

ESPAÑA EN LA
UNIÓN MONETARIA
Una aproximación
a sus costes y beneficios

Enrique Alberola Ila

Este documento contiene gráficos vinculados. Para verlos, sitúese sobre el texto “ver gráfico...” que aparece en su lugar y pulse el botón izquierdo del ratón. Para continuar la lectura del documento, vuelva a pulsar el botón izquierdo del ratón.

ESPAÑA EN LA UNIÓN MONETARIA

Una aproximación
a sus costes y beneficios

Enrique Alberola Ila

El Banco de España, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

El Banco de España difunde algunos de sus informes más importantes a través de las redes INTERNET e INFOVÍA.

Las direcciones del servidor de información WWW en estas redes son: <http://www.bde.es> y <http://www.bde.inf>, respectivamente.

ISSN: 0213-2699

ISBN: 84-7793-599-8

Depósito legal: M. 10861-1998

Imprenta del Banco de España

ÍNDICE

	<i>Páginas</i>
INTRODUCCIÓN.....	7
I. ESTABILIZACIÓN FRENTE A ESTABILIDAD	11
I.1. Estabilización y Unión Monetaria. Costes potenciales. .	13
I.1.1. Probabilidad de sufrir <i>shocks</i> asimétricos ...	13
I.1.2. La efectividad del instrumento cambiario	17
I.1.3. Movilidad de los factores de producción.	20
I.1.4. Flexibilidad de precios y salarios	22
I.1.5. Mecanismos fiscales	26
I.2. Inestabilidad y Unión Monetaria. Beneficios potenciales .	28
I.2.1. Estabilidad cambiaria.....	28
I.2.2. Estabilidad monetaria.....	29
I.2.3. Estabilidad fiscal	32
I.3. Conclusiones	33
II. UNIÓN MONETARIA Y CRECIMIENTO	37
II.1. Efectos de la estabilidad sobre el crecimiento	37
II.1.1. Estabilidad cambiaria y crecimiento	38
II.1.2. Inflación y crecimiento	40
II.1.3. Déficit y crecimiento	41

	<u>Páginas</u>
II.2. Integración económica, crecimiento y convergencia real.	43
II.2.1. Marco teórico.....	44
II.2.2. Evidencia empírica sobre crecimiento y convergencia	47
II.2.3. Implicaciones de la UME.....	50
II.3. ¿Cómo afectará la Unión Monetaria a la capacidad de crecimiento?.....	52
III. CONCLUSIONES.....	55
BIBLIOGRAFÍA	61

INTRODUCCIÓN (*)

Este estudio pretende evaluar las consecuencias del ingreso de España en la Unión Monetaria Europea (UME) mediante la revisión crítica de la literatura teórica y empírica sobre la misma, con especial referencia al caso español. Nuestro objetivo es obtener una visión global de la situación de la economía española ante este reto y definir la estrategia para afrontarlo adecuadamente (1).

Esta tarea se enfrenta a dificultades en varios ámbitos. El hecho de que la UME lleve aparejada un compromiso de disciplina monetaria y fiscal y se enmarque en un proceso de integración económica requiere la consideración de modelos procedentes de diversas áreas teóricas (política monetaria, fiscal, mercado de trabajo, comercio, crecimiento, etc.), difíciles de sintetizar en un espacio tan limitado. La segunda dificultad radica en conciliar las diferentes visiones teóricas en cada una de estas áreas con implicaciones que, a veces, son contradictorias entre sí. En tercer lugar, se debe compatibilizar el marco teórico —y sus derivaciones empíricas— con el contexto real de implantación de la moneda única. Por un lado, la consideración de España como país periférico simplifica el enfoque analítico; sin embargo, este se complica cuando se tiene en cuenta que la elección no es entre un tipo de cambio fijo y uno flexible —como contempla la teoría—, sino entre una unión monetaria y un régimen de tipos de cambio fijos, pero ajustables; o que esta decisión se integra en un proceso de globalización e integración acelerada de los mercados financieros. Por lo tanto, resulta esencial realizar un esfuerzo para definir las cuestiones relevantes, sintetizar las teorías y evidencias dispersas y adaptarlas a las circunstancias concretas en las que la UME tendrá lugar.

El punto de partida es plantearse qué supone la Unión Monetaria. En primer lugar, la Unión Monetaria implica la *redefinición de los instrumentos*

(*) Agradezco los comentarios de Olimpia Bover, Santiago Fernández de Lis, Esther Gordo, Ignacio Hernando, Berta Moreno y José Viñals. La colaboración de Francisco de Castro y, particularmente, de José Manuel Marqués ha sido indispensable.

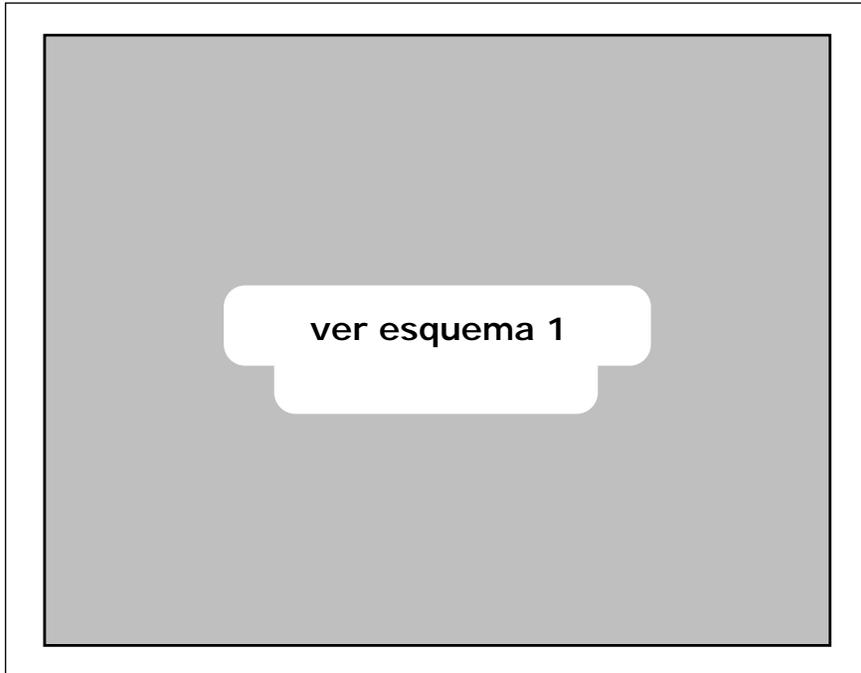
(1) Martín (1997) y Sevilla (1997) han publicado recientemente extensos estudios que persiguen objetivos similares.

de política económica. La moneda única eliminará el tipo de cambio de la peseta respecto al resto de países miembros de la UME, lo cual requiere la cesión de la soberanía monetaria al Banco Central Europeo. El margen de actuación de la política fiscal también quedará reducido, al haberse aprobado el llamado Pacto de Estabilidad y Crecimiento dentro de la UME, que limita los déficits públicos de los participantes. La pérdida de estos instrumentos de estabilización acentuará la importancia de las políticas estructurales y urgirá profundas reformas que permitan a la economía adaptarse de un modo más rápido y eficaz a las circunstancias cambiantes. No obstante, el proyecto de Unión Monetaria es, ante todo, el *complemento al Mercado Único* y la culminación del proceso de integración europea iniciado en la posguerra. Por ello, el análisis no puede sustraerse a las consecuencias de la Unión Monetaria sobre los rasgos estructurales de la economía y, por lo tanto, sobre la capacidad de crecimiento y desarrollo de nuestro país en este nuevo contexto. Esta doble vertiente de la UME permite afrontar el análisis desde dos perspectivas distintas, aunque complementarias entre sí, tal como recoge el esquema 1: una perspectiva de corto plazo, relacionada con los efectos de la pérdida del tipo de cambio y con el cumplimiento de los criterios nominales de convergencia para la estabilidad macroeconómica; y una dimensión de largo plazo, centrada en los efectos de esta mayor estabilidad y de la mayor integración económica inducidos por la UME sobre el potencial de crecimiento y la convergencia real.

Los efectos de una UME en el *corto plazo* —que serán estudiados con detalle en el próximo capítulo— han encontrado, tradicionalmente, su marco de referencia en la literatura sobre Áreas Monetarias Óptimas (OCA, por su acrónimo inglés). Este enfoque contempla el tipo de cambio como un instrumento de estabilización ante perturbaciones económicas, tendiendo, pues, a resaltar los *costes* de su desaparición. La premisa fundamental sobre la que se sustenta el análisis OCA es que la política económica sirve fielmente a sus fines estabilizadores; no obstante, en el mundo real, los instrumentos de política económica van más allá de este supuesto papel estabilizador, hasta el punto de que pueden constituir un obstáculo al funcionamiento adecuado del sistema. Este nuevo enfoque —implícito en el paradigma económico imperante tras la revolución de las expectativas racionales— ha obligado a revisar las conclusiones anteriores. Así pues, la llamada *nueva* literatura sobre OCA incide en los *beneficios* de las uniones monetarias en términos de disciplina y estabilidad macroeconómica.

El análisis de *largo plazo* (capítulo II) no es independiente de las conclusiones anteriores: por un lado, el contexto de estabilidad macroeconómica potencia las posibilidades de crecimiento sostenido; por otro lado, los costes reales del ajuste pueden tener efectos permanentes (histéresis) y condicionar la evolución futura de las variables reales. No obstante,

ESTRUCTURA DEL TRABAJO



los efectos a largo se centran en el impulso de la UME sobre la integración económica en Europa y sus consecuencias sobre los procesos de crecimiento y convergencia real. También en esta dimensión los fundamentos teóricos han sufrido un vuelco tras la aparición de las nuevas teorías de comercio y crecimiento, que subrayan los efectos beneficiosos de la integración sobre el crecimiento del área en su conjunto, pero ponen en entredicho las posibilidades de convergencia.

Las *conclusiones* del estudio se recogen en el capítulo III. Indudablemente, la Unión Monetaria tiene un coste, representado por la mayor dificultad de estabilizar las posibles perturbaciones económicas asimétricas; esta mayor dificultad se deriva de la pérdida de instrumentos de política económica, como el tipo de cambio y la política monetaria, y de las restricciones impuestas sobre la política fiscal. Sin embargo, en los países en los que la gestión de estos instrumentos ha podido ser inadecuada, como en nuestro caso, el coste es, probablemente, menor que el que la teoría predice, y la disciplina macroeconómica impuesta por la UME puede ser particularmente beneficiosa.

Más allá de este balance entre costes y beneficios, la UME supone ante todo un *reto* para nuestro país, cuyo desenlace se verificará en el

largo plazo. Las buenas expectativas en términos de crecimiento y convergencia que siempre han acompañado a los procesos de integración económica solo podrán consolidarse si la economía española es capaz de adaptarse al nuevo entorno de mayor competencia. No debemos olvidar que los desequilibrios que tradicionalmente se han acumulado en las fases de crecimiento ya no podrán ser acomodados a través de manipulaciones cambiarias y, por lo tanto, pueden inducir ajustes reales más bruscos. Si bien el nuevo entorno de estabilidad económica tras la UME contribuirá a moderar la acumulación de desequilibrios, no se puede descartar, ni mucho menos, que estos se produzcan si perviven ciertas trabas estructurales en la economía, centradas principalmente en los mercados de bienes y de trabajo. Estas trabas estructurales están propiciadas tanto por las instituciones como por las actitudes de los agentes y están asentadas en el funcionamiento del proceso económico y político. En este contexto, los instrumentos de política económica han sido frecuentemente utilizados para conciliar los diversos intereses que confluyen en dichos procesos.

El análisis realizado destila una visión esperanzadora que, no obstante, está condicionada por la premisa de que el nuevo régimen económico, caracterizado por las fuertes restricciones sobre los instrumentos tradicionales de política económica, induzca profundos cambios en el modo de actuar de los agentes, de manera que estos asuman con celeridad las implicaciones del nuevo entorno y abandonen algunas actitudes que han mantenido en el pasado. La superación de estos problemas de fondo solo será posible mediante la instrumentación de reformas estructurales, con objeto de dotar a la economía española de la capacidad de adaptación necesaria para afrontar este reto.

I

ESTABILIZACIÓN FRENTE A ESTABILIDAD

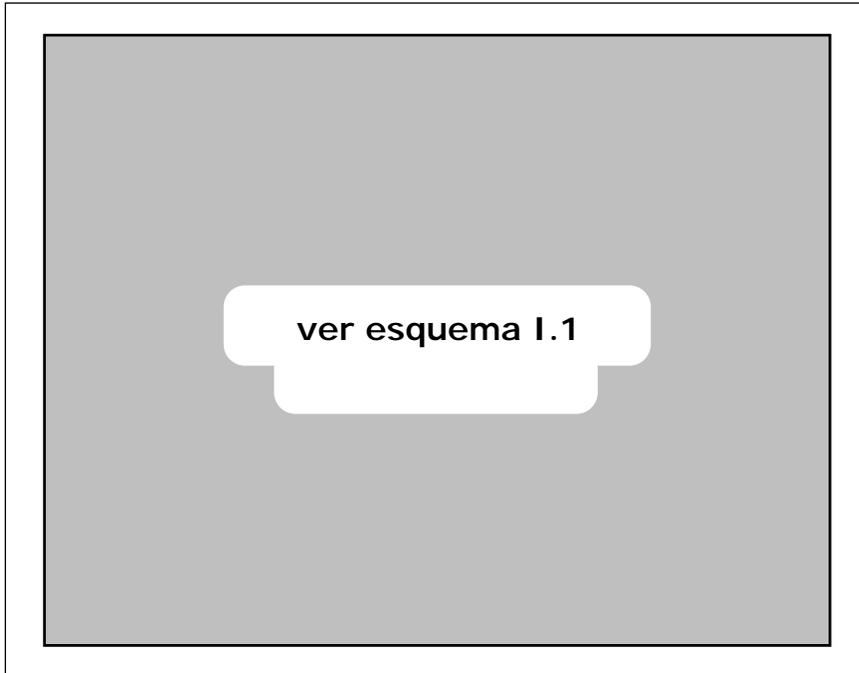
Mundell (1961) estableció las bases para analizar la conveniencia de una unión monetaria, entendida como la renuncia al tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste. Como veremos, la UME tiene ulteriores implicaciones, pero es conveniente tomar este enfoque como punto de partida. Consideremos una reducción en la demanda de los productos domésticos en favor de los productos extranjeros, reduciendo la producción y el empleo en la economía doméstica. Esta perturbación real de demanda requiere la modificación del tipo de cambio real. El ajuste puede producirse mediante una depreciación del tipo de cambio nominal, que permita estabilizar la economía en torno a su nivel de equilibrio y sin efectos negativos sobre las variables reales (1). Mundell también consideró otros mecanismos alternativos de ajuste; así, si los precios y salarios fueran flexibles o hubiera perfecta movilidad de factores o se recibieran transferencias fiscales del extranjero, el ajuste tampoco tendría efectos reales.

Este enfoque, que resumimos en la parte izquierda del esquema I.1, subraya los costes de una unión monetaria. Cuando las perturbaciones reales asimétricas son frecuentes y los mencionados mecanismos de ajuste alternativos son inoperantes, el tipo de cambio ejerce un *efecto estabilizador* sobre la economía, siempre que su manipulación sea efectiva. Por ello, en primera instancia, el análisis de la UME debe dar respuesta a tres preguntas:

- a) ¿Predominan los *shocks* reales asimétricos?
- b) ¿Es efectivo el tipo de cambio como instrumento de estabilización?
- c) ¿No existen instrumentos alternativos de ajuste?

(1) La depreciación del tipo de cambio nominal abarata los productos domésticos y encarece los extranjeros, reduciendo la demanda de estos y contrarrestando los efectos del *shock*.

COSTES Y BENEFICIOS A CORTO PLAZO



Solo si la respuesta a estas cuestiones es negativa sería aconsejable la instauración de una unión monetaria. Sin embargo, este enfoque solo puede ofrecer una visión parcial de la cuestión, máxime cuando el proyecto de UME implica un compromiso de disciplina fiscal y monetaria.

El uso de los instrumentos de política económica está frecuentemente influido por consideraciones que van más allá de su teórico papel estabilizador. Por un lado, existen incentivos para llevar a cabo políticas monetarias o fiscales excesivamente expansivas; por otro, su gestión es el resultado de la confluencia de intereses diversos y, muchas veces, contrapuestos. El tipo de cambio no es una excepción. Si el tipo de cambio es utilizado en función de estos intereses, perturbará el correcto funcionamiento de los mecanismos alternativos de ajuste y, además, puede constituir en sí mismo una fuente de perturbaciones nominales. En esta situación, tal como refleja la parte derecha del esquema I.1, el tipo de cambio se convierte en un *mecanismo desestabilizador* de la economía. Estas consideraciones suscitan dos cuestiones adicionales:

- d) ¿Responde el comportamiento del tipo de cambio a su supuesto papel estabilizador?

- e) ¿Son las perturbaciones y sus mecanismos de propagación independientes de la existencia del tipo de cambio?

Una respuesta negativa a estas dos cuestiones reforzaría los beneficios potenciales de la Unión Monetaria.

En este capítulo analizamos exhaustivamente estos aspectos, tanto desde el punto de vista teórico como empírico. Para facilitar la exposición, resulta conveniente seguir, en primer lugar, el esquema de Mundell, en el que se exploran los costes, para, posteriormente, adoptar una óptica que incida en los beneficios potenciales de la UME. En las conclusiones respondemos a las cuestiones que hemos planteado.

1.1. Estabilización y Unión Monetaria. Costes potenciales

Esta parte se estructura según el esquema del análisis OCA, que valora los costes de la UME en función de la probabilidad de sufrir *shocks* asimétricos, de la efectividad del tipo de cambio y de la existencia de instrumentos alternativos de ajuste.

1.1.1. Probabilidad de sufrir shocks asimétricos

El primer paso para evaluar los costes de la UME es considerar la probabilidad que tienen las economías de sufrir perturbaciones asimétricas. Existen dos enfoques para responder a esta cuestión. El primero consiste en observar las diferencias en las estructuras productivas, puesto que cuanto más similares sean, menor será la probabilidad de sufrir *shocks* asimétricos; el segundo enfoque se basa en observar las similitudes en el comportamiento de las variables económicas —en especial el Producto Interior Bruto (PIB)— e inferir cuáles son las perturbaciones subyacentes. Es importante subrayar que hay una diferencia fundamental entre ambos enfoques. El segundo es más genérico, puesto que —a diferencia del primero— no solo evalúa la posible existencia de perturbaciones asimétricas (de oferta en particular), sino que permite observar cómo incluso perturbaciones comunes en su origen se propagan de manera diferenciada entre países.

a) Diferencias entre estructuras productivas

La probabilidad de sufrir *shocks* asimétricos se puede juzgar comparando las estructuras productivas entre países. Existen diversos indicadores que permiten realizar este tipo de comparaciones:

Diversificación. Kenen (1969), en una importante contribución, destacó que cuanto más diversificadas fueran las economías menos susceptibles serían de sufrir *shocks* asimétricos. Bini-Smaghi y Vori (1992) han explorado el grado de diversificación de las economías europeas respecto a los Estados Unidos. La menor desviación estándar en la composición de la producción industrial entre los países europeos indica que las economías europeas están más diversificadas.

Comercio intraindustrial. El intercambio de una amplia gama de productos de similares características es indicativo no solo del grado de diversificación de la producción sino que también puede serlo de la similitud de dotaciones factoriales y de la estructura industrial, como señala Krugman (1981). Por lo tanto, la importancia del comercio intraindustrial puede ser un buen indicador de la similitud entre estructuras productivas. El porcentaje de comercio intraindustrial en Europa es muy elevado (el 62 % en 1994); para España, este porcentaje era ligeramente inferior (54 %), aunque con altas tasas de crecimiento.

Correlación de los términos de intercambio. Una alta correlación de los términos de intercambio, definidos como la *ratio* del índice de precios de las exportaciones y de las importaciones de un país, es indicativa de una alta similitud entre las estructuras productivas, puesto que los índices se ponderan conforme a la estructura comercial. Alberola (1996) muestra que los términos de intercambio de los países europeos, a excepción del Reino Unido, están muy correlacionados. Destaca el hecho de que España es, junto con Francia, el país donde se alcanza una mayor correlación (el coeficiente de correlación es 0,87 con respecto a Alemania).

Análisis de perturbaciones. Un análisis más sofisticado de las asimetrías entre países —llevado a cabo también por Bini-Smaghi y Vori— consiste en descomponer los índices sectoriales de producción industrial europeos, según la metodología de Stockman (1988). Dichos autores destacan que los componentes comunes explican el 79 % de las perturbaciones.

En resumen, la comparación de las estructuras productivas sugiere un alto grado de similitud productiva entre las economías europeas y, por lo tanto, una baja probabilidad de sufrir perturbaciones asimétricas. El problema de todos estos indicadores es que solo ofrecen una visión parcial de la cuestión, puesto que se circunscriben al sector de bienes comercializables. Con el fin de superar este problema, Bayoumi y Presad (1995) extienden el análisis de perturbaciones al resto de los sectores y observan que la probabilidad de sufrir *shocks* asimétricos aumenta, debido a que los sectores protegidos de la competencia tienen un mayor componente idiosincrásico.

b) Comportamiento de las variables macroeconómicas

¿Cómo se traduce esta similitud en el comportamiento de los agregados macroeconómicos? Christodoulakis *et al.* (1994) y Artis y Zhang (1994) estudian el comportamiento de las series del PIB de los países europeos y revelan una alta correlación del ciclo económico europeo con el alemán, destacando los últimos autores que la instauración del Sistema Monetario Europeo ha contribuido a sincronizar aún más los ciclos en Europa. El análisis de Christodoulakis y sus coautores contiene puntos de ulterior interés: la alta persistencia en el comportamiento de las series y la diferente volatilidad del PIB entre países nos acercan a la consideración de los mecanismos de propagación en la economía, puesto que el hecho de que una serie sea más persistente o volátil en uno u otro país sugiere que las perturbaciones se propagan de modo diverso.

El análisis para España se sintetiza en el gráfico I.1, que muestra la evolución del PIB español y del europeo; podemos observar una alta correlación, pero con la particularidad de que el ciclo español parece ser más volátil que el europeo. Christodoulakis *et al.* confirman esta impresión y también destacan que la serie española muestra una mayor persistencia que la del resto de países (2).

Estos resultados indicarían que, a pesar de las similitudes productivas y de la sincronización creciente en el comportamiento cíclico, los mecanismos de propagación difieren entre sí. ¿Cuáles serían estos mecanismos diferenciales? El trabajo de Christodoulakis ofrece una primera aproximación, al calcular la correlación de diversas variables de cada país con su comportamiento a nivel comunitario. Destaca el hecho de que variables como el consumo público o la oferta monetaria son las que muestran una correlación menor, lo que nos indicaría el papel diferencial jugado por las políticas de demanda en cada país.

Un análisis más riguroso de los mecanismos subyacentes a las diferencias entre países requiere técnicas que permitan desvelar cuáles son las discrepancias entre las perturbaciones que han afectado a los mismos. La metodología VAR (vectores autorregresivos) proporciona el mar-

(2) Estos resultados, obtenidos con datos anuales, contrastan con los de Dolado *et al.* (1993) o González (1994), quienes, usando datos trimestrales, muestran que la volatilidad es menor en términos absolutos y en relación con la media europea. Ante esta inconsistencia, es conveniente considerar la solución propuesta por Engle y Kozicki (1993) y aplicada por Raymond (1994) para el caso español, ya que permite distinguir entre perturbaciones y su propagación de un modo más directo. El método consiste en comparar las tasas de crecimiento del *output* de los países con las tasas de crecimiento europeo, y contrastar si existe una combinación lineal que elimine el componente autorregresivo en el error de dicha regresión; si es posible hacerlo, se infiere que ambas series comportan ciclos comunes y el parámetro resultante indica la elasticidad del *output* nacional respecto al *output* europeo. Esta elasticidad es cercana a dos en el caso español, indicativa de una mayor volatilidad.

TASAS DE CRECIMIENTO DEL P.I.B. REAL



Fuentes: INE y EUROSTAT.

co adecuado de análisis. Bayoumi y Eichengreen (1993) fueron los primeros en aplicar esta metodología al contexto que nos ocupa (3). Sus resultados dividen a Europa en un centro, con un alto grado de correlación entre los *shocks* de oferta, y en una periferia, con un grado de correlación más bajo. Los *shocks* de demanda muestran una baja correlación, lo que corrobora el resultado previo de Christodoulakis *et al.* Sin embargo, estos resultados se repiten entre las «regiones» estadounidenses, a pesar de formar una Unión Monetaria, aunque la velocidad de ajuste ante perturbaciones diferenciadas es mayor que en Europa. España aparece entre los países de la periferia, y sus *shocks* de demanda muestran

(3) La metodología VAR fue ideada por Blanchard y Quah (1989), partiendo de la estimación de un vector autorregresivo, con el fin de extraer de las series estudiadas las perturbaciones de interés. Para ello, es necesario imponer unas restricciones de identificación que vienen sugeridas por la teoría económica. Bayoumi y Eichengreen tomaron las variaciones del PIB y de los precios en las distintas «regiones» de Estados Unidos y en los países europeos, y restringieron los *shocks* de demanda a no tener efectos a largo plazo sobre el *output*, un supuesto generalmente admitido tanto en modelos monetaristas como keynesianos. Una vez identificados los *shocks* para cada uno de los países, los autores pueden observar su asimetría con respecto a Alemania y las distintas velocidades de ajuste ante los mismos con el fin de extraer conclusiones respecto a la optimalidad de Europa como área monetaria, tanto en términos absolutos como relativos (comparando los resultados con el caso norteamericano).

una correlación negativa con los alemanes. Por otro lado, dentro de los países europeos, España muestra una respuesta más acusada ante las perturbaciones de oferta y demanda, lo que explicaría la mayor volatilidad de sus ciclos.

En definitiva, esta sección nos ha mostrado que, aunque la estructura productiva española no difiere en gran medida del bloque europeo central, pueden existir otros factores, tanto de oferta como de demanda, que den lugar a mecanismos de propagación diferentes. Por el lado de la oferta, vienen a la mente las distintas estructuras de formación de precios y salarios; por el de la demanda, el diferente comportamiento de las políticas macroeconómicas entre países. El resultado, para el caso de España, es un ciclo muy sincronizado con el europeo, pero con un comportamiento más volátil y una mayor persistencia de las perturbaciones.

Debemos, por último, advertir que los trabajos analizados no contemplan los posibles efectos de la UME sobre la probabilidad de sufrir *shocks* asimétricos. Krugman y Venables (1990) sostienen que la integración económica impulsada por la Unión Monetaria en el contexto del Mercado Único favorecerá la especialización productiva y, por tanto, hará más probable la existencia de perturbaciones asimétricas. Frente a esta teoría existe una hipótesis alternativa que señala que la correlación entre países puede aumentar, debido a la mayor interdependencia promovida por los crecientes flujos comerciales. La evidencia empírica aportada por Frankel y Rose (1996) y Fatás (1997), para el caso europeo, muestra que este segundo efecto es el predominante, llevando a una mayor sincronización de los ciclos económicos.

1.1.2. La efectividad del instrumento cambiario

El tipo de cambio, además de ser el instrumento de ajuste adecuado ante un *shock* de demanda real, como en el modelo de Mundell, también puede contribuir a acomodar diferenciales de productividad entre países, como muestran empíricamente Canzoneri, Diba y Eudey (1996) y Orts *et al.* (1997), para el caso español, utilizando el modelo de Balassa (1964) (4). Según este modelo, en los países con mayores crecimientos en la productividad se dará una apreciación del tipo de cambio real. Esta apreciación puede verificarse mediante un diferencial de inflación positivo o por una apreciación del tipo de cambio nominal.

(4) Las hipótesis de partida del modelo son el mayor crecimiento relativo de la productividad en el sector comercializables frente a los no comercializables y el cumplimiento de la Paridad del Poder de Compra en el primer sector. Ambas son hipótesis razonables [véase Pérez-Jurado y Vega (1994), para la verificación de la segunda hipótesis, en el caso español]. La resultante caída de los precios relativos de los bienes comercializables es la que genera la apreciación del tipo de cambio real.

**TIPO DE CAMBIO EFECTIVO (REAL Y NOMINAL) (a)
Y PRECIOS RELATIVOS**



Fuente: Banco de España.

(a) En los tipos de cambio nominal y real una subida representa una depreciación.

El gráfico I.2 nos permite observar que en España —que durante su proceso de convergencia real ha gozado de mayores incrementos de productividad que el resto de países desarrollados— se ha producido una apreciación significativa de su tipo de cambio real. Ahora bien, el gráfico también revela que el peso de este ajuste ha recaído sobre los precios relativos, puesto que el tipo de cambio nominal ha tendido a depreciarse. Esta evolución del tipo de cambio nominal —contraria, en principio a su papel acomodador— sugiere que su comportamiento ha estado dominado no solo por los diferenciales de productividad sino también por otra serie de factores que deben ser explorados.

El primer candidato son las perturbaciones nominales y, en particular, las monetarias. En este caso, el tipo de cambio tiene un papel destabilizador, como demostró Poole (1970) a partir del modelo Mundell-Fleming. Las perturbaciones que desplazan la curva IS (perturbaciones *reales* de demanda como la considerada por Mundell, por ejemplo) aconsejan el uso de la política monetaria —y, por lo tanto, del tipo de cambio— para situar la economía en su punto de equilibrio; sin embargo, cuando las perturbaciones afectan a la curva LM (pertur-

baciones monetarias), el ajuste cambiario tiene posteriores efectos de-estabilizadores.

Empíricamente, la metodología VAR vuelve a ofrecer el marco adecuado para determinar la importancia de los distintos tipos de perturbaciones. La distinción entre perturbaciones reales (de oferta y demanda) y perturbaciones nominales se puede obtener a través de un modelo con tres variables (dos reales y una nominal). Para el caso español, Canzoneri, Vallés y Viñals (1996) y Alberola, Ayuso y López-Salido (1997) han propuesto dos especificaciones similares para analizar esta cuestión (5). Los primeros autores muestran que, utilizando el tipo de cambio bilateral de la peseta con el marco, son las perturbaciones nominales las que tienden a dominar la evolución del tipo de cambio nominal (explicando el 90 % de la varianza en el corto plazo y el 60 % en el largo plazo). Por su parte, en el modelo propuesto por Alberola *et al.*, usando el tipo de cambio multilateral de la peseta, las perturbaciones nominales también explican en torno al 60 % de la variabilidad cambiaria en el largo plazo, pero resultan ser más reducidas en el corto plazo, al explicarla en un 40 %.

Estos resultados apuntan a que el comportamiento del tipo de cambio nominal ha reflejado, en gran medida, evoluciones monetarias divergentes. Este enfoque cobra mayor importancia si consideramos la naturaleza de los *shocks* nominales en una economía. Sin temor a equivocarnos, podemos considerar el comportamiento diferencial de la política macroeconómica y sus efectos sobre las expectativas en los mercados financieros como una de las principales fuentes de *shocks* nominales asimétricos (6); esto implica que la UME supondrá la desaparición de una fuente fundamental de perturbaciones nominales, al existir una única política monetaria y unas estrictas reglas de disciplina presupuestaria.

(5) Clarida y Galí (1994) propusieron un VAR en *output* relativo, tipo de cambio real y precios relativos, en el cual las perturbaciones nominales no tenían efectos a largo sobre *output* ni tipo de cambio real, y las perturbaciones reales de demanda no tenían efectos a largo sobre el *output*. Sin embargo, este esquema de identificación no es aceptable para el caso español, como resaltan los dos trabajos mencionados. Para resolver este problema se proponen dos especificaciones alternativas: *output*, gasto público y tipo de cambio nominal, en el caso de Canzoneri *et al.*, y gasto público, tipo de cambio real y precios relativos, en el caso de Alberola *et al.*

(6) La evidencia empírica es concluyente: De Grauwe y Vanhaverbeke (1992) observan que —en los países del Sistema Monetario Europeo (SME)— la variabilidad del tipo de cambio real es el doble entre estados —con políticas monetarias propias— que entre regiones. Chemie *et al.* (1996) confirman desde otra óptica esta impresión, al mostrar en un marco VAR que las perturbaciones monetarias en Europa tienen un alto componente idiosincrásico, a pesar de la supuesta disciplina impuesta por el SME. Por último, Shioji y Montalvo (1997) y Kim (1997), al estudiar la relación entre la evolución monetaria alemana y la del resto de países, muestran que esta solo es muy similar en el caso de los países con un tipo de cambio fijo *de facto* con el marco.

Incluso si aceptáramos que el tipo de cambio nominal ha acomodado adecuadamente perturbaciones reales, no está claro que haya cumplido su papel de un modo efectivo. Por un lado, el análisis de Mundell se basa en el supuesto implícito de que cada país produce un solo bien; si este no fuera el caso, una manipulación cambiaria para contrarrestar una perturbación sectorial podría afectar negativamente a otros sectores de la economía. Por otro lado, como subrayó McKinnon (1963), si la economía es muy abierta, los mecanismos de formación de precios serán muy sensibles a las variaciones del tipo de cambio y este será menos capaz de modificar el tipo de cambio real. Las economías europeas, y España entre ellas, se caracterizan por ser economías relativamente abiertas (el comercio exterior español representaba en 1995 el 45 % del PIB, cifra similar a las de Francia o Alemania), por lo que la efectividad potencial del tipo de cambio aún puede considerarse significativa.

¿Qué podemos decir, pues, sobre el papel que haya podido jugar el tipo de cambio nominal? Sin excluir que el tipo de cambio haya podido responder puntualmente a ciertas perturbaciones reales, un repaso a la evidencia demuestra que su potencial estabilizador ha sido eclipsado por una insuficiente disciplina de la política macroeconómica y que la flexibilidad cambiaria ha acomodado esta falta de disciplina, contribuyendo de este modo a su pervivencia. Por lo tanto, en la práctica, la flexibilidad cambiaria puede haber tenido efectos desestabilizadores sobre el resto de la economía. De aquí se infiere que, aunque la UME elimine la posibilidad de acomodar las perturbaciones reales a través del tipo de cambio nominal, también eliminará una fuente fundamental de perturbaciones asimétricas.

1.1.3. Movilidad de los factores de producción

Tal como aparece en el esquema I.1, el tercer elemento que determina la optimalidad de un área monetaria es la existencia de instrumentos alternativos de ajuste ante perturbaciones reales. Los podemos resumir en tres, que serán analizados sucesivamente: movilidad de factores de producción, flexibilidad de precios y salarios, y transferencias fiscales.

La movilidad de los trabajadores desde las regiones afectadas a las regiones beneficiadas por el *shock* permitía, en el ejemplo de Mundell, restaurar la situación de equilibrio. Aportaciones posteriores, debidas principalmente a Ingram (1973), señalaron que la movilidad del capital podía sustituir a la del trabajo, como mecanismo de ajuste, por lo que es interesante considerar ambos factores sucesivamente.

La *movilidad del factor trabajo* no es elevada en Europa, ni tampoco juega un papel relevante como instrumento de ajuste [Decressin y Fatás

(1995)], ni siquiera entre las regiones de un mismo país, como demuestran, para el caso español, Bentolila y Jimeno (1995).

Las principales barreras a la movilidad no son las diferencias lingüísticas o culturales, sino otros factores institucionales o políticos. Faini y Venturini (1993), para Europa, y Bentolila y Dolado (1991), para España, argumentan que ni las diferencias salariales, ni los altos niveles de desempleo inducen a emigrar de un modo significativo y se llegan a dar casos en nuestro país de inmigración hacia las regiones más deprimidas [Bentolila (1996)]. Entre los determinantes de este comportamiento, Antolín y Bover (1997) destacan la importancia de los subsidios de desempleo, mientras que Bentolila subraya aspectos asociados al mercado de la vivienda (su alto coste y la estrechez de los mercados de alquiler). Dado el carácter estructural de estos factores, no cabe esperar que la Unión Monetaria incremente sensiblemente los flujos migratorios europeos o regionales en el corto y medio plazo.

En todo caso, la visión de la movilidad laboral como un eficaz instrumento de ajuste no es unánime. Por un lado, Buitier (1995) ha destacado que la irreversibilidad de los flujos migratorios los convierten en un instrumento falto de flexibilidad; por otro lado, otros autores destacan la existencia de posibles efectos desestabilizadores. Gros (1996) y Pauer (1996) señalan el efecto que sobre la demanda agregada tiene la emigración y de cómo esta circunstancia puede generar un proceso de declive regional (7). Por otro lado, Gros apunta que la falta de movilidad laboral puede contribuir a frenar el proceso de relocalización geográfica y especialización augurado por la geografía económica (Krugman, Venables, véase sección II.2), conjurando el peligro de una mayor asimetría de las perturbaciones tras la UME.

Los efectos estabilizadores de la *movilidad del capital* son controvertidos. Por un lado, las inversiones exteriores pueden ejercer un efecto estabilizador *ex ante* si son utilizadas para diversificar riesgos (*risk-sharing*), amortiguando los efectos sobre la demanda de una perturbación negativa en el país o región de origen. La evidencia empírica muestra que el nivel de *risk-sharing* privado en Europa es muy bajo [Atkeson y Bayoumi (1993), Asdrubali (1997)] frente a las regiones de uniones monetarias ya consolidadas, como EEUU o España, donde este mecanismo de *risk-sharing* permite estabilizar alrededor de un 25 % de las perturbaciones (8). Por otro lado, los flujos de capital pueden tener efectos de-

(7) La evidencia presentada por Decressin y Fatás muestra, de hecho, que en Europa el efecto permanente de las perturbaciones sobre el empleo es menor que en Estados Unidos.

(8) Véanse Asdrubali *et al.* (1996), para los Estados Unidos, y Alberola y Asdrubali (1997), para el caso español.

sestabilizadores *ex post*, como ya señaló Fleming (1971). Es fácil comprender que una perturbación negativa que reduzca la rentabilidad esperada de la inversión puede originar una huida de capitales del área afectada, agravando los efectos de la perturbación.

La movilidad del capital se ha acrecentado a partir de los procesos de desregulación financiera, el Mercado Único y el crecimiento de los mercados de capitales. Como colofón de este proceso, la UME, al eliminar el riesgo cambiario, no solo intensificará la movilidad del capital, sino que también supondrá un cambio cualitativo en los flujos de capitales, al reducir los movimientos especulativos relacionados con la existencia de divisas diferentes e incentivar los flujos de capital a medio y largo plazo. Además, al no estar los proyectos de inversión exterior sometidos a incertidumbres cambiarias, el diferencial de rentabilidad necesario para atraer la inversión extranjera se reducirá.

En definitiva, la capacidad de ajuste a través de la movilidad de factores resulta limitada en lo que respecta a la movilidad laboral, y ambigua respecto a la movilidad de capital. En Europa no se puede esperar que la movilidad laboral aumente significativamente con la UME, pero sí la movilidad de capital. Dependiendo de si esta mayor movilidad favorece una mayor diversificación de riesgos o una mayor sensibilidad de los flujos de capitales a las condiciones coyunturales, el efecto global de la mayor movilidad será estabilizador o desestabilizador.

1.1.4. Flexibilidad de precios y salarios

La capacidad de ajuste vía precios depende de su flexibilidad. Si los precios son flexibles en el corto plazo, la variación del tipo de cambio real requerida por una perturbación asimétrica puede lograrse sin necesidad de manipular el tipo de cambio nominal. Este mecanismo alternativo requiere que, tanto los salarios reales sean flexibles como que el ajuste salarial se traslade a los precios finales. Ambos factores serán analizados a continuación.

La rigidez de los salarios reales es una de las variables fundamentales para explicar los mecanismos de propagación de las perturbaciones: los factores explicativos de la rigidez salarial también permiten explicar la persistencia de aquellas en términos de desempleo [Alogoskoufis y Manning (1988)]. Así, cuando el tipo de cambio es fijo, la rigidez de los salarios supone que el peso del ajuste recaerá en el empleo y en la producción. Sin embargo —y esta observación se suele obviar—, en un sistema de libre flotación, si los salarios nominales son flexibles, la perturbación tendrá también efectos reales, que serán tanto mayores cuanto más abierta sea la economía. Esta afirmación está relacionada con el argu-

**RIGIDEZ SALARIAL REAL Y NOMINAL
(1969-1985)**



Fuente: Layard, Nickell y Jackman (1989).

mento de McKinnon: una depreciación encarece las importaciones, y este incremento de precios se trasladará rápidamente a salarios si en los convenios colectivos existen cláusulas de revisión o indicación de los salarios nominales, generando una espiral precios y salarios que anula la corrección de precios relativos propiciada por la depreciación.

El gráfico I.3 resume la evidencia empírica recabada por trabajos como los de Layard *et al.* (1989) (9). Destaca la alta rigidez de los salarios reales en Europa respecto al resto de la OCDE. España aparece entre los países con mayor rigidez real. Por lo que respecta a la rigidez nominal, en los países europeos es menor que en Norteamérica (EEUU y Canadá), aunque en este caso España es, entre los europeos, uno de los países con mayor rigidez nominal. De aquí podemos inferir no solo que los salarios en general no acomodan las perturbaciones, sino también que la manipulación cambiaria puede no ser eficaz como mecanismo de ajuste.

¿Cuáles son los factores que determinan el grado de rigidez salarial? La disposición de los trabajadores a moderar sus demandas salariales

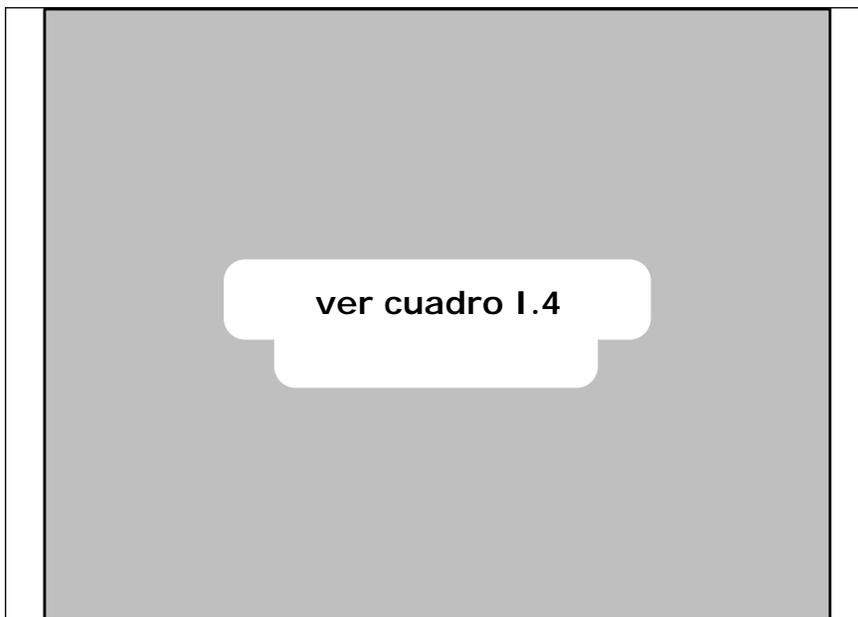
(9) El grado de rigidez se obtiene a través de modelos estructurales sujetos a múltiples objeciones. Viñals y Jimeno (1996) o Balmaseda *et al.* (1996) obtienen resultados similares utilizando la metodología VAR.

ante perturbaciones reales y de los empleadores a aceptar aquellas depende de los incentivos que tengan para hacerlo. Los mercados de trabajo europeos se caracterizan por la existencia de dos grupos de trabajadores, los *insiders* y los *outsiders*, según la terminología de Layard y Nickell (1986). El grupo de *insiders*, que tienen un mayor poder de negociación en los convenios colectivos, lo constituyen los trabajadores efectivamente empleados y, entre ellos, los que gozan de mayor estabilidad en el empleo. El problema es que, dada su seguridad laboral, tienen pocos incentivos para moderar sus demandas salariales. En caso de producirse una perturbación real positiva, esta tenderá a traducirse en un incremento salarial más que en un incremento de empleo, mientras que, en el caso de que la perturbación sea negativa, los salarios no se ajustarán a la baja y provocarán en su lugar reajustes de plantilla, con lo que la perturbación tendrá efectos duraderos sobre el nivel de desempleo. El caso español ejemplifica este mercado de trabajo dual, con la convivencia en la misma empresa de trabajadores muy estables y de trabajadores con contratos temporales, que sirven de colchón de ajuste ante las perturbaciones (10).

Otro factor que agrava el problema es la falta de presión sobre el mercado de trabajo por parte de los desempleados. La protección económica derivada del subsidio del desempleo no solo puede disuadir la movilidad laboral, sino empeorar la eficiencia en la búsqueda de empleo, reduciendo la competencia entre el sector de *insiders* y el de *outsiders* y, en el medio plazo, desanimando a los desempleados. Por otro lado, el grado de centralización de la negociación salarial también es importante para determinar la capacidad de ajuste de la economía ante perturbaciones. Calmfors y Drifill (1988) distinguen tres tipos de negociación, según su grado de centralización: a nivel de empresa, sectorial y centralizada a nivel nacional. La alternativa menos favorable, en términos de inflación y desempleo, es la negociación sectorial, ya que no tiene en cuenta la situación particular de cada empresa, ni internaliza el efecto inflacionista sobre el resto de la economía de sus incrementos salariales; precisamente, es este el tipo de negociación predominante en España.

Las características de la negociación colectiva no se pueden comprender en profundidad sin considerar la posición de los oferentes de empleo, puesto que su disposición a aceptar las demandas salariales de los sindicatos depende de su capacidad de trasladarlas a precios. Por lo tanto, cuanto menos abierto esté un sector a la competencia mayores tenderán a ser la inflación y la rigidez salarial. Además, la existencia de sectores protegidos de la competencia tiene efectos adversos sobre la economía en su conjunto, puesto que los incrementos de costes en el sector prote-

(10) Esta característica se hizo particularmente acusada tras la reforma laboral de 1984 [véase Bentolila y Dolado (1994)]. La reforma laboral de 1997 ha estado encaminada, entre otros objetivos, a aminorar esta forma de segmentación del mercado de trabajo.

**RIGIDEZ SALARIAL REAL Y PERSISTENCIA DEL DESEMPLEO
(1969-1985)**

Fuentes: Layard, Nickell y Jackman (1989) y Alberola, Marqués y Sanchís (1997).

gido repercutirán negativamente en la competitividad del sector expuesto. La coexistencia de estos dos sectores en un contexto de rigideces en el mercado puede generar un proceso de inflación dual, que ha sido particularmente acusado en España [Raymond y Mauleón (1994)]. Si se mantuvieran estas circunstancias, la pérdida del tipo de cambio podría tener efectos negativos para la viabilidad del sector expuesto a la competencia externa, al no poderse corregir las pérdidas de competitividad vía devaluaciones.

Las rigideces estructurales mencionadas condicionan los mecanismos de propagación de las perturbaciones, generando una alta persistencia de las mismas, sobre todo en el nivel de desempleo, tal como muestra el gráfico I.4. Estas rigideces juegan un papel fundamental a la hora de explicar la evolución de las variables económicas. En la medida en que la UME contribuya a amortiguar dichos mecanismos, el balance se decantará de un modo más nítido hacia el lado de los beneficios.

Es difícil discernir cuáles serán los efectos de la UME sobre los mecanismos de propagación. No obstante, la mayor integración económica

debe servir como mecanismo disciplinario en los mercados de bienes y también en las demandas salariales, como señalan Viñals y Jimeno (1996); en el caso de España, este efecto puede ser particularmente positivo, dado el tipo de negociación sectorial predominante [Calmfors (1994)]. Sin embargo, no está claro con qué celeridad los agentes adaptarán sus actitudes al nuevo contexto económico, sin que pueda descartarse que se produzcan intentos de equiparar al alza los salarios reales entre países, sin tener en cuenta las diferencias en los niveles de productividad.

1.1.5. Mecanismos fiscales

El último mecanismo de ajuste considerado por Mundell es la posibilidad de transferir recursos de las regiones afectadas positivamente por la perturbación a aquellas afectadas negativamente. Dentro de los estados con un sistema fiscal unificado, estas transferencias suelen realizarse a través de mecanismos automáticos (impuestos, subsidios de desempleo, etc.), y se complementan con medidas discrecionales de política regional y sectorial. La falta de una estructura fiscal comunitaria se traduce, desde este punto de vista, en la práctica ausencia de mecanismos automáticos que induzcan el ajuste, mientras que las posibles medidas discrecionales no tienen relevancia suficiente. La evidencia empírica confirma que las regiones dentro de sistemas federales recurren a déficit y superávit (implícitos o explícitos) para acomodar este tipo de perturbaciones [Eichengreen (1990)], permitiendo estabilizar significativamente las perturbaciones regionales (en torno a un 25 % en EEUU), lo que contrasta con la ausencia de estabilización hallada a nivel comunitario (11). En ausencia de un sistema fiscal federal en Europa (y de perspectivas de que lo haya), la cuestión relevante es el margen de actuación de las políticas fiscales nacionales en una UME.

Es conveniente plantearse, en primer lugar, la capacidad genérica de la política fiscal para estabilizar la economía. El carácter anticíclico de muchos componentes del gasto y las políticas discrecionales de corte keynesiano otorgan a la política fiscal un importante potencial estabilizador, y Sorensen & Yosha (1997) estiman que en los países de la OCDE la estructura fiscal ha permitido acomodar un 25 %-30 % de las perturbaciones. Sin embargo, en el caso español, la función estabilizadora de la política fiscal ha estado supeditada a su función redistributiva, limitando su poder estabilizador tanto ante las perturbaciones agregadas [Marín (1997)] como regionales [Alberola & Asdrubali (1997)]. En general, la

(11) Véanse Von Hagen (1992), Goodhart y Smith (1993) o Asdrubali (1997).

política fiscal ha tendido a ser expansiva incluso en los períodos de alto crecimiento económico y ha generado una preocupante acumulación de déficit estructurales; solo en los últimos tiempos, con el requisito de cumplir los criterios de convergencia, el tenor de la política fiscal ha cambiado drásticamente [Gómez y Roldán (1996)].

Dicho esto, podemos considerar el papel estabilizador de la política fiscal en la UME, que adquirirá mayor relevancia por la pérdida de los instrumentos monetarios. Aunque este mayor activismo fiscal puede verse condicionado por los factores que hemos mencionado, podemos considerar que hay margen para una política fiscal estabilizadora en una unión monetaria. Desde el punto de vista macroeconómico, se debe destacar la mayor potencia de los impulsos fiscales dentro de la UME. Al fijarse el tipo de cambio y los tipos de interés a nivel de área, la presión al alza de los mismos, derivada de una expansión en un país, será mucho más reducida, puesto que el tamaño relativo de los países en Europa es pequeño (12).

Frente a este efecto, podemos identificar dos factores limitativos de tal capacidad: el Pacto de Estabilidad, que limita al 3 % el déficit público de los países miembros, y la dimensión del déficit estructural (13). Puesto que el Pacto de Estabilidad es una restricción externa, es evidente que el margen de maniobra de la política fiscal de la UME estará dado por la magnitud del déficit estructural y por la capacidad de las autoridades competentes para reducirlo. Es cierto que los criterios de convergencia requieren atacar las fuentes del déficit estructural; de este modo, la situación más saneada de las finanzas públicas, tras la UME, dará una mayor capacidad de actuación a la política fiscal. No obstante, si bien el proceso de consolidación fiscal ha llevado aparejado unos menores déficit estructurales, no es menos cierto que la ulterior reducción de los mismos se ve seriamente obstaculizada por diversos factores, que serán analizados más adelante.

(12) A este efecto positivo pudiera contraponerse el efecto moderador de un mayor *spillover*, derivado de la mayor apertura comercial inducida por la unificación monetaria. Sin embargo, no es de esperar que la UME tenga consecuencias inmediatas sobre los flujos comerciales y, por lo tanto, es razonable suponer que será de orden menor en el corto y medio plazo.

(13) La lógica del Pacto de Estabilidad se fundamenta tanto en el temor de que la UM puede llevar a la existencia de déficit excesivos como al deseo de fundamentar la política monetaria común sobre sólidas bases fiscales. Aparte del mayor activismo fiscal requerido, los temores a la indisciplina fiscal se basan en la mayor capacidad de financiación dentro de la UME y en problemas de riesgo moral. Se ha debatido mucho sobre la relevancia de estos aspectos y la conveniencia de un Pacto de Estabilidad; por un lado, se apunta que con la UME y el proceso global de integración de los mercados de capitales, la indisciplina fiscal será castigada con primas de riesgo o huida de capitales; no obstante, este mecanismo de disciplina puede ser insuficiente o funcionar imperfectamente. Para una discusión más detallada véase Buiter *et al.* (1993).

En definitiva, a pesar de la mayor potencia de los impulsos fiscales en la UME, la falta de evidencia sobre la capacidad estabilizadora de la misma en tiempos recientes en nuestro país, los altos niveles de déficit estructural y las restricciones impuestas por los criterios de convergencia y el Pacto de Estabilidad reducen el potencial estabilizador de la política fiscal tras la UME.

1.2. Inestabilidad y Unión Monetaria. Beneficios potenciales

En esta sección se pretende analizar en qué medida la UME puede llevar a un uso más coherente de los instrumentos de política económica, dando lugar a un marco de mayor estabilidad. Es particularmente relevante aquí situar el análisis en el contexto de Maastricht, que explícitamente sienta las bases para una mayor estabilidad macroeconómica, a través de los criterios de convergencia, la instauración de un banco central independiente y el desarrollo del Pacto de Estabilidad. Examinaremos sucesivamente la estabilidad cambiaria (referida a los beneficios derivados de la eliminación del tipo de cambio dentro del área), la estabilidad monetaria (relacionada con la estabilidad de precios) y la estabilidad fiscal (derivada del saneamiento de las finanzas públicas).

1.2.1. Estabilidad cambiaria

La UME supone, por definición, el logro de la absoluta estabilidad de los tipos de cambio nominales entre los países que entren a formar parte de ella (14). La evidencia empírica, sin embargo, no demuestra que la estabilidad cambiaria se haya traducido en una mayor estabilidad en la producción [véase Eichengreen (1995)]. A pesar de ello, en el contexto actual existen argumentos para esperar efectos beneficiosos de ella.

Como señala Buitier (1995), el tipo de cambio no solo permite acomodar perturbaciones, sino que es una importante fuente de perturbación en sí misma. En efecto, el comportamiento del tipo de cambio a corto plazo no siempre responde a los llamados factores económicos fundamentales (15), sino que se ve sometido muchas veces a movimientos

(14) Esta mayor estabilidad nominal en la UM puede tener su contrapartida en una mayor volatilidad con respecto al resto de las monedas, como señala Bergsten (1997). La razón principal es que desaparecerá uno de los principales incentivos para los europeos de coordinar la política monetaria en el seno del G-7: las tensiones generadas en el SME por la volatilidad del dólar con respecto al marco.

(15) Véase Meese y Rogoff (1983) o, para un resumen reciente de la literatura, Taylor (1995).

especulativos (*shocks* financieros o nominales). Dado el crecimiento exponencial de los mercados financieros y cambiarios, el potencial perturbador de estos factores es muy elevado y la desaparición del tipo de cambio supondrá la eliminación de esta fuente de inestabilidad. Por lo que respecta a su función como estabilizador de perturbaciones, la evidencia analizada muestra que su papel en este terreno, lejos de ser eficiente, ha permitido la acomodación de comportamientos indisciplinados. No obstante, la ausencia de flexibilidad del tipo de cambio constituye una restricción externa sobre las actuaciones de los agentes. Esta restricción deberá ser internalizada con la suficiente diligencia por los agentes, para evitar desajustes que ya no podrán ser corregidos por una depreciación nominal.

1.2.2. Estabilidad monetaria

La evolución del SME en los años ochenta, en los que pasó a convertirse en un mecanismo para anclar las expectativas inflacionistas domésticas a la reputación alemana, y el propio proyecto de UME han reflejado la búsqueda de una mayor estabilidad monetaria —en el sentido de estabilidad de precios— en países como España. De acuerdo con esto, la reducción de la inflación ha sido uno de los principales incentivos para la integración monetaria en Europa y uno de los beneficios potenciales más evidentes de la UME (16).

La UME supone una política monetaria única llevada a cabo por el Banco Central Europeo (BCE). Esta cesión supone, en primer lugar, la eliminación de las perturbaciones asimétricas de oferta monetaria que, como hemos visto, han jugado un papel importante en Europa. Sin embargo, el atractivo principal de este cambio de régimen es el estatuto de independencia del BCE y la prioridad concedida a la estabilidad de precios. La presumible participación de países cuyos bancos centrales se han caracterizado por estos principios no hará sino reforzar la credibilidad inicial de la nueva institución. Como puede verse en el gráfico 1.5, los países con una mayor independencia en sus bancos centrales se caracterizan por niveles más bajos de inflación (17). Autores como Drazen y

(16) Las presiones inflacionistas se han moderado en los últimos años en todos los países desarrollados al margen de la UME. Este hecho ha contribuido probablemente a reducir el apoyo popular a la UME, al disminuir, en términos relativos, su atractivo.

(17) La relación entre estabilidad de precios e independencia de los bancos centrales fue desarrollada por Rogoff (1985), a partir de los modelos estratégicos de política monetaria de Kydland y Prescott (1977) y de Barro y Gordon (1983). La idea básica es que la autoridad monetaria, preocupada tanto por la inflación como por el desempleo, tiene un incentivo a generar sorpresas inflacionistas generadoras de empleo en el corto plazo. Este incentivo es internalizado por los agentes a la hora de formar sus expectativas, lo cual genera un sesgo inflacionista en las economías. Un banco central independiente puede

INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL FRENTE A INFLACIÓN

Fuente: Alberola, Marqués y Sanchís (1997).

Masson (1994) han matizado, sin embargo, estas conclusiones, argumentando que no es solo o principalmente el entramado institucional del banco central el que le dota de credibilidad, sino la sostenibilidad de sus políticas.

La estabilidad de precios no solo depende de las instituciones monetarias, sino también de otras características estructurales de la economía, en especial las rigideces en los mercados de bienes y factores, como ya pusimos de manifiesto en la sección anterior. Teóricamente, cuanto mayor sea la rigidez en el mercado de trabajo (plasmada en el grado de rigidez de los salarios reales o en la persistencia del desempleo) mayor será el nivel de inflación de la economía, aunque empírica-

reducir este sesgo, en la medida en que sus objetivos sean de más largo plazo. Puesto que se sabe que, en el largo plazo, la inflación no afectará al nivel de desempleo (curva de Phillips vertical), el incentivo a generar inflación resulta menor. Recientemente, McCallum (1995) ha matizado este modelo al recalcar que no es el hecho de que el banco central tenga en mente unos objetivos diferentes a los del Gobierno, sino más concretamente su alejamiento del proceso político es lo que hace que un banco central independiente sea más ortodoxo en su gestión. En todo caso, ambos argumentos refuerzan las ventajas de un BCE independiente, ya que su plurinacionalidad le aísla aún más, en teoría, de los procesos políticos nacionales.

mente la relación es menos robusta de lo que cabría esperar (18). La existencia de diferentes niveles de rigidez salarial entre los países del área también tiene efectos distorsionadores sobre la política monetaria. En primer lugar, como muestra Daseking (1996), la potencia de la política monetaria europea será menor en los países con alta rigidez de los salarios reales, puesto que una expansión monetaria en la UME se trasladará en estos países más rápidamente a salarios y precios domésticos, con la consiguiente pérdida de competitividad con respecto al resto de países. Por último, como ya mencionamos anteriormente, la pervivencia de sectores protegidos, donde las rigideces en los mercados de bienes y factores pueden subsistir, frente a otros cada vez más expuestos a la competencia, augura una homogeneización de la tasa de inflación en los sectores expuestos, pero no en los sectores protegidos, por lo que las tasas nacionales de inflación pueden divergir, con la consiguiente pérdida de competitividad para los países con inflación más alta.

Un último aspecto a considerar son los efectos inducidos del nuevo régimen monetario sobre los mecanismos de formación y negociación colectiva de los salarios. Por un lado, tal como muestra el gráfico I.6, los países con mayor independencia del Banco Central muestran una menor persistencia en el desempleo, y esta relación es estadísticamente significativa; por otro lado, aunque la pertenencia al SME no parece haber repercutido significativamente en una mayor moderación salarial en España, la magra evidencia al respecto en Europa permite aventurar que el cambio de régimen puede ser beneficioso (19).

De nuevo, la clave es de qué manera y con qué retardo será asimilado el nuevo régimen monetario en los mecanismos de negociación salarial. Si la política monetaria común no va acompañada de una reducción de los niveles de rigidez salarial, se puede asistir, como hemos mencionado antes, a importantes pérdidas de competitividad que, ausente el recurso a la devaluación cambiaria, solo podrán ser corregidas a través de ajustes en las variables reales.

(18) Lockwood y Philippopoulos (1995) han explorado los efectos de la persistencia en el desempleo en los modelos estratégicos de política monetaria. Los beneficios derivados de las sorpresas monetarias son mayores cuando hay persistencia en el desempleo, puesto que tendrán efectos más duraderos sobre el mismo, lo cual aumenta el incentivo a generar inflación. Para una contrastación empírica de este modelo, véase Alberola, Marqués y Sanchís (1997).

(19) Eichengreen (1996) destaca, en el caso italiano, la supresión de la *scala mobile* que indicaba los salarios, y señala a la perspectiva de la UM como factor determinante; en términos más rigurosos, este autor, junto con Bayoumi (1996), presentan evidencia de mayor flexibilidad de los mercados de factores y productos en la época del patrón-oro; por último, Blanchard y Muet (1993) sí que otorgan al Sistema Monetario Europeo (SME) efectos positivos sobre la flexibilidad salarial, a medida que el compromiso cambiario del franco se hizo creíble en el SME.

**INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL
FRENTA A PERSISTENCIA DEL DESEMPLEO**



Fuente: Alberola, Marqués y Sanchís (1997).

1.2.3. Estabilidad fiscal

La estabilidad fiscal en la UME, aunque requerida por los criterios de convergencia y reforzada por el Pacto de Estabilidad, solo será alcanzable si se reducen los déficit estructurales. Como se mencionó en la sección anterior, las dificultades para hacerlo son considerables, dadas sus importantes implicaciones redistributivas. Podemos distinguir dos principales ámbitos en la esfera redistributiva de la política fiscal: los procesos sociales y políticos, determinantes del gasto público y la evolución del gasto, derivada del mantenimiento del Estado del Bienestar (20).

Los costes que supone el mantenimiento de lo que comúnmente se conoce como Estado del Bienestar no son independientes de las tensiones

(20) La teoría económica ha hecho diversas incursiones en los determinantes políticos del déficit; Alesina y Perotti (1994) ofrecen una panorámica sobre esta literatura, que destaca elementos tanto de racionalidad económica (imposición óptima, incentivos a «le-gar» déficit a la oposición, etc.) como institucionales (sistemas electorales, procesos de elaboración de presupuestos, estructura administrativa) o de estructura social (dispersión distributiva, polaridad de preferencias, etc.). Los altos niveles de déficit estructural que mencionábamos antes son originados, según este enfoque, por los incrementos del gasto público, que son difícilmente reversibles y tienden a consolidarse, debido a los intereses que confluyen en las decisiones de gasto.

redistributivas que acabamos de mencionar, pero tienen una dinámica propia, debido a las tendencias demográficas en los países occidentales [Masson & Mussa (1995), Comisión Europea (1996b) o Herce (1996), para España]. Esta dinámica es una fuente preocupante de crecimiento de la carga fiscal del Estado (en pensiones y sanidad, principalmente) y entraña riesgos considerables, que deben afrontarse mediante las medidas adecuadas.

Por lo tanto, los mecanismos disciplinadores dentro de la UME no garantizan la consecución de la estabilidad fiscal y pueden generar tensiones respecto al reparto del esfuerzo de ajuste. Solo a través de la toma de conciencia social —que puede ser, eso sí, facilitada por el nuevo marco de disciplina fiscal—, sobre la necesidad de llevar a cabo profundas reformas estructurales en el gasto público, se podrán evitar estos peligros y reducir de forma significativa el déficit estructural. De paso, esta reducción dará un mayor margen de maniobra a la política fiscal para cumplir su papel estabilizador.

I.3. Conclusiones

Al inicio del capítulo se han planteado cinco cuestiones para evaluar en el corto plazo los beneficios netos de la Unión Monetaria. La revisión de la literatura realizada en este capítulo permite responder a dichas preguntas.

a) *¿Predominan los shocks reales asimétricos entre los países europeos?*

Los diversos indicadores utilizados muestran que la estructura productiva entre los países europeos es similar y muy diversificada, y que España no es una excepción. Por lo tanto, la probabilidad de que se produzcan perturbaciones reales asimétricas *en su origen* entre los países europeos es reducida. Es posible que la UME lleve a una mayor especialización y concentración de la producción en ciertas zonas, lo que haría más probable la existencia de perturbaciones asimétricas, pero la evidencia al respecto es débil.

El bajo potencial de perturbaciones asimétricas reales no debe ser confundido con los procesos de ajuste ante las mismas, que están determinados por los mecanismos de propagación de los *shocks*. De este modo, perturbaciones simétricas en su origen pueden tener efectos diferentes en cada país. Esta distinción es fundamental para los países europeos, ya

que los mecanismos de propagación difieren, en gran medida, de país a país. En España algunos mecanismos de propagación tienden a exacerbar los efectos negativos de las perturbaciones. Los rasgos perjudiciales de estos mecanismos son especialmente relevantes en el mercado de trabajo y en los sectores de bienes y servicios protegidos de la competencia. Como resultado de ello, aunque la correlación del ciclo económico español con el europeo es alta, la volatilidad del mismo y la persistencia de las perturbaciones tienden a ser mayores. Solo en la medida en que la UME induzca una adaptación de agentes e instrumentos al nuevo contexto puede esperarse que el sistema económico absorba eficientemente las posibles perturbaciones.

b) *¿Es efectivo el tipo de cambio como instrumento de estabilización?*

El tipo de cambio puede ser, en principio, un instrumento efectivo de ajuste a corto plazo ante perturbaciones reales. Las rigideces nominales de precios y salarios, que generan una alta persistencia de las perturbaciones sobre las variables reales, refuerzan el potencial papel estabilizador del tipo de cambio, puesto que su corrección puede evitar que una perturbación tenga efectos muy duraderos o permanentes.

Sin embargo, existen dos factores relevantes que disminuyen esta efectividad en la práctica: el grado de apertura de la economía y la sensibilidad de los salarios a la evolución de los precios. Cuando ambos son elevados, los efectos de una devaluación tienden a trasladarse rápidamente a los precios domésticos, impidiendo un ajuste duradero de los precios relativos a través del tipo de cambio nominal. Por otro lado, la evidencia empírica sobre la importancia de los componentes regionales y sectoriales en las perturbaciones reales alerta sobre los efectos desestabilizadores que puede tener el tipo de cambio sobre los sectores o regiones no afectados por la perturbación.

c) *¿No existen instrumentos alternativos de ajuste?*

La baja movilidad laboral, la alta rigidez de precios y salarios y una política fiscal que no cumplía satisfactoriamente su papel estabilizador y que, por el contrario, llegó a alcanzar elevados déficit estructurales indican que el papel de los mecanismos alternativos de ajuste es limitado. Aunque el proceso de convergencia ha mejorado el comportamiento de los salarios y ha facilitado un saneamiento fiscal sustancial, no cabe esperar que la UME por sí misma induzca una mejora permanente en el

funcionamiento de estos mecanismos. Solo en el caso de la movilidad de capital es previsible un avance importante, en la medida en que una moneda única elimine los riesgos cambiarios y consolide el Mercado Único, pero su capacidad estabilizadora es dudosa. El nuevo régimen económico requerirá y, quizás, facilitará la adaptación de las actitudes de los agentes, lo que redundará en una reducción en las rigideces de los mercados y en una mayor ortodoxia fiscal. Solo a través de esta vía los instrumentos de estabilización pueden llegar a ser más efectivos en la UME.

d) *¿Responde el comportamiento del tipo de cambio a su supuesto papel estabilizador?*

En primer lugar debe señalarse que, bajo la disciplina cambiaria impuesta por el SME, el uso del tipo de cambio como instrumento de ajuste solo se ha dado de un modo ocasional en la última década. Por otro lado, en un contexto de alta integración financiera, la política cambiaria no puede utilizarse de una manera sistemática. Pero lo verdaderamente relevante es que el tipo de cambio no ha servido en la práctica para corregir sustancialmente las perturbaciones asimétricas reales que la teoría le asigna, ya que su comportamiento ha estado dominado por perturbaciones nominales. De hecho, las devaluaciones de la peseta en el SME han tenido su origen principalmente en el mantenimiento de diferencias de inflación que resultan insostenibles en el largo plazo.

e) *¿Son las perturbaciones —y sus mecanismos de propagación— independientes de la existencia del tipo de cambio?*

El tipo de cambio no solo ha acomodado la existencia de divergencias derivadas de la actuación de la política económica, sino que ha sido en sí mismo una fuente de perturbaciones financieras. Puesto que, como se ha subrayado, estas perturbaciones han jugado un papel muy importante en el comportamiento diferencial entre países y que, en el caso de España, han sido generadoras de inestabilidad, la desaparición del tipo de cambio debe suponer la supresión de esta fuente de perturbaciones y una importante contribución a la estabilidad macroeconómica.

La relación del tipo de cambio con los mecanismos de propagación es menos evidente pero no por ello menos importante. Las perturbaciones se propagan en la economía a través de las características de los mercados y de los comportamientos de los agentes en ellos. Ambos están, en buena medida, determinados por los diversos intereses que convergen en el proceso político en y el entramado institucional resultante.

El instrumento cambiario puede facilitar la consecución de un equilibrio entre los diversos grupos, al proporcionar eventualmente una válvula de escape a las autoridades a través de las devaluaciones cambiarias. Así, el tipo de cambio puede haber contribuido a la pervivencia de las rigideces e inhibido los mecanismos de ajuste alternativos, obstaculizando los procesos de ajuste ante las perturbaciones.

En definitiva, hemos mostrado que los riesgos asociados a la pérdida del instrumento cambiario son limitados. Podemos incluso identificar ciertos beneficios potenciales, puesto que la posibilidad de correcciones cambiarias ha contribuido a acomodar una insuficiente disciplina macroeconómica y unos comportamientos que están en la base de las trabas estructurales de nuestra economía.

Tal como está diseñada, la Unión Monetaria Europea creará un contexto de mayor estabilidad económica, fundamentada en unos menores niveles de inflación y déficit público, y en la eliminación de las perturbaciones monetarias y financieras sobre el tipo de cambio. Sin embargo, estos beneficios pueden ir acompañados de la aparición de ciertos desequilibrios: el poco margen de actuación de la política fiscal y el deterioro de la competitividad, debido a la posible persistencia de sesgos inflacionistas en algunos sectores, pueden tener efectos adversos sobre las variables reales. Resulta necesario que, en estas circunstancias, se produzca una adaptación de las actitudes de los agentes para minimizar los problemas derivados de la pérdida de instrumentos. Probablemente, el nuevo régimen económico, ausente el recurso a las devaluaciones, inducirá un cambio de actitudes, pero este proceso puede ser relativamente lento. De ahí que, cuanto antes asimilen los agentes y las autoridades todas sus implicaciones, antes también serán percibidos los beneficios netos de la Unión Monetaria.

II

UNIÓN MONETARIA Y CRECIMIENTO

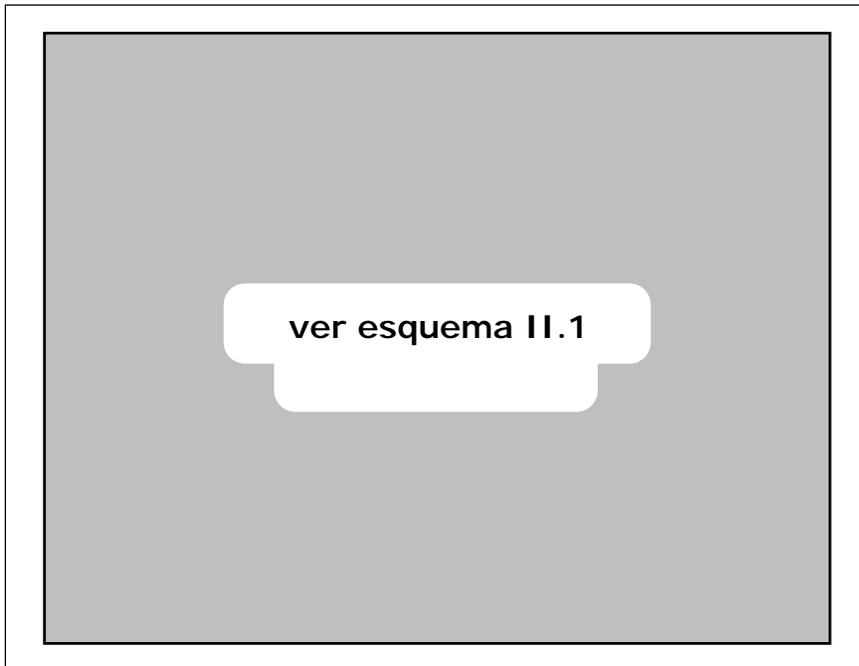
El objetivo último de la Unión Monetaria es impulsar el crecimiento en un espacio económico integrado y asentado sobre unas bases macroeconómicas estables. Por lo tanto, el juicio definitivo sobre la Unión Monetaria dependerá de cómo afecte a la capacidad de crecimiento de nuestra economía.

En este capítulo se aborda esta cuestión a través de dos perspectivas diferentes, recogidas en el esquema II.1. En la primera sección estudiamos la relación entre estabilidad macroeconómica y crecimiento, mientras que en la segunda consideramos a la Unión Monetaria como complemento al Mercado Único y, por lo tanto, como colofón del proceso de integración económica europea, con sus efectos sobre el crecimiento en general y, en particular, sobre el potencial de convergencia de nuestro país con los países más desarrollados de la Unión Europea y de las regiones entre sí.

II.1. Efectos de la estabilidad sobre el crecimiento

La conclusión del capítulo anterior es que la Unión Monetaria redundará en una mayor estabilidad macroeconómica para nuestro país. Siguiendo el esquema, analizaremos a continuación los efectos esperados de la estabilidad cambiaria, monetaria y fiscal sobre la capacidad de crecimiento. Los modelos teóricos de crecimiento, que serán descritos con mayor detalle en la sección II.2, señalan como fuentes básicas del mismo la acumulación de capital (físico o humano) y las ganancias de productividad procuradas por el progreso tecnológico, la integración económica u otros factores; a continuación veremos cómo incide en ellos cada uno de los ámbitos mencionados.

EFECTOS DE LARGO PLAZO

*II.1.1. Estabilidad cambiaria y crecimiento*

La relación entre estabilidad cambiaria y crecimiento debe explorarse a través de los efectos de la volatilidad del tipo de cambio sobre las fuentes de crecimiento y, en particular, sobre la acumulación de capital y sobre el comercio (1).

En teoría, la inestabilidad cambiaria genera incertidumbre, con los consiguientes efectos negativos sobre la inversión. Sin embargo, esta proposición no ha podido ser probada empíricamente de un modo inequívoco (2). La razón estriba en que existen otros efectos de la volatilidad cambiaria que favorecen la inversión. Así, el incremento de la inversión

(1) Levine y Renelt (1992) y Frankel y Romer (1996) demuestran empíricamente la importancia de ambos factores para explicar el crecimiento. En el caso del comercio, se debe admitir que sus ganancias pueden recaer desigualmente sobre cada uno de los países o regiones; por otro lado, la «nueva» teoría del comercio internacional introduce, como veremos, matizaciones importantes.

(2) Kenen (1979) observa una relación negativa entre inversión y volatilidad, pero el extenso estudio del FMI (1984) no permite establecerla. Por su parte, Belke y Gros (1997) sí que encuentran una relación negativa entre volatilidad e inversión para los países europeos.

exterior en el período posterior a Bretton Woods puede ser interpretado como la respuesta racional de las empresas multinacionales para protegerse de la incertidumbre sobre precios relativos de bienes y factores que conlleva la inestabilidad cambiaria [véase Fondo Monetario Internacional (FMI) (1984)].

La estabilidad cambiaria también debería fomentar los intercambios comerciales, al reducir la incertidumbre asociada a los mismos. De nuevo, la evidencia empírica es controvertida. Kenen y Rodrik (1986), por ejemplo, encuentran una relación negativa entre volatilidad y comercio, pero otros muchos estudios, como el mencionado del FMI, no encuentran relación alguna e incluso existen autores [Aseery y Peel (1991)] que observan una relación positiva. La razón principal es que el riesgo cambiario puede ser eficientemente cubierto en los mercados de futuros y plazo [Viane y de Vries (1993)]. En todo caso, las ganancias esperadas de la Unión Monetaria deben ser contempladas en relación con el SME, caracterizado por ser un sistema de baja volatilidad (salvo en los esporádicos períodos de turbulencias monetarias). Frankel y Wei (1993) han estimado que las ganancias previsibles de fijar irrevocablemente los tipos de cambio en la UME, en términos de comercio, son mínimas (un aumento del 0,15% en el comercio intracomunitario).

Quizás sea más relevante considerar los efectos de la inestabilidad cambiaria a plazos más largos, entendida en términos de desviaciones del tipo de cambio con respecto a su nivel de equilibrio o desalineamiento. El desalineamiento cambiario puede afectar al volumen de comercio y a la inversión, no solo por la falta de cobertura de riesgos; una sobrevaloración del tipo de cambio real conlleva una pérdida de competitividad, que reduce las exportaciones, incrementa las importaciones y puede afectar a las perspectivas de inversión. A medio plazo, sin embargo, la pérdida de competitividad puede tener efectos permanentes sobre la producción y el empleo en el sector expuesto a la competencia exterior y puede traducirse en un desvío de recursos productivos hacia los sectores de bienes no comercializables (principalmente servicios), protegidos de la competencia externa. Todo ello provoca una asignación ineficiente de recursos y una reducción del volumen de comercio (3).

¿Cuáles serán los efectos de la UME sobre el desalineamiento cambiario? El SME no permitió, por sí solo, anclar las expectativas inflacionistas en nuestro país. Como consecuencia de ello, la peseta sufrió fuertes pérdidas de competitividad dentro del mecanismo de cambios, eventualmente corregidas por las cuatro devaluaciones que siguieron a

(3) Los modelos de histéresis en el tipo de cambio de Baldwin y Krugman (1986) o Baldwin y Lyons (1989) formalizan estos efectos. La evidencia empírica [De Grauwe (1988), Sapir *et al.* (1994)] revela una fuerte relación negativa entre desalineamiento y volumen de comercio.

la crisis del SME; tras la crisis, la peseta se ha mantenido muy estable frente al resto de monedas del mecanismo de cambios. Como hemos mencionado en el capítulo anterior, la supresión del tipo de cambio nominal no implica la eliminación automática de los diferenciales de inflación, por lo que no puede descartarse que al inicio de la UME se produzcan pérdidas de competitividad, si el crecimiento de precios y salarios supera al de otros países. Evidentemente, el problema en este caso es que ya no sería posible recurrir a devaluaciones para corregir el desajuste de precios relativos.

II.1.2. Inflación y crecimiento

Los costes de la inflación están principalmente relacionados con la incertidumbre y su impacto en el marco legal y contractual de la economía. La volatilidad de precios genera incertidumbre, con efectos negativos sobre la inversión y la asignación de recursos. Por un lado, la incertidumbre dificulta la evaluación de los planes de inversión, lo que, en un contexto de agentes aversos al riesgo, disminuye la rentabilidad esperada de la inversión y, por lo tanto, el nivel de la misma. La magnitud de estos efectos difiere entre sectores, siendo especialmente importante en el sector financiero. La gestión de la incertidumbre por parte del sistema financiero conlleva un coste en forma de prima de riesgo, que desincentiva el ahorro. En segundo lugar, la volatilidad de precios introduce incertidumbre en la percepción de los cambios en los precios relativos, distorsionando la asignación de los recursos (4).

La interacción de la inflación con el marco legal y contractual de la economía genera también efectos negativos. Así, como ya se ha sugerido, los procesos inflacionistas tienden a agravarse en un marco de relaciones laborales y mercados rígidos. Por otro lado, las estructuras fiscales se muestran incapaces de acomodar adecuadamente el incremento de precios, al gravar los rendimientos nominales o limitar el nivel real de las desgravaciones. Como consecuencia de ello, la rentabilidad real de la inversión disminuye, desincentivando la misma (5).

Los efectos de la inflación sobre el crecimiento han sido profusamente estudiados a nivel empírico. La evidencia tiende a confirmar que la inflación tiene efectos negativos sobre el nivel de crecimiento, tal como se

(4) Véase Lucas (1973). Sin embargo, la inflación, cuando es moderada, también permite un ajuste más fluido de los precios relativos. Este y otros factores hacen de la estabilidad absoluta de precios —inflación cero— un objetivo indeseable [Akerlof *et al.* (1996) o Krugman (1996)].

(5) Véanse Feldstein (1983) o Jones y Manuelli (1993), para una argumentación teórica. Feldstein (1996) muestra la relevancia empírica de estos efectos.

**INFLACIÓN Y CRECIMIENTO (1973-1993). COMPONENTES NO EXPLICADOS
POR LA RENTA *PER CÁPITA* INICIAL**



Fuente: Andrés y Hernando (1997).

(a) Residuos de la regresión lineal de la tasa de inflación sobre el nivel de renta *per cápita* sobre el nivel de renta *per cápita* inicial.

(b) Residuos de la regresión lineal entre la tasa de crecimiento de la renta *per cápita* sobre el nivel de renta *per cápita* inicial.

observa en el gráfico II.1 (6). La mayoría de los estudios coinciden en que la inflación reduce la tasa de acumulación de capital en la economía, aunque otros autores, como De Gregorio (1994), enfatizan sus efectos desfavorables sobre la eficiencia y la productividad.

II.1.3. Déficit y crecimiento

Los déficit públicos suponen una contribución negativa al ahorro de la economía, lo cual presiona al alza el tipo de interés, reduciendo la

(6) Levine y Renelt (1992), sin embargo, no hallan confirmación empírica de dicha relación negativa. En el corto plazo existe un problema de causalidad inversa entre inflación y crecimiento, recogido en la curva de Phillips. Para superar este problema, los trabajos suelen tomar medias en períodos largos de cada uno de los países que componen la muestra, para hacer una estimación de sección cruzada y soslayar el componente cíclico de la inflación. Andrés y Hernando (1996) presentan un cuadro-resumen de la literatura.

**DÉFICIT PÚBLICO (EN % DEL PIB) FRENTE A CRECIMIENTO
(1971-1997)**

Fuentes: Ministerio de Economía y elaboración propia.

inversión privada. Este *crowding-out*, o efecto expulsión sobre la acumulación de capital, constituye el principal argumento para predecir una relación negativa entre déficit públicos y crecimiento (7).

Un segundo tipo de argumentos tienen que ver con las expectativas generadas por la existencia de déficit. Por un lado, como señalan Easterly y Rebelo (1994), si el nivel de déficit se toma como una aproximación al nivel de deuda, puede ser indicativo de mayores impuestos y de reducción del gasto público futuro; por otro lado, Fischer (1993) subraya que un alto déficit público puede reflejar una pérdida de control de las finanzas públicas y, por lo tanto, inestabilidad futura en la política económica. Ambos factores generan incertidumbre y reducen la rentabilidad esperada de la inversión. Estos trabajos contienen evidencia empírica que respalda su hipótesis. La aproximación al caso español recogida en

(7) Esta deducción en el ahorro doméstico podría ser compensada con la atracción de ahorro exterior en un contexto de alta integración financiera. Sin embargo, Feldstein y Horioka (1980) y Feldstein y Bacchetta (1991) demostraron que existe una alta correlación entre ahorro e inversión domésticos, lo cual implica que este mecanismo no ejerce el papel compensador que la teoría sugiere.

el gráfico II.2 muestra que la relación histórica entre crecimiento (tendencial) y déficit (estructural) es efectivamente negativa.

La existencia de los déficit públicos puede justificarse por la financiación de infraestructuras, educación o innovación tecnológica, inversiones estas que tienen efectos muy positivos sobre la capacidad de crecimiento de un país, como veremos más adelante; por lo tanto, es importante distinguir entre gasto corriente e inversión pública, antes de emitir un juicio sobre los efectos negativos de los déficit. Tullio (1986) llevó a cabo este ejercicio, para mostrar que los problemas de las finanzas públicas en Europa no radican en un sesgo del gasto público hacia las inversiones productivas, sino más bien en una pérdida de control de sus componentes corrientes. Estos resultados son consecuentes con los comentarios sobre el incremento de los déficit estructurales hechos en el capítulo anterior. En todo caso, el carácter discrecional de este tipo de gastos los hace más proclives a verse afectados por ajustes fiscales como los requeridos, por ejemplo, por el cumplimiento de los criterios de convergencia.

II.2. Integración económica, crecimiento y convergencia real

Desde el punto de vista de la integración económica, la Unión Monetaria debe contemplarse como complemento y colofón al Mercado Único. Efectivamente, la desaparición de una barrera tan significativa para los flujos comerciales y de capital como la diversidad de monedas debe significar un impulso fundamental para la integración europea. En este sentido, se ha apuntado repetidamente que los beneficios del Mercado Único solo serán visibles en su totalidad cuando la UME esté en vigor o, en otras palabras, aquel solo será verdaderamente operativo con una moneda única. Por otro lado, las tendencias económicas recientes también apuntan hacia la configuración de bloques económicos homogéneos, con vistas a afrontar el proceso de globalización de los mercados. Desde esta perspectiva, la UME contribuirá a la configuración de un bloque europeo que compita con éxito en los mercados internacionales, aunque esta visión nos lleve a pensar en la UME como un proyecto adaptativo (ante el nuevo contexto internacional) y no evolutivo (como impulsor de los procesos de crecimiento). En todo caso, existen voces discordantes sobre si estos argumentos justifican el proyecto de Unión Monetaria (8).

En esta sección nos mantendremos al margen de estas cuestiones y nos limitaremos a describir las implicaciones de la integración para el

(8) En Alberola (1996) se discuten los términos del debate.

crecimiento del área en su conjunto y de la convergencia entre los países y regiones dentro de ella. La teoría de la integración económica, desarrollada en los años cincuenta y sesenta por Viner, Mundell y Balassa, entre otros, fusionó las implicaciones de los modelos neoclásicos de comercio internacional y de crecimiento para derivar las ganancias de la integración económica. Sin embargo, este paradigma ha perdido relevancia en la última década, ante una evidencia empírica insatisfactoria y ante los nuevos desarrollos teóricos contenidos en la «nueva» teoría del comercio y en los modelos de crecimiento endógeno.

Este cambio de paradigma es trascendental para nuestro análisis. La creación del Mercado Común e incluso los avances posteriores en la integración europea (Mercado Único) se han fundamentado en unos postulados que han perdido vigencia entre la profesión. Es necesario dilucidar, por tanto, si los nuevos avances teóricos siguen respaldando los efectos beneficiosos de la integración económica. Por ello, antes de entrar de lleno en las implicaciones de la UME, en términos de crecimiento y convergencia, es conveniente resumir el estado de la cuestión.

II.2.1. Marco teórico

El modelo de comercio de Heckscher-Ohlin-Samuelson y el modelo neoclásico de crecimiento de Solow (1957) se sustentan en supuestos similares: rendimientos constantes a escala, competencia perfecta y movilidad de factores. La integración económica supone un desplazamiento de los factores productivos hacia los países en los que su productividad marginal es mayor, conformando un patrón de comercio según la ventaja comparativa, una tendencia a la igualación del precio de los factores y un incremento de la producción debido a la mayor especialización. El resultado de este proceso es un incremento del nivel de renta potencial del área en su conjunto; es decir, un incremento *transitorio* de la tasa de crecimiento. Por otro lado, los supuestos implican una productividad marginal del capital *per cápita* decreciente, por lo que, *ceteris paribus*, los países con un nivel de renta inicial inferior (y, por lo tanto, con un *stock* inicial de capital más bajo) gozarán de una mayor productividad del capital, lo que les permitirá ser receptores de las inversiones exteriores y crecer a un ritmo superior. Las predicciones de la teoría son, en definitiva, que la integración supone tanto un impulso al crecimiento de los países del área como una tendencia espontánea a la convergencia en niveles de renta (9).

(9) Esto no implica que el nivel de renta se iguale efectivamente en el estado estacionario, ya que el nivel de renta potencial depende de la dotación inicial de factores y de la propensión marginal a ahorrar.

A pesar de su elegancia teórica, el modelo neoclásico se asienta sobre supuestos insatisfactorios: ni el supuesto de competencia perfecta ni el de rendimientos constantes son realistas. Por lo que respecta a sus predicciones, estas distan mucho de verificarse: la especialización en ciertos productos, en función de la ventaja comparativa, es difícil de conciliar con el patrón de comercio intraindustrial que observamos para las economías desarrolladas; la persistencia en el crecimiento de las llamadas «economías maduras», junto al papel fundamental otorgado al progreso técnico en los análisis empíricos, hace de la exogeneidad del progreso técnico un supuesto insostenible. Los desarrollos posteriores en las teorías del crecimiento y del comercio internacional se han dirigido a superar estos problemas.

La revisión de la teoría del crecimiento iniciada con los trabajos de Romer (1986) y Lucas (1988) relaja los supuestos de rendimientos constantes y de tecnología exógena, dando lugar a los modelos de crecimiento endógeno. En estos modelos, los procesos de producción llevan incorporado un factor adicional, el capital tecnológico, cuya acumulación genera rendimientos crecientes. Por otro lado, el capital tecnológico lleva aparejadas importantes externalidades asociadas a las «economías de experiencia y aprendizaje». La endogeneidad del capital tecnológico se explica porque su tasa de acumulación depende de la inversión en educación (capital humano) y en investigación (I + D).

La llamada nueva teoría del comercio internacional ha incorporado, por su parte, los supuestos de competencia imperfecta, economías de escala y otros aspectos relacionados con las economías externas. Podemos dividir estos nuevos desarrollos en dos tipos de modelos: los que se centran en los dos primeros supuestos —esto es, en las economías internas a la empresa— y los que incorporan las economías externas, tanto de aglomeración como de aprendizaje. Aunque ambas corrientes han modificado profundamente las concepciones previas sobre las ganancias del comercio, sus implicaciones para la teoría de la integración son muy diferentes.

Los nuevos modelos de comercio [Dixit y Stiglitz (1977), Helpman y Krugman (1985)], que incorporan economías de escala y competencia monopolística, dan lugar a un patrón de comercio intraindustrial más acorde con la realidad, aunque la falta de consideración del contenido tecnológico de los productos limita la aplicación práctica del análisis. La consideración de diferencias tecnológicas supone la incorporación de economías externas a la empresa, las llamadas economías de experiencia o aprendizaje, reflejadas en el proceso de innovación y difusión tecnológica. Este nuevo tipo de modelos [Grossman y Helpman (1991)] están muy influenciados por la teoría del crecimiento endógeno. El proceso de difusión tecnológica es complejo y sus implicaciones difíciles de apre-

hender en toda su extensión. El capital tecnológico se transfiere de los países líderes a los países seguidores a través de diversos mecanismos como la inversión directa, la importación de bienes de equipo o, directamente, de la imitación. La rapidez de la difusión tecnológica depende de la capacidad de las empresas y de mano de obra de los países seguidores para asimilar las innovaciones, que a su vez está determinada por la acumulación de capital humano y tecnológico. La difusión tecnológica determina así un patrón de especialización, con diferenciación vertical entre productos, según sea el nivel tecnológico que incorporen, frente a la diferenciación horizontal de los modelos anteriores.

La segunda externalidad a considerar son las economías de aglomeración, desarrolladas en los modelos de geografía económica de Krugman (1991) y Krugman y Venables (1991). Este enfoque compara los beneficios de la localización derivados de los rendimientos crecientes y del tamaño del mercado con economías externas basadas en la interacción y flujos de ideas e información entre las empresas establecidas en el mismo territorio, frente a los costes de congestión que una excesiva densidad puede provocar. En este contexto, los costes de transporte —entendidos, como veremos, en sentido amplio— juegan un papel determinante en la decisión sobre la localización empresarial.

¿Cuáles son las implicaciones de la integración económica bajo este nuevo paradigma? Por un lado, la integración debe mejorar el marco de competencia e inducir procesos de racionalización y tamaños de planta más cercanos al óptimo; en conjunción con las predicciones de los modelos de crecimiento endógeno, estos efectos deben suponer un aumento *permanente* en la tasa de crecimiento de la economía, magnificando las ganancias de la integración.

Sin embargo, el resultado previo de convergencia condicional es puesto en entredicho por las nuevas teorías. En primer lugar, la existencia de rendimientos crecientes a escala hace posible que los países ricos o líderes gocen de un diferencial de rentabilidad positivo y persistente, con lo que el capital y la riqueza tenderán a concentrarse en estos países, en perjuicio de las regiones periféricas, generándose un resultado de divergencia. En segundo lugar, para que el proceso de difusión tecnológica se verifique, se requiere que la brecha tecnológica y de capital humano no sea insalvable; de lo contrario, el proceso de diferenciación vertical se acentuará y las regiones con unos *stocks* de capital humano y tecnológico más bajos quedarán marginadas de dicho proceso. Por último, los modelos de geografía económica equiparan el proceso de integración económica a una reducción de los costes de transporte, lo que da lugar a la concentración de la actividad económica en regiones (*clusters*) donde ya existen las economías de aglomeración mencionadas arriba, en perjuicio del resto de las regiones, que quedan marginadas del

proceso. No obstante, la reducción de los costes de transporte también hace más sensible la decisión de localización de los costes de producción. Si consideramos que el trabajo en las regiones más retrasadas es un factor más barato, el resultado de divergencia apuntado por estos modelos no tiene por qué darse.

II.2.2. Evidencia empírica sobre crecimiento y convergencia

Durante los últimos años se han estudiado exhaustivamente los determinantes de los procesos de crecimiento y convergencia entre países y regiones. Como ya hemos mencionado, la acumulación de capital —en particular el humano y tecnológico— y el grado de apertura de la economía resultan ser las fuentes más robustas de crecimiento (10). Por lo que respecta a la convergencia, los resultados son más controvertidos. Los trabajos de Barro y Sala i Martín (1995) muestran que existe una lenta tendencia hacia la convergencia entre países. Sin embargo, esta afirmación requiere matizaciones. Por un lado, los procesos de convergencia se dan dentro de grupos de países [Baumol *et al.* (1989), Quah (1996)]; por otro, Canova y Marcet (1995) muestran que las regiones (países) convergen de un modo relativamente rápido a su estado estacionario, pero este difiere significativamente entre ellos, lo cual —en línea con las nuevas teorías del crecimiento— vendría a confirmar que las diferencias entre países tienden a persistir indefinidamente.

Centrándonos en el caso europeo, podemos distinguir tres grandes hitos en el proceso de integración: el Mercado Común, el programa del Mercado Único (a partir de la aprobación del Acta Única en 1986) y la Unión Monetaria, el objeto de nuestro análisis. Los efectos de esta última se podrán entender mejor si contemplamos las consecuencias de las anteriores. El Mercado Común ha sido, sin duda, un factor fundamental en el fuerte crecimiento de sus miembros en la posguerra, como destaca el estudio de Ben-David (1993). Los efectos del Mercado Único son quizás demasiado recientes para ser evaluados con precisión, aunque los estudios recientes de la Comisión Europea (1996a) valoran muy positivamente su impacto. Por lo que respecta a la convergencia, esta se ha producido y el Mercado Único parece haberla intensificado, según el estudio de la Comisión y Todt (1997).

En el caso español, como observamos en el gráfico II.3, los períodos de convergencia de nuestra economía han coincidido con los grandes avances en el proceso de apertura e integración: el Plan de Estabiliza-

(10) Véanse Levine y Renelt (1992), Mankiw, Romer y Weil (1992) y el capítulo 12 en Barro y Sala (1995).

**RENTA *PER CÁPITA* ESPAÑOLA FRENTE A EUROPA
(EUROPA 15 = 100)**



Fuente: Banco Bilbao Vizcaya.

ción y la entrada en la Unión Europea, que en nuestro caso coincide con la aprobación del Acta Única (11). El estudio de la Comisión muestra a España como el país con un mayor incremento en el *output* tendencial, derivado de la implantación del Mercado Único. Sin embargo, este proceso ha estado marcado por algunos aspectos desfavorables. En primer lugar, ha sido espasmódico: fuertes avances en los períodos de expansión y retroceso en los períodos de estancamiento, lo que se refleja en la mayor volatilidad del PIB español constatada en el gráfico I.1. Segundo, las dificultades de traspasar un determinado umbral de convergencia real (situado alrededor del 75 %-80 % del PIB *per cápita* comunitario), que se alcanzó por primera vez en el período previo a la crisis del petróleo. En tercer lugar, la crónica incapacidad de nuestra economía de sustituir con celeridad el empleo que se destruye en las recesiones o por los procesos de cambio tecnológico y estructural, lo que nos coloca en una situación muy desfavorable en las estadísticas de empleo y paro respecto a otros países de la OCDE. Por último, la relación negativa entre niveles de renta y tasas de crecimiento que aparece en el gráfico II.4 nos permite

(11) Para un análisis exhaustivo del proceso de integración véanse Viñals (1992) y Martín (1997).

**NIVEL INICIAL DEL P.I.B. *PER CÁPITA*
VS. TASA DE CRECIMIENTO MEDIA**



Fuente: Banco Bilbao Vizcaya.

observar que la convergencia con Europa ha sido tradicionalmente acompañada de una mayor cohesión entre las regiones españolas, salvo en el último período.

II.2.3. Implicaciones de la UME

Podemos ahora integrar los aspectos generales descritos en estas secciones previas, para inferir las posibles implicaciones de la UME sobre el proceso de crecimiento y convergencia. Como punto de partida, resulta inevitable tomar el estudio de la Comisión *One Market, One Money* (1991), sobre las ganancias de la UME (12). Este estudio utiliza como paradigma básico la versión más benigna de la nueva teoría de comercio; es decir, la que solo considera las economías internas a la empresa, por lo que sus resultados son optimistas. Así, la mayor presión competitiva se debe traducir en la reestructuración productiva, en una mayor racionalización y en un acicate para la mayor capacitación de la mano de obra. Por otro lado, la existencia de economías de escala permitirá una mayor eficiencia y una mayor dimensión empresarial. Según Neven (1990), los países periféricos como España, al estar sus empresas más alejadas del tamaño óptimo de planta, serán los mayores beneficiarios de este proceso. Por último, el hecho de que la mayor parte del comercio sea intraindustrial reduce los costes de ajuste a la nueva estructura comercial.

El reciente estudio empírico de la Comisión confirma estas previsiones optimistas, pero alerta sobre el incremento de la diferenciación vertical en el patrón intraindustrial. Martín y Gordo (1996) realizan un análisis de los efectos de la integración sobre el patrón de comercio para nuestro país y destacan la tendencia hacia la menor especialización sectorial, reflejada en el crecimiento del comercio intraindustrial. Este cambio ha tenido, en contra de la teoría, costes de ajuste muy altos, en términos de desaparición de empresas y pérdida de empleo industrial, aunque la expansión económica que siguió a la entrada y el fuerte flujo inversor del exterior puedan haber mitigado sus consecuencias; la otra cara de la moneda es que este ajuste ha mejorado la capacidad competitiva de la estructura industrial en el mercado europeo (13). Por otro lado, se ha confi-

(12) Este estudio pretende evaluar de forma genérica las ganancias de la UME. Destacan en primer lugar las ganancias derivadas de la eliminación de las monedas nacionales, en términos de eliminación de costes de transacción; estas ganancias se estiman entre un cuarto y medio punto del PIB comunitario. Los otros efectos considerados son la apertura de mercados públicos, la unificación de mercados financieros y los efectos dinámicos de oferta que citamos en el texto. Para España existen otros trabajos, como los de González Romero (1989), Collado (1992) y Polo y Sancho (1993), que enfatizan los efectos positivos para nuestro país de la eliminación de las barreras comerciales, la liberalización financiera y la armonización fiscal.

(13) Estos resultados confirman las predicciones de Gual *et al.* (1992) y Viñals *et al.* (1990) sobre la importante reasignación sectorial y de factores derivada de la integración europea.

gurado un patrón de comercio predominantemente intraindustrial, pero con diferenciación vertical, en el que las importaciones dentro de cada sector tienden a incorporar mayor calidad que las exportaciones. Este patrón de especialización revela las dificultades para apropiarse de los procesos tecnológicos más avanzados, situación que puede perpetuarse, consolidando e incluso ampliando la brecha tecnológica con los países más avanzados de Europa.

Las nuevas teorías de crecimiento, la evidencia empírica sobre la convergencia y el propio patrón de especialización mencionado sugieren que las características de los factores productivos son fundamentales para determinar las implicaciones de la UME. Los estudios de De la Fuente *et al.* (1994), Pérez *et al.* (1996) y el volumen de *Papeles de Economía Española* (1995) estudian exhaustivamente la posición relativa de nuestro país en términos de *stock* e inversión en capital humano, tecnológico e infraestructuras de transportes y comunicaciones.

En primer lugar, cabe destacar que el fuerte impulso de la inversión extranjera tras el acceso de España a la UE ha permitido modernizar profundamente la estructura empresarial española; diversos autores [Bajo (1991), Duce (1995)] coinciden en que la inversión fue atraída no solo por los menores costes laborales o por el tamaño del mercado, sino también por la existencia de una mano de obra con una cualificación lo suficientemente alta como para poder asimilar la modernización. Esta modernización no significa, sin embargo, que la dotación de capital humano tecnológico y de infraestructuras sea satisfactoria.

La dotación de capital humano se estudia atendiendo a los indicadores de desarrollo e inversión educativos. España muestra un esfuerzo de convergencia importante en los últimos tiempos, en términos de inversión educativa, que ha equiparado las tasas de escolarización a las europeas. Sin embargo, el *stock* sigue siendo bajo y la calidad, reflejada en el gasto educativo por habitante, aún insuficiente. En cuanto al capital tecnológico, los resultados para nuestro país resultan más negativos, ya que no solo las inversiones son menores que la media europea, sino que son muy inferiores a lo que correspondería a nuestro nivel relativo de renta *per cápita* [Martín (1995)]. Ambos factores, observados conjuntamente, sugieren que los esfuerzos de convergencia tecnológica se han canalizado hacia la mejora de las capacidades para beneficiarse de los procesos de difusión tecnológica, más que en la creación de un sustrato que permita la innovación. Por último, la capacidad de las inversiones en infraestructuras para impulsar los procesos de crecimiento ha sido enfatizada por Aschauer (1989). En el caso de España, como subrayan Argimón *et al.* (1993) y Mas *et al.* (1993), el *stock* resulta bajo con respecto al europeo, pero ha habido un esfuerzo inversor muy importante en la

última década. Sin embargo, el caso de las infraestructuras, sobre todo las de transporte, presenta peculiaridades importantes, ya que las características del territorio (tamaño, localización, etc.) hacen que las demandas difieran entre regiones y países, por lo que es difícil emitir un juicio sobre la dotación óptima en infraestructuras, aunque dada nuestra situación geográfica y el *stock* actual de infraestructuras puede concluirse que aún estamos lejos de alcanzar un nivel adecuado.

Las implicaciones en el contexto de la geografía económica y regional son más vagas. En general, no hay evidencia suficiente que sustente sus predicciones. Así, aunque España se encuentra relativamente alejada geográficamente del núcleo económico continental, representado por el eje Londres-Milán, las regiones españolas, en especial las situadas en el Arco Mediterráneo, han mostrado recientemente una pujanza superior a la europea, tal como se observa en los gráficos II.3 y II.4, por lo que no se puede inferir claramente cuáles serán los efectos de la mayor integración que lleva aparejada la UME.

II.3. ¿Cómo afectará la Unión Monetaria a la capacidad de crecimiento?

La UME afectará a la capacidad de crecimiento de nuestro país a través de dos vías: la mayor estabilidad macroeconómica y la mayor profundización del proceso de integración.

La estabilidad macroeconómica, concretada en una baja inflación y en la corrección de los desequilibrios presupuestarios, es un requisito de acceso y permanencia en la UME, pero, en todo caso, es un bien en sí mismo, puesto que contribuirá positivamente a la acumulación de capital y a generar una senda de crecimiento más sólida y sostenible. En el caso concreto de nuestro país, esta circunstancia es particularmente positiva, puesto que las expansiones económicas que siempre han caracterizado los procesos de integración han sido abortadas por la acumulación de desequilibrios macroeconómicos, frustrando el incipiente proceso de convergencia y generando costosos procesos de ajuste. Por el contrario, en esta ocasión la probabilidad de que estos desequilibrios se manifiesten es menor, debido, precisamente, a la mayor disciplina macroeconómica.

La estabilidad macroeconómica es una condición necesaria, pero no suficiente, para alcanzar la convergencia. En primer lugar, los desequilibrios macroeconómicos también están originados por las rigideces en los mercados que pueden perdurar tras la UME. En segundo lugar, incluso si se dan las condiciones de estabilidad y flexibilidad adecuadas, los procesos de crecimiento y convergencia no son espontáneos, sino que dependen de las condiciones estructurales de la economía.

Sobre este aspecto se ha centrado la segunda parte del capítulo. La Unión Monetaria ha sido contemplada como un impulso importante al proceso de integración, en la medida en que contribuirá a consolidar el Mercado Único. Este impulso se traducirá principalmente en un mayor flujo de capitales, puesto que los mercados de bienes y servicios ya gozan de un alto grado de integración. La consolidación del Mercado Único supondrá una mayor presión competitiva, que inducirá una mayor racionalización y eficiencia en los procesos productivos. Desde esta perspectiva, y teniendo en cuenta sus características actuales, la economía española saldrá relativamente beneficiada, dada la pequeña dimensión media de las empresas y la existencia de una mano de obra cualificada y con costes laborales menores, por término medio, que los comunitarios.

Sin embargo, nuestra posición de partida, algo retrasada en los procesos de convergencia real, y nuestra situación geográfica respecto al núcleo del espacio europeo, generan algunas incertidumbres cuando se adopta una perspectiva de más largo plazo. El retraso relativo de nuestro país se refleja en la insuficiente dotación de capital, entendida en sentido amplio. Como hemos visto, ni los recursos de capital humano, ni la dotación en infraestructuras, ni, sobre todo, la dotación en capital tecnológico sitúan a España en el núcleo de las economías europeas. No se puede descartar, por lo tanto, el peligro de que nuestro país quede aislado de los procesos de difusión tecnológica más avanzados, dando lugar a una especialización en productos de bajo contenido tecnológico, que puede consolidarse con el tiempo. Por otro lado, la situación geográfica de nuestro país no es especialmente favorable, y la dotación de infraestructuras —relativamente inferior a la de los países centrales europeos— no permite compensar la mayor distancia que nos separa de los mismos. Aun así, podemos diferenciar entre áreas más o menos dinámicas dentro de España y, por lo tanto, inferir que el impacto de la UME será desigual entre regiones, sin que sea totalmente descartable que el efecto global sobre alguna de ellas pueda ser negativo.

De todo ello se infiere la necesidad de instrumentar con prontitud políticas económicas encaminadas a superar las trabas estructurales, para que el ajuste a la nueva situación sea armónico, y a intensificar el esfuerzo inversor para acortar distancias con Europa en términos de dotación de capital humano, tecnológico y de infraestructuras. Cuanto más decidido sea este esfuerzo de adaptación tanto más favorables serán las perspectivas de España dentro de la Unión Monetaria.

III

CONCLUSIONES

La evaluación de los costes y beneficios que la Unión Monetaria supone para España es un ejercicio complejo, por la multitud de factores a considerar y por las interrelaciones existentes entre ellos. Con objeto de abordar esta cuestión, en este trabajo se ha procedido a dividir el análisis en dos partes: un enfoque de corto plazo, con especial incidencia en las cuestiones de estabilización, y un enfoque de largo plazo, centrado en la estabilidad macroeconómica y en la integración, propiciadas por la moneda única. En estas conclusiones se pretende hacer balance de lo que la UME puede suponer para España.

Las tres grandes consecuencias directas de la UME son la pérdida del tipo de cambio y de la posibilidad de llevar a cabo una política monetaria propia, la limitación de los instrumentos de política fiscal y el salto cualitativo e irreversible en el proceso de integración económica con Europa. A la hora de valorar estos efectos se puede distinguir entre un *coste*, que está sujeto a importantes matizaciones, y un *beneficio* inequívoco. Pero la UME supone, ante todo, un formidable *reto* y una gran oportunidad para nuestro país.

La pérdida del tipo de cambio y de la capacidad de llevar a cabo una política monetaria propia, así como el menor margen de maniobra de la política fiscal, suponen un coste, que radica en una mayor dificultad para estabilizar la economía ante perturbaciones asimétricas entre países.

No obstante, la relevancia de este coste resulta matizada cuando se toman en cuenta los siguientes aspectos:

Primero, no es de esperar que las perturbaciones asimétricas sean muy relevantes en el ámbito europeo. Las perturbaciones diferenciales de demanda se reducirán drásticamente dentro de la UME, ya que han sido en buena parte originadas por el seguimiento en el pasado de una política fiscal poco disciplinada, en un marco de turbulencias cambiarias

recurrentes; por otro lado, la similitud de estructuras productivas hace *poco probable* la existencia de *perturbaciones asimétricas* relacionadas con la estructura productiva.

Segundo, se ha podido demostrar que el papel que ha jugado el *tipo de cambio* y el que pueda jugar como instrumento de estabilización ante perturbaciones reales es, cuanto menos, dudoso. En primer lugar, el tipo de cambio ha respondido principalmente a *perturbaciones monetarias* más que a las perturbaciones reales que teóricamente debería haber estabilizado; por otro lado, durante la última década la peseta ha estado sometida a un sistema de tipos de cambio semifijo, por lo que la discrecionalidad en su manejo ha sido limitada; en tercer lugar, en un contexto de alta integración financiera, es ilusorio pensar que un país pueda manipular su tipo de cambio discrecionalmente, ya que este viene muy condicionado por los mercados financieros; por último, y como evidencia de todo ello, las devaluaciones que la peseta ha sufrido en los últimos años han servido, bien para corregir unos desequilibrios que habían sido generados principalmente por las divergencias monetarias, bien para eliminar las presiones especulativas de los mercados financieros.

No se debe llegar, sin embargo, a la conclusión de que la desaparición del tipo de cambio y la pérdida de autonomía fiscal son inocuas en las circunstancias actuales. Las *rigideces* que afectan a los mecanismos de formación de precios y salarios en nuestro país podrían generar, si perduran, diferenciales de inflación y pérdidas de competitividad.

En todo caso, las potenciales soluciones que la UME descarta —la manipulación del tipo de cambio o expansiones fiscales por encima de los límites marcados por el Pacto de Estabilidad— son subóptimas. El verdadero problema radica en los rasgos estructurales de la economía, que pueden dificultar la realización de los ajustes necesarios al nuevo entorno de mayor competencia exterior.

El beneficio inequívoco de la Unión Monetaria es que servirá para instaurar un marco de mayor estabilidad macroeconómica.

Esta afirmación se basa en las siguientes consideraciones: primera, como se deduce de lo recién expuesto, la desaparición del tipo de cambio conllevará, simultáneamente, la desaparición de las divergencias monetarias y de los movimientos especulativos sobre la peseta; ambas son fuentes importantes de inestabilidad; segunda, la UME ha sido concebida como un área de estabilidad monetaria, lo que redundará en un menor nivel de inflación para nuestro país; tercera, el Pacto de Estabilidad que acompaña a la Unión Monetaria supone una mayor disciplina presupuestaria.

Todos estos elementos implican un marco de *mayor estabilidad macroeconómica*, que permitirá incrementar nuestra capacidad de creci-

miento al favorecer los procesos de acumulación de capital. En el caso español, también hay que destacar que la mayor estabilidad debe contribuir a moderar los desequilibrios que tradicionalmente han acompañado a los períodos de expansión económica. Puesto que estos desequilibrios han imposibilitado la continuidad de las expansiones, es de esperar que la UME facilite una senda de crecimiento más sostenible en el largo plazo.

El reto de la Unión Monetaria consiste en mejorar la capacidad de adaptación y la flexibilidad de la economía para que la integración sea lo más beneficiosa posible y, por tanto, confirme las buenas expectativas creadas en torno a ella.

La verdadera transcendencia de la Unión Monetaria es el paso de un contexto europeo en que distintos sistemas económicos han podido sobrevivir, resguardados bajo un amplio conjunto de instrumentos de política económica, a un régimen en el que —más allá de la competencia entre mercados— se verificará una verdadera *competencia entre sistemas* económicos. Los sistemas más preparados o que se adapten mejor al nuevo régimen serán los mayores beneficiarios de la Unión Monetaria.

El estudio apunta a que la economía española podría ver mermadas considerablemente las ventajas que, potencialmente, se derivan del nuevo marco económico e institucional si no se corrigen determinadas deficiencias que han lastrado el funcionamiento de nuestra economía en el pasado. Las transformaciones que acompañarán a la UME sugieren que esta tendrá efectos profundos sobre el comportamiento de la economía.

En primer lugar, al no existir la posibilidad de llevar a cabo devaluaciones, el peso del *ajuste* ante los desequilibrios recaerá de un modo más inmediato y directo sobre las *variables reales*, si no se cuenta con un grado de flexibilidad suficiente de precios y salarios. En efecto, como se ha reiterado a lo largo del trabajo, la existencia del tipo de cambio ha servido de aislante ante las influencias exteriores, al permitir, eventualmente, acomodar los desequilibrios domésticos generados por las ineficiencias en el funcionamiento del sistema productivo. Estas *ineficiencias* se han localizado tradicionalmente tanto en el mercado de factores (rigidez del mercado laboral) como en el de productos (sectores fuertemente protegidos de la competencia y donde hay empresas que gozan de importante poder de mercado) o como en ciertas esferas de la actuación pública (tendencia a una insuficiente disciplina presupuestaria, falta de racionalización del gasto y de la estructura del sector público).

En este contexto, para obtener los beneficios potenciales de la UME se requiere que los agentes de la economía *adapten sus actitudes al nuevo entorno*. En este trabajo se han recogido algunos elementos que

podrían obstaculizar la marcha de la economía dentro de la UME: la convivencia de sectores protegidos y expuestos a la competencia con comportamientos diferenciados; la existencia de perturbaciones regionales y los problemas del mercado de trabajo; los posibles procesos de concentración espacial, etc. Estas circunstancias pueden también producirse fuera de la UME, pero la capacidad de respuesta a través de los instrumentos tradicionales (tipo de cambio, política monetaria y fiscal) se verá drásticamente limitada dentro de ella.

De lo anterior podemos inferir que la cuestión esencial a la que debe responderse es cómo contribuirá la UME a superar estas trabas estructurales. Las experiencias anteriores aconsejan cierta cautela a la hora de enjuiciar la capacidad de adaptación de nuestra economía. La economía española ha sufrido dos grandes procesos de transformación y liberalización en las últimas décadas (el Plan de Estabilización de 1959 y la entrada en la Comunidad Europea en 1986), que, aunque estuvieron acompañados de elevadas tasas de crecimiento, no sirvieron para superar algunos de los principales problemas de fondo de la economía. Respecto al pasado, sin embargo, la Unión Monetaria supone un *cambio cualitativo* importante, en el sentido de que se produce una significativa reducción del margen disponible para acomodar los desequilibrios. En el pasado el recurso al tipo de cambio y a otros instrumentos ha amparado, en ocasiones, la pervivencia de las ineficiencias; a la luz de este estudio cabe esperar que la Unión Monetaria sirva de acicate para adaptar las actitudes de los agentes y las estructuras productivas al nuevo marco más competitivo.

En segundo lugar, para evitar cualquier riesgo de que la Unión Monetaria, al promover la integración de los mercados, pueda liberar algunas tendencias subyacentes que desemboquen en un proceso de divergencia, del cual España pudiese salir perjudicada, resulta imprescindible *mejorar la capacidad de nuestro país* para incorporarse al grupo de economías más dinámicas y avanzadas. Estas mejoras deben destinarse a incrementar la dotación de capital humano, tecnológico y de infraestructuras, con el fin de sacar el máximo provecho de nuestras ventajas comparativas. La mayor concentración espacial que probablemente genere la mayor integración, el proceso de globalización de la economía, la creciente competencia de mercados emergentes y las futuras perspectivas de integración de los países del Este en la UE, hacen preciso un esfuerzo para intensificar el desarrollo tecnológico, a fin de aproximarnos al nivel de las economías de los países centrales de la Unión.

Ambos procesos, el de adaptación al nuevo entorno y el esfuerzo por mejorar la capacidad productiva de nuestra economía, deben discurrir de un modo paralelo y enmarcarse en un diseño coherente de política económica. Los objetivos que, hoy por hoy, afronta la política económica van

más allá del cumplimiento de los criterios de convergencia para acceder a la UME. Lo inmediato no puede hacer olvidar lo esencial: la economía española debe abordar aún tareas sustanciales que permitan superar definitivamente las trabas estructurales de nuestra economía y hacer plenamente efectivos los beneficios potenciales de la UME. No obstante, el éxito de la adaptación al nuevo entorno económico solo será posible si cuenta con el apoyo del conjunto de la sociedad. El primer paso para conseguirlo es comprender las profundas implicaciones que tiene el ingreso en la Unión Monetaria. Este trabajo ha pretendido avanzar en esta dirección.

BIBLIOGRAFÍA

- AKERLOF, G., W. DICKENS y G. L. PERRY (1996). «The Macroeconomics of Low Inflation», *Brookings Papers on Economic Activity*, pp.1-76.
- ALBEROLA, E. (1996). *Integración económica y unión monetaria. El contraste entre Norteamérica y Europa*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9627.
- ALBEROLA, E., J. AYUSO y D. LÓPEZ SALIDO (1997). *When May Peseta Depreciations Fuel Inflation?*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9719.
- ALBEROLA, E. y P. ASDRUBALI (1997). *How do Countries Smooth Regional Disturbances? Risk Sharing in Spain: 1973-1981*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9724.
- ALBEROLA, E., J. M. MARQUÉS y A. SANCHÍS (1997). *Inflación, persistencia e independencia de los bancos centrales*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9725.
- ALESINA, A. y R. PEROTTI (1994). *The Political Economy of Budget Deficits*, NBER, Working Paper nº 4637.
- ALOGOSKOUFIS, G. y A. MANNING (1988). «Unemployment Persistence», *Economic Policy*, 8.
- ANDRÉS, J. y I. HERNANDO (1996). *¿Cómo afecta la inflación al crecimiento económico?*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9602.
- ANTOLÍN, P. y O. BOVER (1997). «Regional migration in Spain», *Oxford Bulletin of Economic and Statistics*, 59, 2.
- ARGIMÓN, I., J. M. GONZÁLEZ-PÁRAMO, M. J. MARTÍN y J. M. ROLDÁN (1993). *Productividad e infraestructuras en la economía española*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9313.
- ARTIS, M. y W. ZHANG (1995). «International Business Cycles and the ERM: Is there a European Business Cycle?», CEPR, *Discussion Paper* nº 1191.
- ASCHAUER, D. (1989). «Is Public Expenditure Productive?», *Journal of Monetary Economics*, 23, pp. 177-200.
- ASDRUBALI, P. (1997). «On the Empirics of International Smoothing», Banco de España, manuscrito.
- ASDRUBALI, P., B. SORENSEN y O. YOSHA (1996). «Channels of Inter-state Risk-Sharing: United States 1963-1990», *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming.
- ASSERY, A. y D. PEEL (1991). «Estimates of a Traditional Aggregate Import Demand Model for Five Countries», *Economic Letters*, 35, n. 4.
- ATKESON, A. y T. BAYOUMI (1993). «Do Private Capital Markets Insure Regional Risk?», *Open Economics Review*, 4.

- BAJO, O. (1991). «Determinantes macroeconómicos y sectoriales de la inversión extranjera directa en España», ICE, n. 696-697.
- BALASSA, B. (1964). «The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal», *Journal of Political Economy*, 72.
- BALDWIN, R. (1989). «The Growth Effects of 1992», *Economic Policy*, pp. 247-282.
- BALDWIN, R. y P. KRUGMAN (1986). *Persistent Trade Effects of Large Exchange Rate Shocks*, NBER, Working Paper nº 2107.
- BALDWIN, R. y R. LYONS (1989). *Exchange Rate Hysteresis: the Real Effects of Large vs. Small Policy Misalignments*, NBER, Working Paper nº 2828.
- BALMASEDA, M., J. DOLADO y D. LÓPEZ (1996). *Hysteresis and the Sources of Shocks: a Cross-country analysis*, CEMFI, Working Paper nº 9614.
- BARRO, R. y X. SALA I MARTIN (1991). «Convergence across States and Regions», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 107-182.
- (1995). *Economic Growth*, Mc Graw-Hill.
- BARRO, R. y D. GORDON (1983). «Rules Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics*, 12, pp. 101-122.
- BARRO, R. y X. SALA I MARTIN (1992). «Convergence», *Journal of Political Economy*, 100, pp. 223-251.
- BAUMOL, W., S. BLACKMAN y E. WOLFF (1989). *Productivity and American Leadership: the Long View*, MIT Press.
- BAYOUMI, T. y E. PRASAD (1995). «Currency Unions, Economic Fluctuations and Adjustment: Some Empirical Evidence», CEPR, *Discussion Paper* n. 1287.
- BAYOUMI, T. y B. EICHENGREEN (1993). «Shocking Aspects of European Monetary Unification», en F. Torres and F. Giavazzi, *Adjustment and Growth in EMU*, CUP, pp. 193-240.
- (1996). «Ever Closer to Heaven?, An OCA index for European Countries», mimeo.
- BELKE, A. y D. GROS (1997). «Evidence on the Costs of Intra-European Exchange Rate Variability», International Seminar on Macroeconomics, Gerzensee, Suiza, mimeo.
- BEN-DAVID, D. (1993). «Equalizing Exchange: Trade Liberalization and Income Convergence», *Quarterly Journal of Economics*.
- BENTOLILA, S. (1996). *Sticky Labour in Spanish Regions*, CEMFI, Working Paper nº 9616.
- BENTOLILA, S. y J. DOLADO (1991). «Mismatch and Internal Migration in Spain 1962-86», en Padoa-Schioppa, *Mismatch and Labour Mobility*, CUP.
- BENTOLILA, S. y J. DOLADO (1994). «Labour flexibility and Wages. Lessons from Spain», *Economic Policy*, n. 18.
- BENTOLILA, S. y J. F. JIMENO (1995). «Regional Employment Persistence (Spain 1976-94)», CEPR, *Discussion Papers*, n. 1259.
- BERGSTEN, C. F. (1997). «The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation», Paper presented to a Conference on EMU and the International Monetary System, IMF, Washington, marzo.
- BINI-SMAGHI, L. y S. VORI (1992). «Rating the EC as an Optimal Currency Area», Banca d'Italia, Temi di discussione 187.
- BLANCHARD, O. y J. P. MUET (1993). «Competitiveness through disinflation: an assessment of the French strategy», *Economic Policy*, 16.
- BLANCHARD, O. y D. QUAH (1989). «The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Shocks», *American Economic Review*, 79.

- BUITER, W. H. (1995). «Macroeconomic Policy during a Transition to Monetary Union», CEPR, *Discussion Paper* n. 1222.
- CALMFORS, L. (1994). «Centralization of Wage Bargaining and Macroeconomic Performance: A Survey», OECD, *Economic Studies*, n. 21.
- CALMFORS, L. y J. DRIFILL (1988). «Centralisation of wage bargaining and Macroeconomic Performance», *Economic Policy*, n. 6.
- CANOVA, F. y A. MARCET (1995). *The Poor Stay Poor: Non-Convergence across Countries and Regions*, Working Paper nº 137, Universitat Pompeu Fabra.
- CANZONERI, M., B. DIBA y G. EUDEY (1996). *Trends in European Productivity and Real Exchange Rates*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9610.
- CANZONERI, M., J. VALLÉS y J. VIÑALS (1996). *Do the exchange rates move to address economic imbalances?*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9625.
- CLARIDA, R. y J. GALI (1994). «Sources of Real Exchange Rate Fluctuations: How important are Nominal Shocks», Carnegie-Rochester Conference Series, on Public Policy, 41.
- COMISIÓN EUROPEA (1990). «One Market, One Money», en *European Economy*, n. 44.
- (1996a). «Economic Evaluation of the Internal Market», *European Economy*, n. 4.
- (1996b). «Ageing and Pension Expenditure Prospects in the Western World», *European Economy*, 0003/96.
- CHEMIE, N., A. DESERRER y R. LALONDE (1994). *Shock Asymmetry and Optimum Currency Areas...*, Bank of Canada, Working Paper nº 94-01.
- CHOWDURY, A. R. (1993). «Does Exchange Rate Volatility Depress Trade Flows?. Evidence from Error Correction Models», *Review of Economics and Statistics*, 75, pp. 700-706.
- CHRISTODOULAKIS, N., S. DIMELIS y T. KOLLINTZAS (1994). «Comparisons of business cycles in the EC: Idiosyncracies and regularities», *Economica*, 62, pp. 1-27.
- DASEKING, C. (1996). «Stabilization Policy in a Currency Area and the impact of wage rigidities», *Jahrbucher fur Nationalökonomie und Statistik*, b. 215.
- DE GRAUWE, P. (1988). «Exchange Rate Variability and the Slowdown in Growth of International Trade», IMF, *Staff Papers*, 35, pp. 63-84.
- DE GRAUWE, P. y W. VANHAVERBEKE (1993). «Is Europe an Optimum Currency Area. Evidence from Regional Data», en F. Torres and F. Giavazzi, *Adjustment and Growth in EMU*, CUP, pp. 193-240.
- DE CECCO, M. y F. PERRI (1996). L'integrazione europea: un'analisi empirica, *Moneta e Credito*, pp. 89-121.
- DE GREGORIO (1994). «Inflation, growth and Central Banks: Theory and Evidence», mimeo.
- DE GRAUWE, P. (1991). *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press.
- DE LA FUENTE, A., R. CAMINAL, J. M. ESTEBAN y X. VIVES (1994). *Crecimiento y convergencia regional en España y Europa*, Instituto de Análisis Económico.
- DECRESSIN, J. y A. FATAS (1995). «Regional Labor Market Dynamics in Europe and Implications for EMU», *European Economic Review*.
- DIXIT, A. y J. STIGLITZ (1977). «Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity», *American Economic Review*, 67.
- DOLADO, J., M. SEBASTIÁN y J. VALLÉS (1993). «Cyclical Patterns of the Spanish Economy», *Investigaciones Económicas*, 17, pp. 445-473.

- DRAZEN, A. y P. MASSON (1994). *Credibility of Policies vs. Credibility of Policymakers*, IMF, Working Paper n° 49.
- DUCE, M. (1995). «El impacto de la integración en la UE sobre la inversión internacional directa en España», *Papeles de Economía Española*, 63.
- EASTERLY, W. y S. REBELO (1994). «Fiscal Policy and Economic Growth: an Empirical Investigation», CEPR n. 885.
- EICHENGREEN, B. (1990). «Is Europe an Optimum Currency Area», CEPR, *Discussion Paper* n. 478.
- (1995). «The Endogeneity of Exchange Rate Regimes», en Kenen, P. (ed.), *Understanding Interdependence*, Princeton.
- (1996). «A more perfect Union?. The logic of Economic Integration», *Essays in International Finance*, n. 198, Princeton.
- ENGLE, R. y S. KOZICKI (1993). «Testing for Common Features», *Journal of Business and Statistics*, 11.
- FAINI, R. y A. VENTURINI (1993). «Migration and Growth: the Experience of South Europe», mimeo, Un. Brescia.
- FATAS, A. (1997). «EMU: Countries or Regions? Lesson form the EMS experience», *European Economic Review*, 41, pp. 743-751.
- FELDSTEIN, M. (1983). *Inflation, Tax Rules and Capital Formation*, Chicago, UCP.
- FELDSTEIN, M. y C. HORIOKA (1980). «Domestic Savings and International Capital Flows», *Economic Journal*, 90, junio.
- FELDSTEIN, M. y P. BACCHETTA (1991). «National Saving and Interational Investments», *European Economic Review*, 35.
- FISCHER, S. (1993). *The Role of Macroeconomic Factors in Growth*, NBER, Working Paper n° 4565.
- FLEMING, J. M. (1971). «On Exchange Rate Unification», *Economic Journal*, v. 81.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1984). «Exchange Rate Volatility and World Trade», *Occasional Paper*, n. 28.
- FRANKEL, J. y A. K. ROSE (1997). «Is EMU more Justifiable ex post than ex ante?», *European Economic Review*, 41, pp. 753-760.
- FRANKEL, J. y D. ROMER (1996). *Trade and Growth: An Empirical Investigation*, NBER, Working Paper n° 5476.
- FRANKEL, J. y S. J. WEI (1996). «Trade Blocs and Currency Blocs», en *The Monetary Future of Europe*, CEPR.
- GÓMEZ, A. y J. M. ROLDÁN (1996). *Analysis of fiscal policy in Spain: A Macroeconomic Perspective*, Banco de España, Estudios de Historia Económica, n° 53.
- GONZÁLEZ MÍNGUEZ, J. M. (1994). «Interrelación y sincronía cíclica entre España y las principales economías», Banco de España, *Boletín económico*, septiembre.
- GONZÁLEZ ROMERO, A. (1989). «El mercado interior en la CEE: aspectos básicos y efectos sobre la industria española», *Economía Industrial*, n. 269.
- GOODHART, C. y S. SMITH (1993). «Stabilization», *European Economy*, reports and studies n. 5.
- GROS, D. (1995). *Towards Economic and Monetary Union: Problems and Prospects*, CEPS, Working Paper n° 65.
- GROS, D. (1996). «A Reconsideration of the Cost of EMU», *European University Institute*, Working Paper, RSC 96/15.
- GROSSMAN, G. y E. HELPMAN (1991). *Innovation and Growth in the Global Economy*, MIT Press.

- GUAL, J., L. TORRENS y X. VIVES (1992). «El impacto de la integración económica europea en los sectores industriales españoles. Análisis de sus determinantes», en J. Viñals (ed.). *La economía española ante el Mercado Único Europeo*, Alianza Editorial.
- HELPMAN, E. y P. KRUGMAN (1989). «Trade Policy and Market Structure», MIT Press.
- HERCE, J. A. (1996). *El futuro de las pensiones en España. Hacia un sistema mixto*, La Caixa, Colección Estudios e Informes, 8.
- INGRAM, J. (1973). *The Case for European Monetary Unification*, Princeton Essays in International Finance.
- JONES, L. y R. MANUELLI (1993). «Growth and the Effects of Inflation», NBER, Working Paper nº 4523.
- KENEN, P. (1969). «The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View», en R. A. Mundell y A. K. Swoboda (eds.). *Monetary Problems of International Economy*, University of Chicago.
- (1979). «Exchange Rate Variability: Measurement and Implications», mimeo.
- KENEN, P. y D. RODRIK (1986). «Measuring and Analysing the Effects of Short-Term Volatility in Real Exchange Rates», *Review of Economics and Statistics*, 58, pp. 311-315.
- KIM, S. (1997). «Identifying European Monetary Policy Interactions», Bank of Spain, mimeo.
- KRUGMAN, P. (1981). «Intraindustry specialization and the gains from trade», *Journal of Political Economy*, 89.
- (1991). *Geography and Trade*, Leuven University Press.
- (1996). «Stable Prices and Fast Growth: Just say no», *The Economist*, 31, agosto, pp. 17-20.
- KRUGMAN, P. y A. VENABLES (1990). «Integration and the Competitiveness of Peripheral Economies», en Braga de Macedo y Bliss (eds.), *Unity with Diversity within the European Community: the Community Southern Frontier*, Cambridge University Press.
- KYDLAND, F. y E. PRESCOTT (1977). «Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy*, 85.
- LAYARD, R., S. NICKELL y R. JACKMAN (1991). *El paro. Los resultados macroeconómicos y el mercado de trabajo*, Ministerio de Trabajo.
- LEVINE, R. y D. RENELT (1992). «A Sensitivity Analysis of Cross-Country Regressions», *American Economic Review*, 82.
- LOCKWOOD, B. y A. PHILIPPOPOULOS (1994). «Insider Power, Unemployment Dynamics and Multiple Inflation Equilibria», *Economica*, 61, pp. 59-77.
- LUCAS, R. (1973). «Some International Evidence on Output-Inflation Trade-Offs», *American Economic Review*, 63, 3.
- (1988). «On the Mechanics of Economic Development», *Journal of Monetary Economics*, 22, pp. 3-42.
- MANKIW, G., D. ROMER y D. N. WEIL (1992). «A Contribution to the Empirics of Economic Growth», *Quarterly Journal of Economics*, 107.
- MARIN, J. (1997). *Efectos estabilizadores de la política fiscal*, Banco de España, Estudios Económicos, nº 58.
- MARTÍN, C. (1995). «La convergencia real en Europa: un referente clave para la política económica española», *Papeles de Economía Española*, 63.
- (1997). *España en la nueva Europa*, Alianza Editorial.

- MARTÍN, C. y E. GORDO (1996). *Spain in the EU: Adjustments in Trade and Direct Investment and their Implications for Real Convergence*, Fundación FIES, Documento de Trabajo nº 127.
- MAS, M., J. MAUDOS, F. PÉREZ y E. URIEL (1993). «Capital público y productividad de la economía española», IVIE.
- MASSON, R. y MUSSA (1995). «Long term tendencies in public deficits and Debt», en *Budget deficits and Debt: Issues and options*, Federal Reserve of Kansas City.
- MCCALLUM, B. (1995). *Crucial Issues concerning Central Bank Independence*, NBER, Working Paper nº 5597.
- McKINNON, R. (1963). «Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, 53.
- MEESE, R. y A. K. ROGOFF (1983). «Empirical Exchange Rates Models of the Seventies», *Journal of International Economics*, 14.
- MUNDELL, R. A. (1961). «Theory of Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, 51.
- NEVEN, D. (1990). «EEC Integration towards 1992: Some Distributional Aspects», *Economic Policy*, 10, pp. 13-62.
- ORTS, V., J. C. PERNIAS, I. FERNÁNDEZ y J. A. MARTÍN (1997). «Tipo de cambio real y diferenciales de productividad. Evidencia sobre los tipos de cambio peseta/marco y peseta/franco (1964-1996)», mimeo.
- PAPALES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA (1995). Objetivo: Convergencia, n. 63, CECA.
- PAUER, F. (1996). *Will Asymmetric Shocks Pose a Serious Problem in EMU?*, Österreichischer Nationalbank, Working Paper nº 23.
- PÉREZ, F., F. J. GOERLICH y M. MAS (1996). *Capitalización y crecimiento en España y sus regiones. 1955-1995*, Fundación BBV.
- POLO, C. y F. SANCHO (1993). «An Analysis of Spain's Integration in the EC», *Journal of Economic Modelling*, 15.
- POOLE, W. (1970). «Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model», *Quarterly Journal of Economics*, 84.
- QUAH, D. (1996). «Empirics for Economic Growth and Convergence», *European Economic Review*, 40, pp. 1353-1376.
- RAYMOND, J. L. (1994). *Condicionantes externos de la evolución de la economía española*, Fundación FIES, Documento nº 104.
- RAYMOND, J. L. y I. MAULEÓN (1993). *Inflation in Spain: A two-sector model*, Fundación Empresa Pública.
- ROGOFF, K. (1985). «The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Target», *Quarterly Journal of Economics*, 100, pp. 1169-1190.
- ROMER, P. (1986). «Increasing Returns and Long-Run Growth», *Journal of Political Economy*, 94, pp. 1002-1037.
- SAPIR, A., K. SEKKAT y A. WEBER (1994). «The Impact of Exchange Rate Fluctuations on European Union Trade», CEPR, *Discussion Paper*, n. 1041.
- SEVILLA, J. (1997). *La economía española ante la moneda única*, Temas de Debate.
- SHIOJI, E. y J. MONTALVO (1997). «Monetary Policy Transmission in the EMS: a VAR Approach», Universitat Pompeu Fabra, mimeo.
- SOLOW, R. (1956). «A Contribution to the Theory of Economic Growth», *Quarterly Journal of Economics*, 70, pp. 65-94.
- SORENSEN, B. y O. YOSHA (1997). «International Risk Sharing and EMU», Brown University, mimeo.

- STOCKMAN, A. (1988). «Nominal Exchange Rate Variability under Pegged and Floating Nominal Exchange Rate Systems», Carnegie-Rochester Conference Series, 1988, pp. 259-294.
- TAYLOR, R. (1995). «Exchange Rate Behaviour under Alternative Exchange-Rate Arrangements», en P. Kenen (ed.), *Understanding Interdependence*, Princeton.
- TODL, G. (1997). «Regional Convergence in Europe during the past 40 years», European University Institute, European Forum, Working Paper.
- TULLIO, G. (1986). «Long run implications of the increase in taxation and public debt for employment and economic growth in Europe», EC 49.
- VIAENE, J. M. y C. G. DE VRIES (1992). «International Trade and Exchange Rate Volatility», *European Economic Review*, 36, pp. 1311-1321.
- VIÑALS, J. (ed.) (1992). *La economía española ante el Mercado Único Europeo: las claves del proceso de integración*, Alianza Economía.
- VIÑALS, J. et al. (1990). «Spain and the "EC cum 1992" Shock», en Bliss, C. J. Braga de Macedo (eds.), *Unity with Diversity in the European Economy: the Community Southern Frontier*, Cambridge, CUP.
- VIÑALS, J. y J. F. JIMENO (1996). *Monetary Union and European Unemployment*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9624.
- VON HAGEN, J. (1992). «Fiscal arrangements in a monetary union. Evidence from US», en Fair y Boissieu (eds.), *Fiscal Policy, Taxation and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe*, Kluwer.

Corto plazo

UNIÓN MONETARIA

Largo plazo

DESAPARICIÓN DEL TIPO DE CAMBIO
CRITERIOS DE CONVERGENCIA

COSTES
ESTABILIZACIÓN

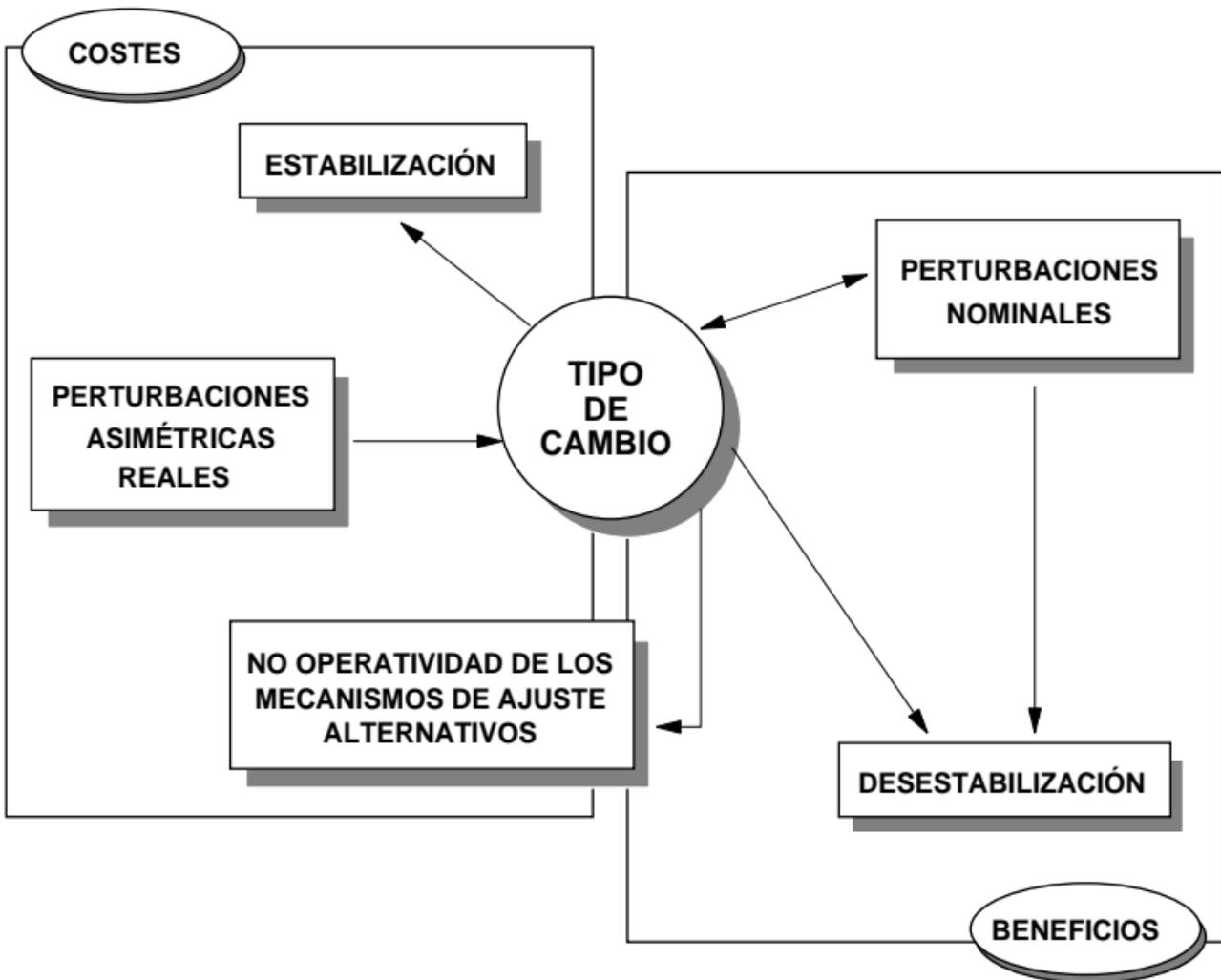
BENEFICIOS
ESTABILIDAD

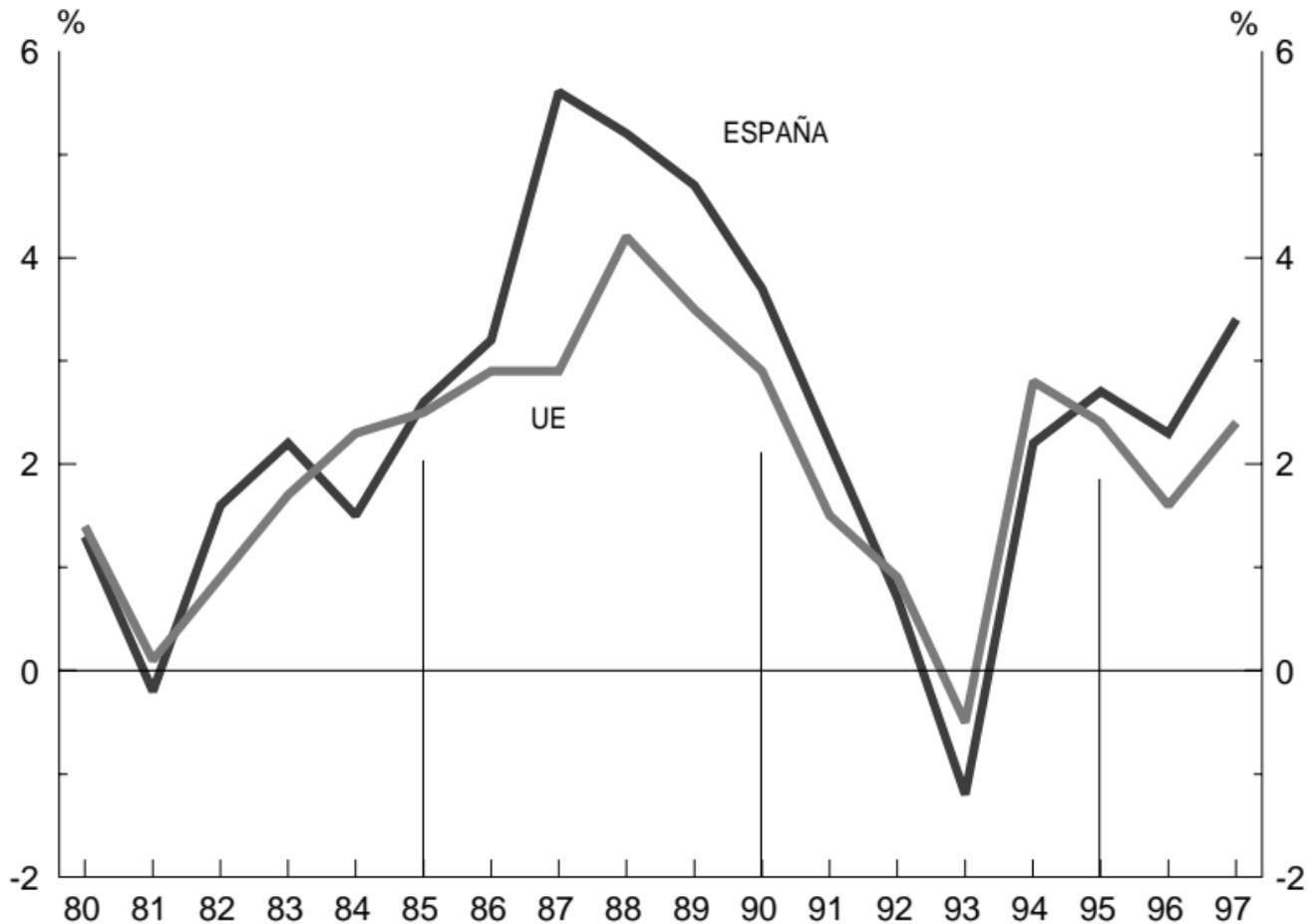
HISTÉRESIS

MERCADO ÚNICO
(1993)

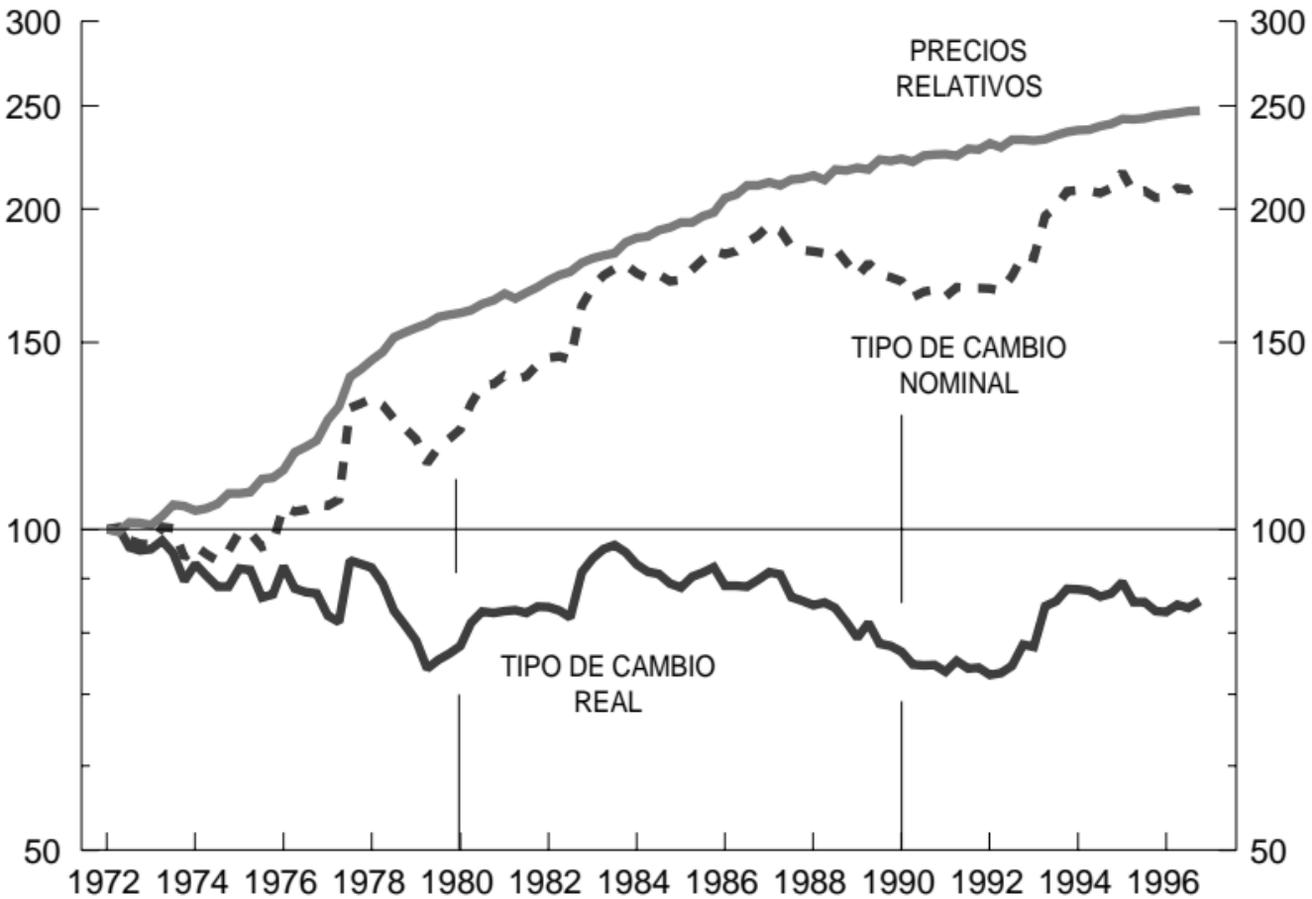
INTEGRACIÓN ECONÓMICA

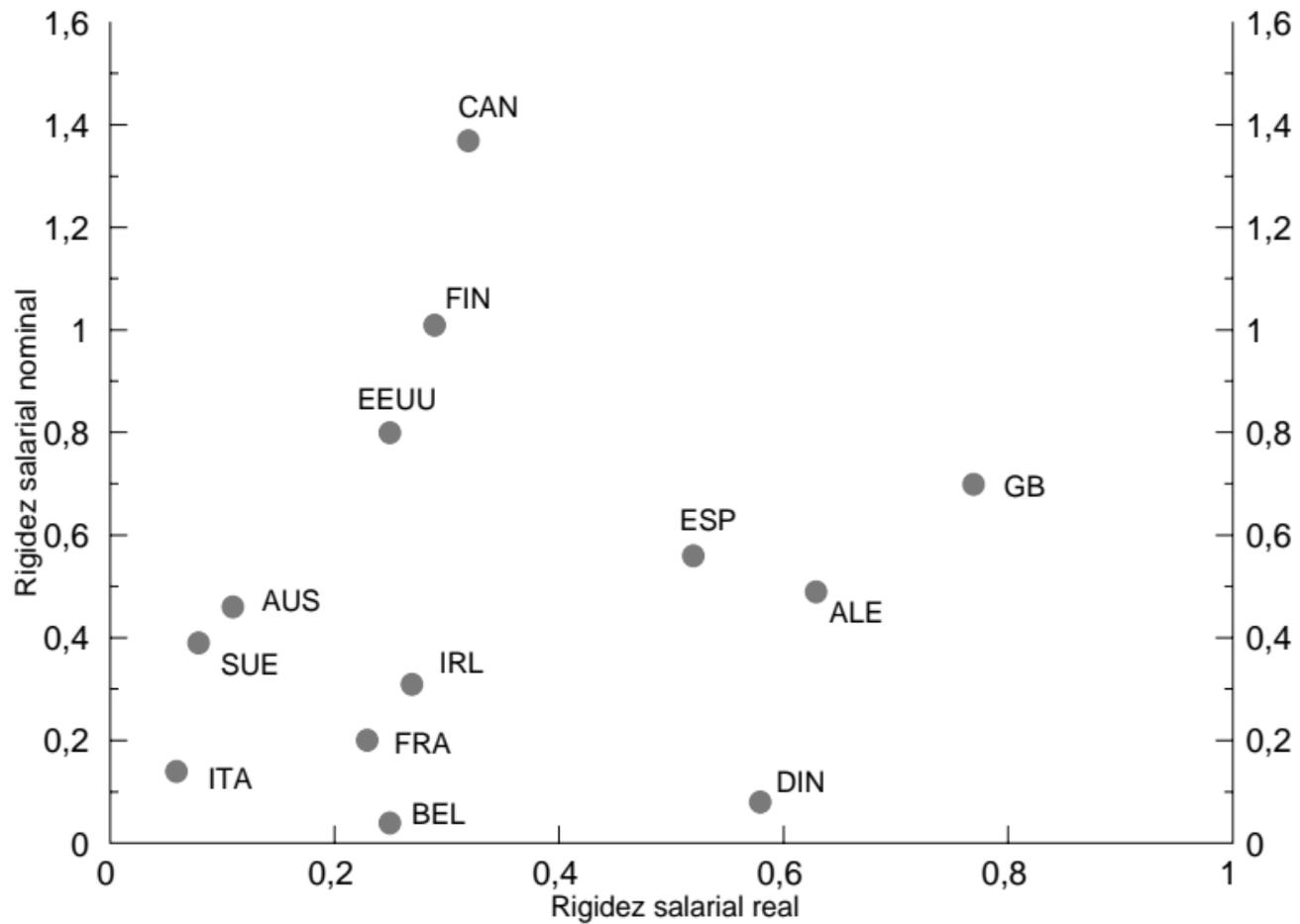
CRECIMIENTO
Y
CONVERGENCIA

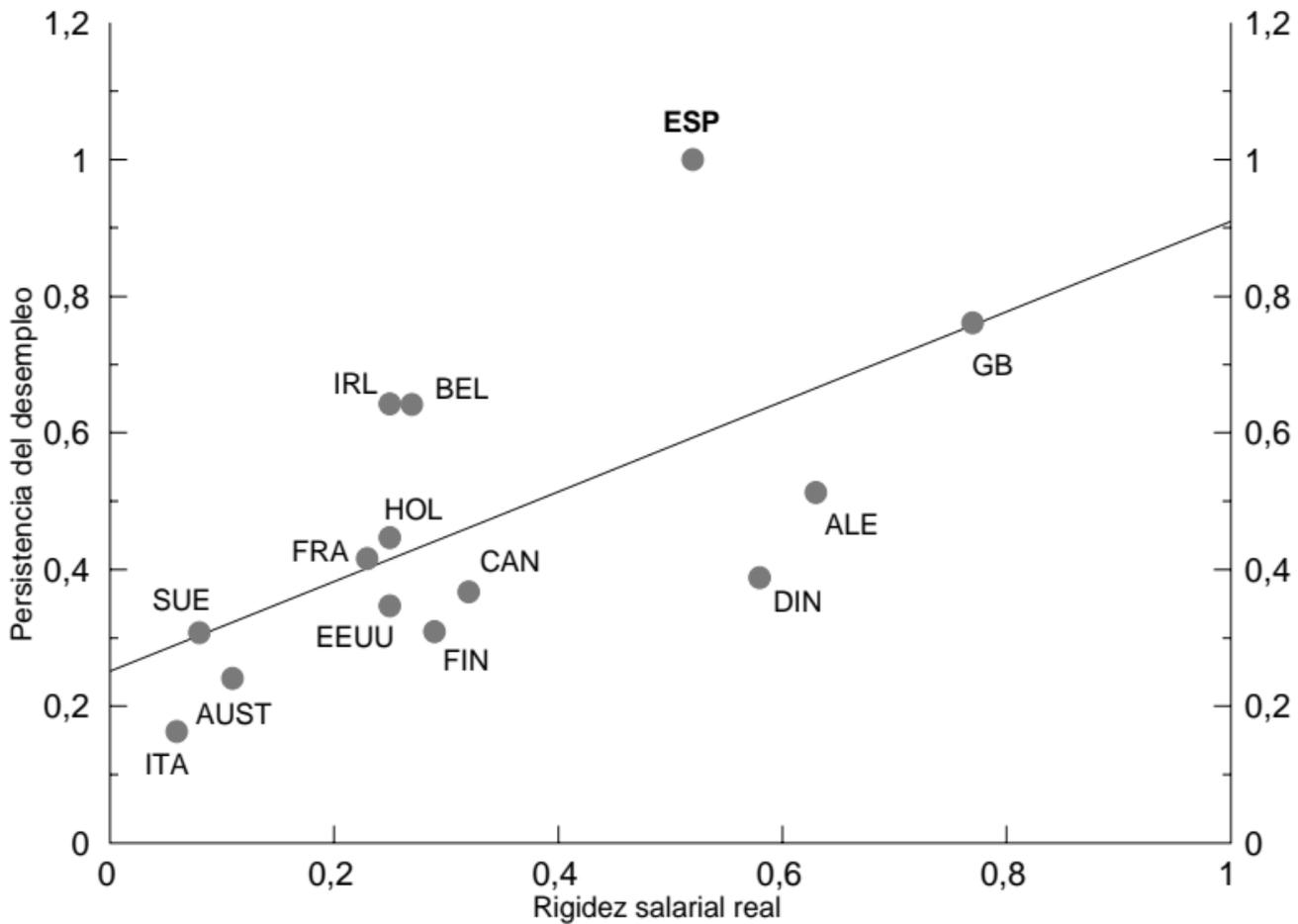


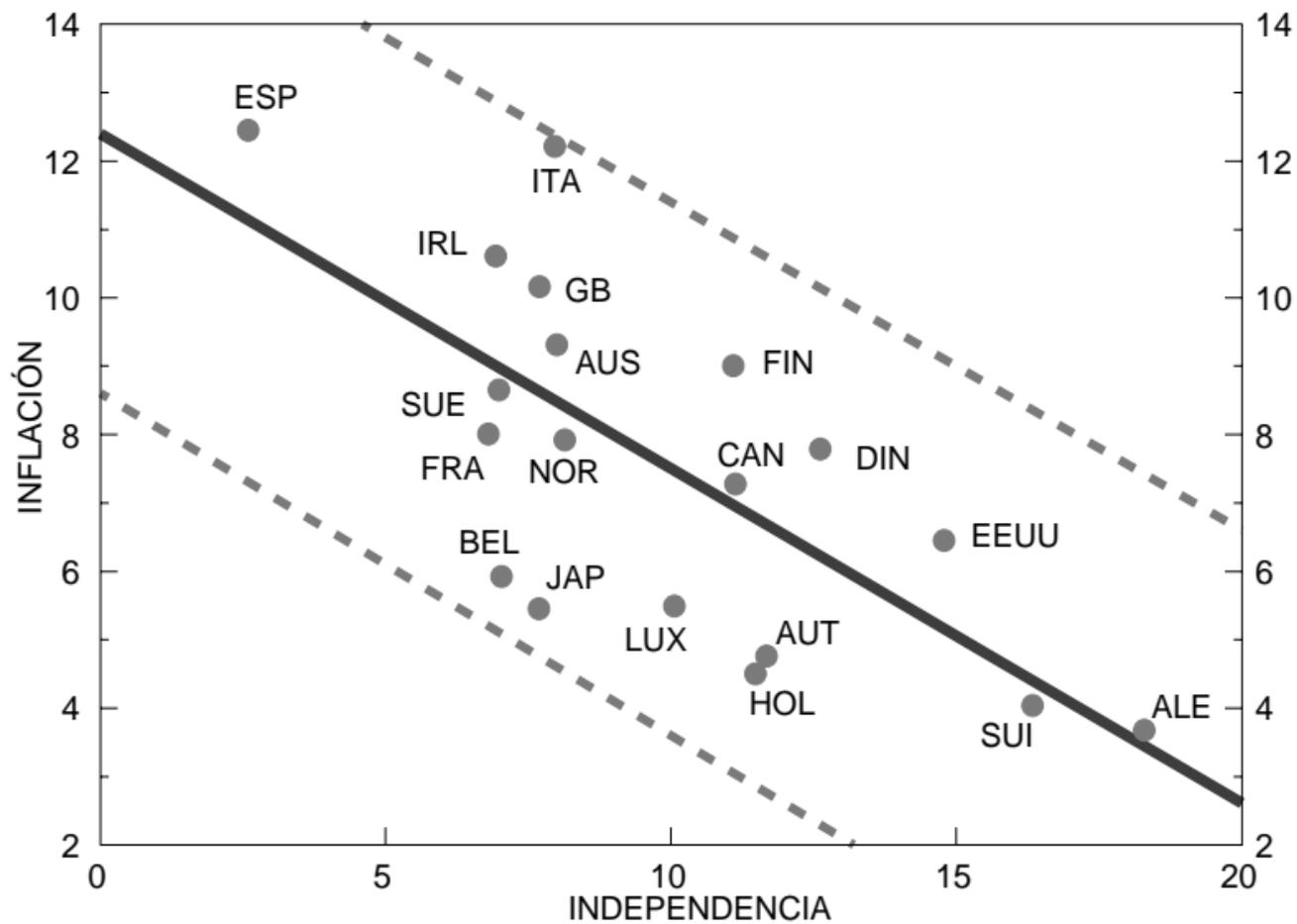


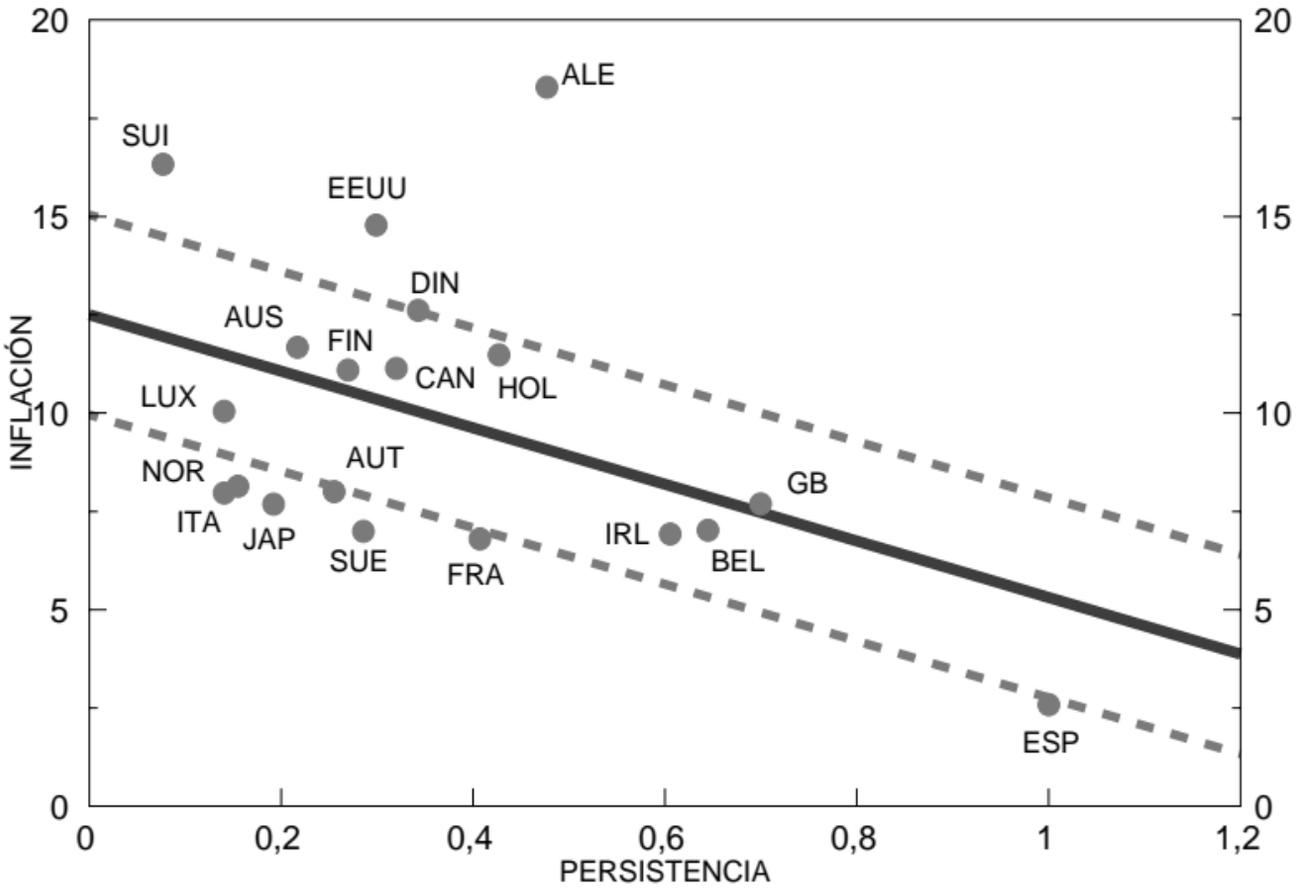
FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (1972=100)

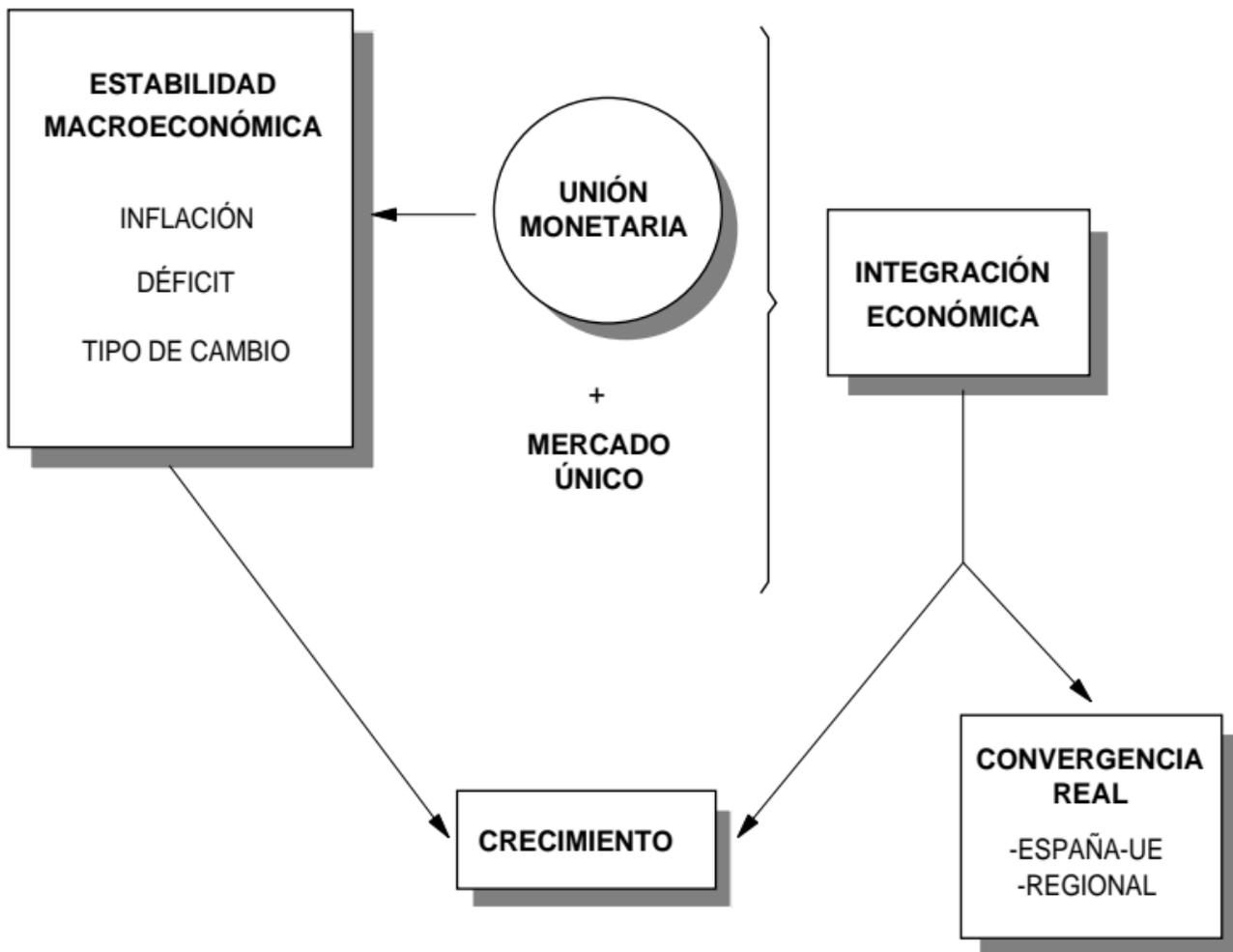












**ESTABILIDAD
MACROECONÓMICA**

INFLACIÓN

DÉFICIT

TIPO DE CAMBIO

**UNIÓN
MONETARIA**

+

**MERCADO
ÚNICO**

**INTEGRACIÓN
ECONÓMICA**

CRECIMIENTO

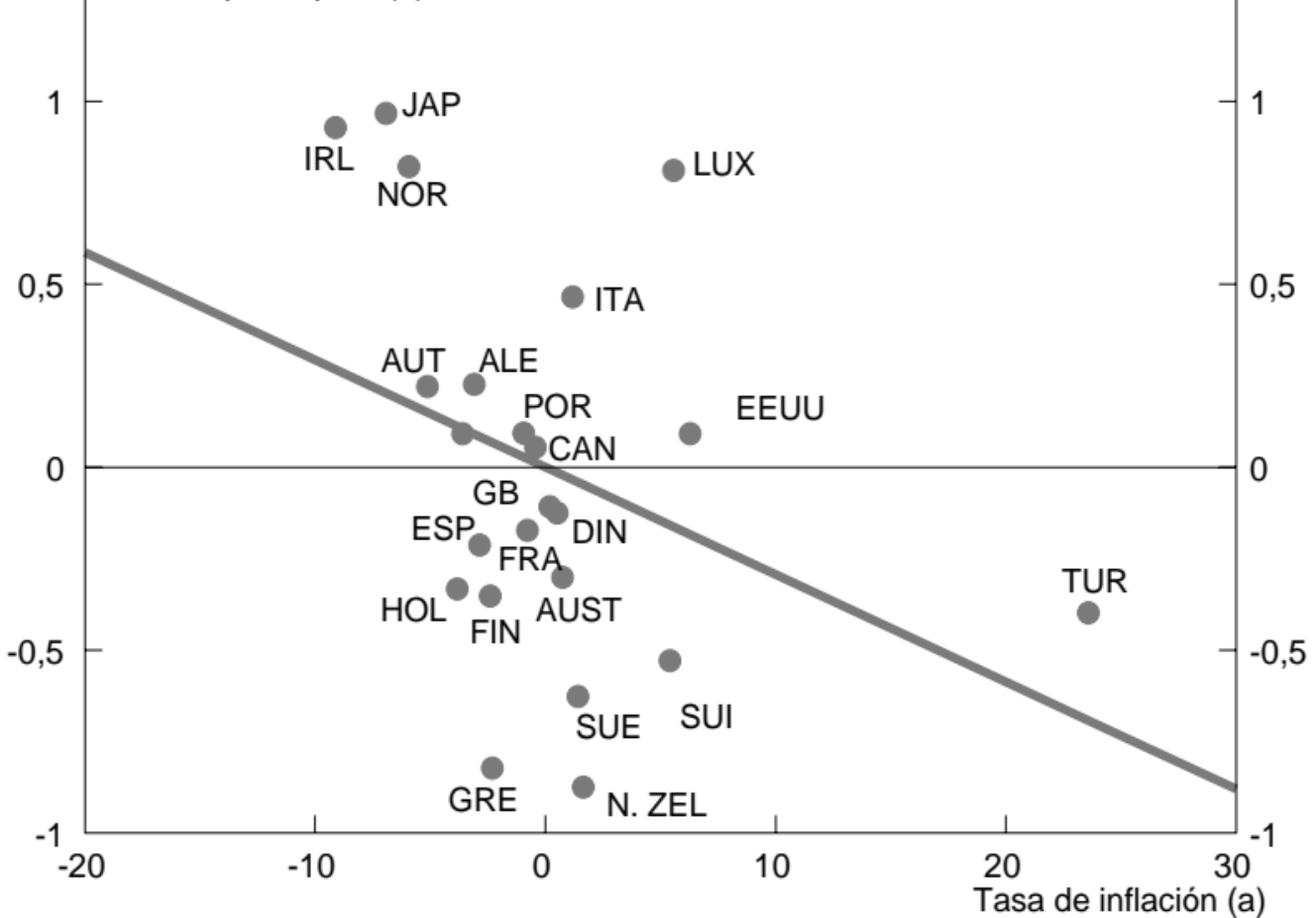
**CONVERGENCIA
REAL**

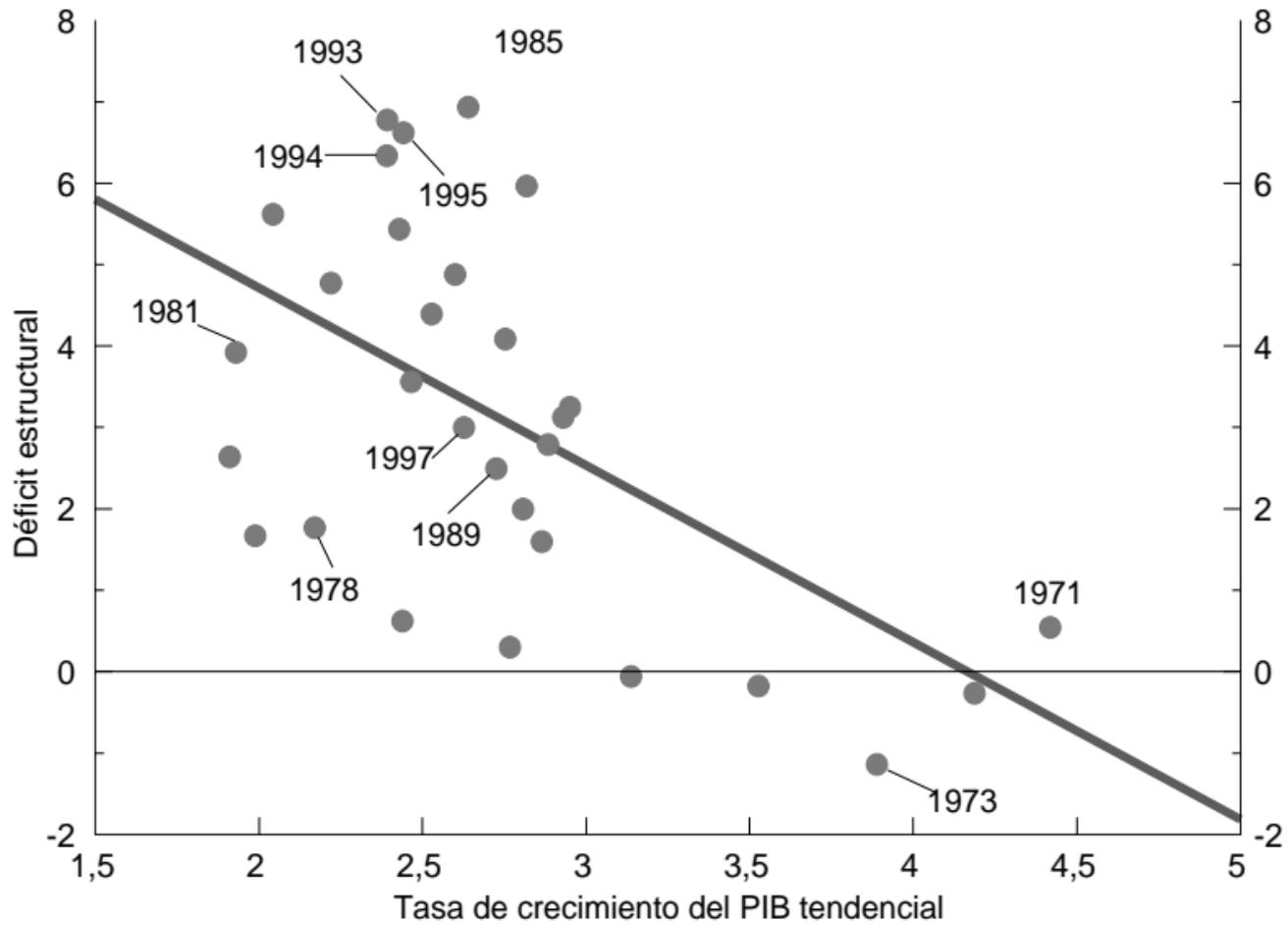
-ESPAÑA-UE
-REGIONAL

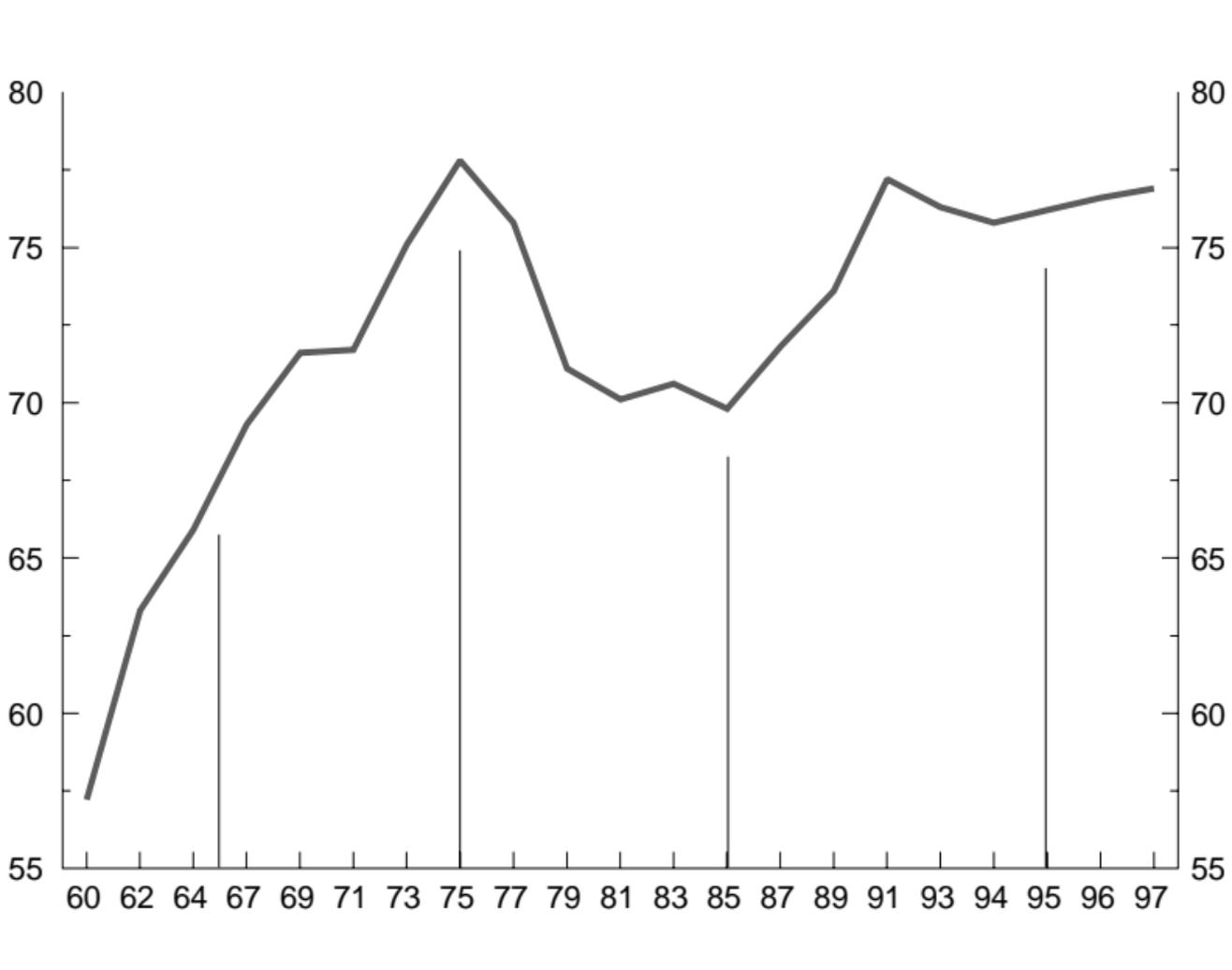
PAÍSES DE LA OCDE (EXCEPTO ISLANDIA)

Tasa de crecimiento de la renta "per cápita" (a)

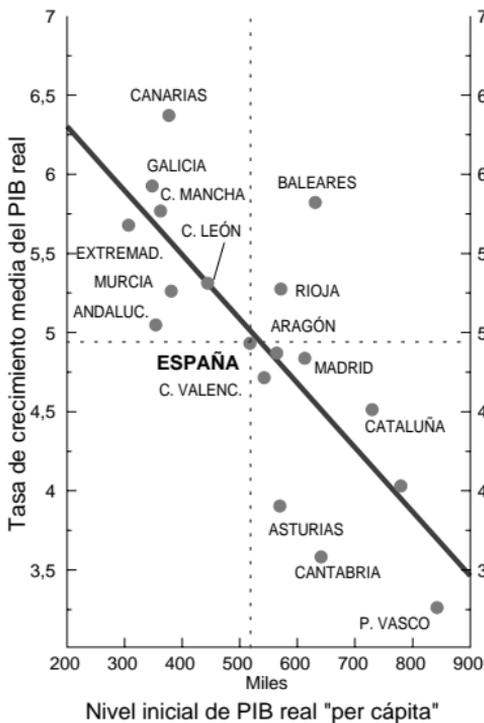
Tasa de crecimiento de la renta "per cápita" (b)



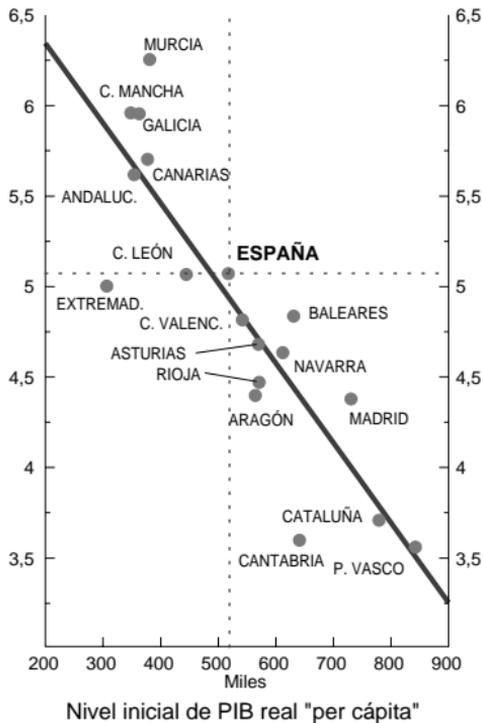




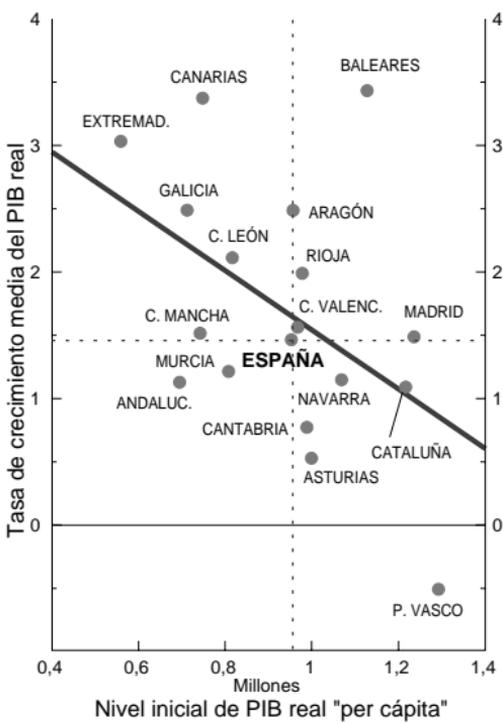
1.-1962-1995



2.-1962-1975



3.-1975-1985



4.-1985-1995

