldo presupuestario menos los pagos de intereses),  $i$  el tipo de interés nominal y  $d$  el operador de derivación habitual. Los ingresos por señoría se dejan de lado a efectos de simplificación (esta cuestión se aborda en el epígrafe 2.1).

[1] puede expresarse en términos de *ratio* en relación con el PIB. Unos sencillos cálculos conducen a:

$$db/dt = -s + (r - y)b \quad [2]$$

en donde  $b$  y  $s$  son los *ratios* de la deuda y del excedente primario respectivamente con respecto al PIB,  $r$  el tipo de interés real y  $y$  la tasa de crecimiento del PIB real. Esta condición expresa que, cuando el *ratio* de la deuda multiplicado por la diferencia entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento supera al excedente primario, el *ratio* deuda/PIB aumenta.

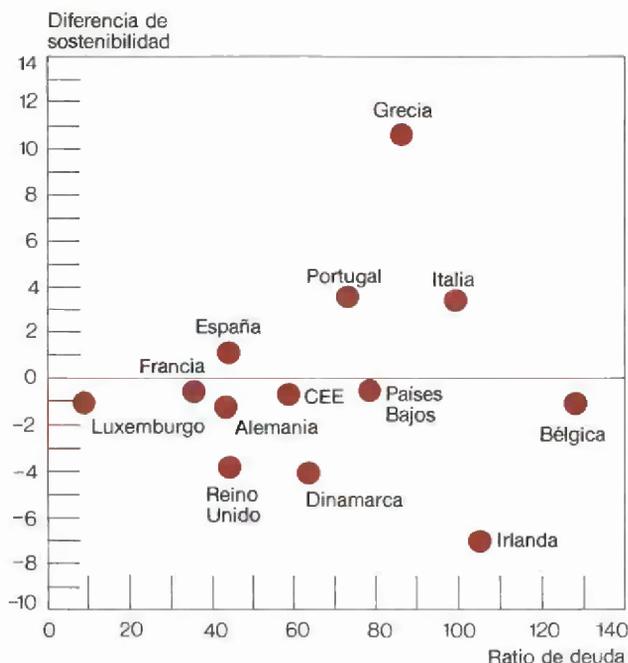
La integración de [2] ofrece la expresión de la restricción presupuestaria intertemporal

$$b \leq \int_0^{\infty} se^{-(r-y)t} dt \quad [3]$$

en otras palabras, la deuda inicial debe ser igual, por lo menos, al valor actualizado de los excedentes primarios futuros, siendo el factor de descuento el excedente del tipo de interés real sobre la tasa de crecimiento. Esta condición no se aplica más que si el tipo de interés real supera a la tasa de crecimiento; a falta de ello, el crecimiento borra toda la deuda que puede emitirse.

La ecuación [3] indica que el criterio de sostenibilidad es claramente prospectivo. Su aplicación empírica debe basarse sobre precisiones o sobre hipótesis en cuanto al excedente primario máximo en el futuro (24). Sin recurrir a tales normas, la ecuación [2] puede utilizarse para valorar la desviación entre el excedente primario observado y el que estabilizaría la tasa de endeudamiento en condiciones normales a largo plazo. Es lo que se ha hecho en el cuadro n.º 3. Los gráficos 2 y 3 están basados en el mismo criterio.

**GRAFICO 2**  
**RATIOS DE DEUDA Y DIFERENCIAS**  
**DE SOSTENIBILIDAD EN LA COMUNIDAD. 1989**



N.B. La diferencia de sostenibilidad viene definida de la misma forma que en el cuadro n.º 3. Los países situados por debajo del eje horizontal se caracterizan por unos ratios deuda/PIB crecientes en condiciones normales a largo plazo.

Fuente: Servicios de la Comisión.

real del 5 por 100. Las situaciones críticas —es decir, caracterizadas por unos ratios elevados y en crecimiento de la deuda— vienen representados por puntos de la zona noreste del gráfico.

Los elementos anteriores indican que cuanto más elevado sea el ratio de la deuda tanto mayor será el saldo primario compatible con la estabilidad de dicho ratio. Se deriva de ello que el límite del ratio de la deuda se confunde de hecho con la capacidad del Estado para destinar un volumen importante de impuestos al excedente primario y al servicio de la deuda pública; es decir, la capacidad de gravar con fuertes impuestos a la generación actual para pagar los gastos anteriores. Aun cuando no se pueda realizar una valoración fiable del ratio máximo deuda/PIB, podemos suponer razonablemente que los ratios de esta deuda que superen el 100 por 100 del PIB deberían estabilizarse obligatoriamente, teniendo en cuenta que en este nivel los impuestos dedicados a la estabilización de la deuda representan ya aproximadamente el 9 por 100 del PIB (25). Además, una integración más estrecha en el seno de la UEM restringe aún más la posibilidad de incrementar los impuestos futuros para asegurar el servicio de ratios de deuda elevados. El estado miembro que se vea obligado a aumentar los impuestos sin ofrecer un nivel equivalente de bienes públicos, debido a que los ingresos fiscales se dedican exclusivamente al servicio de la deuda, corre el peligro de ver cómo huyen gran parte de

los factores de producción móviles. De hecho, las transferencias importantes de una generación a otra sólo son posibles en la medida en que los factores tienen poca movilidad. La consideración de este elemento conduce a rebajar el límite superior de los ratios de deuda sostenibles (26).

El cuadro n.º 3 y el gráfico 2 subrayan la gran dispersión de las situaciones presupuestarias en la Comunidad. Si bien se puede considerar que la mayoría de los estados miembros tienen una posición sostenible, el ratio de la deuda es a la vez elevado y creciente en Grecia y en Italia, y, con base en el criterio mantenido, la situación presupuestaria actual de esos estados miembros puede considerarse como infractora de la disciplina que sería exigible en la UEM. Lo mismo sucede, en menor medida, en Portugal, donde el ratio de deuda ha bajado ligeramente en 1989, si bien se ha incrementado en condiciones macroeconómicas de largo plazo, como se indica en el cuadro número 3. Se impone también una corrección presupuestaria en el caso de ratios de deuda muy elevados, aun cuando sean estables. Esta observación se refiere a Bélgica, a Irlanda y, en menor medida, a Holanda.

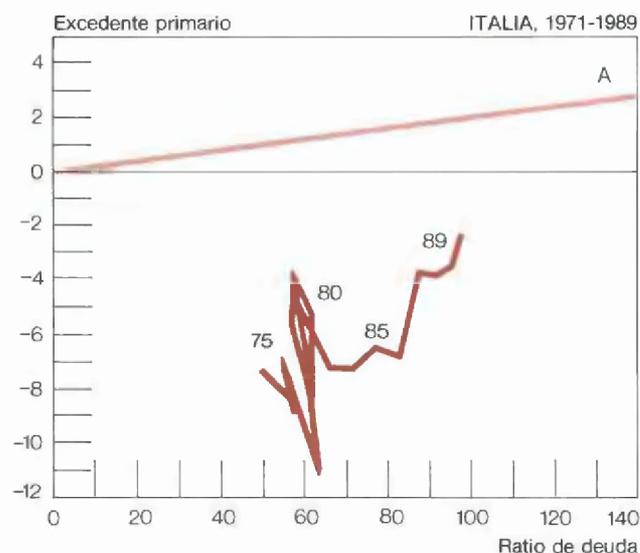
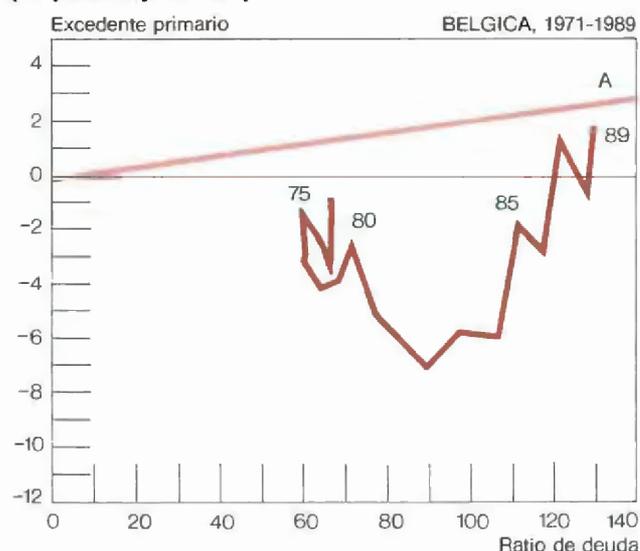
Para ilustrar las curvas de una posible estabilización, el gráfico 3 ofrece, para dos estados miembros fuertemente endeudados, la evolución del déficit primario y de la carga de la deuda, así como la condición de equilibrio, presentando el déficit primario exigido para estabilizar el ratio de la deuda a un determinado nivel. Aparece, así, claramente el contraste entre Bélgica, donde la sostenibilidad de la deuda se ha garantizado *grossa modo*, a pesar de una situación inicial muy desfavorable, e Italia, donde la situación no ha mejorado mucho durante los últimos años. El gráfico indica también que el ratio de la deuda italiana ha comenzado a aumentar en el transcurso de los años ochenta, después de haber permanecido estable durante largo tiempo gracias al reducido nivel del coste real efectivo del empréstito.

#### Las incitaciones a la disciplina, ¿son menores en la UEM?

La disciplina presupuestaria debería convertirse en una preocupación prioritaria de los gobiernos y de los parlamentos nacionales, y no de la Comunidad. No obstante, está demostrado que la indisciplina presupuestaria por parte de un estado miembro influirá sobre el conjunto. Estamos ante un caso clásico de efecto externo que reclama *a priori* unas reglas y unos procedimientos comunitarios centrados en el respeto a la disciplina. La naturaleza de las reglas y procedimientos que puedan ser más eficaces es una cuestión difícil, ya que plantea de inmediato los problemas de incitación y de comparación entre los fallos del mercado y los de los gobiernos. Antes de abordar con detalle estos puntos, puede resultar útil describir brevemente el porqué y el cómo del problema, y examinar las relaciones entre el tema que nos ocupa y la cuestión de los ingresos públicos, que se va a tratar en el apartado 2.

Un supuesto práctico útil para el análisis es aquel que reúne todas las condiciones para asegurar una disciplina efectiva de mercado. Estas condiciones son las siguientes. En primer lugar, se debe fijar una distribución precisa de las funciones entre los diversos tipos y niveles de instituciones gubernamentales, totalmente independientes unas de otras (Eurofed, autoridades presupuestarias de las Comunidades Europeas, estados nacionales), sin ninguna solidaridad financiera entre ellas. En segundo lugar, la concepción del sistema debe asegurar la independencia y la credibilidad del Eurofed. Unas reglas estatutarias deben garantizarle una protección absoluta frente a las presiones gubernamentales (27). Se le debe obligar también a seguir ciertas reglas para evitar una incoherencia temporal (28). En tercer

**GRAFICO 3**  
**EVOLUCION DE LA DEUDA PUBLICA Y DEL DEFICIT**  
**PRIMARIO EN CIERTOS ESTADOS MIEMBROS**  
**(En porcentaje del PIB)**



N.B. En cada uno de los gráficos anteriores, la evolución del *ratio* deuda/PIB se indica en abscisas y la del déficit primario en coordenadas. La recta OA representa la condición de equilibrio para un factor de descuento del 2 por 100 (un tipo de interés real del 5 por 100 y un crecimiento del 3 por 100).

Fuente: Servicios de la Comisión.

lugar, se deben modificar las normas de prudencia para garantizar: 1) que los mercados estén plenamente informados sobre el estado de las haciendas públicas; 2) que los vencimientos de la deuda pública no estén muy cercanos, y 3) que las regulaciones no obliguen a los agentes privados a mantener títulos del Estado ni les conduzcan a estimar que estos títulos carecen de riesgos.

En estas condiciones, la disciplina de mercado operaría a través de los incrementos del coste marginal del empréstito en función de la valoración realizada por los operadores del mercado sobre el riesgo de fallo. Cuando fuera dudosa la sostenibilidad de la curva deuda-déficit de un estado, los mercados reaccionarían modificando el *ratio* de crédito del estado disciplinado y aumentando el coste marginal del empréstito, lo que desencadenaría, en su momento, un programa de ajuste presupuestario. Sería inútil prever normas cuantitativas que limiten los volúmenes de empréstitos que pueden tomar los estados, o establecer procedimientos para supervisar su comportamiento. Además, cualquier modificación del coste de la deuda pública compatible con una valoración correcta de los riesgos de quiebra sería muy bien acogida, ya sea al alza o a la baja.

Aunque ayuda a clarificar el debate, la imagen precedente se apoya en hipótesis simplistas. En primer lugar, es dudoso que se pueda excluir toda solidaridad financiera entre los estados miembros. Como la quiebra de un estado influiría sobre toda la Comunidad, existen motivos para ayudar a un estado insolvente. Sólo una cláusula absoluta de no-ayuda, que prohíba cualquier asistencia financiera —no sólo por parte del Eurofed, sino también de la Comunidad en su conjunto—, podría persuadir a los mercados de que no es posible contar por anticipado con ninguna medida de solidaridad. Además, la Comunidad ya ha optado por la implantación de una política regional y por la organización de un sistema de transferencias intracomunitarias basándose en la solidaridad. De todo ello no se deduce que la solidaridad se vaya a producir automáticamente, y de hecho las reglas de la UEM deberían incluir una cláusula que excluya el automatismo de la solidaridad financiera; por otra parte, no se puede esperar que los mercados se comporten como si, en un contexto como este, estuviera excluido todo tipo de solidaridad. En segundo lugar, los logros de los mercados en materia de evaluación de los riesgos de quiebra de los estados suscita controversia.

Si bien ciertos elementos ponen de relieve una evaluación correcta de los riesgos de quiebra, la crisis de la deuda latinoamericana es un caso reciente que ilustra las carencias de una disciplina de mercado pura y simple. En tercer lugar, no es cierto que los gobiernos fueran a reaccionar efectivamente ante un descenso de su *credit rating* como lo harían los prestamistas privados. Teniendo en cuenta que una deuda pública masiva suele ser el fruto de una polarización política o de conflictos de distribución ligados con el reparto de la carga presupuestaria, más que el resultado de una maximización intertemporal, es dudoso que un incremento del coste de la deuda desencadenara necesariamente el ajuste presupuestario preciso (29). Además, el volumen de la deuda pública de los grandes países, referido al PIB de la Comunidad, podría limitar la eficacia de la disciplina de mercado.

Habida cuenta de estos elementos, se plantea el problema de saber si las restricciones que se revelan sub-óptimas, en un *optimum* de primer rango, porque tienden a restringir la flexibilidad presupuestaria lo seguirán siendo, o si la eliminación de las citadas restricciones tendría, por sí misma, unos efectos de incitación indeseables.

En base a lo anterior, los efectos incitadores de la UEM pueden clasificarse en tres rúbricas diferentes, según se deriven:

- 1) de las reglas que rigen el comportamiento del Eurofed y de las demás instituciones comunitarias;
- 2) de la eficacia de la disciplina de mercado en el contexto de la liberalización del mercado de capitales;

3) de la función macroeconómica y de la orientación de las políticas presupuestarias en el contexto de la UEM, teniendo en cuenta que, en un contexto imperfecto, el debilitamiento de las incitaciones macroeconómicas tendentes al logro de políticas presupuestarias sanas podría generar, a largo plazo, problemas de sostenibilidad.

1. En primer lugar, se trata de averiguar si el comportamiento del Eurofed o de las demás instituciones comunitarias reforzará o debilitará la disciplina. En lo que se refiere al Eurofed, ya se ha indicado que su independencia y el compromiso de estabilidad de los precios contribuirán a mantener un elevado nivel de disciplina monetaria. Podemos, pues, esperar que los estados sepan que, al adherirse a la UEM, aceptan *ipso facto* una restricción presupuestaria intertemporal y renuncian a cualquier monetización de la deuda en el futuro. Además, Wyplosz (1990) demostró que, incluso en el caso de que las autoridades monetarias renunciaran a monetizar su deuda, se debería acentuar la restricción monetaria dentro de la UEM (30). En ciertos estados, en los que el gobierno dispone de la posibilidad de recurrir a la financiación privilegiada del banco central, este elemento podría modificar sensiblemente el cuadro de las incitaciones a las que deben enfrentarse los que toman las decisiones. Se producirían costes, sobre todo en forma de un ajuste presupuestario a corto plazo y de una reducción de los ingresos de señoría por efecto de una inflación más débil, si bien, como se indica en el apartado 2, tales costes no se deben sobreestimar. En cuanto a las demás instituciones comunitarias, la creciente integración de la Comunidad genera inevitablemente anticipaciones crecientes de solidaridad entre sus miembros, lo que implica el riesgo de debilitar la disciplina. Más específicamente, nos podemos preguntar si la ayuda aportada por la Comunidad a un país inmerso en una grave crisis crea un peligro de debilitamiento de la disciplina. La cuestión se aborda en el capítulo 6, en el que se avanza que si se organiza adecuadamente un régimen de transferencias, incluyendo lo que concierne a la condicionalidad, disminuyen los riesgos de incertidumbre moral.

2. La segunda cuestión se refiere a la eficacia de la disciplina de mercado; es decir, a la capacidad de los mercados para valorar correctamente las primas de riesgo por fallo y para desencadenar la respuesta adecuada por parte de los prestatarios públicos. La evidencia empírica confirma que los mercados establecen diferencias entre los estados prestatarios, pero que tales diferencias suelen ser escasas si se tienen en cuenta los impuestos. Se observa una diferenciación por provincia o estado en Canadá, por ejemplo, donde los costes del empréstito varían en unos 50 puntos de base, y en Estados Unidos, donde la desviación es aproximadamente de 40 puntos de base (31). En el caso de Estados Unidos, no se observa una fuerte conexión entre el nivel del servicio de la deuda y el coste del empréstito, y no hay nada en absoluto que indique que, en un momento dado, el mercado pueda racionar a un estado fuertemente endeudado (32). Por otra parte, el análisis del mercado de las euroobligaciones no revela que exista una fuerte correlación entre el rendimiento al vencimiento de las obligaciones públicas libradas en la misma divisa, y con las mismas características, y la situación presupuestaria del prestatario (33).

La crisis de la deuda de los países en desarrollo, en el transcurso de los años ochenta, y la de la ciudad de Nueva York en 1975, ilustran los riesgos de un comportamiento imprudente por parte de los países prestatarios; sin embargo, no hay unanimidad sobre las causas de este comportamiento incorrecto. Algunos autores ven en ello una manifestación de la capacidad limitada de los mercados para valorar los riesgos del sistema (es decir, no sólo los riesgos relacionados con los choques

aleatorios habituales, sino también con la incertidumbre relativa a unos sucesos sin precedentes reales, sobre todo debido a que están fuertemente condicionados por factores macroeconómicos exteriores) (34).

Otros subrayan que las condiciones que garantizan el buen funcionamiento de la disciplina de mercado (sobre todo el acceso a una información completa o una cláusula estricta de no-ayuda) no se habían cumplido, o bien destacan las inadecuadas reacciones de los prestatarios, como las principales explicaciones de esta mediocre actuación (35).

En el contexto de la Comunidad, la integración de los mercados de capitales deberá contribuir a valorar mejor los riesgos, y los mercados deberán estar en disposición de producir efectos de orden disciplinario. Sin embargo, aun en la hipótesis de una correcta valoración de los riesgos por los mercados, la disciplina de mercado podría resultar insuficiente, ya que hay que tener en cuenta las anticipaciones de ayuda comunitaria y/o la respuesta inadecuada de los gobiernos a las señales del mercado.

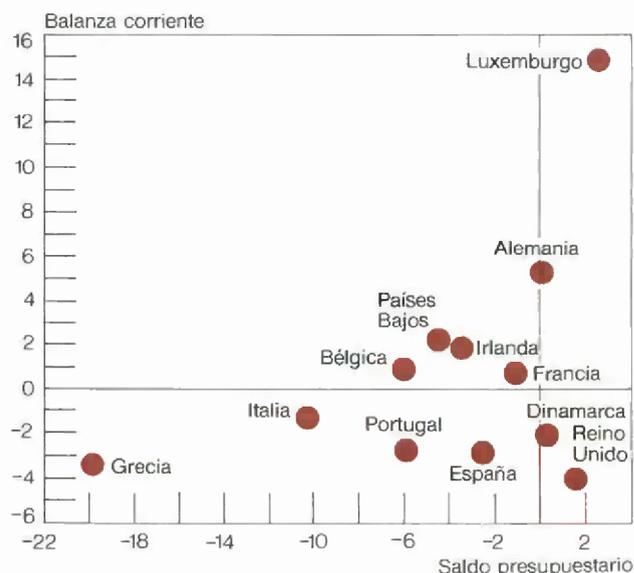
3. Aunque una tendencia a la laxitud presupuestaria no implica necesariamente un fallo de sostenibilidad, nos podemos preguntar si la UEM dará lugar a tales tendencias, atenuando las actuales restricciones en favor de las políticas presupuestarias estrictas. En teoría, existe esta posibilidad, incluso si la relajación de estas restricciones puede considerarse, bajo otro ángulo, como una ventaja de la UEM.

Una primera cuestión es averiguar si eliminar las restricciones que incitan actualmente a la moderación presupuestaria debilitaría la disciplina. En la actualidad, las restricciones más importantes son los tipos de interés real *ex post* en los países miembros del SME (con excepción de Alemania) y la «restricción exterior», que opera como un freno a la expansión presupuestaria cuando el país acusa un déficit de su balanza corriente o corre el riesgo de tener que devaluar su moneda. La implantación de la UEM hará que desaparezcan en gran medida estas dos restricciones, o significará su transferencia al nivel comunitario. De ahí podría derivar un debilitamiento de la disciplina.

Sin embargo, se puede poner en duda la pertinencia de este argumento, teniendo en cuenta que ninguna de estas restricciones afecta directamente a la disciplina presupuestaria. El elevado nivel de los tipos de interés real *ex post* refleja esencialmente una adaptación lenta a las anticipaciones de los tipos de cambio, más que a las de los riesgos de quiebra: los niveles de los tipos de interés real *ex post* han sido prácticamente idénticos en Francia y en Italia desde 1985 a 1989, a pesar de unas situaciones presupuestarias muy diferentes (36). El caso de Italia indica también que cierto crecimiento de la deuda pública es perfectamente compatible con el equilibrio exterior, siempre que la tasa de ahorro privado sea elevada. De una forma más general, el gráfico 4 muestra que no existe en la CEE ninguna correlación aparente entre el saldo presupuestario y el de la balanza corriente. En la medida en que estas restricciones desempeñan el papel de mecanismos disciplinarios, se trata exclusivamente de una especie de disciplina suplente, cuya optimización y eficacia están muy sujetas a criterios de prudencia (37). Su sustitución por una resolución formal de respetar una disciplina presupuestaria sería ciertamente beneficiosa.

Un segundo punto a examinar es el de saber si la falta de coordinación en el seno de la UEM incitará a los estados a practicar unas políticas presupuestarias exageradamente laxas. Los modelos estándares de coordinación indican que en el equilibrio no cooperativo las políticas presupuestarias son de-

**GRAFICO 4**  
**SALDOS DE LOS PRESUPUESTOS Y DE LOS PAGOS**  
**CORRIENTES. 1989**  
**(En % del PIB)**



Fuente: Servicios de la Comisión.

masiado laxas en los casos de efectos transfrontereros reductores del bienestar, ya que en tales casos cada país se preocupa exclusivamente de su propio bienestar, sin considerar cuáles puedan ser los efectos resultantes para otros miembros de la UEM. Esta cuestión se aborda en el epígrafe 1.3, en el que se avanza que no hay nada que pruebe de una forma cierta que en la UEM se vaya a producir un sesgo en favor de políticas presupuestarias excesivamente expansionistas. Existe el riesgo, sin embargo, de que, por falta de coordinación, los déficit presupuestarios no sean corregidos a su debido tiempo y se conviertan en importantes a medio plazo, ya que su coste en tipos de interés repercutiría en toda la Comunidad. Este problema debe abordarse mediante el juego de procedimientos de coordinación y supervisión.

En conclusión, no es posible considerar *a priori* que la UEM vaya a tener efectos negativos importantes sobre la disciplina presupuestaria, pero tampoco sería razonable confiar en que los mercados solos puedan asegurar la disciplina, ya que las condiciones de eficacia de esta disciplina no pueden considerarse como plenamente asentadas. Hay que enfrentarse a los riesgos de fallos de la disciplina del mercado mediante reglas y procedimientos comunitarios.

### 1.3. La necesidad de coordinación

La coordinación de las políticas económicas es, además de la autonomía y la disciplina, el tercer componente del régimen presupuestario de la UEM. Este epígrafe tiene como finalidad

analizar la razón de ser de un refuerzo de la coordinación y la supervisión de las políticas presupuestarias.

Hasta este momento, el debate sobre coordinación se ha centrado, con frecuencia, sobre los problemas globales a nivel del G7, y mucho menos sobre la coordinación en el seno de la Comunidad (38). Esto puede interpretarse como un signo de éxito, ya que el SME se fundó en parte para favorecer la coordinación de las políticas monetarias y de las políticas de cambio. Existe también otra explicación: las discusiones intracomunitarias, y en particular las discusiones dentro del SME, en los años ochenta, han estado dominadas por la búsqueda de una convergencia a la baja de los tipos de interés. Las discusiones sobre política presupuestaria han estado dominadas en gran medida, y siguen estándolo, por la necesidad de ajuste en los países fuertemente endeudados y muy deficitarios. La prioridad otorgada hasta el presente a la convergencia ha tenido como resultado dejar en la sombra los problemas de coordinación. Sin embargo, el tema conserva toda su importancia y podría saltar al primer plano en los próximos años.

La noción de coordinación tiene, en realidad, dos sentidos diferentes. En el contexto del debate de política económica, suele referirse a las discusiones de todo tipo que se han producido entre los gobiernos y los bancos centrales. En ese caso, la coordinación puede ser implícita y no formalizada. Los desarrollos recientes de la teoría económica han acentuado el sentido estricto del término: el de una coordinación formal y negociada de las políticas económicas, cuya necesidad se deriva de los aspectos de la interdependencia relativos a la teoría de los juegos y, con más precisión, a los riesgos de pérdidas del bienestar colectivo cuando los gobiernos y/o las autoridades monetarias persiguen de forma independiente unos objetivos contradictorios (39). A lo largo del texto, la coordinación se utilizará en este sentido estricto.

La coordinación de las políticas económicas se impone en todos los casos en los que quienes toman las decisiones no tienen en cuenta los efectos de las políticas internas sobre los países socios. Cuando se producen tales externalidades, las políticas no coordinadas obtienen resultados necesariamente por debajo del nivel óptimo, si bien esta menor optimalidad se suele poder corregir mediante modificaciones coordinadas de las políticas, aportando a todos los participantes un incremento del bienestar. Así pues, antes de abordar el análisis de la coordinación, conviene examinar la forma en que la UEM va a afectar a los efectos transfrontera de las políticas presupuestarias. Sobre esta base, podremos examinar si la UEM exige o no el reforzamiento de los procedimientos de coordinación. Por último, se examinarán brevemente los costes o las posibles ventajas de la UEM en este contexto.

#### ¿Potencia la UEM los efectos de interacción de la política presupuestaria?

La UEM afectará a las interacciones transfronterizas por tres vías diferentes:

- la unión económica incrementará la integración de los mercados de bienes y de capitales, influyendo así sobre la intensidad de las interacciones transfronterizas;

- la adopción de una política monetaria común, dirigida por el Eurofed, eliminará la posibilidad de una política de «cada uno para sí» en cuestiones de moneda y de tipos de cambio, al tiempo que aumentará los efectos de interacción de las políticas referentes al tipo de interés, ya que todos los países de la Comunidad compartirán el mismo tipo;

— el tipo de cambio común frente al resto del mundo se convertirá en un canal importante de interacción, ya que la política presupuestaria de cualquier país afectará a esta variable comunitaria. A falta de coordinación, la balanza de las operaciones corrientes de la Comunidad se convertirá para los estados en una especie de «bien público» cuya determinación escapa a un centro de decisión único (40).

De este modo, la UEM eliminará, por una parte, el riesgo relacionado con las políticas monetarias no cooperativas, mientras que, por otra, tiene el peligro de incrementar los factores externos ligados a la política presupuestaria, lo que puede exigir, de hecho, una creciente coordinación presupuestaria. Para valorar estos efectos de interacción de la política presupuestaria, pueden seguirse diversos enfoques: en primer lugar, el de los efectos transfronterizos convencionales de las políticas a corto y medio plazo; es decir, los efectos que se producen cuando los ajustes aplicados a los mercados de productos y de mano de obra están todavía en curso (ello debe estar en relación con los aspectos de «estabilización» de la política monetaria evocados en el epígrafe 1.1); un segundo enfoque se centra en los factores externos específicos, pero importantes, que se derivan de compartir una balanza corriente y un tipo de cambio comunes; un tercer enfoque se refiere a los factores externos, a más largo plazo, ligados a unos cambios duraderos de la política presupuestaria, una vez que se ha operado el ajuste de los precios relativos (es decir, a la función de «ajuste» de la política presupuestaria).

1. *A corto-medio plazo* —es decir, en un período inferior a cinco años— la política presupuestaria influye prioritariamente sobre la demanda global y los que deciden se preocupan sobre todo el crecimiento de la inflación. Aparecen interacciones; en primer lugar, debido a la transmisión de las rentas y de los precios por los flujos comerciales y, después, a los efectos del tipo de interés sobre la demanda. Las modificaciones del tipo de interés influyen también sobre los volúmenes y los precios a través del tipo de cambio. El cuadro estándar de análisis de estos efectos es el modelo Mundell-Fleming, en el que las economías caracterizadas por precios rígidos y subempleo se conectan unas con otras por los mercados de bienes y de capitales. Si bien ciertas hipótesis simplificadoras del modelo inicial deben perder su rigidez, el modelo Mundell-Fleming sigue siendo un marco muy útil que permite llegar a conclusiones precisas (41). Los principales resultados que de él se pueden derivar son los siguientes:

a) la integración del mercado de productos aumenta las interacciones por sus efectos sobre la demanda y sobre los precios relativos;

b) en un régimen de cambios fijos, la liberalización del mercado de capitales, que incrementa la movilidad de éstos y la posibilidad de sustitución de los activos, aumenta al eficacia de la política presupuestaria nacional por el hecho de que el acceso al mercado mundial de capitales disminuye los efectos de evicción (o, en el caso de un país pequeño, los elimina totalmente). Reduce también la función de «locomotora» de la política presupuestaria; es decir, su impacto en el extranjero, que puede traer consigo los efectos exteriores negativos que se asocian a las políticas presupuestarias expansionistas;

c) con la libre circulación de los capitales y su fuerte movilidad, el impacto interior de las políticas presupuestarias sobre la producción es mínimo si el tipo de interés es perfectamente flexible, y máximo si es fijo.

El paso a la UEM aumenta, pues, la eficacia interna de la

CUADRO N.º 4

**EFFECTOS DE INTERACCION A CORTO PLAZO DE UNA EXPANSION PRESUPUESTARIA FINANCIADA POR VIA OBLIGATORIA, EN DIFERENTES REGIMENES DE TIPO DE CAMBIO**

Regimen del tipo de cambio	PAIS DE ORIGEN DE LA POLITICA	
	Pais-ancla del SME	Otros paises
Flotación .....	+	+
SME .....	+/- a -	++
UEM .....	+/-	+/-

N.B.: En este cuadro los signos se refieren a los efectos de interacción que intervienen el PIB de los demás estados miembros. En todos los regímenes, se supone completada la movilidad de los capitales y se supone que las monedas europeas flotan con respecto a las divisas no europeas. La política monetaria se supone orientada hacia la estabilidad de los precios.

política presupuestaria nacional para la estabilización. La valoración de las interacciones resulta más difícil, ya que están condicionadas tanto por la amplitud relativa de los efectos sobre las rentas y los tipos de interés como por las asimetrías del régimen de cambio. En un régimen de flotación puro, la política presupuestaria tiende a ser expansionista en el extranjero, en razón de sus efectos sobre la demanda y la competitividad (cuadro n.º 4). Así pues, en caso de movilidad perfecta de los capitales, una expansión presupuestaria aprecia el tipo de cambio, aumentando de esta forma la competitividad de los países socios. En un SME asimétrico, la expansión presupuestaria en el país-ancla puede tener efectos de recesión en el exterior si los efectos sobre el tipo de interés y el tipo de cambio dominan los efectos sobre las rentas. Como resultado de ello, Alemania es la que fija los tipos de interés y los tipos de cambio del dólar para el conjunto del SME, aun cuando las exportaciones hacia Alemania apenas si representan más del 3 por 100 del PIB en Francia, en Italia o en el Reino Unido; de ello se deduce que el peso «monetario» de Alemania excede a su peso «económico» dentro del sistema. El signo del efecto global de interacción de una expansión presupuestaria en Alemania es una cuestión empírica, pero se puede suponer fácilmente que resulte negativo. Al contrario, una expansión presupuestaria en un país que no actúa como ancla del sistema tiene un efecto de locomotora, ya que no tiene impacto directo alguno sobre los tipos de interés.

En un régimen simétrico como la UEM, y en la hipótesis de una política monetaria común orientada hacia la estabilidad, el signo de estos efectos de interacción es teóricamente ambiguo; la política presupuestaria de un estado miembro puede llegar a aumentar o a reducir la producción, dado que el peso «monetario» de cada estado miembro —que resulta de su parte en los indicadores globales (precio, demanda de dinero, etcétera) sobre los que basa su política el Eurofed— se aproxima a su peso «económico». Así pues, el signo del efecto de interacción depende de la amplitud relativa de los efectos sobre las rentas comparados con los efectos sobre el tipo de interés y el tipo de cambio. Sin embargo, está claro el sentido del cambio al pasar del SME a la UEM, ya que la política presupuestaria en el país-ancla tiende a perder su carácter restrictivo en el exterior, mien-

tras que, a la inversa, la de los demás países pierde su carácter de locomotora.

Las simulaciones efectuadas con la ayuda de los modelos Multimod y Quest confirman, a grandes rasgos, las conclusiones cualitativas procedentes (Recuadro C). Si nos centramos en los efectos del paso del SME a la UEM, los resultados de la simulación indican que en la UEM el impacto de una expansión financiada por vía obligatoria en el país-ancla del SME (Alemania) resulta más expansionista dentro del país y menos restrictivo en el extranjero, ya que la política monetaria reacciona ante la actuación económica de la Comunidad más que ante la de Alemania. Es lo contrario de los que se constata en Francia, donde el cambio principal afecta al vínculo entre el tipo de interés y el tipo de cambio. De una forma general, las interacciones a corto plazo de las políticas presupuestarias parecen débiles en la UEM, debido a los efectos de sentido inverso que ejercen el crecimiento de las importaciones y el incremento del tipo de interés y del tipo de cambio.

Estos resultados parecen indicar que, en condiciones normales, la autonomía presupuestaria nacional en la UEM no debería incitar a los gobiernos a optar por unas orientaciones menos óptimas por el hecho de no tener suficientemente en cuenta las interacciones con los demás países de la unión. En otras palabras, no parece indispensable, *a priori*, potenciar significativamente la coordinación cotidiana de las políticas presupuestarias. Sin embargo, estos resultados se basan en la hipótesis de una política monetaria no acomodaticia, y dependen también de las características del modelo. Además, están estrechamente ligadas a la hipótesis según la cual, en un régimen de flotación, la expansión presupuestaria trae consigo una apreciación del tipo de cambio. Aun cuando así suceda normalmente cuando la movilidad de los capitales es efectiva, la determinación del tipo de cambio no es lo suficientemente exacta como para eliminar la posibilidad de efectos contrarios. En este caso, las interacciones positivas de la política presupuestaria serían mucho más acentuadas.

2. La participación en un *tipo de cambio común* frente a terceras monedas y en un *saldo exterior común* será una consecuencia directa de la UEM. Teniendo en cuenta que cada estado miembro no podrá alcanzar por sí solo los objetivos para estas variables, el compartirlos constituirá para los que deciden la señal más tangible de un incremento de la interdependencia dentro de la Comunidad.

¿Cuál será, en la práctica, la importancia de esta fuente de externalidades? No hay duda de que la balanza corriente y el tipo de cambio de la Comunidad no será más que dos objetivos entre otros muchos en tanto que su nivel y evolución no se desvíen de los límites normales. No obstante, al ser muy variables, los dirigentes europeos se verán obligados, en ciertas circunstancias, a otorgar a su evolución una importancia mayor. Si, por ejemplo, el déficit exterior de la Comunidad alcanza ciertos límites, se convertirá en el objetivo clave de la política económica. Al ser ambiguo el efecto de la política monetaria sobre el saldo exterior (debido a los efectos opuestos que ejercen sobre los intercambios la disminución de la demanda interior y la apreciación del tipo de cambio), la corrección de este déficit exigirá, sin duda, modificar la política presupuestaria. Las ventajas de una corrección presupuestaria realizada por un gobierno nacional repercutirán en toda la Comunidad (a través de la reducción del déficit exterior), mientras que la economía del país soportará casi por entero su coste. Estamos ante un ejemplo clásico de fuerte influencia externa.

3. A *largo plazo*, el acento se desplaza desde los efectos

sobre el crecimiento, el desempleo y la inflación hacia las externalidades derivadas de los efectos sobre los tipos de interés reales y las condiciones de intercambio (42). Suponiendo que a largo plazo la flexibilidad de los precios asegura el equilibrio de los mercados, y que todas las economías gozan de pleno empleo, la cuestión es saber si el déficit prolongado de un estado miembro va a afectar a sus vecinos a través de un alza de los tipos de interés y de un deterioro de las condiciones de intercambio, y cómo va a hacerlo (43). Este punto se vincula con la actual discusión sobre lo que se ha denominado el riesgo de una «apropiación indebida del ahorro de la UEM» (Lamfalussy, 1989).

Al suprimir la UEM la posibilidad de ajustar el tipo de cambio nominal, el alza de los tipos de interés reales ya no se podrá mantener limitada al país cuyo presupuesto es deficitario, y repercutirá en el conjunto de la unión. A medida que el tipo de cambio real se aprecie en el país con déficit, sus vecinos sufrirán sus influencias. Estos efectos sobre las condiciones de intercambio no son propios de la UEM, si bien la unión presenta dos diferencias a este respecto; en primer lugar, una parte de las modificaciones de las condiciones de intercambio serán comunes a todos los miembros de la UEM, ya que se derivarán de los cambios en el valor del ecu con respecto a las terceras monedas; en segundo lugar, las modificaciones de las condiciones de intercambio en la CEE deberán realizarse por la vía de la modificación del sistema de precios, en lugar de hacerlo por el tipo de cambio, con los costes de ajuste y tarificación que ello supone.

#### *La coordinación de las políticas presupuestarias en la UEM*

El análisis anterior puede servir de base para examinar la necesidad de una coordinación presupuestaria dentro de la UEM. Lo que importa es averiguar: 1) si la coordinación en la UEM se puede convertir en una exigencia importante, y 2) si las políticas mal coordinadas tienden a ser demasiado relajadas o demasiado estrictas.

Tratándose de coordinar *las políticas a corto y a medio plazo*, los precedentes elementos de análisis no indican la necesidad de una coordinación estricta, al día, de las políticas nacionales de demanda, teniendo en cuenta que dentro de la Comunidad sus efectos transfronterizos sobre el crecimiento y la inflación tienen pocas posibilidades de ser mucho más importantes que en la actualidad. Mientras no se produzcan circunstancias especiales que exijan una acción conjunta, los procedimientos de coordinación y de supervisión existentes, que prevén el intercambio de informaciones y las consultas, serán suficientes al efecto. No obstante, esta conclusión debe ser matizada debido a las externalidades que se producen a través del tipo de cambio y de la balanza corriente comunes. Como indica la experiencia de los países industrializados en los años ochenta, los conflictos suscitados por los objetivos comunes, como el tipo de cambio y la balanza corriente, constituyen en la práctica unas incitaciones mucho más fuertes para la coordinación que una mala orientación de la política económica conjunta en general (44). Aunque las simulaciones (ver Recuadro C) confirman que las políticas presupuestarias tienen ya en la UEM una interacción a través del tipo de cambio, los estados miembros que no son el país-ancla conservan, en teoría, la posibilidad de reajuste. Esta posibilidad no existiría en la UEM.

En caso necesario, se impondría una coordinación rigurosa con respecto al tipo de cambio y a la balanza corriente comunes, ya que la carencia de una acción común afectaría gravemente a estas importantes variables. Sin coordinación, ningún gobierno

**RECUADRO C**  
**POLITICA PRESUPUESTARIA E INTERACCIONES**  
**A CORTO PLAZO**

Las simulaciones con la ayuda de modelos pueden contribuir a la evaluación de la sensibilidad de los efectos de interacción a diferentes regímenes de tipo de cambio. Sin embargo, solamente ciertas interdependencias son sensibles al régimen del tipo de cambio. Los impactos de la demanda sobre los mercados de productos, como consecuencia de la expansión presupuestaria financiada por vía obligatoria, son completamente independientes del régimen de tipo de cambio. Por el contrario, las vinculaciones por el tipo de interés y el tipo de cambio dependen de este régimen. Los cuatro sistemas o regímenes contemplados en el Recuadro A se expresan de nuevo en el cuadro número 5.

Siendo asimétrico el SME, conviene examinar los efectos de una expansión presupuestaria a la vez en Alemania y en otro miembro del SME —en este caso, Francia (los resultados serían

similares con otro país grande). La asimetría entre estos dos países es aparente, tanto en el caso del SME como en el de la UEM asimétrica, teniendo en cuenta que una expansión presupuestaria en Francia tiene efectos mucho más limitados sobre el tipo de interés y sobre el tipo de cambio que una expansión presupuestaria en Alemania.

*En un régimen de flotación pura*, la mayoría de los efectos de la expansión se limitan al país de origen, que experimenta un alza de los tipos de interés y una apreciación de la moneda. Los efectos de interacción son generalmente positivos, pero de un alcance reducido.

*En el SME*, una expansión presupuestaria en Alemania es recesiva para el exterior y provoca una desinflación, puesto que los tipos de interés y los tipos de cambio aumentan para todos los miembros

CUADRO N.º 5  
**EFFECTOS CRUZADOS DE UN AUMENTO DE LOS GASTOS DEL ESTADO HASTA EL 2 POR 100 DEL PIB,**  
**SIMULACION MULTIMOD**

	PAIS DE ORIGEN DE LA POLITICA							
	ALEMANIA				FRANCIA			
	Flotación	SME	UEMA	UEM	Flotación	SME	UEMA	UEM
<b>PIB (efecto primer año)</b>								
Alemania .....	1,1	1,06	1,04	1,6	0,12	0,14	0,18	- 0,16
Francia .....	0,06	- 0,24	0,34	0	1,18	1,62	1,74	1,6
Italia .....	0,12	- 0,24	- 0,36	0	0,1	0,10	0,1	- 0,08
Reino Unido .....	- 0,02	- 0,26	- 0,32	- 0,02	0,04	0,06	0,06	- 0,1
<b>Tipo de Interés a corto plazo (efecto primer año)</b>								
Alemania .....	0,2	0,26	0,26	0,18	0,12	0,12	0,1	0,14
Francia .....	0,18	0,4	0,26	0,18	0,28	- 0,12	0,1	0,14
Italia .....	0,26	0,42	0,26	0,18	0,18	0,18	0,1	0,14
Reino Unido .....	0,26	0,42	0,26	0,18	0,14	0,14	0,1	0,14
<b>Tipos de cambio frente al dólar (efecto primer año)</b>								
Alemania .....	- 2,2	- 2,26	- 2,28	- 0,9	- 0,44	- 0,42	- 0,3	- 1,22
Francia .....	- 0,48	- 1,9	- 2,28	- 0,9	- 3,26	- 1,30	- 0,3	- 1,22
Italia .....	- 0,38	- 1,88	- 2,28	- 0,9	- 0,28	- 0,46	- 0,3	- 1,22
Reino Unido .....	- 0,44	- 1,84	- 2,28	- 0,9	- 0,28	- 0,42	- 0,3	- 1,22
<b>Defactor de la absorción interna (efecto quinto año)</b>								
Alemania .....	1,3	1,24	1,2	2,0	0,26	0,34	0,26	0
Francia .....	0,4	- 0,34	- 0,62	0,16	2,06	3,48	3,4	3,66
Italia .....	0,52	- 0,44	- 0,76	0,1	0,34	0,24	0,18	- 0,34
Reino Unido .....	0,4	- 0,22	- 0,36	0,1	0,28	0,24	0,16	- 0,14

del SME (si bien los márgenes de fluctuación permiten compensar en parte este efecto); por el contrario, la política presupuestaria en Francia tiene un efecto de locomotora (y es inflacionista para los miembros del SME) debido a la preponderancia de los efectos de vinculación por los cambios (45).

La UEM «asimétrica» tomada como hipótesis se sitúa el SME y la UEM. Como la política monetaria está completamente determi-

nada por Alemania (sin la flexibilidad autorizada por los márgenes), el multiplicador de la política presupuestaria es más elevado que bajo cualquier otro régimen en Francia (46); a la inversa, los efectos del tipo «cada uno para sí» provocados por la expansión presupuestaria alemana resultan intensificados. Los efectos sobre los precios se incrementan también, comparados con los del SME.

En la UEM, los efectos de una política presupuestaria son cualitativamente los mismos para Alemania y para Francia; en los dos casos, la reacción de las autoridades monetarias se supone idéntica. Para la expansión alemana, los efectos de vinculación por los intercambios tienden a compensar casi por entero los efectos de las vinculaciones por el tipo de interés. En el caso de Francia, las interacciones negativas predominan ligeramente (47). La inflación tiene escasos efectos sobre los demás miembros de la unión.

Las interacciones corresponden, en grandes líneas, a los resultados cualitativos que pueden derivarse de un modelo Mundell-Fleming estándar. Sin embargo, los resultados podrían ser específicos del modelo, teniendo en cuenta que el sentido de la interacción depende de la intensidad relativa de los intercambios y de las vinculaciones de orden financiero. Por ello, se ha procedido también a una simulación Quest, con el fin de comprobar la amplitud de los efectos de interacción de una expansión presupuestaria alemana en régimen de UEM, estando fijado el valor exógeno de los tipos de interés y de los tipos de cambio en unos niveles compatibles con la función de las reacciones de la política monetaria, y la condición de paridad de los tipos de interés no cubierta (cuadro número 6). Con el mismo tipo de hipótesis anterior en materia de política monetaria y de tipo de cambio, estos resultados confirman la escasa amplitud de los efectos de interacción de la política presupuestaria en la UEM.

CUADRO N.º 6

**EFFECTOS DE INTERACCION DE UN AUMENTO DE LOS GASTOS DEL ESTADO ALEMAN HASTA UN 2 POR 100 DEL PIB EN UN REGIMEN DE UEM, SIMULACION QUEST**

	PIB	Tipo de interés	Tipo de cambio del dólar	Deflactor de la absorción interna (1)
Alemania .....	2,1	1,5	- 2,7	4,5
Francia .....	0,14	1,5	- 2,7	- 1,5
Italia .....	0,18	1,5	- 2,7	- 0,9
Reino Unido....	0,34	1,5	- 2,7	- 1,7

(1) Efecto del primer año para el PIB, los tipos de interés y el tipo de cambio. Efecto del quinto año para el deflactor de la absorción. Los efectos sobre los tipos de interés y el tipo de cambio son exógenos.

Fuente: Simulación Quest realizada por los servicios de la Comisión.

nacional querría organizar una deflación a beneficio de la Comunidad en su conjunto. Incluso si ciertos estados miembros se sintieran tentados a actuar, otros intentarían más bien «aprovecharse»; es decir, beneficiarse de una parte de las ventajas de la acción sin participar en ella. En ese caso, se impondría, sin duda alguna, la necesidad de coordinación y de supervisión. Otra razón para intensificar la coordinación presupuestaria dentro de la UEM se deriva de la necesidad de definir una política comunitaria en el contexto más amplio de la economía mundial (48). Aunque las interacciones dentro de la CEE no exigieran ninguna coordinación en materia presupuestaria, siempre será necesaria una coordinación para establecer una correcta dosificación de las políticas, ya que el presupuesto comunitario seguirá siendo demasiado limitado para tener un impacto macroeconómico significativo. Sin coordinación presupuestaria, únicamente el Eurofed podría comprometerse en la vía de una coordinación de las políticas a escala mundial y, a falta de un actor en el sector de la política presupuestaria, podría verse sometido a presiones para adoptar unas orientaciones inadecuadas. A este respecto, la defensa de la independencia del Eurofed puede ser un motivo para la coordinación.

La necesidad de coordinar las políticas no lo será de forma cotidiana en los que respecta a política presupuestaria, si bien podrá resultar prioritaria en ciertas circunstancias; podrían, pues, crearse procedimientos especiales de coordinación para garantizar que estos aspectos exteriores de la interdependencia sean tenidos en cuenta de una forma correcta. Dichos procedimientos deberían asegurar la ejecución de las decisiones adoptadas de común acuerdo y evitar el riesgo de comportamientos «aprovechados».

Esta coordinación no se opondrá, en tal caso, a la necesaria

autonomía, ya que se trataría de modificar la política presupuestaria aplicable a la Comunidad en su conjunto. Este objetivo sería perfectamente compatible con las diferentes posiciones nacionales. En otras palabras, la coordinación aseguraría una adecuada dosificación de las políticas comunitarias en su conjunto, mientras que las políticas nacionales diferenciadas se ocuparían de las posiciones relativas; es decir, de la situación macroeconómica nacional con respecto al resto de la Comunidad.

Una cuestión conexas es determinar si una coordinación insuficiente comportaría el riesgo de que las políticas presupuestarias se hicieran demasiado laxas a corto plazo. Según los modelos estándar de coordinación, ese sería el caso si las expansiones presupuestarias dentro de la UEM tuvieran sistemáticamente repercusiones negativas en el exterior, ya que los gobiernos tendrían entonces que soslayar las consecuencias desfavorables de sus acciones sobre los países socios. Como hemos dicho anteriormente, las indicaciones facilitadas por los modelos empíricos no van claramente en este sentido. Sin duda, las políticas presupuestarias de los países que no son el paísancla del sistema serían menos expansionistas hacia el exterior de lo que lo son dentro del actual SME, si bien la consecuencia sería, sobre todo, la de corregir la distorsión existente, ya que los efectos de evicción de los tipos de interés y de cambio compensarían en gran medida el efecto producido. Podría producirse una distorsión en sentido inverso si los distintos estados miembros tuvieran que buscar ventajas en el plano del empleo y en el de la producción por medio de una depreciación real (49).

El análisis ofrece conclusiones más claras en lo que se refiere a la coordinación a medio y largo plazo. En la hipótesis de

pleno empleo, se experimentaría un déficit prolongado en forma de un alza de los tipos reales de interés y de una agravación de las condiciones de intercambio. Como no se tendrían en cuenta estos efectos desfavorables de la política presupuestaria, la falta de coordinación podría determinar una tendencia hacia el incremento indebido de los déficit presupuestarios (50). En ese caso, se impondrían la coordinación y la supervisión para evitar una política demasiado relajada.

En conclusión, nada indica con certeza que la UEM vaya a necesitar una estricta coordinación, día a día, de la política presupuestaria. Sin embargo, se impone la coordinación en los dos casos siguientes:

— para garantizar una dosificación adecuada de las políticas comunitarias en el contexto de la economía mundial, sobre todo en lo que se refiere al tipo de cambio común y a la balanza de operaciones corrientes comunes;

— para corregir, a medio plazo, posibles tendencias a un crecimiento excesivo de los déficit presupuestarios.

En ambos casos, los procedimientos de supervisión mutua deberían prever expresamente el riesgo de comportamientos «aprovechados».

#### *¿Aporta la UEM ventajas de coordinación?*

Se suele considerar que la coordinación de las políticas macroeconómicas procura a los que participan en ellas unas ventajas en términos de bienestar (51). La cuestión que se plantea es si conviene tener en cuenta estos efectos en el análisis de los costes y de las ventajas de la UEM.

Dado que la UEM traerá consigo la pérdida de un instrumento (el tipo de cambio nominal) cuyo manejo cooperativo contribuye a mejorar el bienestar, no hay duda de que de ello se derivará, desde la perspectiva de la gestión de los tipos de cambio, una pérdida con respecto a una coordinación completa (52). No es más que una expresión diferente del coste ligado a la pérdida del instrumento de los tipos de cambio, analizada en el capítulo 6. Sin embargo, no es del todo exacta, ya que la situación de referencia no se caracteriza por una coordinación perfecta. En comparación con un régimen de tipos flotantes, la UEM suprimirá las ineficacias vinculadas con las políticas monetarias no cooperativas. Se la podrá considerar como una forma de «coordinación de sustitución», pero al precio de la rigidez del tipo de cambio nominal (53). Con referencia a un período «1992 + etapa 1», la UEM no proporcionará el mismo tipo de ventajas. En efecto, el SME ya es una forma de coordinación suplente que elimina prácticamente toda gestión no cooperativa de los tipos de cambio, al precio de una baja optimización ligada a un sistema asimétrico, en caso de choques en los países que no son el país-ancla (a lo cual se añade, por lo menos en la etapa 1, una parte del coste resultante de la rigidez del tipo de cambio nominal). Así pues, la UEM sustituirá el coste de la asimetría por el de la rigidez.

Se trata, pues, de comparar dos soluciones ninguna de las cuales es óptima, y de valorar su rendimiento relativo con respecto a una cierta distribución de los *shocks*, teniendo en cuenta el grado de coordinación de las políticas que se puede esperar en cada caso. Una comparación cuantitativa está claramente fuera de lugar.

## **2. IMPACTO SOBRE LOS INGRESOS Y GASTOS DE LOS ESTADOS**

Este apartado trata los efectos de la UEM sobre los ingresos y gastos de los estados. Debemos considerar tres tipos de efectos. En primer lugar, a medida que convergen las tasas de inflación, los gobiernos pierden los recursos que suministra el alza de los precios, bien a través de los ingresos de señoría, bien, a corto plazo, por la no indiciación de los baremos y por los tipos de imposición. La cuestión de las pérdidas de señoría ha sido estudiada con frecuencia en recientes trabajos de investigación. Sin embargo, como se indica en el epígrafe 2.1, su importancia empírica parece relativamente escasa en el contexto comunitario.

Un segundo efecto concierne a los gastos del Estado. A medida que el tipo de interés nominal se reduce en los estados miembros más inflacionistas, el servicio de la deuda pública, y por tanto el déficit observado, también se contraen. Este efecto nominal viene acompañado por un efecto real, en parte transitorio, ya que los tipos de interés real actuales son bastante más elevados en los países con fuertes tendencias inflacionistas. Este será el tema del epígrafe 2.2.

Estos dos efectos se derivan directamente de la unión monetaria. Sin embargo, debe plantearse también, con respecto a la UEM, la cuestión más amplia de la convergencia de la fiscalidad y de los gastos en la Comunidad. ¿En qué grado y por medio de qué mecanismos se deberá conseguir esta convergencia? Este tema se estudia en el epígrafe 2.3.

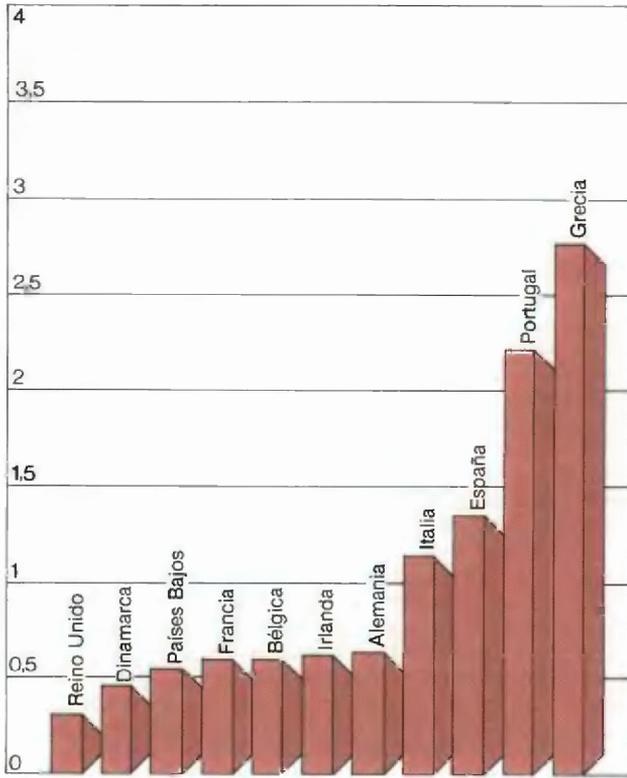
### **2.1. Pérdida de los ingresos por señoría**

El derecho de señoría es la facultad del Estado para financiar sus gastos emitiendo moneda. Los estados se procuran ingresos por señoría (conocidos también como «impuesto de inflación») emitiendo deuda a un interés nulo o reducido que es adquirida por el público, en forma de moneda, o por los bancos comerciales en forma de reservas constituidas en el banco central (54). Por ello, una inflación, incluso la permanente y debidamente anticipada, nunca es neutra en materia de hacienda pública.

La posibilidad de financiar los gastos del Estado emitiendo moneda ha sido, desde hace mucho tiempo, un privilegio de los señores, que luego se ha transferido al Estado. En el pasado, este tipo de financiación, aplicado a los déficit presupuestarios elevados, ha sido el origen de graves crisis inflacionistas. Pero el señoría puede también ser beneficioso para el Estado sin gran monetización de su deuda, y constituir para él una fuente permanente de ingresos. Por ello, es conveniente preocuparse por este fenómeno cuando se trata de crear una unión monetaria. Hay también otras razones que explican el impacto de la inflación sobre las finanzas públicas. En general, los sistemas fiscales no son neutros con respecto a la inflación, ya que un gran número de impuestos se basan en los ingresos nominales y no en los reales. Estamos ante otro tipo de señoría (o descuento por la inflación) que examinaremos brevemente al final de este epígrafe.

El señoría sólo es una fuente importante de ingresos para el Estado en las economías con una fuerte inflación. No obstante, desempeña desde hace algunos años un papel no despreciable en algunos estados miembros, en los que está vinculado con una inflación superior a la media, con un amplio recurso al dinero en metálico en las transacciones cotidianas y con unos

**GRAFICO 5**  
**INGRESOS POR SEÑORIAJE EN LA COMUNIDAD. 1989**  
**(Porcentaje del PIB)**



N.B. Los ingresos por señoriaje se han calculado utilizando la definición de señoriaje por el coste de oportunidad, a saber:  $s = i \cdot c + (i - i_c) \cdot r$ , en donde  $i$  es el tipo de interés a corto plazo en el mercado,  $i_c$  el tipo de interés sobre las reservas bancarias (obligatorias) y  $c$  y  $r$  son, respectivamente, las relaciones de la masa de metálico y de las reservas bancarias con respecto al PIB. Se supone implícitamente que las reservas libres están sujetas al mismo tipo de interés. Ver Grös (1989) para más detalles.

Fuente: Servicios de la Comisión.

*ratios* elevados de reservas bancarias (ver gráfico 5). La UEM no conseguirá que desaparezca el señoriaje, aunque, como se verá en los párrafos siguientes, la probable convergencia hacia la baja de los *ratios* de inflación en la Comunidad reducirá este recurso a un nivel mínimo (55).

Para los estados que todavía cuentan claramente con el descuento por inflación para financiar su Presupuesto, la UEM traerá consigo pérdidas permanentes de ingresos *ex ante*, que tendrán que ser compensadas por el incremento de los impuestos o por la reducción de los gastos. Por tanto, se plantean dos cuestiones:

1) ¿Cuál es, para las finanzas públicas, el coste bruto de una reducción de la inflación teniendo en cuenta que, con independencia de la unión monetaria, las modificaciones de la legislación bancaria relativas al mercado único inducirán una convergencia de los niveles de reservas obligatorias?

2) Si el descuento por inflación se sustituye de forma permanente por verdaderos impuestos, ¿traerá ello consigo un costo neto en términos de bienestar? (56).

Es evidente que el problema de los ingresos por señoriaje sólo se plantea en una situación en la que los estados miembros puedan elegir sus tasas de inflación independientemente unos de otros. Como se indica en el capítulo 2, ya no será así desde la primera etapa. Así pues, este epígrafe se refiere implícitamente a otra situación de referencia, que puede ser un régimen de flotación o bien un sistema de cambio poco restrictivo (del tipo *crawling peg*) que permite desviaciones de inflación permanentes.

#### *Coste bruto de las pérdidas por señoriaje para las finanzas públicas*

El señoriaje puede medirse bien como flujo de liquidez o bien como ingreso implícito. La primera medida, que es la más corriente en la literatura, viene dada por el *ratio* de variación de la base monetaria con respecto al PIB nominal. Sin embargo, puede presentar desviaciones considerables en el tiempo, y no conviene cuando las reservas bancarias, que forman parte de la base monetaria, estén remuneradas. La segunda medida se basa en la diferencia entre el tipo de interés efectivo aplicado a la base monetaria (que es de cero para el metálico, pero que puede ser positivo para las reservas obligatorias) y el tipo de interés del mercado. Esta última resulta mucho más estable en el tiempo, y por ello se utiliza aquí. Sin embargo, hay que tener en cuenta que los ingresos correspondientes se derivan de una imputación contable.

El gráfico 5 indica que los ingresos por señoriaje, que oscilan en la mayoría de los estados miembros alrededor del 0,5 por 100 del PIB, o aún menos, son importantes en los países del sur (Portugal y Grecia, y en menor medida España e Italia). Un examen más profundo revela que, dado que esos cuatro países recurren con más frecuencia al metálico (salvo en Italia) e imponen reservas obligatorias más fuertes que en el resto de la Comunidad, esta diferencia resulta, a la vez, de factores tecnológicos y reglamentarios. Por ello, en el caso de estos países está justificado proceder a una valoración del coste de la UEM para las finanzas públicas.

Sin embargo, la valoración de este coste no se puede realizar en base a los ingresos actuales por señoriaje; cuando la Segunda Directiva bancaria se implante en su totalidad, de aquí a 1993, la competencia entre los bancos en el mercado interior impondrá la convergencia en lo que respecta al coeficiente de reserva obligatoria. Si bien esta directiva no se refiere a la reglamentación monetaria en cuanto tal, las reservas obligatorias elevadas actúan sobre los bancos del país como un descuento y les perjudican en la competencia internacional. Durante el mismo período, el recurso al metálico también debería disminuir por el efecto de la modernización de los sistemas de pago. Para valorar el efecto específico de la unión monetaria, habrá que establecer hipótesis sobre la convergencia de los *ratios* de reservas y de metálico en relación con el PIB por el efecto de los cambios tecnológicos y por la puesta en marcha definitiva del mercado interior (57).

El cuadro n.º 7 facilita, para los cuatro estados miembros en los que los ingresos por señoriaje representaban más del 1 por 100 del PIB en 1988, una evaluación del coste bruto de la UEM para sus finanzas públicas. Esta evaluación se apoya en una comparación entre dos escenarios. El escenario 1, «1993», tiene en cuenta todos los efectos de la puesta en marcha del mercado interior: convergencia de los coeficientes de reserva en el 2 por

CUADRO N.º 7

**EFFECTOS DE LA UNION MONETARIA SOBRE LOS INGRESOS BRUTOS POR SEÑORIAJE**  
(Ingresos por señoriaje en porcentaje del PIB)

	1982-1984 (1)	1985-1987 (2)	1988 (3)	«1993» (4)	«UEM» (5)	Efecto mercado único (6) = (4) - (3)	Efecto UEM (7) = (5) - (4)
Grecia .....	2,46	2,34	2,75	1,84	0,71	0,91	1,13
Portugal .....	4,39	2,85	2,23	1,62	0,71	0,61	0,91
España .....	1,93	1,03	1,36	1,20	0,86	0,16	0,34
Italia .....	2,23	1,21	1,13	0,72	0,51	0,41	0,21

Fuente: Servicios de la Comisión.

100, supresión de los pagos de intereses sobre las reservas y consecución del descenso de recursos en metálico por el efecto de los cambios tecnológicos; pero si los tipos de interés reales se supone que van a converger, la hipótesis considerada no prevé convergencia alguna de las tasas de inflación. El escenario 2, «UEM», supone además una convergencia de las tasas de inflación al nivel del 2 por 100 anual (58).

Como indica el cuadro n.º 7, los ingresos por señoriaje ya han bajado, con la excepción de Grecia, con respecto a sus niveles de la década de los ochenta. Aun suponiendo que, a falta de la UEM, los estados no optaran por reducir la inflación, el coste bruto resultante para las finanzas públicas de la pérdida de ingresos por señoriaje que implica la unión monetaria sólo superaría el 1 por 100 en Grecia, y la inflación seguiría siendo importante en este país (el 15 por 100 en el escenario «1993»). Se trata claramente, sin embargo, de una situación límite, ya que, incluso sin su participación en la UEM, Grecia procedería sin duda a una desinflación. Lo mismo sucede, aunque en menor medida, en Portugal, donde la inflación aún superará el 10 por 100 en el primer escenario. Por el contrario, el efecto de la UEM se sitúa por debajo del 0,5 por 100 en España y en Italia.

*Efectos sobre el bienestar de las pérdidas por señoriaje*

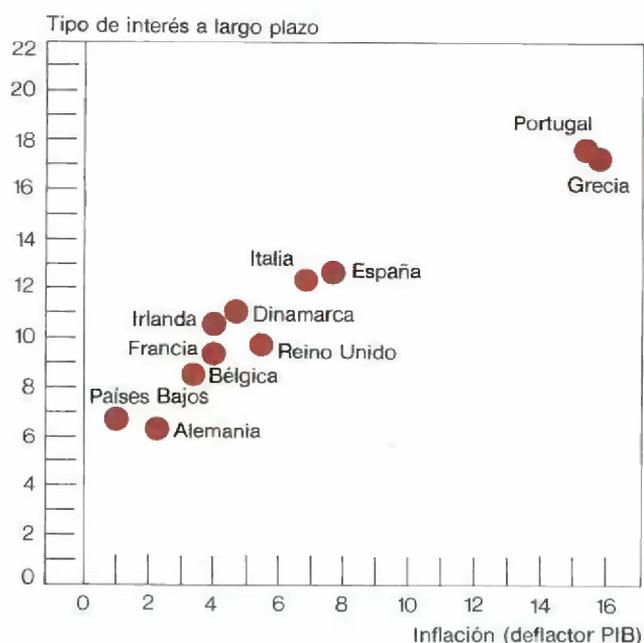
En la medida en que la reducción de los ingresos por señoriaje evita una incitación perjudicial a la inflación y a la relajación presupuestaria, aparece como una fuente de ventajas para el bienestar, sea cual fuere el coste bruto para las finanzas públicas. Queda por ver si la financiación mediante el señoriaje, desde la perspectiva económica, es preferible a la financiación por medio de impuestos. La teoría de la fiscalidad óptima ha puesto de manifiesto que, teniendo en cuenta las distorsiones inducidas por la fiscalidad, la maximización del bienestar no conduce a optar por una inflación cero, sino más bien a combinar los impuestos y las deducciones por inflación con vistas a minimizar las distorsiones (59). De ello se deduce que los países caracterizados por una fiscalidad generadora de distorsiones, una recaudación menos eficaz del impuesto o una economía sumergida más importante deberán admitir una tasa de inflación superior. A este efecto, se ha avanzado que la participación en una UEM caracterizada por una pequeña tasa de inflación podría considerarse subóptima para los estados miembros del Sur y/o los países en vías de recuperación, ya que ella implicaría un alza excesiva de la fiscalidad o un descenso excesivo de los gastos públicos (60).

A pesar de su lógica, la pertinencia de este argumento es dudosa, ya que se basa en la hipótesis de que la política económica es libre de elegir —y hacerlo efectivamente— una «tasa de inflación socialmente óptima», y que puede, además, mantener esta tasa de inflación permanentemente sin perder su credibilidad. No hay nada que pruebe que las tasas de inflación anteriores o actuales sean las mejores (61). Además, la teoría pone en duda la posibilidad de conseguir esa dosificación óptima de la fiscalidad y la inflación: considerando que los cuatro estados miembros analizados están fuertemente endeudados (España en menor medida que los otros), se verán fuertemente inducidos a reducir el coste real del servicio de la deuda pública, recurriendo, de una sola vez, a una monetización por sorpresa, es decir a la inflación. Esto complica la elección de una tasa de inflación permanente que resulte óptima y, en la medida en que el público se dé cuenta de esta tentación, se le lleva a anticipar una fuerte inflación. En este caso, el país consigue un equilibrio ineficaz: la inflación permanece de forma constante por encima de su nivel óptimo y el país sufre por ello pérdidas de bienestar, pero como el alza de los precios ya estaba anticipada, el Estado no obtiene de ello ningún beneficio en cuanto a la carga de su deuda pública. En estas condiciones, la participación en una UEM con débil tasa de inflación puede mejorar el bienestar, aunque oblique a elegir una tasa de inflación más baja que la óptima (62).

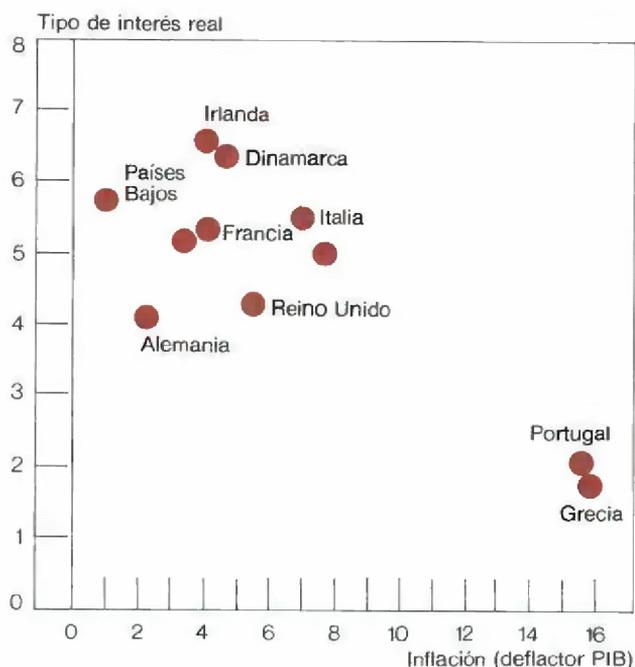
A pesar de estas objeciones, se han llevado a cabo unos cálculos sencillos con el fin de evaluar el coste máximo en bienestar por la pérdida del señoriaje. El cálculo, realizado con la ayuda de un ejemplo cifrado (*Anexo 1*) indica que el coste en bienestar de la UEM resulta, para las finanzas públicas, muy inferior al coste bruto, y ello por dos razones: primero, porque la tasa de inflación óptima no es independiente del coeficiente de reserva, sino que decrece al mismo tiempo que dicho coeficiente; en segundo lugar, el coste de bienestar de una fiscalidad incrementada debe compararse con el beneficio en bienestar de una inflación más baja. Los cálculos efectuados sobre la base de este sencillo modelo muestran, pues, que, aun suponiendo que la tasa de inflación «óptima» sea actualmente del 10 por 100 (valoración bastante pesimista) y que los ingresos por señoriaje se eleven al 1,5 por 100 del PIB, el coste en bienestar de las pérdidas del señoriaje como consecuencia de la unión monetaria no superarán —suponiendo que todos los factores sigan iguales— las de aumentar los impuestos un tercio de punto porcentual (63).

En conjunto, las consideraciones anteriores indican que el coste en bienestar de la UEM para los países que se enfrentan

**GRAFICO 6**  
**TIPO DE INTERES NOMINAL A LARGO PLAZO**  
**E INFLACION, MEDIA 1985-1989**



**GRAFICO 7**  
**TIPO DE INTERES REAL A LARGO PLAZO**  
**EX POST E INFLACION, MEDIA 1985-1989**



con unas pérdidas de señoría puede considerarse como de menor importancia, incluso despreciable.

#### *Inflación y fiscalidad*

Como hemos comentado anteriormente, el señoría no es la única vía por la que la inflación afecta a los ingresos reales del Estado. Los sistemas fiscales rara vez son neutros con respecto a la inflación. Entre los factores más importantes a este respecto, figuran los retrasos en la percepción de los impuestos (en materia de IVA o de impuesto sobre la renta, por ejemplo); los retrasos de indiciación (incluso la no indiciación) de los baremos del impuesto sobre la renta y/o las prestaciones de la seguridad social; la no discriminación entre el importe nominal y el importe real de las rentas de interés (y de las plusvalías), así como las dotaciones a amortizaciones y los cambios de interés en el cálculo del beneficio imponible de las sociedades.

De todo lo anterior se deduce que la inflación puede, según los casos, aumentar o reducir los ingresos del Estado. Sin embargo, existe una diferencia fundamental entre los efectos del señoría y los de la no neutralidad de la inflación con respecto al sistema fiscal. Aunque esta última puede ser importante a corto plazo, ninguna consideración de bienestar justifica que la fiscalidad confunda rentas nominales y reales. De hecho, la imposición de las rentas de los intereses nominales o las deducciones del importe nominal de las cargas de interés y de amortización del capital son una importante fuente de distorsiones, ya que conducen a los particulares y a las empresas a

opciones de inversión por debajo de los óptimos. El resultado normal de la no indiciación del sistema fiscal es que un alza de la tasa de inflación aumenta las distorsiones y reduce, por ello, el bienestar. En consecuencia, aunque una UEM con tasa de inflación baja pueda provocar un incremento de los tipos de imposición para compensar las pérdidas de ingresos, nada prueba *a priori* que el bienestar disminuya por eso.

#### **2.2. Tipo de interés y servicio de la deuda pública**

Los pagos de intereses de la deuda pública se cifran en un 5 por 100 del PIB en el conjunto de la Comunidad. En los países más endeudados, como Bélgica, Grecia, Irlanda e Italia, los pagos por intereses se aproximan al 10 por 100 del PIB, y llegan a representar más del 20 por 100 de los gastos totales del Estado. De ello se deduce que los efectos de la UEM sobre el tipo de interés de la deuda pública son importantes para las finanzas públicas.

El gráfico 6 muestra la relación que existe en la Comunidad entre los tipos de interés nominales a largo plazo y la inflación. Está claro que las divergencias en materia de tipos de interés se explican, ante todo, por los diferenciales de inflación. Los estados miembros en los que la inflación es más fuerte soportan igualmente los tipos de interés más elevados y, por tanto, una mayor carga de intereses sobre la deuda pública. Sin embargo, este fenómeno es de orden esencialmente nominal: el mayor importe de los pagos por intereses sobre la deuda pública no

hace más que compensar la depreciación real del principal. En la medida en que la participación en la UEM reduzca la inflación y el tipo de interés nominal, sin modificar los tipos de interés reales, el déficit presupuestario se verá disminuido, con la consiguiente reducción de la depreciación real de la deuda pública existente.

De todo ello se derivarán unas consecuencias reales, debido a la fiscalidad sobre las rentas de intereses nominales y a las pérdidas de capital. Además, la idea que el público tiene del problema del déficit se verá afectada, ya que las discusiones de política económica suelen centrarse en el déficit observado, sin considerar los efectos de depreciación de la deuda.

Sin embargo, la UEM afectará igualmente a las cargas reales de interés de la deuda pública, al menos de forma transitoria; para los estados miembros propensos a la inflación, hará más creíble el compromiso de respetar la estabilidad del tipo de cambio y de los precios. Del gráfico 7 se deduce que en la segunda mitad de la década de los ochenta los tipos de interés reales *ex post* a largo plazo estuvieron muy lejos de ser iguales dentro de la Comunidad. Permanecieron a un nivel histórico elevado y superaron el nivel alemán en los países del SME, con absoluta independencia de los diferenciales de inflación. En Grecia y en Portugal los tipos reales *ex post* fueron más bajos porque mantuvieron controles sobre los movimientos de capitales.

#### *La UEM y las diferencias del tipo de interés real*

Un desglose de los factores de diferenciación de los tipos de interés aclara los efectos potenciales de la UEM sobre los tipos de interés reales.

Las diferencias de un país a otro con respecto al tipo de interés real *ex post* (o efectivos) sobre los activos de la misma categoría, y con el mismo riesgo específico, pueden desglosarse, a efectos de análisis, en cuatro componentes:

- 1) las primas-país resultantes del control de los movimientos de capitales y de otros impedimentos a la movilidad de éstos;
- 2) las primas por riesgo de cambio ligadas a la variabilidad de los tipos de cambio;
- 3) la depreciación real del tipo de cambio;
- 4) los errores de anticipación con respecto a la evolución del tipo de cambio.

Estos factores serán examinados por separado más adelante. El desglose analítico viene dado en el *Anexo 2*.

1. La liberalización del mercado de capitales tiene como consecuencia reducir a cero el componente país de la prima incorporada a las diferencias del tipo de interés. De ello se deduce que los tipos nominales después de impuestos no se diferencian de un país a otro más que en el importe de la demora o de la prórroga; es decir, del diferencial entre los tipos de cambio corrientes y a plazo. En la práctica, cualquier agente en la Comunidad considera indiferente pedir prestado en una moneda *x* o en una moneda *y* siempre que se cubra contra las variaciones del cambio (suponiendo que los mercados de capitales ofrezcan una cobertura de los riesgos de cambio para el vencimiento en cuestión) (64).

2. Un segundo factor lo constituye la existencia de primas para riesgos de cambio; es decir, de desviaciones entre la prima sobre los mercados de cambio y la depreciación anticipada por

los participantes en el mercado. Si no puede ser anticipada, este plazo ha de aislarse a efectos de análisis: aunque los inversores no esperen modificación alguna de los tipos de cambio en un futuro previsible, los activos en una moneda extranjera comportan más riesgos que los de la misma categoría en la moneda del país. Así pues, el riesgo de cambio opera como un freno a la movilidad de capitales, incluso sin que existan controles sobre ellos. Además, mientras que los tipos de cambio puedan ser modificados con pequeño coste, los inversores saben que siempre es posible una depreciación de las monedas de menor reputación. Por ello, las primas de riesgo de cambio pueden seguir existiendo para las monedas que antes eran débiles aunque los tipos de interés se mantengan fijos durante un largo período.

Eliminando por completo el riesgo de cambio, la UEM eliminará también las primas correspondientes. Para los países de menor reputación, se creará una ganancia de carácter permanente, si bien bastante escasa. Aunque estas primas no puedan observarse directamente, no se puede considerar que representen, de forma permanente, una gran parte de las desviaciones de los tipos de interés.

3. Un tercer factor de divergencia consiste en que no se ha comprobado la paridad del poder de compra. En tanto que los reajustes de los tipos de cambio no compensen por completo las desviaciones de la inflación, los tipos de interés reales serán necesariamente diferentes. Este factor sólo podrá tener un efecto permanente si la UEM afectara, a largo plazo, a las modificaciones de los tipos de cambio reales en la Comunidad. En el capítulo 6, veremos que este caso es poco probable (65). En lo que se refiere a la transición, el capítulo 2 indica que, a partir de 1985, la amplitud de los reajustes en el seno del SME es sistemáticamente inferior a los diferenciales de inflación acumulados. Por tanto, este factor deberá reducir los tipos reales *ex post* en los países más inflacionistas.

4. Sin embargo, un cuarto factor, que explica sin duda lo esencial de las diferencias entre los tipos reales, procede de los errores de anticipación sobre los tipos de cambio. Parece que los mercados no están plenamente convencidos de la credibilidad del compromiso que representa el SME, y que siguen anticipando una devaluación de las monedas de menor reputación. A este respecto, las anticipaciones en materia de tipo de cambio son lentas en su ajuste.

La UEM eliminará, sin duda, cualquier anticipación sobre la modificación de los tipos de cambio dentro de la Comunidad. Como es poco probable que, a falta de la UEM, las anticipaciones del mercado vayan a ser siempre erróneas, no se puede ver en ello una ventaja permanente con respecto a una referencia a la etapa 1. Se trata, no obstante, de un factor importante para la transición, ya que una transición rápida a la UEM podría suavizar los costes ligados a la persistencia, durante un largo período, de un nivel elevado de tipos reales *ex post*.

#### *Efectos permanentes de la UEM*

De todo lo expuesto anteriormente se deduce que, con referencia a una etapa 1 estable, los efectos permanentes de la UEM sobre las diferencias de los tipos de interés reales serán necesariamente limitados. El primer efecto, único indiscutible, sería suprimir las primas para riesgos de cambio, que, como hemos afirmado anteriormente, son relativamente limitadas. Además, en una etapa 1 estable, el riesgo de cambio reducirá quizá la movilidad de los capitales, pero como los tipos de cambio serán estables (salvo en caso de crisis), no habrá que esperar repercusiones importantes sobre las primas de riesgo.

En la UEM, los tipos de interés nominales sobre los activos con vencimiento y riesgo iguales serán perfectamente idénticos en toda la Comunidad. La única cuestión que seguirá en pie, una vez lograda esta igualdad, es la del nivel general de los tipos de interés en el mercado. Una hipótesis sencilla que aquí establecemos es la de suponer que sea igual al de la situación de referencia en el país-ancla. Esta hipótesis se justifica por el hecho de que, dado que la liberalización de los mercados de capitales ya será efectiva en la situación de referencia, la UEM tendrá como efecto exclusivo eliminar el «ruido» monetario que afecta a los tipos de interés reales. No hay motivo alguno para esperar que los tipos de interés reales converjan hacia una medida comunitaria, tal como sucede en el caso de la supresión de los controles de movimientos de capitales entre dos países (66). Además, como el Eurofed deberá seguir, en líneas generales, la misma orientación que los bancos centrales de la Comunidad más orientados hacia la estabilidad, no hay elemento alguno de orden monetario que indique que los tipos de interés en Alemania deban acercarse a la media comunitaria. La validez de esta hipótesis depende, naturalmente, de otras hipótesis sobre política económica: si los mercados pensaran que las orientaciones del Eurofed son menos convincentes que las del Bundesbank, aumentarían las primas por inflación, lo que incrementaría, a su vez, los tipos de interés.

En conclusión, la UEM no deberá tener efectos importantes y permanentes sobre los tipos de interés. Esta conclusión, sin embargo, no vale más que para los activos de la misma naturaleza. Hay otra cuestión ligada a la identidad del prestatario: ¿se deben esperar efectos específicos sobre el rendimiento de las obligaciones del Estado? Los tipos de las obligaciones de deuda pública pueden ser diferentes, debido al crédito relativo de que goza el Estado en cuestión, o bien a los efectos de la cartera. Los efectos de la UEM relativos a estos casos se analizarán por separado.

Como se demuestra en el epígrafe 1.2, las primas para riesgo de quiebra parecen escasas en la actualidad, lo que puede interpretarse como un reflejo de la opinión del mercado según la cual la no soportabilidad de la deuda pública traería consigo una monetización de la deuda (y, por tanto, una depreciación de esta moneda) más que una quiebra. En la medida en que la UEM suprima las posibilidades de monetización, el resultado, para los países fuertemente endeudados, no podrá ser otro que un alza de las primas de riesgo para el prestatario. En otras palabras, un aumento de la prima de riesgo específica asociada a la deuda pública compensará (al menos en parte) la desaparición de la prima de cambio. En la UEM, los estados cuya deuda no pueda considerarse sostenible estarán expuestos, en consecuencia, a pagar sus préstamos más caros que los demás prestatarios públicos.

Los efectos de cartera no se derivan del riesgo de quiebra, sino más bien de que las obligaciones públicas y los demás activos financieros (tales como los activos líquidos y las acciones) difieren en su rendimiento y en la variación de éste. Al elegir la estructura de su cartera, los agentes sienten una aversión frente al riesgo, y toman en consideración los rendimientos y la posible variación, estableciendo de este modo la parte conveniente de cada categoría de activos. Mientras que los mercados financieros sigan fragmentados y la parte principal de la deuda pública esté en manos del propio país, una tasa elevada de endeudamiento puede traer consigo un incremento de los tipos de las obligaciones públicas, ya que los agentes privados dudarán en aumentar la parte correspondiente a estos activos en sus carteras financieras (67).

Bajo esta óptica, los efectos de la UEM dependen de los efectos de diversificación de las carteras existentes tanto en el país como en el exterior. Al eliminarse los riesgos de cambio, desaparece por completo la segmentación de los mercados de capitales. Las obligaciones con el mismo vencimiento y el mismo riesgo, emitidas por diferentes estados miembros, serán perfectamente sustituibles entre sí, y sus rendimientos se igualarán. Por lo tanto, la UEM deberá ser beneficiosa para los países fuertemente endeudados, ya que el acceso a un mercado de capitales más amplio reducirá el coste de la deuda pública *ajustado en función del riesgo* (68). Queda pendiente la cuestión de determinar si el aumento de las primas de riesgo va a quedar compensado, si bien ha de observarse que la integración del mercado de capitales, al admitir una mejor diversificación de los riesgos, reducirá, *ceteris paribus*, la amplitud de las primas de riesgo. Se puede suponer, pues, que su efecto neto será favorable, cuando menos, para los países que presentan una deuda elevada pero estable. Hay que tener en cuenta, en todo caso, la eventualidad de sesgos reglamentarios favorables a la propiedad de valores del Estado. Si existen reglamentaciones específicas que permitan al Estado tomar prestado a tipos preferenciales, podrá predominar el efecto de aumento de los costes.

#### *Efectos transitorios de la UEM*

La evolución de los tipos de las obligaciones en la fase de desinflación indica que la incertidumbre en cuanto al compromiso de estabilidad de los cambios por parte de los miembros no alemanes del SME ha contribuido, sin duda, a mantener sus tipos de interés en niveles elevados. La contribución específica de una débil credibilidad puede medirse comparando los tipos a largo plazo y la inflación en los países del SME con los de Alemania, ancla del sistema. A partir de principios de los años ochenta, cuando su situación se caracterizó por unos niveles más altos de inflación y del tipo de interés nominal (aunque también, y con frecuencia, por un nivel menor de los tipos de interés reales, debido al control generalizado de los movimientos de capital), la mayoría de los países han atravesado una larga etapa de tipos reales *ex post* sensiblemente más altos que los de Alemania. El movimiento típico de las diferencias de inflación y de tipos de interés, indicado en la parte A) del gráfico 8, se efectúa en sentido contrario a las agujas del reloj: un programa de desinflación se caracteriza por una inflexión simultánea del tipo de interés nominal y de la inflación hacia el origen del diagrama (convergencia completa), aunque, teniendo en cuenta que la reducción del tipo nominal registra un retraso sobre la desinflación, la curva permanece por encima del punto de paridad de los tipos de interés reales (*ex post*) representado por la diagonal (69).

El mejor ejemplo de lo que acabamos de decir nos la proporcionan los Países Bajos, que han logrado alcanzar la tasa de inflación alemana (e incluso la han rebajado), aunque al precio de varios años de tasas reales elevadas, como indica el gráfico 8. Es interesante destacar que la diferencia de tipos de interés entre los Países Bajos y Alemania ha permanecido durante largo tiempo, a pesar de: 1) una firme determinación de asegurar la estabilidad del tipo de cambio, ilustrada por la historia de los reajustes dentro del SME (el florín no ha conocido más que dos devaluaciones frente al DM, una en 1979 y la otra en 1983, del 2 por 100 en cada caso); 2) que la convergencia de precios se haya realizado muy pronto (de hecho, la actuación de los Países Bajos a este respecto supera a la de Alemania a partir de 1983). Este coste elevado de la desinflación en términos de tipos de interés se debe a la prima de riesgo y a la persistencia

de las anticipaciones de reajuste (70). Por el contrario, la desinflación en Italia sigue sin lograrse, y el diferencial del tipo de interés real *ex post* se mantiene sensible.

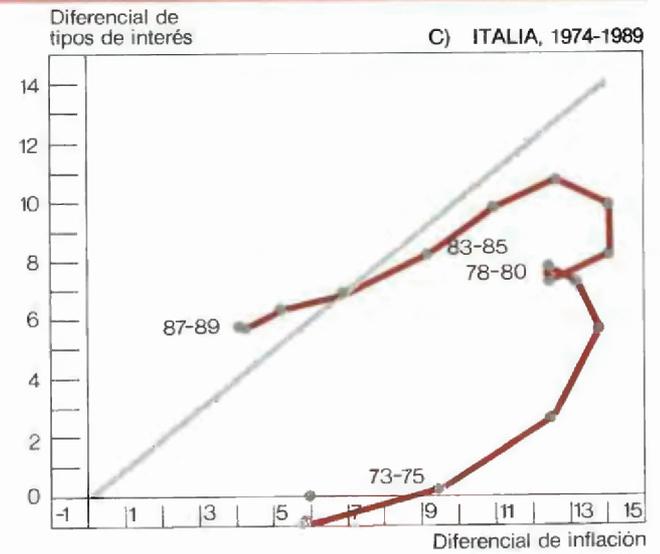
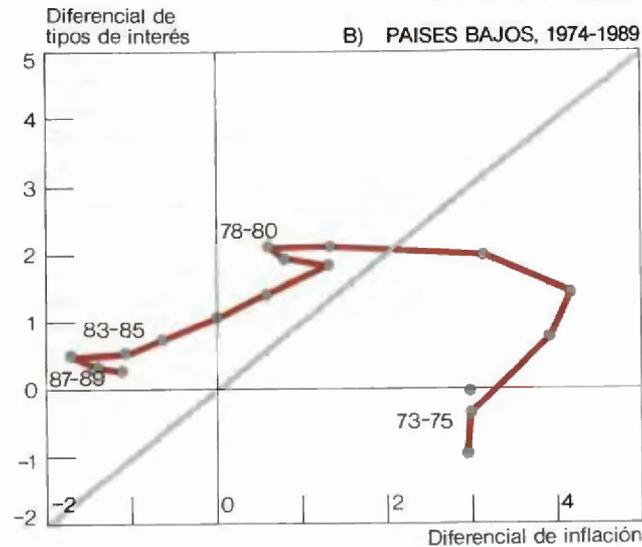
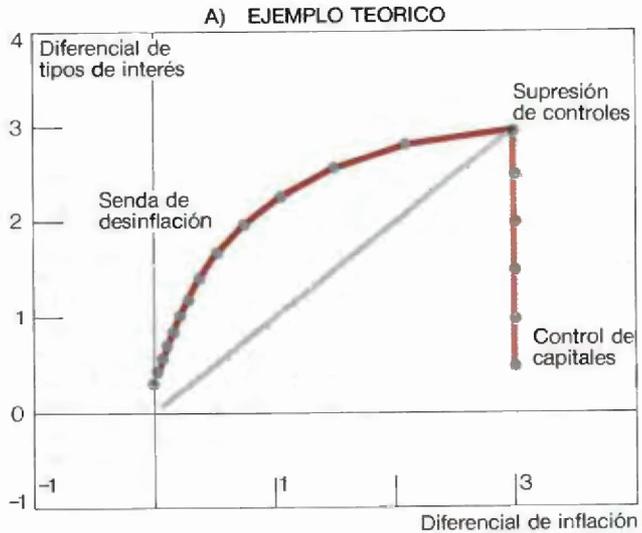
Un paso a la UEM en el momento oportuno podría reducir de forma importante el coste *ex post* de los empréstitos del Estado a lo largo de la transición hacia la convergencia de los precios. En la representación del gráfico 8 la UEM entrañaría, para los estados miembros cuya desinflación no se hubiera logrado por completo al inicio de la tercera etapa, una convergencia inmediata de los tipos de interés nominales, en lugar de una lenta progresión a la baja (71).

Podría resultar de ello una ventaja notable para los países fuertemente endeudados, cuyos programas de desinflación son difíciles de realizar debido a su coste para las finanzas públicas. Realmente, tal coste suele considerarse como el principal obstáculo para una convergencia total de los precios en los países fuertemente endeudados: como la desinflación reduciría los ingresos por señoriaje y aumentaría, al principio, los tipos de interés reales, la situación de las finanzas públicas correría el riesgo de empeorar, al menos en los primeros años. Por ello, ciertos autores estiman que la prioridad corresponde a la estabilización de la deuda pública más que a la convergencia de los precios; sugieren incluso que la desinflación lleva en sí misma su propia contradicción, ya que haría insostenible la trayectoria de la deuda pública, obligando a las autoridades a monetizar esta última (72). Al reducir sensiblemente el coste de la desinflación para las finanzas públicas, la UEM podría eliminar esta posible contradicción.

Una evaluación precisa de la ventaja cuantitativa supondría crear unas hipótesis detalladas país por país. Sólo hemos dado aquí, a título ilustrativo, una valoración muy general de las ventajas potenciales. El caso de los Países Bajos ofrece una referencia útil: este país es el único en el que la convergencia de la inflación y de los tipos de interés con Alemania ya se ha realizado, y los dos países presentan, cuando menos a partir de 1983, un caso clásico de unión monetaria *de facto*; esto es lo que otros estados miembros podrían llevar a cabo, sin duda, individualmente en el contexto de la primera etapa, comprometiéndose unilateralmente a respetar un tipo de cambio fijo con respecto al marco.

Desde 1979, año que marcó el inicio del SME, hasta 1989, la desviación del tipo de interés nominal acumulado entre los Países Bajos y Alemania se cifra en el 11 por 100, y el diferencial real *ex post* en el 15 por 100 (si el cálculo se efectúa con la ayuda del deflactor del PIB), debido al mejor rendimiento medio de los Países Bajos en cuanto a la inflación (73). Si elegimos la utilización de la diferencia nominal, que es la más baja de estas cifras, el coste (bruto) de la desinflación para las finanzas pú-

**GRAFICO 8  
DIFERENCIALES DE TIPO DE INTERES  
A LARGO PLAZO Y DE INFLACION  
CON RELACION A ALEMANIA**



*Nota:* Media móvil en tres años. La diagonal corresponde a la paridad de los tipos de interés reales *ex post*. Los puntos situados por encima de la diagonal se caracterizan por diferenciales positivos de tipos reales. Hacemos notar que las escalas no son las mismas.

blicas se sitúa alrededor de 0,11 veces el valor medio de la tasa de endeudamiento con respecto al PIB en el transcurso del período analizado (60 por 100), lo que representa un 6,6 por 100 del PIB (74).

Este cálculo no mide la ventaja aportada por la UEM, teniendo en cuenta que la desinflación ya está en marcha en la mayoría de los estados miembros y que ciertos miembros del SME se acercan ya a la situación de los Países Bajos. Sin embargo, estas cifras indican que, a medio plazo, la economía presupuestaria potencial podría compensar los efectos de las pérdidas de señoraje en los países fuertemente inflacionistas y fuertemente endeudados. Para Italia, España, Portugal y Grecia, la diferencia de inflación con respecto a Alemania superaba el 4 por 100 en 1989, lo que representa más que la holandesa-alemana al inicio de los años ochenta. La perspectiva de puesta en marcha plena de la UEM no es, evidentemente, inmediata, y estos países deberían, en principio, esperar una mejor convergencia. La UEM podría ayudarles a realizar la desinflación total con un coste menor a partir de un diferencial de inflación reducido (2 a 3 por 100). A título de referencia, podemos suponer que esta estrategia reduciría el coste de los tipos de interés a la mitad de la cifra holandesa (es decir, un acumulado de 5,5 puntos porcentuales). La ventaja resultante para las finanzas públicas se situaría entre un 2,3 por 100 en España, cuya deuda se mantiene relativamente baja, y un 5,4 por 100 en Italia. Estas ganancias se adquirirían de una vez para siempre; a medio plazo, no obstante, su impacto presupuestario podría compensar los costes conexos con las pérdidas de señoraje indicadas en el cuadro número 7.

Sin duda, la desinflación también puede traer consigo dificultades temporales para los países en donde la madurez de la deuda es elevada, aumentando el rendimiento real *ex post* de las obligaciones existentes. Este efecto, que también se produce en relación con los prestatarios privados, sólo sería significativo para los estados que hayan emitido obligaciones a largo plazo y a un tipo de interés fijo, y para los cuales la UEM debería acelerar sensiblemente el ritmo de la desinflación.

#### *Implicaciones macroeconómicas*

Más allá del dominio de las finanzas públicas, estas incidencias del tipo del interés tendrán un impacto macroeconómico sobre la economía en su conjunto. Se impone una clara distinción entre los efectos de la UEM sobre los tipos de interés reales *ex post* (o efectivos), de los que se ha hablado ya, y sus efectos sobre los tipos reales *ex ante*, que condicionan las decisiones de inversión y de ahorro de los agentes económicos. Una reducción sensible de los tipos reales *ex ante* durante la transición tendría como efecto promover, a medio plazo, las inversiones y el crecimiento. A largo plazo, la reducción de las primas de riesgo estimularía las inversiones tal como se ha visto en el capítulo 3. A la inversa, la reducción de los tipos reales *ex post* no modifica en nada las decisiones de inversión, sino que genera transferencias entre prestatarios y acreedores, y no tiene efectos sobre la economía real, salvo en la medida en que los agentes reaccionen a estos efectos de riqueza.

La eventualidad de una reducción de los tipos de interés reales *ex ante* parece menos probable que en el caso de los tipos *ex post*, como indica el Anexo 2. Además de su incidencia sobre la prima de riesgo de cambio, el único motivo de reducción se derivaría o bien de una anticipación actual de depreciación real en los países que no sirven de ancla al sistema, o bien, por el contrario, de una anticipación de apreciación real en el curso del primer período de la UEM. Las dos posibilidades existen, si

bien en menor medida que para los tipos *ex post*. A propósito de la segunda posibilidad, señalemos que una decisión prematura sobre la adhesión a la UEM podría tener efectos secundarios negativos, precisamente debido a una caída excesiva de los tipos de interés reales en los países más sujetos a inflación. Dado que los tipos de cambio fijados de una vez por todas implican la paridad de los tipos de interés, también implican que los tipos reales se sitúan más abajo en los países más inflacionistas. Un compromiso precipitado en favor de la estabilidad de los tipos de cambio podría convertir a la desinflación en un proceso más lento y penoso. Ciertos autores avanzan incluso que ya está sucediendo este fenómeno en países como Italia, puesto que las empresas pueden pedir prestado en el extranjero a un tipo real menor (75). Como se indica en el capítulo 8, la estrategia correcta consiste en seguir un camino intermedio entre los dos extremos de la «teoría del coronamiento» y de un compromiso inmediato sobre la fijación de los tipos de cambio.

### **2.3. Fiscalidad y provisión de bienes públicos en la UEM**

En todo el análisis que precede, se ha supuesto que los estados miembros conservan su plena autonomía de decisión en materia de impuestos y de gastos; es decir, que el nivel de los gastos diferentes de los intereses no se vería afectado, como tampoco las estructuras de los impuestos y de los gastos. El presente epígrafe examina brevemente si, y en qué medida, la UEM impondrá, además, una convergencia en materia de imposición y de gastos. Como el problema es amplio y complejo, sólo trataremos aquí los principales argumentos en relación directa con la UEM.

La cuestión de la convergencia fiscal ya ha sido el centro de muchos debates políticos en la Comunidad, dedicados sobre todo a los sectores específicos del impuesto indirecto (como consecuencia de las propuestas de armonización presentadas por la Comisión en 1987) y del impuesto sobre las rentas del capital (en el contexto de la liberalización de los mercados de capitales). En el marco de la UEM, conviene extender la discusión al conjunto de la fiscalidad y, de modo paralelo, a la prestaciones de bienes y servicios públicos. La conclusión es que, en cuestión de fiscalidad y de gastos públicos, la UEM no deberá, en términos generales, traer consigo cambios cualitativos importantes con respecto a la situación de referencia «1992 + SME». No obstante tendrá una repercusión en sectores específicos, y en particular en el de la imposición de las rentas del capital.

#### *El federalismo presupuestario y la UEM*

La teoría del federalismo presupuestario (76) proporciona un punto de partida adecuado, puesto que examina la cuestión de la asignación óptima de las competencias en un sistema caracterizado por la existencia de diversas autoridades responsables que fijan, con independencia unas de otras, impuestos sobre sus ciudadanos (que se suponen móviles) y les proporcionan bienes públicos (77). Esta teoría pretende delimitar los dominios respectivos de la competencia y de la cooperación entre las autoridades de base, y precisar los recursos y las funciones que deben asignarse a los escalones superiores o inferiores de la administración.

En el modelo de base, el capital y los ciudadanos pueden desplazarse, y lo hacen libremente, de la jurisdicción de una autoridad a la de otra; la información de los ciudadanos es

completa, y los bienes y servicios privados y públicos se producen en condiciones de competencia. En dicho modelo, muy simplificado, cada ciudadano puede elegir el nivel de prestación de bienes públicos que prefiera (y la fiscalidad derivada) «votando con sus pies»; es decir, pasando de la jurisdicción de una autoridad a la de otra para encontrar el conjunto de bienes y servicios que más le convenga. Las autoridades no están obligadas a la uniformidad; por el contrario, algunas se caracterizan por un nivel más elevado de prestación de bienes colectivos (por ejemplo, en el sector de la enseñanza pública), aunque también por una fiscalidad más fuerte. Todas las autoridades se preocupan por asegurar la eficacia de los servicios públicos, ya que un coste de producción más elevado, financiado con una fiscalidad más fuerte y no compensada por un mejor servicio público, incita a los ciudadanos a emigrar.

Estas conclusiones son importantes dentro del contexto comunitario, ya que subrayan la falta de restricción global de convergencia en los ámbitos de la fiscalidad y de los servicios públicos; según el modelo anterior, los estados miembros podrían mantener diferencias notables en el nivel de las cotizaciones obligatorias para el seguro de vejez, siempre que encuentren su contrapartida en diferencias de los salarios reales. Podrían también, si lo desean, recaudar el impuesto de acuerdo con sistemas diversos, siempre que satisfagan la exigencia general de eficacia en la gestión de los servicios públicos impuesta por la movilidad. Aunque, como ya se ha subrayado, la movilidad del trabajo debe seguir siendo escasa en la Comunidad, al menos más allá de las fronteras lingüísticas, las grandes disparidades en la eficacia del sector público podrían incitar a las empresas y a ciertas categorías de mano de obra a emigrar.

Sin embargo, el modelo antes citado debe ampliarse de inmediato para tener en cuenta las externalidades. Las ventajas y los costes de los bienes públicos pueden afectar a otras comunidades; una mejor infraestructura de transportes o ciertos equipamientos culturales benefician a los habitantes de otras comunidades, mientras que la contaminación ambiental no queda limitada a la zona en donde se crea. A falta de coordinación o de transferencia de estas funciones a una autoridad más alta, el equilibrio no cooperativo se caracterizaría por un aprovisionamiento insuficiente de bienes públicos, pero excesivo en «molestias» públicas tales como la contaminación (78). En el ámbito fiscal, se producen también efectos externos. La emigración de las bases de imposición crea problemas de competencia fiscal en el caso, por ejemplo, de los impuestos sobre las rentas del capital, sobre las sociedades o sobre los gastos (79). Sin coordinación o armonización, este tipo de externalidades haría que las autoridades responsables se vieran muy limitadas a la hora de imponer unas bases impositivas móviles. Un problema similar se plantea en lo que respecta a las transferencias entre familias sujetas a impuestos, ya que si las familias (o, por lo menos, ciertas categorías de ellas) son móviles, las políticas de redistribución resultan influenciadas de una comunidad a otra. Este fenómeno limita la posibilidad de que una autoridad responsable se comprometa, por sí sola, en unas políticas de redistribución diferentes de las de sus vecinos y, en términos generales, puede hacer que se otorgue a las políticas presupuestarias redistributivas un alcance más restringido que el que desean las diversas colectividades (80). Pueden existir también interacciones negativas de los ingresos, debido a que el crecimiento de la fiscalidad en una colectividad reduce la renta gastada en bienes producidos por el sector privado en la región vecina (81). La coordinación y la negociación entre los escalones inferiores de la administración, la fijación de normas mínimas en materia de impuestos, las medidas de reparto de los ingresos, las normas fijadas en común (en materia de medio ambiente,

por ejemplo) y la atribución de determinados recursos y de ciertas funciones a los escalones federales superiores son, todas ellas, técnicas útiles para mejorar el bienestar global en relación con lo que sería un equilibrio no cooperativo.

#### *Implicaciones para la UEM*

El enfoque anterior ofrece algunas pistas para un análisis de la fiscalidad y de los gastos públicos en la Comunidad. Los complementos aportados al modelo para tener en cuenta la movilidad imperfecta de los ciudadanos, el coste de la información y las economías de escala en materia de prestación de bienes públicos no modifican los resultados básicos. Sin embargo, refuerzan los argumentos a favor de la armonización y de la transferencia de recursos y de funciones a una autoridad de tipo federal: una información imperfecta aumenta, en las colectividades descentralizadas, el coste de la negociación y de la puesta en marcha de los acuerdos que adoptan entre ellas; las economías de escala suponen una centralización. Además, el hecho de que ciertos factores (trabajadores semicualificados, empleados, etc.) gocen de una movilidad restringida, mientras que otros (mano de obra cualificada, capital, etc.) son móviles, crea problemas de distorsión y de equidad vertical.

Por otra parte, se puede imponer también una convergencia fiscal en razón de necesidades puramente administrativas, relacionadas frecuentemente con la puesta en marcha de la legislación fiscal. Este punto viene ilustrado por dos casos recientes de armonización fiscal en la Comunidad, planteados en el contexto del mercado único. En el primero, el de la fiscalidad indirecta, se impone cierto grado de convergencia de las tarifas del IVA a medida que se supriman los controles en las fronteras, ya que diferencias importantes en las tarifas provocarían evasión fiscal. El mismo problema de la evasión fiscal se plantea también en el segundo caso, el de la fiscalidad de las rentas del capital, en el cual la oportunidad de tipos mínimos, o de un sistema común de retención en la fuente, resulta específicamente de las diferencias que existen entre los sistemas nacionales de declaración de la renta. Sin embargo, desde un punto de vista puramente económico, ninguno de estos impuestos exige, en principio, una armonización (82).

Se han dedicado diversos estudios a las necesidades de convergencia de los impuestos determinadas por el mercado interior y por la liberalización del mercado de capitales (83). Estos estudios llegan a la conclusión general de que la necesidad de la armonización o de la centralización se limita a ciertas categorías de impuestos, que representan una parte relativamente mínima de los ingresos del Estado: en particular, la armonización no se impone ni en materia de impuestos sobre la renta ni en materia de cotizaciones sociales y, en lo que respecta a las tarifas del IVA, es suficiente con reducir las diferencias entre un país y otro. Los impuestos sobre sociedades y sobre las rentas del capital son las excepciones que confirman la regla.

En el impuesto sobre la renta de las sociedades, ciertos argumentos hablan en favor de una armonización de la base imponible y de la fijación de un tipo mínimo a medida que la unión económica se vaya precisando. Las condiciones mínimas a cumplir son la neutralidad del impuesto con respecto a las inversiones extranjeras y a la cooperación transfronteriza, así como la prevención de la evasión fiscal. A largo plazo, algunos estudios dan a entender que, a medida que el mercado interior se convierta en el marco natural de las empresas comunitarias, el impuesto sobre la renta de las sociedades podría convertirse en un recurso propio de la Comunidad (84). Como alternativa, podría pensarse en mantener unos tipos diferentes de imposi-

ción, instaurando un sistema de reparto fijo de los ingresos (basado, por ejemplo, sobre la parte del país en la cifra de negocios global realizada por la empresa en la Comunidad) como el que se practica en ciertos estados federales. Queda por evaluar en qué medida las diferencias existentes en cuanto a tipos marginales de imposición efectiva originan distorsiones en el reparto de los recursos de las sociedades entre los países.

En cuanto a la imposición de las rentas del capital, la implantación de una moneda única originaría un cambio de orden cualitativo, puesto que ya no habría discriminación monetaria entre los activos financieros poseídos en los diferentes países de la Comunidad. El potencial migratorio de esta base de imposición se extendería a la totalidad de los activos financieros. Este cambio no haría más que incrementar la necesidad de una solución comunitaria, bien en forma de adopción de reglas comunes de declaración por terceros o bien con la implantación de una retención mínima en la fuente.

En las otras áreas, los efectos específicos de la UEM pueden considerarse como marginales. La mayoría de los efectos de la unión económica ya se han producido por la implantación total del mercado interior. En cuanto a la unión monetaria, además de que fortalecerá la integración, sus efectos complementarios procederán: 1) de la convergencia de las tasas de inflación; 2) de las restricciones de sostenibilidad más fuertes sobre los déficit presupuestarios, y 3) de la pérdida del instrumento del tipo de cambio. Ninguno de estos efectos implica una convergencia más fuerte de los sistemas fiscales. Los efectos de la convergencia de las tasas de inflación han de asimilarse a la cuestión del señoraje, tratada en el epígrafe 2.1, y no implicarán más que un mínimo aumento del impuesto. El reforzamiento de las restricciones impuestas a los déficit presupuestarios podría traer consigo un aumento de la fiscalidad en ciertos países, pero sin claras implicaciones en cuanto a la convergencia. La pérdida del tipo de cambio nominal podría incitar a los gobiernos a recurrir al impuesto para influir sobre el tipo de cambio real, lo que originaría una competencia en el terreno fiscal, si bien este problema podría resolverse por vía de coordinación.

Desde un punto de vista empírico, la experiencia de los estados federales confirma que los diferenciales de impuestos entre estados son menores en los Estados Unidos que en Europa. Siempre que los problemas específicos planteados por la competencia fiscal se resuelvan de manera apropiada, el posible margen de autonomía fiscal sigue siendo considerable (85). Sin embargo, hay que recordar que en la UEM las diferencias de niveles de imposición vendrán acompañadas, para las personas físicas, por diferencias en la renta real después de la imposición. Se puede esperar, pues, que la movilidad creciente de las personas y la creciente competencia en el mercado de productos ejerzan cierta presión sobre la eficacia de los sectores públicos.

A medida que crece la movilidad transfronteriza, adquirirá mayor importancia la cuestión de las externalidades en la prestación de bienes públicos. Las áreas que son de la competencia específica de la Comunidad —tales como la energía, el transporte y el medio ambiente— han sido analizadas en el capítulo 3. En otras áreas, tales como la enseñanza superior, será conveniente limitar al máximo los riesgos de una oferta insuficiente de bienes públicos mediante la cooperación entre los estados miembros.

Los países fuertemente endeudados también podrán tener problemas; en efecto, dado que una gran parte de los recursos públicos se dedica al servicio de la deuda, la provisión de bienes públicos tiende a ser insuficiente con respecto al nivel impositivo

(imposición elevada en comparación con la provisión de bienes públicos). Por ello, los agentes se verán impulsados a emigrar; es decir, a rechazar los compromisos suscritos por las generaciones anteriores. El mismo tipo de problemas intertemporales podrían derivarse de las obligaciones convencionales en materia de seguridad social. De forma general, la movilidad en la UEM limitará la posibilidad de prever amplias transferencias intergeneracionales en el marco de los presupuestos nacionales (86). Más concretamente, la convergencia fiscal (ya proceda de la armonización o de las presiones del mercado) podría incitar a los países fuertemente endeudados, que dedican una parte importante de sus recursos al pago de los intereses de la deuda pública, a situar la prestación de bienes públicos en un nivel sub-óptimo. Estos problemas no son graves a corto plazo, pero merecen que se les preste atención en una perspectiva más larga. Actualmente, exigen, ciertamente, una gestión saludable de la hacienda pública, más que iniciativas específicas por parte de la Comunidad.

## ANEXO 1

### EL COSTE EN BIENESTAR DE UNA REDUCCION DEL SEÑORIAJE: UN EJEMPLO

El coste en bienestar de una reducción del derecho de señoraje puede ilustrarse con un ejemplo numérico sencillo.

Supongamos que la función de pérdida de bienestar pueda representarse, de forma simplificada, por:

$$L = ap^2 + t^2 \quad [1]$$

en donde  $p$  es la tasa de inflación y  $a$  caracteriza el efecto de distorsión de los impuestos y de la inflación (cuanto más débil sea  $a$ , más distorsiones crean los impuestos).

El problema que se plantea al Estado es minimizar  $L$ , dentro de los límites de la restricción presupuestaria:

$$mp + t = e \quad [2]$$

en donde  $m$  es la base monetaria y  $e$  el nivel de los gastos públicos, medidos ambos como parte del PIB (se supone que el déficit es nulo).

La minimización de  $L$  en los límites de [2] ofrece el tipo óptimo de inflación:

$$p^* = em/(a + m^2) \quad [3]$$

Si  $a$  no es demasiado pequeña, y  $m$  no es demasiado grande, [3] puede calcularse como:

$$p^* = em/a \quad [3']$$

La inflación depende positivamente del nivel de los gastos públicos y del efecto de distorsión de los impuestos. Depende también, siempre positivamente, de la amplitud de la base monetaria (salvo para los valores muy escasos de  $a$ ).

Para evaluar el coste en bienestar de una pérdida de señoraje, supongamos que la base monetaria representa el 15 por 100 del PIB, lo que es un valor típico para los estados miembros del Sur, y que el tipo óptimo de inflación  $p^*$  es del 10 por 100, lo que es mucho y significa que los impuestos producen una fuerte distorsión. Los ingresos por señoraje representan, pues, un 1,5 por 100 del PIB. Con  $e = 0,4$  (lo que significa que los gastos del Estado representan el 40 por 100 del PIB), el valor del coeficiente  $a$  es de 0,5775.

Supongamos ahora que, debido a la puesta en marcha del mercado único, la base monetaria se reduce al 10 por 100 del PIB (por ejemplo, 2 por 100 en reservas + 8 por 100 en metálico). La tasa de inflación óptima se sitúa en el 6,8 por 100. De acuerdo con [2], los impuestos deberán incrementarse hasta 0,8 puntos del PIB.

Supongamos ahora que, como consecuencia de la UEM, la inflación se reduce a cero. Desaparece el señoraje. Los impuestos deben incrementarse hasta un 0,7 por 100 suplementario. La pérdida de bienestar ligada a los efectos conjugados de la baja de la inflación y el aumento del impuesto puede calcularse por medio de [1]. Se constata que es similar a la pérdida del bienestar resultante, *ceteris paribus*, de un incremento de los impuestos hasta un tercio de punto porcentual.

El modelo anterior puede modificarse para tener en cuenta el coste en bienestar de una posesión excesiva de reservas. Supongamos que la función pérdida sea igual a:

$$L = ap^2 + b(m - m_0)^2 + t^2 \quad [1']$$

en donde  $m = 10$  por 100 es un *ratio* técnicamente eficiente de la base monetaria en relación con el PIB. Los coeficientes  $a$  y  $b$  pueden identificarse suponiendo que  $p = 10$  por 100 y  $m = 15$  por 100 corresponden a una situación óptima. Suponiendo que el mercado único reduzca  $m$  a  $m_0$ , la reoptimización con respecto a  $p$  da el mismo resultado que anteriormente.

## ANEXO 2

### LA UEM Y LOS TIPOS DE INTERES REALES

El presente anexo estudia los efectos de la UEM sobre las diferencias de los tipos de interés reales entre los estados miembros. Se acentúa la diferencia entre la situación actual, que contiene ciertos elementos transitorios, y la UEM permanente. Se tienen en cuenta a la vez los tipos reales *ex ante* ( $R$ ) que condicionan las decisiones de inversión y los tipos *ex post* —o realizados ( $r$ )—, que son importantes desde el punto de vista del coste del servicio de la deuda pública.

La hipótesis prevé una movilidad perfecta de los capitales y una posibilidad de sustitución total de los activos, sea cual fuere el régimen de cambios. Se supone también que la política monetaria del conjunto viene determinada por un país-ancla en la situación de referencia y por el Eurofed en la UEM, si bien las dos políticas son idénticas, lo que implica que, a corto plazo, el tipo de interés nominal de la unión será el mismo que el del país-ancla en la situación de referencia.

Para los activos de la misma categoría, del mismo vencimiento y que presenten los mismos riesgos, el diferencial del tipo de interés real *ex post* entre el país analizado y el país-ancla es:

$$r - r^* = (i - p) - (i^* - p^*) \quad [1]$$

en donde  $i$ ,  $i^*$  son los tipos de interés nominales, y  $p$ ,  $p^*$  son las tasas de inflación (las variables con asterisco son las del país de anclaje). Sin embargo, los tipos de interés reales *ex ante* dependen de la inflación anticipada y no de la inflación realizada:

$$R - R^* = (i - i^* - f^d) + (f^d - Ee) + (Ee - Ep + Ep^*) \quad [2]$$

en donde  $R$ ,  $R^*$  son los tipos de interés reales *ex ante*, y  $Ep$ ,  $Ep^*$  son las tasas de inflación anticipadas.  $Ee$  representa la depre-

ciación anticipada y  $f^d$  la demora (*déport*). El primer término de [2], denominado generalmente prima correspondiente al país, es un efecto de los controles sobre los movimientos de capitales. Se supone nulo, lo que equivale a decir que se realiza la paridad cubierta de los tipos de interés. El segundo término —es decir, la diferencia entre la demora y la depreciación anticipada— es la prima para el riesgo de cambio; representa la parte de la diferencia del tipo de interés que la depreciación anticipada no explica. El tercer término, la depreciación real anticipada, no es nulo si no se realiza la PPC *ex ante* (87).

Los diferenciales de los tipos de interés real *ex ante* pueden desglosarse de la forma siguiente:

$$R - R^* = (f^d - Ee) + (Ee - Ep + Ep^*) \quad [3a]$$

y para los diferenciales *ex post*:

$$r - r^* = [(Ep - p) - (Ep^* - p^*)] + R - R^* \quad [3b]$$

Suponiendo que los tipos de interés *ex ante* y *ex post* en el país-ancla no se ven afectados por la UEM, si el índice 0 se refiere a la situación actual, el efecto de la UEM sobre el tipo de interés en los países que no sirven de ancla al sistema es el siguiente:

$$R_{EMU} - R_0 = - (f^d - Ee)_0 + [(Ep - Ep^*)_{EMU} - (Ee - Ep + Ep^*)_0] \quad [4a]$$

$$r_{EMU} - r_0 = - (f^d - Ee)_0 + [(-p + p^*)_{EMU} - (e - p + p^*)_0 - (Ee - e)_0] \quad [4b]$$

El primer término de estas dos expresiones es debido a la desaparición de la prima de riesgo de cambio. Este efecto, debido a la supresión de la variabilidad de los tipos de cambio en la UEM, debería contribuir a rebajar los tipos en los países periféricos, en la medida en que las previsiones relativas al descuento a plazo superan generalmente las depreciaciones de los tipos de cambio.

El segundo término de [4a] refleja los cambios de anticipación originados por la UEM en materia de tipo de cambio real. Suponiendo que los tipos de cambio reales evolucionarán, probablemente, y como promedio, de la misma forma en un estadio 1 *permanente* que en la UEM, el efecto será igual a cero. Sin embargo, podría ser importante en el transcurso de la transición, bien debido a las anticipaciones actuales de depreciación real de las monedas en los países que no sirven de ancla en el sistema, o bien, si se supone que los tipos de cambio nominales ya son creíbles, debido a las divergencias de precios que subsisten (88).

De la misma forma, el segundo término de los tipos reales *ex post* corresponde a la modificación de los tipos de cambio reales *ex post*. Este término no tendrá importancia, por término medio, más que si se efectúan ajustes importantes en los tipos de cambio reales la transición. Puede traer consigo una baja o un alza de los tipos de interés, según que las monedas de los países que sirven de ancla experimenten una depreciación o una apreciación reales durante la transición.

Sin embargo, el último término de [4b], que representa los errores de anticipación, es propio de los tipos *ex post*. El efecto que de él se deriva, que podría calificarse como «problema del peso», ofrece la posibilidad de reducir sensiblemente los tipos de interés reales *ex post* durante la transición, si las anticipaciones en cuanto a tipos de cambio son lentas en su formación y/o si la decisión de optar por una moneda fuerte no se considera creíble. La experiencia de los últimos años indica que este efecto podría ser importante.

## NOTAS

(1) Ver Van Rompuy *et al.* (1990) y, para una tentativa precoz de definición de un régimen presupuestario para la Comunidad, el informe MacDougall (1977). Ver también el epígrafe 2.3 siguiente.

(2) Esta distinción, que falta en el *Informe Delors* (1989), ha sido subrayada sobre todo por Bredekamp y Deppler (1989), y por Padoa-Schioppa (1990).

(3) Ver Artus (1988).

(4) La naturaleza de las asimetrías dentro de la UEM se analiza en el capítulo 6.

(5) Sobre la función de una integración imperfecta del mercado de productos, ver Krugman (1989), y Aglietta, Couderc y Delessy (1990).

(6) La experiencia de los Estados Unidos al comienzo de los años ochenta muestra claramente que no se trata de una hipótesis puramente teórica.

(7) El *shock* no es lo suficientemente fuerte como para desencadenar un reajuste; se supone que éste no se produce más que cuando el diferencial con Alemania alcanza el 8 por 100.

(8) En un contexto Mundell-Fleming estándar, las condiciones de una eficacia máxima de la política presupuestaria son: 1) un tipo de cambio fijo, y 2) la libre circulación de capitales, ya que entonces el coste de la política presupuestaria es menor en términos de tipo de interés.

(9) Ver capítulo 6 y Begg (1990).

(10) Esta baja permanente de la tasa de ahorro podría derivarse, sobre todo, de los cambios en la preferencia por el presente.

(11) Esto sólo es verdad en ausencia de una equivalencia ricardiana. Para una exposición de algunos de estos mecanismos, y de los efectos sobre la política presupuestaria en la UEM, ven Begg (1990), y Masson y Melitz (1990).

(12) Masson y Melitz (1990) avanzan otro argumento a favor de la diferenciación presupuestaria: suponiendo que el tipo de cambio común debe aumentarse a medio plazo para contribuir a la corrección de los desequilibrios de la balanza corriente norteamericana, muestran que la política presupuestaria será la única apropiada para realizar la distribución deseable de este ajuste entre los estados miembros actualmente excedentarios (Alemania) y los deficitarios.

(13) Begg (1990), que basa la función de la política presupuestaria como mecanismo de ajuste en la pérdida del efecto de recaudaciones reales, llega a otra conclusión.

(14) A título de ejemplo, el aumento inmediato del excedente presupuestario exigido para mantener el valor real de las pensiones de aquí a treinta años podría superar el 10 por 100 del PIB en ciertos estados miembros. De hecho, la existencia de compromisos implícitos resultantes de las obligaciones frente a los futuros pensionistas plantea también problemas de viabilidad a largo plazo. Para un análisis de las situaciones presupuestarias a este respecto, ver Hagemann y Nicoletti (1989), y OCDE (1990).

(15) Este argumento, planteado por primera vez por Diamond, es analizado por Wyplosz (1990) al mismo tiempo que otras justificaciones de las diferencias de niveles del déficit público.

(16) Es lo que han demostrado Sargent y Wallace (1981).

(17) Con una deuda del 100 por 100 con respecto al PIB, toda reducción monetaria sensible costaría al Estado endeudado varias veces el importe de su contribución al presupuesto comunitario.

(18) Recordemos, en este contexto, que, según numerosos autores, la Reserva Federal de los Estados Unidos modificó en 1982 sus orientaciones monetarias para ayudar a resolver la naciente crisis desencadenada por la deuda de los países latinoamericanos. Aunque se puede alegar que las consideraciones de interés nacional caminaban en el mismo sentido, tenemos en este caso un ejemplo de presión de hecho en el sentido de una liberalización monetaria, sin que esté en juego la independencia monetaria formal.

(19) Este tipo de argumentación ha sido desarrollado por Van Der Ploeg (1990) y por Bovenberg, Kremers y Masson (1990).

(20) La distinción entre los problemas globales y distributivos en este contexto ha sido estudiada por Padoa-Schioppa (1990).

(21) Los límites principales de este indicador son los siguientes: 1) no tiene en cuenta el nivel de la deuda, si bien la estabilización del tipo de endeudamiento es una cuestión más importante cuando alcanza el 100 por 100 que cuando es del 20 por 100; 2) en cuanto a tasa de crecimiento y de tipos reales, se basa en observaciones a corto plazo más que a largo plazo; 3) desconoce las deudas futuras, implícitas o convencionales, derivadas de los compromisos en el sector de la seguridad social.

(22) Un motivo especial para efectuar esta elección es que los tipos de interés reales *ex post* superan, sin duda, sus niveles a largo plazo en los estados miembros del mecanismo de cambio, cuyas decisiones en materia de desinflación y de tipos de cambio aún no son totalmente creíbles. Ver el epígrafe 2.2.

(23) Esta derivación está tomada de Blanchard (1990). Ver también Wyplosz (1990).

(24) El primer enfoque lo adopta la OCDE (1990); el segundo, Blanchard (1985) y Wyplosz (1990).

(25) Con un crecimiento del 3 por 100, una inflación del 2 por 100 y un tipo de interés real del 5 por 100, este porcentaje corresponde a un excedente primario del 2 por 100, más el 7 por 100 para el servicio de la deuda. Wyplosz (1990) considera que la tasa de endeudamiento máximo se sitúa alrededor del 150 al 250 por 100 del PIB.

(26) Este argumento ha sido esgrimido por Bovenberg, Kremers y Masson (1990). Ver también el epígrafe 2.3.

(27) En Bishop (1990), encontraremos ejemplos de disposiciones del primer tipo referentes a las normas de prudencia aplicables a los títulos del Estado que figuran en las carteras de los Bancos. En cuanto a las medidas destinadas a proteger al Eurofed contra las presiones de los gobiernos, han presentado propuestas Neuman (1990) y Padoa-Schioppa (1990). Los tres autores alguna para la deuda pública. Al Eurofed poseer títulos de la deuda pública.

(28) En cuestión de política monetaria, la incoherencia temporal se refiere al dilema de las políticas centradas sobre la estabilidad de los precios, pero que se ven incitadas a intentar una inflación sorpresa, sobre todo para reducir el valor real de la deuda pública. En la medida en que el público se dé cuenta de esta incitación, anticipa una renuncia a la política monetaria a la estabilidad monetaria. La inflación derivada es demasiado alta y sin ventaja alguna para la deuda pública. Ver Kydland y Prescott (1977), y Barro y Gordon (1983).

(29) Ver Alesina y Tabellini (1990).

(30) El motivo de ello es que, en caso de fallo del Estado, la pérdida de riqueza de los agentes privados tiene menos impacto sobre el equilibrio del mercado de productos que en ausencia de unión económica y monetaria. El argumento es el siguiente: en ausencia de UEM, la pérdida de riqueza privada derivada del fallo del Estado reduce la demanda de

productos, lo que hace bajar el tipo de interés real, reestableciendo de esta forma el equilibrio sobre el mercado de productos y reduciendo, al mismo tiempo, la carga del servicio de la deuda. Con UEM, la igualación de los tipos de interés disminuye fuertemente la baja de los tipos de interés real. Ver WYPLOSZ (1990) para la demostración.

(31) Estas cifras están tomadas de BISHOP, DAMRAU y MILLER (1989).

(32) Ver EICHENGREEN (1990).

(33) ALESINA, PRATI y TABELLINI (1989) ponen de manifiesto la existencia de primas de riesgo en las obligaciones del Estado italiano. Encuentran sus huellas en los diferenciales de interés entre los bonos del Tesoro y los certificados de depósito privados, y entre las obligaciones públicas y privadas a medio plazo. Sin embargo, según confiesan estos autores, estos diferenciales podrían también explicarse por unos grados diferentes de liquidez. Podría registrarse también un matiz fiscal.

(34) Más precisamente, esta deficiencia podría deberse a las incertidumbres inherentes a toda valoración del *credit rating* de los agentes públicos, que siempre pueden contar con los impuestos para garantizar el servicio de su deuda.

(35) El primer tipo de razonamiento viene ilustrado por AGLIETTA, BRENDER y COUDERT (1990); y el segundo, por BISHOP, DAMRAU y MILLER (1989).

(36) BREDEKAMP y DEPLER (1989) observan además que la reducción de los tipos de interés inducida por la UEM se derivaría exclusivamente de la aceptación de una disciplina monetaria por los estados miembros. Por lo tanto, no debería considerarse como contrario a la disciplina lo que se deriva en realidad de una disciplina más estricta.

(37) En la hipótesis de la equivalencia ricardiana —es decir, suponiendo que la falta de ahorro público viene compensada íntegramente por el ahorro privado— el efecto disciplinario de la restricción de la balanza corriente desaparece por completo. Ha de observarse con interés que un reciente estudio de la OCDE (NICOLETTI, 1988) rechaza la equivalencia ricardiana para la mayoría de los países, con excepción de Bélgica e Italia.

(38) Entre las excepciones figuran OUDIZ (1985), COUDERT (1987), AMALRIC y STERDYNIAK (1989), y COHEN y WYPLOSZ (1989 y 1990).

(39) Un ejemplo clásico en el sector monetario, extraído de la experiencia de los años setenta, es la tentativa de exportar las consecuencias inflacionistas de un *shock* de oferta (como un *shock* petrolífero) apreciando la moneda; cuando todos los países se esfuerzan a la vez (pero en vano) en alcanzar este resultado, las políticas monetarias se restringen con exceso. La coordinación de las políticas monetarias permite alcanzar entonces una situación superior en el sentido de PARETO, lo que facilita a todos los países participantes una ventaja en bienestar.

(40) Estos dos últimos efectos tienen la misma causa; a saber, la unión monetaria. Reclaman, sin embargo, un análisis diferente, teniendo en cuenta que el primero puede producirse en un ámbito de dos países, mientras que el segundo viene condicionado por las relaciones con terceros países. Ver COHEN y WYPLOSZ (1989).

(41) Las modificaciones importantes del modelo MUNDRELL-FLEMING se refieren a la fijación de precios y al tipo de cambio. Para una exposición reciente y completa, ver FRENKEL y RAZIN (1987). Para un análisis de los efectos de la UEM en un contexto MUNDRELL-FLEMING, ver VAN DER PLOEG (1989, 1990), al cual se refiere la presente exposición.

(42) Las consideraciones siguientes están tomadas de WYPLOSZ (1990).

(43) El análisis se refiere, en esta ocasión, a los déficit permanentes, como indica WYPLOSZ (1990); en un contexto intertemporal, debe cumplirse la restricción presupuestaria y, en todo caso, todo déficit presu-

puentario debe financiarse mediante un aumento de los impuestos. Por ello, un déficit «permanente» constituye en realidad un crecimiento del nivel de los gastos y de las retenciones. Estos efectos de la UEM se estudian en el epígrafe 2.3.

(44) En otros términos, aunque la literatura económica pone el acento sobre las ventajas de una coordinación absoluta, la coordinación real tiende a ser realista y a concentrarse sobre la regulación de los conflictos posibles suscitados por estos objetivos comunes (CURRIE, HOLTHAM y HUGHES-HALLETT, 1989). La experiencia del mecanismo de cambio confirma, en parte, la preeminencia de la coordinación relativa; en efecto, los intercambios de criterios se han referido con mayor frecuencia al nivel correcto de los tipos de cambio que a las orientaciones de política económica para la Comunidad.

(45) La ligera reducción del tipo de interés en Francia proviene de la reacción de las autoridades francesas ante la apreciación de la moneda dentro del límite de los márgenes del SME.

(46) Sin embargo, se mantiene débil con respecto a los resultados de los modelos macroeconómicos habituales, debido, ante todo, a los efectos que subsisten sobre los tipos de interés y de cambio (la economía francesa no es asimilable a la de un pequeño país de la CEE), y además por el hecho de que el modelo está, por su naturaleza, orientado hacia el futuro, lo cual reduce la eficacia de la política presupuestaria.

(47) Las diferencias de tamaño, de apertura y de comportamiento de los salarios y de los precios en Alemania y en Francia explican, en gran medida, las desviaciones de los resultados de las simulaciones relativas a los dos países. Otro factor es una de las hipótesis técnicas supuestas por estas simulaciones; a saber, la igualdad para Francia y Alemania de la ponderación de las variables nacionales utilizada en el cálculo de las cantidades globales que forman parte de la función de reacción. Una hipótesis más realista consistiría en ponderar los países en función de su PIB, lo cual reduciría el contraste entre Francia y Alemania en el sistema de la UEM.

(48) Ver LAMFALUSSY (1989), PADOA-SCHIOPPA (1990), y COHEN y WYPLOSZ (1989).

(49) Ver COHEN y WYPLOSZ (1990), y WYPLOSZ (1990).

(50) Ello supone que cada gobierno fija la amplitud de su déficit presupuestario en función de consideraciones internas; es decir, maximizando una función de bienestar que tiene en cuenta el impacto del alza de los tipos de interés en el interior, pero no en el exterior. ¿Se trata, o no, de una «apropiación indebida del ahorro comunitario»? La respuesta no es clara. Como han subrayado BREDEKAMP y DEPLER (1989), esta apropiación no puede calificarse como indebida si el tipo de rendimiento de la inversión pública es igual o superior al tipo de interés real del mercado.

(51) Ver, por ejemplo, OUDIZ y SACHS (1984). Las ventajas de la coordinación se discuten. Para un estudio reciente, ver CURRIE, HOLTHAM y HUGHES-HALLETT (1989).

(52) Este efecto ha sido demostrado por GIAVAZZI y GIOVANNINI (1987), y analizado por VAN DER PLOEG (1989, 1990).

(53) Ver HUGHES-HALLETT, HOLTHAM y HUSTON (1989).

(54) A las reservas bancarias se les asigna un tipo de interés cero en la mayoría de los países de la CEE. Sin embargo, las reservas se remunerar, aunque por debajo de los tipos del mercado, en los países caracterizados por reservas obligatorias elevadas. De ahí se deduce que los ingresos por señoría no son proporcionales a la amplitud de la base monetaria. Estos ingresos no aparecen necesariamente en forma de beneficios de los bancos centrales, sino también en forma de reducción de

los pagos de intereses contabilizados por el Estado, teniendo en cuenta que, en ciertos países, el Tesoro toma prestado del banco central a unas condiciones de favor. Para un análisis de este tipo aplicado al caso italiano, ver MOHLO (1989).

(55) No examinaremos la forma en que se redistribuyen los ingresos por señoría entre los estados miembros. Esta cuestión está ligada a la distribución del capital del Eurofed.

(56) Para los países fuertemente endeudados, la reducción de los ingresos de señoría tiene el peligro de influir sobre la dinámica de la deuda pública, como se indica en apartado 1. La cuestión de saber si hay que deducir de ahí un argumento para otorgar la prioridad a la consolidación presupuestaria, más que a la desinflación, se estudia en el epígrafe 2.2.

(57) Es interesante indicar que, a partir de 1990, España ha introducido en su legislación una reducción progresiva de la tasa de reservas obligatorias, que ha de pasar del 17 al 5 por 100.

(58) La hipótesis de una tasa de reserva del 2 por 100 en el escenario 1 («1993») corresponde al nivel medio de los otros ocho países de la Comunidad. GIOVANNINI (1990) supone unas tasas de reserva del 1,5 por 100 después de la liberalización del sector bancario. Los *ratios* del metálico con respecto al PIB han sido proyectados sobre la base de unas tendencias temporales observadas en el periodo 1979-1988. Se supone que los tipos de interés reales convergen al nivel del 3 por 100, y que la inflación se mantiene al nivel previsto para 1991. En los dos escenarios, los ingresos por señoría se distribuyen entre los estados miembros en función de su base monetaria.

(59) En términos técnicos, los costes marginales colectivos de las deducciones por impuestos y por inflación deben igualarse. Ver PHELPS (1973) y, para una presentación reciente, MANKIW (1987).

(60) Esta cuestión fue planteada por primera vez por DORNBUSCH (1988). Entre los análisis ulteriores, véanse DRAZEN (1989), GIAVAZZI (1989), GRILLI (1989), y GROS (1989a, 1989b).

(61) POTERBA y ROTEMBERG (1990) no señalan ninguna correlación entre las tasas de inflación y los tipos de fiscalidad en una muestra de países de la OCDE. CUKIERMAN, EDWARDS y TABELLINI (1989), trabajando sobre una muestra que agrupa a la vez países desarrollados y países en vías de desarrollo, no encuentran correlación alguna entre la inflación y las variables económicas estructurales, y avanzan que las ineficacias del sistema fiscal que trae consigo el recurso al señoría no han de considerarse como exógenas, sino más bien como vinculadas a ciertas características del sistema político, tales como la polarización y la inestabilidad.

(62) El problema se plantea por el hecho de que la política óptima de las finanzas públicas, que consiste en elegir la exacta dosificación de imposición y de inflación, es incoherente desde el punto de vista temporal. El argumento resumido en el texto se desarrolla en detalle en GROS (1989a) y VAN DER PLOEG (1990), en donde se demuestra que cuanto más elevada es la deuda pública, mayor es la incitación a organizar una inflación sorpresa y más gana un país con su participación en la UEM. Si las distorsiones fiscales reducen esta ventaja, unos cálculos sumarios indican que, en las hipótesis asumidas en el modelo (maximización del bienestar por las autoridades y anticipaciones racionales del público), el nivel actual del *ratio* endeudamiento/PIB sobrepasa su valor crítico en los cuatro estados miembros.

(63) En un estudio reciente, CANZONERI y ROGERS (1990) adoptan un enfoque diferente: parten del intercambio que implica la elección de implantar una unión monetaria entre el señoría y la reducción de los costes de las operaciones. Aun suponiendo que la economía sumergida

representa alrededor del 20 por 100 del PIB en Italia, llegan a la conclusión de que el coste de la conversión, incluso reducido al mínimo, sobrepasa las pérdidas en bienestar derivadas de las pérdidas de los ingresos por señoría.

(64) Es lo que se llama la condición de paridad de los tipos de interés cubierto. Los costes de las operaciones y de cobertura de los riesgos no se consideran en este contexto. Para un ensayo de cuantificación, ver capítulo 6, apartado 6.5, de la obra citada en la nota (\*).

(65) Todas las referencias a capítulos sin más especificación se refieren a la obra citada en la nota (\*), de la que procede este texto (N. de la R.).

(66) Una vez que la liberalización del mercado de capitales se aplique a todos, los tipos de interés reales en la Comunidad no se diferenciarán de los tipos exteriores más que por alguna de las razones antes citadas.

(67) Este resultado vale para los modelos empíricos estándares de cartera. Sin embargo, como demuestra WYPLOSZ (1990), los estudios sobre las desviaciones de tipos de interés entre países no ofrecen resultados concretos a este respecto. Lo mismo se aplica a los análisis de series temporales.

(68) Ello supone, en primer lugar, que en la situación de referencia los agentes poseen todos sus activos financieros dentro del país y, en segundo lugar, que los agentes de los diferentes países efectúan las mismas elecciones de cartera. Las dos hipótesis son simplificadoras. Sin embargo, el estudio del caso italiano demuestra que el déficit del Presupuesto está financiado sobre todo por los agentes interiores, esencialmente por las familias (53 por 100 de la deuda en 1986), seguidos por los bancos (30 por 100). Los empréstitos en divisas extranjeras representan una escasa fracción (3 por 100) de la deuda global. El acceso a un mercado más amplio podría tener, pues, efectos sensibles.

(69) Puede encontrarse en ANDERSEN y RISAGER (1988) un análisis preciso del comportamiento típico de los tipos de las obligaciones en el transcurso de una desinflación en un régimen de tipos de cambio fijos, pero ajustables.

(70) El mejor comportamiento de la economía holandesa en cuanto a la inflación resulta algo exagerado por la elección de deflactor del PIB en cuanto medida de aquélla. La razón es que la aportación de la energía al PIB holandés es mucho mayor que la que se da en Alemania.

(71) Esta es, en efecto, la estrategia seguida por varios países miembros, siendo el ejemplo más reciente el anuncio hecho por Bélgica de una política de anexión al DM. Sin embargo, como este tipo de decisión sigue siendo unilateral, no puede gozar de la misma credibilidad que la UEM. Además, se beneficia, sin duda, de las anticipaciones realizadas por el mercado en cuanto a las próximas etapas de la progresión hacia la UEM.

(72) Este argumento es conocido como el de SARGENT-WALLACE (1981). Para una aplicación al caso europeo, ver DORNBUSCH (1989, 1990).

(73) Esta diferenciación es un poco más lenta (12,8 por 100) si se utiliza el deflactor del consumo, debido al efecto de los precios de la energía.

(74) El verdadero coste de la desinflación para las finanzas públicas es probablemente menor, debido a que una tasa de inflación (incluso constante) más elevada en los Países Bajos hubiera aumentado las primas de riesgo.

(75) Este argumento ha sido avanzado por GIOVAZZI y SPAVENTA (1990).

(76) Para un estudio sobre la teoría del federalismo presupuestario y sus implicaciones para la UEM, ver VAN ROMPUY *et al.* (1990).

(77) Los bienes públicos son aquellos cuyo consumo por un individuo particular no reduce su disponibilidad para los demás. Entre los ejemplos clásicos, figuran la teledifusión y el aire libre.

(78) Este riesgo ha sido subrayado por VAN DER PLOEG (1990).

(79) No debe confundirse con la movilidad de los ciudadanos que se trasladan de la jurisdicción de una autoridad a la de otra. Mientras que esta movilidad es una condición necesaria para mantener la competencia entre los territorios pertenecientes a autoridades diferentes, la movilidad de las bases de imposición puede crear problemas de evasión fiscal. La imposición de las rentas de capital (GIOVANNINI, 1989) y de los beneficios de las sociedades nos ofrecen ejemplos al respecto.

(80) Ver VAN ROMPUY *et al.* (1990) y WILDASIN (1990).

(81) Ver EICHENGREEN (1990) y WYPLOSZ (1990).

(82) Cuando se trata de la fiscalidad sobre las rentas del capital, teniendo en cuenta que la liberalización de los mercados de capitales opera *erga omnes*, la puesta en práctica de la legislación fiscal impone una cooperación con los países no miembros de la Comunidad.

(83) Ver, por ejemplo, ARTUS (1988), GIOVANNINI (1990), GROS (1989c), ISARD (1989) y CEPII-OFCE (1990a, 1990b), así como las referencias que contienen.

(84) Ver PADOA-SCHIOPPA (1987), DEVEREAUX y PEARSON (1989), y CEPII-OFCE (1990a, 1990b).

(85) Ver, por ejemplo, VAN ROMPUY *et al.* (1990) y EICHENGREEN (1990).

(86) Hay que ponerlo en relación con el análisis de la sostenibilidad en el epígrafe 1.2.

(87) Este desglose se establece de acuerdo con el método de FRANKEL (1989).

(88) En este caso, los tipos reales en los países periféricos podrían encontrarse incluso por debajo de los del país de anclaje en un momento dado de la transición.

## BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA, M.; BRENDER, A., y COUDERT, V. (1990), «Globalisation financière: l'aventure obligée», *Economica*, CEPII, París.
- AGLIETTA, M.; COUDERT, V., y DELESSY, H. (1990), «Politiques budgétaires et ajustements macro-économiques dans la perspective de l'intégration monétaire européenne», «Lectures critiques du rapport Delors», *De Pecunia*, vol. II, n.º 2-3, Bruselas, septiembre.
- ALESINA, A., y TABELLINI, G. (1990), «Voting on the budget deficit», *American Economic Review*.
- ALESINA, A.; PRATI, A., y TABELLINI, G. (1989), «Public confidence and debt management: a model and a case study of Italy», *CEPR Discussion Paper*, n.º 351, octubre.
- AMALRIC, F., y STERDYNIAK, H. (1989), «Interdépendance et coopération: les leçons d'une maquette», *Observations et Diagnostics Économiques*, n.º 26, enero.
- ANDERSEN, T., y RISAGER, O. (1988), «Stabilization policies, credibility, and interest rate determination in a small open economy», *European Economic Review*, n.º 32, págs. 669-679.

ARTUS, P. (1988), «Intégration européenne et degrés de liberté de la politique économique», *Document de Travail*, n.º 1988-03, Service des Études Économiques et Financières, Caisse de Dépôts et Consignations, París, noviembre.

BALDWIN, R. (1990), «On the microeconomics of EMU», *European Economy* (1990).

BARRO, R. J., y GORDON, D. (1983), «A critical theory of monetary policy in a natural rate model», *Journal of Political Economy*, n.º 91, págs. 589-610, agosto.

BEGG, D. (1990), «Alternative exchange rate regimes: the role of the exchange rate and the implications for wage-price adjustment», en *European Economy* (1990).

BISHOP, G. (1990), *Creating an EC monetary union with binding market rules*, Solomon Brothers Inc., febrero.

—; DAMRAU, D., y MILLER, M. (1989), *Market discipline can work in the EC monetary union*, Solomon Brothers Inc., noviembre.

BLANCHARD, O. J. (1985), «Debt, deficits, and finite horizons», *Journal of Political Economy*, abril.

— (1990), «Suggestions for a new set of fiscal indicators», *OECD/DES Working Paper*, n.º 79.

BOVENBERG, L.; KREMERS, J., y MASSON, P. (1990), «Economic and monetary union in Europe and constraints on national budgetary policies», documento preparado para una conferencia titulada «The political economy of government debt», Universidad de Amsterdam, junio.

BREDENKAMP, H., y DEPPLER, M. (1989), «Fiscal constraints of a hard currency regime», en *Choosing an exchange rate regime: the challenge for smaller industrial countries*, editado por V. ARGY y P. De GRAUWE, CEPS/IMF.

CANZONERI, M., y ROGERS, C. A. (1989), «Is the European Community an optimal currency area? Optimal taxation versus the cost of multiple currencies», *American Economic Review*, noviembre.

CEPII-OFCE (1990a), «Vers une fiscalité européenne?», informe al Senado francés, Rapport d'information fait au nom de la commission des finances, n.º 211, París, abril.

— (1990b), «Vers une fiscalité européenne?», *Observations et Diagnostics Économiques*, n.º 31, abril.

CHOURAQUI, J. C.; HAGEMAN, R. P., y SARTOR, N. (1990), «Indicators of fiscal policy: a reassessment», *OECD/DES Working Paper*, n.º 78, abril.

COHEN, D., y WYPLOSZ, C. (1989), «The European monetary union: an agnostic evaluation», *CEPR Discussion Paper*, n.º 306, abril.

— (1990), «Price and trade effects of exchange rate fluctuation and the design of policy coordination», *CEPR Discussion Paper*, abril.

COUDERT, V. (1987), «Asymétries et coopération économique européenne: le cas France-Allemagne», *Economie Prospective Internationale*, 4.º trimestre, n.º 32.

CUKIERMAN, A.; EDWARDS, S., y TABELLINI, G. (1989), «Seigniorage and political instability», documento presentado en el National Bureau of Economics Research Conference on Political Economy, Cambridge, Mass., mayo.

CURRIE, A.; HOLTHAM, G., y HUGHES-HALLETT, A. (1989), «The theory and practice of international policy coordination: Does coordination pay?», en *Macroeconomic policies in an interdependent world*, editado por R. BRYANT, D. CURRIE y R. PORTES, CEPR/The Brookings Institution/FMI.

- DEVEREUX, M., y PEARSON, M. (1989), «Corporate tax harmonization and economic efficiency», *Institute for Fiscal Studies Report Series*, n.º 35, Londres.
- DORNBUSCH, R. (1988), «The EMS, the dollar and the yen», en *The European Monetary System*, editado por F. GIAVAZZI, S. MICOSSI y M. MILLER, Banca d'Italia CEPR.
- (1989), «Ireland's disinflation», *Economic Policy*, abril.
- (1990), «Problems of European monetary integration», documento fotocopiado, Massachusetts Institute of Technology.
- DRAZEN, A. (1989), «Monetary policy, capital controls and seigniorage in an open economy», en *A European Central Bank?*, editado por M. DE CECCO y A. GIOVANNINI, Cambridge University Press.
- EICHENGREEN, B. (1990), «One money for Europe? Lessons from the US currency union», *Economic Policy*, n.º 8, págs. 173-209.
- EUROPEAN ECONOMY (1990), *The economics of EMU*, número especial.
- FRANKEL, J. (1989), «Quantifying international capital mobility in the 1980s», *NBER Working Paper*, n.º 2856, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., febrero.
- FRENKEL, A. J., y RAZIN, A. (1987), «The Mundell-Fleming model: a quarter of a century later», *IMF Staff Papers*, vol. 34, n.º 4, diciembre.
- FROOT, K., y FRANKEL, J. (1989), «Forward discount bias: is it an exchange risk premium?», *Quarterly Journal of Economics*.
- GIAVAZZI, F. (1989), «The exchange rate question in Europe», *EC Economic Paper*, n.º 74, enero.
- , y GIOVANNINI, A. (1987), «Exchange rate and prices in Europe», *Weltwirtschaftliches Archiv* 124, n.º 4, págs. 592-604.
- GIAVAZZI, F., y PAGANO, M. (1989), «Confidence crises and public debt management», *CEPR Discussion Paper*, n.º 318.
- GIAVAZZI, F., y SPAVENTA, L. (1990), «The new EMS», *CEPR Discussion Paper*, n.º 369, enero.
- GIOVANNINI, A. (1989), «National tax systems versus the European capital markets», *Economic Policy*, n.º 9, octubre.
- (1990), «Money demand and monetary control in an integrated European economy», *European Economy* (1990).
- GRILLI, V. (1989), «Seigniorage in Europe», en *A European Central Bank?*, editado por M. DE CECCO y A. GIOVANNINI, Cambridge University Press.
- GROS, D. (1989a), «Seigniorage and EMS discipline», Centre for European Policy Studies, *Working Document*, n.º 38, Bruselas.
- (1989b), «Seigniorage in the EC: the implications of the EMS and financial market integration», *IMF Working Paper*, n.º 89/7.
- (1989c), «Capital-market liberalization and the taxation of savings», Centre for European Policy Studies, *Working Party Report*, n.º 2, Bruselas.
- HAGEMANN, R., y NICOLETTI, G. (1989), «Ageing populations: economic effects and implications for public finance», *OECD/DES Working Papers*, n.º 61, enero.
- HUGHES-HALLETT, A.; HOLTHAM, G., y HUSTON, G. (1989), «Exchange rate targeting as surrogate international cooperation», en *Blueprints for exchange-rate management*, editado por M. MILLER, B. EICHENGREEN y R. PORTES, Academic Press.
- ISARD, P. (1989), «Corporate tax harmonization and European monetary integration», *CEPS Working Document*, n.º 41, Bruselas.
- KRUGMAN, P. (1989), *Exchange-rate instability*. MIT Press.
- KYDLAND, F. E., y PRESCOTT, E. C. (1977), «Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans», *Journal of Political Economy*, vol. 85, n.º 3.
- LAMFALUSSY, A. (1989), «Macro-coordination des politiques budgétaires dans une union économique et monétaire en Europe», Collection de documents, *Rapport sur l'union économique et monétaire dans la Communauté Européenne* (Rapport Delors), Commission des Communautés Européennes.
- MANKIW, G. (1987), «The optimal collection of seigniorage, theory and evidence», *Journal of Monetary Economics*, n.º 20, págs. 327-341.
- MASSON, P., y MELTZ, J. (1990), «Fiscal policy independence in a European monetary union», *CEPR Discussion Paper*, n.º 414.
- MASSON, P.; SYMANSKY, S.; HAAS, R., y DOOLEY, M. (1988), «Multimod: a multiregion econometric model», *Staff Studies for the World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internacional, Washington, julio.
- MCDUGALL, Sir D. (1977), *The role public finances in European integration*, Commission des Communautés Européennes.
- MOHLO, L. (1989), «European financial integration and revenue from seigniorage: the case of Italy», *IMF Working Paper*, n.º 89/41, Washington.
- NEUMAN, M. J. M. (1990), «Central bank independence as a prerequisite of price stability», *European Economy* (1990).
- NICOLETTI, G. (1988), «A cross-country analysis of private consumption, inflation and the debt neutrality hypothesis», *OECD Economic Studies*, n.º 11, otoño, págs. 43-87.
- OCDE (1990), *OCDE Economic Outlook*, n.º 47, París, junio.
- ODIZ, G. (1985), «European policy coordination: an evaluation», *Recherches Économiques de Louvain*, vol. 512, n.º 3-4.
- , y SACHS, J. (1984), «Macroeconomic policy coordination among the industrial economies», *Brooking Papers on Economic Activity*, n.º 1.
- PADDA-SCHIOPPA, T. (1987), *Efficiency, stability and equity*, Oxford University Press, Oxford.
- (1990), «Fiscal prerequisites of a European monetary union», conferencia sobre aspectos de la elaboración de la política del banco central, organizada por el Banco de Israel y el David Horowitz Institute, Tel Aviv, enero.
- PHELPS, E. S. (1973), «Inflation in the theory of public finance», *Swedish Journal of Economics*, n.º 75, págs. 67-82.
- POTERBA, J. M., y ROTEMBERG, J. J. (1990), «Inflation and taxation with optimizing governments», *Journal of Money, Credit and Banking*, febrero.
- SARGENT, T., y WALLACE, N. (1981), «Some unpleasant monetarist arithmetic», *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*.
- VAN DER PLOEG, F. (1989), «Monetary interdependence under alternative exchange rate regimes: a European perspective», *CEPR Discussion Paper*, n.º 358.
- (1990), «Macroeconomic policy coordination during the various phases of economic and monetary integration in Europe», *European Economy* (1990).
- VAN ROMPUY *et al.* (1990), «Economic federalism and the EMU», en *European Economy* (1990).
- WILDASIN, David E. (1990), «Budgetary pressures in the EEC: fiscal federalism perspective», *American Economic Review*, mayo.
- WYPLOSZ, C. (1990), «Monetary union and fiscal policy discipline», *European Economy* (1990).