

# **REVISTA INTERNACIONAL DE ECONOMÍA**

## **«Los déficits excesivos: razones y sinsentidos en el Tratado de Maastricht»**

Traducción del original «Excessive deficits: sense and nonsense in the Treaty of Maastricht», publicado en *Economic Policy* (n.º 16, April 1993, págs. 58-100).

**Willem Buiter, Giancarlo Corsetti y Nouriel Roubin (1)**

Yale University, CEPR y NBER;  
Terza Università degli Studi di Roma

Palabras clave: Deuda pública, déficit, Tratado de Maastricht.  
Nº de clasificación JEL: H6, H62, H63

En diciembre de 1991, los gobiernos comunitarios acordaron en la ciudad de Maastricht encaminarse hacia la unión monetaria plena, que se alcanzaría como muy tarde en 1999. Con una visión retrospectiva, esto parece la punta del iceberg de la integración de la Europa Occidental que habría estado latente desde mediados de 1980. En 1992 una serie de acontecimientos adversos han socavado los progresos hacia la Unión Económica y Monetaria (en adelante UEM): el triunfo del «no» en el referéndum de ratificación danés, los retrasos en el calendario previsto para la ratificación por parte de Gran Bretaña, la devaluación de monedas pertenecientes al sistema monetario, la salida del Mecanismo de Tipos de Cambios (MTC) del Reino Unido e Italia y la creciente confirmación de que el Bundesbank, como muchos operadores en el mercado privado, cree que será necesario realinear las paridades de las monedas.

Nuestro artículo versa sobre los criterios de convergencia fiscal contenidos en el Tratado de Maastricht. La importancia de esta cuestión no depende en ningún modo de si el calendario del Tratado se mantiene: la integración económica europea continuará cualquiera que sea el futuro del Tratado. Si éste se deroga, son de esperar nuevos

---

(1) Nos gustaría agradecer a Jeffrey Frankel, Rafael Repullo y otros miembros del Panel de Política Económica los comentarios a una primera versión de este trabajo. Willien Buiter realizó gran parte del trabajo que se refleja en este artículo durante una estancia académica en el Departamento de Investigación del FMI en Agosto de 1.992. Las habituales sugerencias han sido de especial ayuda.

intentos para conseguir una nueva unión monetaria. Sin embargo, es probable (bajo nuestro punto de vista, incluso deseable) que la unión monetaria sea posterior y no anterior a una mayor integración política. A partir de las líneas trazadas en Maastricht en materia presupuestaria, que surgirán siempre que la unión monetaria se ponga sobre la mesa, presentamos una valoración de las reglas fiscales de Maastricht sin influencia alguna del reciente escepticismo danés manifestado en su referéndum.

Los gobiernos comunitarios acordaron cuatro criterios de convergencia que serán necesarios para la admisión de un país en la UEM, ante el temor de que ésta pudiera ser débil y constituir una fuente de tensiones en ausencia de convergencia económica. Tres de los criterios formulados son relativamente intuitivos. El primero recoge que la inflación de los Estados miembros debe ser ligeramente superior a la de los tres con inferior tasa inflacionaria. La unión monetaria requiere la convergencia a una tasa de inflación común en los bienes comerciales; en principio, esta tasa común no necesita ser ni baja ni estable. La concesión del primer criterio a la disciplina antiinflacionaria no es ni sorprendente ni necesariamente perjudicial (a pesar de que ello excluye el abandono de la moneda nacional como mecanismo de lucha contra la inflación para un país que no pueda mantener la baja tasa pactada mientras posea un ápice de soberanía monetaria).

Segundo, los tipos de cambio deberían mantenerse estables durante cierto tiempo antes de la UEM. De nuevo, este requisito es prescindible para la consecución de una unión monetaria creíble. Puede ser posible e incluso deseable tener al final un realineamiento de paridades en el instante inmediatamente anterior al que se instaure la moneda única, los tipos de cambio sean irrevocablemente congelados y las monedas nacionales desaparezcan. Tercero, los tipos de interés nominales deberían converger a niveles cercanos a los alcanzados por los tres países con menor inflación. Con una elevada movilidad del capital dentro de la CE y dada la credibilidad de los tipos de cambio (Criterio 2), la única razón que explicaría los diferenciales de los tipos de interés sería la existencia de distintos riesgos de insolvencia. La convergencia en las tasas de inflación no elimina en sí misma el riesgo idiosincrático de impago. La supresión de las primas de riesgo propias de cada país podría justificar el último criterio de convergencia.

Este cuarto criterio se refiere a las políticas de tipo fiscal: los déficit deberían ser inferiores al 3% del PIB, y la deuda pública emitida no debería sobrepasar el 60% del PIB. En opinión de los autores del Tratado la falta de restricciones formales de tipo fiscal podría llevar a «déficit excesivos» y, por consiguiente, a una inestabilidad financiera y monetaria.

En este trabajo se analiza el caso de las políticas fiscales (2). Surgen dos cuestiones básicas. Primero, ¿cuál es la lógica que subyace en esta preocupación del Tratado por los déficit y la deuda pública?, más concretamente, ¿por qué debería preocuparse la Comunidad por los déficit excesivos?, ¿cuáles son las externalidades que los déficit

---

(2) Entre las recientes contribuciones de importancia se hallan Bean (1992), Beg y otros (1.991), Eichengreen (1992), Kenen (1992), Kenen (1992) y Wyplosz (1991).

elevados de un país imponen a otros países de la CE? y por último, ¿cuál es la evidencia de su importancia? Segundo, ¿cómo se implementarán esos criterios teóricos en la práctica?

En la sección 1 presentamos detalladamente los criterios fiscales de Maastricht y discutimos su relación con los restantes criterios de convergencia. Analizamos la justificación institucional de la CE por lo que a déficit y deuda pública se refiere y explicamos el porqué de las cifras elegidas en Maastricht.

En la sección segunda, analizamos las condiciones fiscales de la CE y las comparamos con los objetivos marcados en Maastricht. Discutiremos sobre si la actual política fiscal de los Estados Miembros de la CE es sostenible, y presentaremos simulaciones midiendo el tamaño del esfuerzo del ajuste requerido para satisfacer los criterios de convergencia fiscal en la fecha fijada para la puesta en marcha de la Unión Monetaria. Una cuestión importante (y discutida con vehemencia) es la de si el ceñirse a los objetivos fiscales exigidos inducirá a una contracción fiscal en la CE, con una tendencia deflacionaria y recesionista.

La tercera sección intenta explicar la lógica de la preocupación del Tratado por las deudas y déficit públicos. Se examinan varios argumentos a favor y en contra de las normas fiscales. ¿Qué distorsiones políticas y económicas harían que los déficit presupuestarios persistieran durante demasiado tiempo?, ¿qué nos dice la evidencia empírica?, ¿pueden justificar los déficit excesivos de los estados miembros la existencia de un agente externo, la CE, que imponga reglas de disciplina fiscal, controle su puesta en marcha y las haga cumplir con credibilidad incluso imponiendo sanciones a los países que se desvíen?. Ofreceremos algunas conclusiones notables en la sección 4.

## 1. LOS CRITERIOS DE CONVERGENCIA DE MAASTRICHT

El Informe Delors (1989) argumenta que la unión monetaria sin convergencia fiscal puede llevar a inestabilidad económica y monetaria y recomienda normas fiscales vinculantes que limiten el tamaño y la financiación de los déficit públicos. Posteriormente, el debate sobre los déficit excesivos, la necesidad de normas de obligado cumplimiento en la CE y la coordinación de las políticas fiscales ha tenido gran trascendencia (3).

El Tratado de Maastricht de diciembre de 1991, sigue el Informe Delors en cuanto a la adopción de los principios de disciplina fiscal de los países miembros de la UEM. El primer principio, en el artículo 104c, es que «los Estados miembros evitarán déficit públicos excesivos». Los «déficit excesivos» transgreden los acuerdos fiscales sobre los ratios déficit/PIB y deuda/PIB. El segundo principio, en el artículo 104b, es la denominada cláusula de «no salvamento». Cada miembro es el único responsable de las cargas que produzca su propia deuda pública, incluso durante una crisis presupuestaria. El tercer principio, artículos 104 y 104a, «prohíbe el recurso al Banco

(3) Recientes contribuciones sobre las implicaciones fiscales del Tratado de Maastricht son las de Buiter (1992), Corsetti y Roubini (1992) y Eichengreen (1992).

Central y el acceso a financiación privilegiada para los déficit públicos por parte de los Gobiernos» (Comisión de las Comunidades Europeas, Informe anual de 1991) (4). Los techos fiscales precisos (déficit total del gobierno no superior al 3% del PIB a precios de mercado; deuda pública total no superior al 60% del PIB a precios de mercado) son importantes: un país con déficit elevados no alcanzaría los criterios de convergencia fiscal de la UEM y sería excluido de la misma.

A diferencia de las condiciones en los criterios de convergencia referentes a la inflación, los tipos de interés y los tipos de cambio, las restricciones sobre los déficit no son rígidas. En primer lugar, un déficit por encima del 3% podría ser admitido si «es sólo excepcional y temporal, y el ratio permanece cercano al valor de referencia». En segundo lugar, se tendrán en cuenta otros factores específicos de un país tales como «si el déficit del gobierno supera al gasto público en inversiones». En tercer lugar, un déficit puede no juzgarse excesivo si «ha disminuido sustancial y continuadamente y ha alcanzado un nivel cercano al valor de referencia» (Artículo 104c (a)). El Tratado silencia que aproximación al 3% se considera suficiente. Sin estas advertencias, una rígida aplicación de los criterios fiscales podrían impedir a ciertos países (por ejemplo, Italia) integrarse en la UEM durante muchos años aunque hubiesen logrado mejorar sus resultados fiscales.

De igual modo, no se considerará excesivo un ratio deuda/PIB si está disminuyendo suficientemente y aproximándose al valor de referencia a un ritmo satisfactorio (Artículo 104c (b)). Varios países de la CE tienen un ratio deuda/PIB bastante superior al 60%; Bélgica, Irlanda e Italia superan el 100%. La prudencia económica (reforzada por los resultados obtenidos en nuestras secciones 2 y 3), sugiere que incluso una mayor reducción fiscal en estos países no posibilitaría minorar el ratio deuda/PIB al 60% antes de 1997 o incluso de 1999.

Por consiguiente, puede ocurrir que países que superan los límites fiscales no sean considerados con «déficit excesivos» si han realizado progresos constantes y sustanciales encaminados a lograr los objetivos marcados. Con todo, los términos del Tratado son suficientemente vagos como para que consideraciones políticas irrelevantes o incluso perjudiciales puedan afectar al debate sobre si se han encontrado los criterios adecuados de convergencia fiscal.

El procedimiento formal para realizar tales valoraciones se explica con detalle en el artículo 104c. La aplicación de estos criterios impediría a un país incorporarse a la UEM. Y en el caso de países que ya estén dentro, aquellos cuyos déficit lleguen a ser excesivos se enfrentarían con sanciones económicas (bastante suaves).

Los criterios fiscales para incorporarse a la UEM están unidos, económicamente y legalmente, a los criterios de convergencia que atañen a la inflación, los tipos de interés y los tipos de cambio. Coincidir en baja inflación, junto con la prohibición de que los gobiernos nacionales financien sus déficit presupuestarios recurriendo al banco central impide diferencias en la financiación de los déficit presupuestarios mediante el señoriaje

---

(4) Esto no prohíbe compras indirectas de la deuda de los gobiernos por el BCE en el mercado, con tal de que eso se haga a iniciativa del propio Banco Central Europeo.

y excluye la inflación no anticipada debido a la reducción de los ratios de deuda hacia los objetivos perseguidos.

Las restricciones al tipo de interés son también importantes, incluso con una elevada movilidad del capital entre de los países pertenecientes a la CE y con el criterio de inflación. Con mercados financieros eficientes y que ignoren las diferencias debidas a la imposición, los diferenciales de tipos de interés internacionales de la deuda pública son la suma de tres componentes: la tasa esperada de depreciación del tipo de cambio, la prima de riesgo de cambio (riesgo de la divisa) y una prima por riesgo de insolvencia nacional debido a un posible repudio de la deuda pública si la situación fiscal se vuelve insostenible. Para un país con elevada deuda y grandes déficit, el criterio del tipo de interés implica que no es suficiente rebajar la inflación al nivel de los Estados mejor situados. Es necesario también un ajuste fiscal serio con el fin de reducir y eliminar eventuales primas por insolvencia del país, articulando un compromiso vinculante para mantener la solvencia del gobierno y para permitir la entrada en la UEM; por tanto, se ha de suprimir la depreciación esperada del tipo de cambio y la prima de riesgo de la divisa.

¿Por qué está el Tratado preocupado por los «déficit excesivos»? Realmente es un indicador de un «tamaño excesivo del gobierno»: como los creadores de la «Reaganomics», los artífices del Tratado esperan que sean los recortes en el gasto y no los incrementos impositivos los que produzcan las reducciones necesarias en los déficit. Sin embargo, si tomamos el Tratado al pie de la letra parece existir una preocupación por que las políticas fiscales de cada país de la CE puedan tener efectos perjudiciales sobre otros países miembros. Se han señalado tres externalidades.(5)

Primera, si la deuda pública de un país se convierte en insostenible, los restantes miembros de la UEM, cualesquiera que sean los compromisos particulares contraídos con el gobierno en cuestión, podrían ser forzados a salir en ayuda del gobierno insolvente. Segunda, en caso contrario la crisis podría extenderse a otros países miembros debido a la interdependencia financiera o a los denominados efectos de contagio, obligando al futuro BCE (Banco Central Europeo) a inyectar excesiva liquidez, elevando la inflación a lo largo y ancho de la UEM. Tercera, incluso cuando no existan dudas sobre la solvencia, las políticas nacionales de financiación del déficit tienen una incidencia indirecta sobre el tipo de interés internacional y el tipo de cambio. Tales efectos externos deben internalizarse mediante la acción cooperativa. La mejor forma de alcanzar un comportamiento cooperativo es imponer y reforzar normas centralizadas.

Una lógica diferente afecta a los valores de referencia en sí: el 3% para el ratio déficit/PIB y el 60% para el ratio deuda/PIB. Parecen arbitrarios: el límite fijado al endeudamiento está muy cerca de la media de la CE en 1991 (61,7%) y el límite al déficit es inferior a la media de la CE en esa misma fecha (4,3%). No hay motivo para pensar que las medias actuales de la CE sean óptimas para la totalidad de la Comunidad, sin tener en cuenta los doce miembros individualmente, los cuales difieren bastante por lo que a estructuras económicas y condiciones de partida se refiere.

(5) Véase el capítulo sobre Hacienda Pública en el documento sobre unión monetaria de la Comisión de las Comunidades Europeas (1991).

Una sencilla contabilización muestra que el ratio deuda/PIB evoluciona de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$d_t - d_{t-1} = \left[ \frac{U_t}{1 + U_t} \right] d_t + d_{\text{eff}} \quad (1)$$

donde  $d_t$  es el ratio deuda/PIB al final del periodo  $t$ ,  $U_t$  es la tasa de crecimiento nominal del PIB en el periodo  $t$  (crecimiento real más inflación) y  $d_{\text{eff}}$  es el ratio déficit/PIB en el periodo  $t$ .

De esta forma el crecimiento nominal del PIB reduce el ratio deuda/PIB, pero porcentajes superiores de déficit sobre PIB incrementan dicho ratio. Si el ratio deuda/PIB es constante tendremos:

$$d_t = [(1 + U_t) / U_t] d_{\text{eff}} \quad (2)$$

La consecuencia directa de la ecuación 2 es que la directriz del déficit a largo plazo  $d_{\text{eff}}$  y la de la deuda  $d^*$  pueden ser mutuamente consistentes solamente para una única tasa de crecimiento nominal del PIB. Es posible un crecimiento a largo plazo del PIB real de la CE del 3% anual. La UEM intentará estabilizar los precios pero sería extraordinario si lo consiguiese todo simultáneamente; ni siquiera Alemania sostuvo esta tesis al principio. Un crecimiento real del 3% junto con una inflación del 2% implicaría un crecimiento anual del PIB nominal del 5%. De la ecuación (2) se desprende que un objetivo del 3% para el ratio déficit/PIB sería compatible, eventualmente compatible, con un ratio deuda/PIB de alrededor del 60%. Parece por tanto que las dos pautas fiscales que nos proporciona el Tratado de Maastricht son coherentes entre sí.

¿Qué es lo que determina la predilección por uno de ellos o por ambos? ¿Existe en el fondo una lógica económica en la elección del 3% para el ratio déficit/PIB?. Los documentos comunitarios se refieren a la «Regla de Oro de la Hacienda Pública» (6). Los gastos corrientes deben financiarse con ingresos corrientes y únicamente los gastos de inversión podrán financiarse mediante el endeudamiento. Y la media de la inversión pública de la CE resulta ser casi exactamente el 3% del PIB de la Comunidad de 1974 a 1991.

No obstante, esta deducción de las pautas fiscales es inapropiada a menos que la Inflación sea literalmente cero. De lo contrario, la contabilización de la inflación ha de realizarse del modo adecuado, ya que es el déficit ajustado a la inflación el que no debe exceder a la inversión pública. El principal ajuste consiste en que, medidos convencionalmente, tanto el gasto corriente como el déficit global incluyen los pagos de intereses nominales y únicamente deberían contabilizarse los pagos de intereses reales. Con un ratio del 3% tanto para déficit/PIB como para inversión pública/PIB, una inflación del 2% anual y un ratio deuda/PIB del 60%, el ahorro real del gobierno sería de un 1,2% del PIB, que es la reducción en el ratio de la deuda inducida por el 2% de inflación. De ello se deduce que, bajo constancia de las demás variables, una inflación más elevada incrementa los ratios de deuda y déficit sobre PIB compatibles con la regla de oro. En este sentido, a menos que la UEM realmente alcance la inflación cero y la inversión del

(6) Comisión de las Comunidades Europeas (1990, 1991).

sector público no supere el 3% del PIB, las normas fiscales contenidas en el Tratado resultarían demasiado rígidas. Las ventajas de esta «regla de oro» de la inversión del sector público serán discutidas con posterioridad en la sección 3.1.4.

## 2. SITUACIÓN PRESUPUESTARIA Y PERSPECTIVAS DE LOS PAÍSES DE LA CE

### 2.1. Situación en 1992

¿Cuál es la situación actual de los miembros de la CE frente a las directrices fiscales? Sólo Alemania, Francia, Reino Unido y Luxemburgo satisfacían ambos criterios en 1991 y únicamente Francia y Luxemburgo lo hacían en 1992 (véase cuadros n.ºs 1 y 2). Las condiciones fiscales son ampliamente divergentes. Italia y Grecia se enfrentan con serios problemas. En 1991 el déficit presupuestario era del 10,2% del PIB en Italia y el 16,5% en Grecia. El cuadro n.º 2 nos muestra saldos primarios (es decir, sin incluir los intereses de la deuda) con ligeros superávits (Italia) o todavía deficitarios, como es el caso de Grecia. Los ratios deuda/PIB se mantienen muy elevados (101,2% para Italia y 96,4% para Grecia en 1991).

Los otros dos países con elevada deuda, Bélgica e Irlanda, son bastante diferentes. Los ratios deuda/PIB para 1991 (129,4% para Bélgica y 102,8% para Irlanda) reflejaron enormes déficits en los 70 y comienzos de los 80. Ambos países muestran ahora cuantiosos superávits primarios y déficits globales claramente reducidos. Desde 1987, el ratio deuda/PIB ha ido descendiendo permanentemente en Irlanda y se ha mantenido constante en Bélgica.

Holanda se encuentra en una situación intermedia, con un elevado ratio de deuda (78,4% en 1991) que ha sido estabilizado por el que crecimiento de los superávits primarios; el déficit total de 1991 (3,9%) está cercano a las directrices de Maastricht. En 1991 España y Portugal habían moderado sus déficits (4,4% y 6,4%, respectivamente) y sus ratios de deuda (45,6% y 64,7%). Y mientras que España todavía mantenía un ligero déficit primario, Portugal consiguió un superávit primario.

Alemania y el Reino Unido tienen ratios de deuda bastante inferiores al 60%, y aunque ambos se encontraban con déficits bajos en 1991, los dos sobrepasarán el 3% a lo largo de 1992. Los déficits del Reino Unido en 1991-92 tienen un elevado componente cíclico, que refleja la recesión resultante de la incorporación al Mecanismo de Tipos de Cambio con una paridad sobrevalorada de la libra esterlina. Esto debería desaparecer (excepto por el interés acumulado por la deuda extraordinaria emitida durante la recesión) cuando comience la recuperación británica, ayudada por la reciente depreciación de la libra y los recortes en los tipos de interés.

El componente del déficit alemán causado por la unificación no es, obviamente, cíclico; las transferencias fiscales a la antigua República Democrática se alargarán más de lo que dura un ciclo económico, pero no serán eternas.

Dinamarca se halla en la frontera del criterio de deuda (66,7% en 1992) pero sus sólidos superávits primarios y sus bajos déficits globales (2% en 1991) le colocan dentro

Cuadro n.º 1. Endeudamiento neto del gobierno y deuda pública bruta (DPB) en % del PIB

	60-71	71-80	81-85	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Bélgica	EN DPB	1,5 5,1 65	10,6 103	9,1 124	7,1 131	6,9 132	6,7 128	5,7 127	6,2 129	5,9 130
Dinamarca	EN DPB	-1,3 -0,9 16	5,8 70	-3,4 69	-2,4 66	-0,5 66	0,5 66	1,5 66	2,0 66	2,1 67
Francia	EN DPB	-0,4 0,5 24	2,7 34	2,7 47	1,9 47	1,8 47	1,2 47	1,7 47	1,7 47	2,0 48
Alemania	EN DPB	-0,4 1,9 25	2,4 40	1,3 42	1,8 43	2,1 44	0,2 43	1,9 44	3,1 46	3,4 49
Grecia	EN DPB		10,1 45	12,6 65	12,2 73	14,4 80	18,3 86	20,4 94	16,5 96	13,2 99
Irlanda	EN DPB	3,6 8,4 66	12,0 96	11,2 121	9,1 122	5,2 120	3,5 110	3,6 103	2,3 103	2,5 100
Italia	EN DPB	2,3 7,6 58	11,5 71	11,7 87	11,0 91	10,9 93	10,1 96	10,7 99	10,2 101	9,9 104
Luxemburgo	EN DPB	-3,3 -5,0 18	-1,0 15	-3,5 14	-1,6 12	-2,4 10	-4,3 9	-4,7 7	-2,5 7	-2,6 6
Holanda	EN DPB	1,8 2,8 43	6,0 60	3,5 72	6,6 75	5,2 78	5,2 78	5,3 78	3,9 78	4,0 80
Portugal	EN DPB		10,3 57	7,2 70	6,8 74	5,4 75	3,4 72	5,8 68	6,4 65	5,4 63
España	EN DPB		5,3 34	6,0 46	3,2 46	3,3 43	2,7 44	4,0 45	4,4 46	4,3 46
Reino U.	EN DPB	1,3 -1,1 63	3,0 58	2,4 58	1,3 56	-1,1 50	-1,3 45	0,7 43	2,0 44	4,9 46

Fuente: «European Economy» Suplemento A.  
Nota: los datos para 1.992 son predicciones. Los datos de Alemania corresponden a la antigua R.F.A.

Cuadro n.º 2. **Superávit Primario General del Gobierno**

	1974-81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92
Bélgica	-1,9	-1,8	-2,0	1,0	2,3	2,3	3,6	3,4	3,9	5,2	4,7	5,4
Dinamarca	1,2	-3,1	0,9	5,5	7,9	12,2	10,7	8,4	6,9	5,7	5,4	5,2
Francia	0,3	-0,8	-0,6	-0,1	0,0	0,2	0,9	1,0	1,6	1,4	1,9	1,3
Alemania	-1,3	-0,5	0,5	1,1	2,1	1,7	1,1	0,7	2,9	0,7	-0,8	-0,6
Grecia	n.d.	-5,1	-4,6	-5,4	-8,5	-6,8	-5,0	-6,5	-10,1	-8,4	-3,3	-0,5
Irlanda	-4,9	-4,8	-2,5	-0,4	-0,9	-1,5	0,6	4,2	5,6	4,8	6,0	5,8
Italia	-3,9	-4,2	-3,1	-3,6	-4,5	-3,2	-3,0	-2,7	-1,1	-1,0	0,0	0,7
Luxemburgo	2,6	0,0	3,1	4,5	6,4	4,6	2,7	3,4	5,1	5,4	3,2	3,1
Portugal	n.d.	-4,9	-2,6	-4,9	-2,2	2,0	1,0	2,4	3,7	2,4	2,1	3,0
España	-0,7	-4,6	-3,5	-3,3	-3,6	-2,0	0,3	0,0	0,7	-0,5	0,2	-0,5
Reino Unido	0,7	2,5	1,4	0,9	2,1	2,1	3,0	5,0	5,0	2,6	1,2	-1,6
CE 12	n.d.	-1,4	-0,9	-0,6	-0,2	0,2	0,6	1,0	1,9	0,9	0,2	0,4

idénticas Fuentes y Observaciones que para el Cuadro n.º 1.

de los márgenes fiscales. Finalmente Francia y Luxemburgo son los únicos países que satisfacen ambos criterios fiscales: sus déficit en 1991 eran del 1,7% en el primero y del 2,5% en el segundo y los ratios de deuda eran 47,2% y 6,9% respectivamente.

## 2.2. La experiencia histórica con déficit y deuda

Los cuadros n.<sup>os</sup> 1 y 2 sugieren que estos criterios han sido incumplidos con regularidad en el pasado. Durante la década de los 60 el ratio deuda/PIB estaba por encima del 60% en el Reino Unido y Bélgica. Durante los 70 el límite era sobrepasado por Irlanda e Italia, además de Bélgica y Reino Unido. Después de la reducción fiscal en 1976-79, aparecieron de nuevo amplios déficit durante 1979-83, después de la segunda crisis del petróleo. En Italia, Bélgica, Irlanda, Grecia, Portugal y Holanda, el ratio deuda/PIB creció sustancialmente alcanzando el 122% en Irlanda (1987), 132% en Bélgica (1988), 80% en Dinamarca (1984) y 75% en Portugal (1988). En 1992 tiene todavía que estabilizarse en Italia y Grecia, pero puede que no haya alcanzado su máximo en Holanda.

Desde la mitad de los 80, los saldos presupuestarios han mejorado con frecuencia; los dramáticos recortes presupuestarios y los elevados superávit primarios en Dinamarca, Bélgica e Irlanda han reducido sus ratios deuda/PIB; desde 1988 ha tenido lugar un significativo ajuste fiscal en Portugal, y también aunque de menor medida en Holanda desde 1991. En Italia y Grecia ni siquiera las recientes restricciones fiscales han servido para detener el crecimiento del ratio deuda/PIB.

## 2.3. Solvencia, sostenibilidad y brechas primarias

El temor a los déficit excesivos proviene en parte de la preocupación por que las políticas fiscales de algunos países sean insostenibles. ¿Sugiere la evidencia que los gobiernos comunitarios continuarán siendo solventes si mantienen sus políticas fiscales?. Empíricamente la cuestión es difícil de resolver. La solvencia impone por sí misma sucesivas restricciones en la política fiscal actual: déficit actuales amplios y persistentes pueden ser compensados con amplios superávit en algún momento futuro.

Empleando el test empírico de la condición de solvencia, desarrollado por Hamilton y Flavin (1986) y Wilcox (1989) —véase también Treham y Walsh (1989), Buitier y Patel (1990) y Corsetti (1991)— Corsetti y Roubini (1991, 1992) encuentran que dentro de un amplio conjunto de países de la OCDE durante el periodo 1971-89 las pautas actuales de política fiscal parecen insostenibles en Italia, Holanda, Irlanda, Bélgica y Grecia (los países que ahora tienen elevados ratios deuda/PIB). Sin embargo, la aproximación empírica puede fallar a la hora de detectar cambios estructurales, tales como las modificaciones en la política fiscal de Irlanda o Bélgica a mediados de los 80 y en Holanda desde comienzos de los 90.

Otras aproximaciones (Blanchard, 1990 y Blanchard y otros, 1990) apuntan a las «brechas primarias» fiscales existentes entre los saldos primarios reales y los saldos primarios constantes que podrían estabilizar el ratio deuda/PIB. En el contexto del

Tratado, esta brecha identifica el mínimo ajuste fiscal requerido para estabilizar el mencionado ratio y comenzar a partir de ahí su reducción. Podríamos definir medidas alternativas de la brecha primaria.

En primer lugar, definamos  $s_n^*$  como el superávit primario requerido para el período N, es decir, el ratio constante superávit primario/PIB necesario para mantener el ratio deuda/PIB constante desde el periodo t al t+N. Para calcular  $s_n^*$  necesitamos predicciones de los tipos de interés y tasas de crecimiento real del PIB para los siguientes N periodos. En segundo lugar, definamos el superávit primario real del periodo N,  $s_n^a$  como aquel ratio constante superávit primario/PIB, cuyo valor actual es igual al valor actual de los ratios Superávit primario/PIB esperados entre los periodos t y t+N. Sólo el cálculo único de la brecha primaria para un periodo  $GAP_t^1 = s_t^* - s_t^a$ , no requiere más predicción que aquéllas correspondientes al tipo de interés real corriente y a la tasa corriente de crecimiento del PIB real.

Podemos definir también el ratio constante superávit primario/PIB que asegura la solvencia a largo plazo como el ratio superávit primario permanente requerido/PIB,  $s_\infty^*$ . El cálculo de  $s_\infty^*$  necesita estimaciones a largo plazo del tipo de interés real y de la tasa de crecimiento del PIB real. Si las tasas de crecimiento real superan a los tipos de interés reales la solvencia no es problema; por supuesto, en este caso desaparecerían muchas de las preocupaciones de Maastricht. No obstante, con tal que el tipo de interés a largo plazo supere a la tasa de crecimiento a largo plazo, el ratio superávit permanente requerido/PIB es el ratio constante superávit primario/PIB que, mantenido indefinidamente, asegura la solvencia del gobierno.

La brecha primaria permanente,  $GAP_t^\infty$ , es la diferencia entre el ratio superávit primario permanente requerido/PIB,  $s_\infty^*$ , y el ratio superávit primario permanente real/PIB,  $s_y^a$  (Buiter 1983, 1985 y 1990), y recoge la corrección permanente necesaria para asegurar la solvencia del gobierno. Finalmente, la brecha primaria permanente miope,  $MGAP_t^\infty$ , es el ratio superávit primario permanente requerido/PIB,  $s_\infty^*$ , menos el ratio superávit primario actual/PIB,  $s_t$  (algo menos que  $s_\infty^*$ ).

Presentamos en los cuadros n.º 3 y 4 nuestros cálculos para  $GAP_t^1$ , la brecha primaria de un periodo, y para  $MGAP_t^\infty$ , la brecha primaria permanente miope. El cuadro n.º 3 nos proporciona predicciones para el crecimiento real, tipos de interés reales y el ratio deuda/PIB durante 1991 para los países comunitarios. Las últimas dos columnas muestran el superávit primario requerido en 1 periodo si y la brecha primaria en un periodo,  $GAP_t^1$ , para 1992.

El cuadro n.º 4 supone una tasa anual a largo plazo del 3% para el crecimiento real del PIB y del 5% para el tipo de interés real en todos los países de la CE. La columna 3 repite los ratios deuda/PIB mostrados en el cuadro anterior. Las dos últimas columnas proporcionan el ratio superávit primario permanente requerido/PIB y el exceso del ratio anterior sobre la predicción para el ratio superávit primario/PIB realizada por la Comunidad para el año 1992. Nótese que tipos de interés reales más elevados o tasas más bajas de crecimiento real del PIB implicarían brechas primarias más amplias (con lo que el ajuste fiscal necesario sería mayor).

El cuadro mencionado refleja que para los países con elevada deuda, el superávit primario permanente requerido es bastante amplio (2,5% del PIB para Bélgica, 2,0% para Irlanda, 1,9% para Italia y 1,9% para Grecia). Bélgica e Irlanda ya los han alcanzado y su ratio deuda/PIB está descendiendo. Grecia e Italia, por su parte, presentan grandes brechas primarias permanentes miopes.

Continuando con el comentario del cuadro n.º 4, encontramos significativas brechas primarias permanentes miopes en el Reino Unido (2,4%), Alemania (1,5%) y España (1,4%). Podemos añadir a esto que tanto Alemania como el Reino Unido se enfrentan temporalmente a situaciones presupuestarias adversas: las brechas permanentes miopes, por tanto, exageran sus problemas a largo plazo. Francia, Dinamarca, Luxemburgo y Portugal presentan brechas primarias permanentes miopes negativas: por ello, se encuentran en una situación de «sobresolvencia» y de caída de sus ratios de deuda/ PIB (suponiendo que no varíen los superávit primarios ni las condiciones económicas.)

Las brechas de un periodo en el cuadro n.º 3 son diferentes (y normalmente más pequeñas) que las del cuadro n.º 4. Las razones para estas diferencias son importantes y tienen implicaciones políticas. Las estimaciones a largo plazo del tipo de interés real suelen obtenerse de dos fuentes: para el Reino Unido se obtienen del índice vinculado a los bonos del Estado, para el resto del mundo observando el tipo fijo nominal a largo plazo de la deuda y prediciendo la tasa de inflación a largo plazo.

Existen tres razones por las cuales en 1991 los tipos de interés de un periodo y las tasas de crecimiento difieren de sus homónimos a largo plazo. Primera, mientras que nuestro tipo de interés a largo está basado en los datos del mercado, nuestro tipo efectivo

Cuadro n.º 3. Brechas primarias de un periodo para 1992

	Tasa Real de Crecimiento (%)	Tipo de Interés Real (%)	Deuda Pública (% del PIB)	$s_1$ (% PIB)	GAP <sup>1</sup> (% PIB)
Bélgica	2,1	5,4	129,4	4,2	-1,2
Dinamarca	3,0	9,8	66,7	3,9	-1,3
Francia	2,3	4,4	47,2	1,0	-0,3
Alemania	2,2	1,9	46,2	-0,1	0,5
Grecia	1,2	1,6	96,4	0,3	0,8
Irlanda	2,3	5,1	102,8	2,8	-3,0
Italia	2,0	5,7	101,2	3,7	3,0
Luxemburgo	3,4	4,1	6,9	0,0	-3,1
Holanda	1,3	5,4	78,4	3,2	1,0
Portugal	1,7	3,0	64,7	0,8	-2,2
España	3,1	3,2	45,6	0,0	0,5
Reino U.	2,0	3,1	43,8	0,5	2,1

Fuente: Datos de la CE y predicciones.

Nota:  $s_1^*$  es el ratio superávit primario/PIB que estabiliza el ratio de deuda/PIB un periodo hacia adelante; GAP<sup>1</sup> denota la correspondiente brecha primaria.

Cuadro n.º 4. Brechas primarias permanentes miopes para 1992

	Tasa Real de Crecimiento (%)	Tipo de Interés Real (%)	Deuda Pública (% del PIB)	$s_{\infty}^*$ (% PIB)	MGAP <sup>*</sup> (% PIB)
Bélgica	3,0	5,0	129,4	2,5	-2,9
Dinamarca	3,0	5,0	66,7	1,3	-3,9
Francia	3,0	5,0	47,2	0,9	-0,4
Alemania	3,0	5,0	46,2	0,9	1,5
Grecia	3,0	5,0	96,4	1,9	2,4
Irlanda	3,0	5,0	102,8	2,0	-3,8
Italia	3,0	5,0	101,2	1,9	1,2
Luxemburgo	3,0	5,0	6,9	0,1	-3,0
Holanda	3,0	5,0	78,4	1,5	-0,7
Portugal	3,0	5,0	64,7	1,2	-1,8
España	3,0	5,0	45,6	0,9	1,4
Reino U.	3,0	5,0	43,8	0,8	2,4

Fuente: Véase Cuadro n.º 3.

Notas:  $S_{\infty}^*$  es el ratio superávit primario constante/PIB necesario para mantener la solvencia a largo plazo.

MGAP<sup>∞</sup> denota la correspondiente brecha primaria.

a un periodo divide los pagos de intereses reales entre el valor nominal de la deuda. Esto subestima los tipos de mercado actuales cuando los tipos de interés son altos históricamente y los precios en el mercado secundario de los bonos antiguos están bajo la par (como en 1991).

Segunda, el recurso a financiación barata (como los depósitos postales de bajo interés) reduce permanentemente el tipo de interés (medio) implícito por debajo del rendimiento de los Bonos del Estado a largo plazo, que esta detrás del MGAP. Tercera, tasas actuales de crecimiento real anormalmente altas y tipos de interés reales actuales anormalmente bajos sesgan a la baja el superávit primario necesario para un periodo con respecto a cualquier superávit primario necesario a largo plazo. Empíricamente estos factores son relevantes. Por ejemplo, la brecha primaria de un periodo para Alemania, Reino Unido, España y Grecia es inferior (0,5%, 2,1%, 0,5% y 0,8%, respectivamente) a la brecha primaria permanente miope (1,5%, 2,4%, 1,4% y 2,4% para cada uno de los países citados). A la inversa, en Italia las brechas primarias de un periodo son mayores que en el ejercicio a largo plazo.

En resumen, mientras las brechas primarias (excepto para las de tipo permanente no miopes, las cuales no intentamos calcular) no son por ellas mismas medidas de sostenibilidad de la deuda, son tan sólo complementos útiles de otras medidas de solvencia; las inferencias sobre sostenibilidad derivadas de brechas primarias tienden a ser consistentes con las derivadas de otros tests. En concreto, Italia y Grecia necesitan mayores correcciones fiscales primarias para evitar su insolvencia; Alemania tendrá que enfrentarse en algún momento con su déficit estructural, mientras que la brecha primaria del Reino Unido se debe principalmente a factores cíclicos. Bélgica e Irlanda deberán

continuar sus recientes políticas de amplios superávits primarios si quieren conseguir mayores reducciones en sus ratios deuda/PIB. Y por último, en Francia, Dinamarca, Portugal y Luxemburgo las políticas actuales aseguran la solvencia a largo plazo.

#### 2.4. ¿Cómo se alcanzarán los criterios de Maastricht?

Las brechas primarias muestran el ajuste mínimo necesario para estabilizar el ratio deuda/PIB. Los criterios de Maastricht son muy duros, requieren para siete estados miembros una reducción del ratio deuda/PIB hasta el 60% acordado. Expondremos ahora dos cuestiones relacionadas con estos criterios. Primera, ¿cómo evolucionaría el ratio deuda/PIB si los objetivos para déficit e inflación fuesen alcanzados al finalizar 1996 (ó 1998)? Segundo, ¿cuán grande habrá de ser el ajuste fiscal necesario para conseguir los objetivos en la fecha fijada?.

Cuadro n.º 5. ¿Qué ocurre con Deuda/PIB (%) cuando se consiguen los objetivos para el déficit?

	Nivel de 1991			Escenarios			
	deuda <sub>91</sub>	U <sub>91</sub>	d <sub>ef91</sub>	(a)	(b)	(c)	(d)
				deuda <sub>96</sub>	deuda <sub>98</sub>	deuda <sub>96</sub>	deuda <sub>98</sub>
Bélgica	129,4	4,7	6,2	121,3	119,0	115,0	110,2
Dinamarca	66,7	4,0	2,0	64,1	63,2	65,9	65,6
Francia	47,2	4,3	1,7	46,1	45,7	50,6	51,8
Alemania	46,2	7,8	2,9	47,6	47,9	49,8	51,1
Grecia	96,4	21,3	16,5	88,6	86,3	89,2	86,7
Irlanda	102,8	5,1	2,3	90,9	86,8	94,2	91,3
Italia	101,2	8,8	10,2	97,1	96,1	92,9	90,2
Luxemburgo	6,9	4,7	-2,5	-5,9	10,3	19,0	23,1
Holanda	78,4	5,4	3,9	76,1	75,4	75,1	73,9
Portugal	64,7	16,1	6,4	61,2	60,0	64,3	64,2
España	45,6	9,5	4,4	52,9	55,1	49,4	50,6
Reino Unido	43,8	4,6	2,0	44,1	44,3	48,0	49,4
CE 12	61,5	6,9	4,3	60,9	60,8	61,8	61,9

Escenario (a) U: Si el valor para el crecimiento nominal del PIB de 1991, supera el 5%, desciende a una tasa constante exponencial para alcanzar el 5% al final de 1996; de lo contrario permanece con su valor de 1991.

def: Si el valor del ratio déficit/PIB supera el 3%, def desciende a un tipo exponencial constante para alcanzar el 3% al final de 1996; de lo contrario permanecerá en el nivel correspondiente a 1991.

Escenario (b): Lo mismo que para el escenario (a) pero tomando como fecha tope el fin de 1998 en lugar del de 1996.

Escenario (c) U: Si supera el 5% en 1991, alcanzará el 5% desde 1992 en adelante; de lo contrario permanece en el valor de 1991.

Def: Si def supera el 3% en 1991, alcanzará el 3% desde 1992 en adelante; de lo contrario permanecerá en el nivel de 1991.

Escenario (d); Ocurre lo mismo que en (c) pero tomando la finalización de 1998 en lugar de la de 1996.

Cuadro n.º 6. **¿Cuál es el ratio constante déficit/PIB (%) para alcanzar los objetivos de endeudamiento?**

	deuda <sub>91</sub>	U <sub>91</sub>	def <sub>91</sub>	% constante de déficit/PIB para recortar el ratio Deuda/PIB al 60% en el escenario:			
				(a)	(b)	(c)	(d)
Bélgica	129,4	4,7	6,2	-9,2	-5,4	-9,1	-5,3
Dinamarca	66,7	4,0	2,0	1,5	1,8	1,7	2,1
Grecia	96,4	21,3	16,5	-0,2	1,9	-3,4	-1,4
Irlanda	102,8	5,1	2,3	-4,5	-2,1	-4,5	-2,2
Italia	101,2	8,8	10,2	-3,2	-0,9	-4,2	-2,0
Holanda	78,4	5,4	3,9	-0,2	0,8	-0,3	0,7
Portugal	64,7	16,1	6,4	1,5	1,8	1,7	2,1

Escenario (a) U: Si el valor para el crecimiento del PIB nominal supera el 5%, descenderá a una tasa exponencial constante para alcanzar el 5% al final de 1996; de lo contrario permanecerá constante en su valor de 1991.

Escenario (b): Ocurre lo mismo que para el caso (a) pero la fecha de alcance del objetivo es 1998.

Escenario (c) U: Si supera el 5% en 1991, se alcanzará dicho porcentaje de 1992 en adelante; de lo contrario permanecerá constante en su valor de 1991.

Escenario (d) Ocurre lo mismo que para el caso (c) pero la fecha de alcance del objetivo es 1998 en lugar de 1996.

Realicemos primero las consideraciones con respecto a la deuda. Partamos del ratio deuda<sub>91</sub> al final de 1991, asumiendo que el objetivo marcado para el déficit del 3% se alcanza al final de Diciembre de 1996 ó 1998, ¿cuál será el ratio deuda<sub>96</sub> o deuda<sub>98</sub>? La ecuación (1) muestra que para responder a esta cuestión se necesita la tasa de crecimiento del PIB nominal, U<sub>t</sub>, y el ratio déficit/PIB, def<sub>t</sub> para cada periodo desde 1992 al final de 1996 o 1998. En el cuadro n.º 5 consideramos dos pares de escenarios. El primer par, (a) y (b), esboza un severo y fructífero ajuste fiscal: cada país que ahora está por encima del 3% de déficit y del 5% del crecimiento del PIB nominal alcanza estos niveles por medio de ajustes graduales al final de 1996 (escenario a) o al final de 1998 (escenario b) (7).

Para el segundo par, (c) y (d), imaginemos que los objetivos para el déficit y el crecimiento del PIB nominal se logran de una vez en 1992. Se muestra el ratio deuda/PIB al final de 1996 en el escenario (c) o al final de 1998 en el escenario (d). Con respecto al primer par de escenarios, este segundo par muestra que la convergencia inmediata en inflación puede diluir parcialmente el efecto de un amplio ajuste fiscal por lo que al ratio deuda/PIB respecta.

(7) Si en 1991 o la tasa de crecimiento nominal es menor que un 5% o el ratio Déficit/PIB es menor que un 3% nosotros mantenemos estos objetivos mejorados después de todo. Obligar a los países que hayan conseguido estos mejores resultados a adecuar sus ratios a las cifras marcadas exactamente en la fecha final, proporciona una ligera diferencia con los resultados de la simulación.

El cuadro n.º 5 clarifica que satisfaciendo tanto el criterio de déficit como el de inflación no se reduciría demasiado el ratio deuda/PIB incluso aunque ambos objetivos se alcanzasen inmediatamente —escenarios (c) y (d)—. Por ejemplo, en la simulación más favorable Italia sólo rebaja su ratio deuda/PIB desde el 101,2% en 1991 a un 90,2% al finalizar 1998. Lo mismo ocurre para países con elevada inflación, como Grecia y Portugal; no obstante, el ratio deuda/PIB desciende más en escenarios con reducciones más lentas de inflación y déficit. Los países con elevada deuda y baja inflación (Irlanda, Holanda y Bélgica) reducen sus ratios deuda/PIB si alcanzan los objetivos de déficit.

Partiendo de los ratios deuda/PIB de 1991, ¿qué ratio constante déficit/PIB alcanza el objetivo de deuda/PIB a tiempo?. Tenemos de nuevo dos escenarios (a) y (b) (únicamente para los países que exceden el objetivo de deuda en 1991). En los mencionados escenarios que se presentan en el cuadro aparece un crecimiento del PIB nominal que desciende gradualmente al 5%, con la suposición de que el ratio del 60% para la deuda se alcanza al final de 1996 en el escenario (a) o al final de 1998 en el (b). Los escenarios (c) y (d) suponen que el objetivo de crecimiento nominal del PIB se alcanza inmediatamente en 1992 y se mantiene en los años posteriores; en (c) el objetivo de deuda se consigue al finalizar el año 1996 mientras que en el (d) se llega a finales de 1998.

En el cuadro n.º 6 podemos apreciar con claridad cómo se describe para Bélgica, Italia, Irlanda y Grecia una «economía de manicomio». En Holanda y Portugal, sin llegar a tal extremo, la situación se podría calificar de penosa. Tan sólo Dinamarca se incorporaría sin complicaciones. Alcanzar los objetivos de deuda incluso al final de 1998 requeriría unos fuertes superávits presupuestarios: en Bélgica el giro correspondiente a 1991 sería del 11,5% del PIB.

¿Sería más real el ajuste si a los siete países del cuadro n.º 6 se les exigiera recorrer únicamente la mitad del camino del objetivo del 60% de endeudamiento para 1996 o 1998?. Nosotros calculamos que, aunque el ajuste sería menos escandaloso que el descrito en el cuadro objeto de este comentario, todavía serían necesarios ajustes severos en países como Italia, Grecia y Bélgica.

Grecia, Bélgica, Irlanda e Italia necesitan realizar un serio recorte presupuestario; pero conseguir alcanzar la mitad de los objetivos de endeudamiento de Maastricht (incluso para la fecha más tardía) supone un peligroso descalabro fiscal. Un objetivo de deuda tan evidentemente irreal resulta inútil de cara a que estos países diseñen programas fiscales efectivos.

### 3. CRÍTICA A LAS DIRECTRICES PRESUPUESTARIAS DE MAASTRICHT

En esta sección comentaremos detalladamente las directrices presupuestarias de Maastricht (8).

---

(8) Algunos de estos argumentos aparecen en Bean (1992), Begg et al. (1991), Eichengreen (1992) y Kenen (1992).

### 3.1. Indicadores apropiados de la deuda y los déficits públicos

#### 3.1.1. Deuda bruta frente a deuda neta

El criterio de la deuda mide la deuda bruta nominal del gobierno, no los (más representativos) pasivos netos no monetarios del gobierno y del banco central consolidados. Ambos conceptos difieren en cuatro aspectos:

Primero, la diferencia entre deuda bruta general del gobierno y pasivos no monetarios del gobierno más los del banco central es esencialmente la base monetaria. Maastricht penaliza a los países que, por la razón que sea, poseen una amplia base monetaria. Segundo, los activos financieros brutos (incluso aquellos fácilmente vendibles) no se contabilizan frente a los pasivos financieros brutos. El cuadro n.º 7 muestra esta gran diferencia. En Holanda la deuda bruta es el 78% del PIB, la deuda neta tan sólo del 59%. Cualquier país puede asegurarse una reducción cosmética de su deuda bruta vendiendo activos financieros para amortizar la deuda contraída.

Tercero, todos los gobiernos de la CE son propietarios de empresas públicas cuyo valor afecta a los pasivos netos del sector público. La receta de la privatización, que sería contabilizada como financiación, bajo las reglas establecidas por el Tratado, puede ser utilizada para reducir la deuda pública, y de este modo relajar las restricciones fiscales. La venta de bienes por el precio adecuado no tiene efecto en la solvencia del gobierno (aunque la amenaza de privatización pueda cambiar los esfuerzos y comportamientos y por tanto el valor de los activos).

Cuadro n.º 7. Deuda pública bruta y neta en 1990

Estimación para:	Deuda Bruta (% del PIB)		Deuda Neta (% del PIB)
	CEE	OCDE	OCDE
Bélgica	127,3	131,5	121,3
Dinamarca	66,4	59,6	27,3
Francia	46,6	47,1	25,4
Alemania Occid.	43,6	43,9	24,1
Grecia	93,7	85,2	n.d.
Irlanda	103,0	113,0	n.d.
Italia	98,6	103,8	100,9
Luxemburgo	7,3	n.d.	n.d.
Holanda	78,3	79,8	59,3
Portugal	68,2	n.d.	n.d.
España	44,5	45,3	32,7
Reino Unido	42,8	36,7	30,0

Fuentes: CE, OCDE, Panorama Económico de la OCDE.

De ahí que el Tratado fomente la ingeniería financiera para evitar los ajustes fiscales encubiertos. Incluso en aquellas situaciones en las que privatizar es deseable debido a razones de eficiencia económica, es una mala política hacer aquello que es correcto (estructural) por razones erróneas (financieras), especialmente cuando el complicado juego de manos puede volverse en contra de uno en el futuro.

Cuarto, Bovenberg y otros (1991) destacan que la diferente financiación de las obligaciones que se refieren a las pensiones del gobierno a sus empleados afectan a su posición financiera a largo plazo: en Holanda las pensiones suplementarias a los funcionarios están totalmente colocadas en fondos, mientras que en Alemania y Francia las pensiones del sector público no lo están en su mayoría. Tampoco están colocadas en fondos las pensiones de la seguridad social en la práctica totalidad de los países de la CE. Varía también el tratamiento dado al impuesto sobre rendimientos y beneficios. Corrigiendo las diferencias en la consolidación de fondos y tratamiento impositivo, la deuda general del gobierno holandés sería tan sólo del 33% del PIB en 1989 (sin corrección, del 180%). En Alemania del 43% sin corregir pasaría a un 38% corregido, el 47 de Francia pasaría a un 45% y el 39% del Reino Unido descendería ¡a tan sólo un 3%!

### 3.1.2. *Las directrices sobre el déficit nominal*

Las normas fiscales de Maastricht se refieren al saldo presupuestario nominal del gobierno, que incluye el interés nominal de los pagos por gastos corrientes. Este saldo agrupa gastos en inversión y gastos corrientes. Es difícil de justificar, tanto como objetivo o como restricción.

En primer lugar, los autores del Tratado de Maastricht parecen ignorar la diferencia entre tipos de interés nominales y reales. Un componente importante de los pagos por intereses en muchos países de la Comunidad está constituido por la carga de los intereses nominales, pero no los reales. Cualquier directriz basada en déficit con interés nominal es inapelable mientras persistan diferenciales de inflación, cualquiera que sea su tamaño. La UEM puede eliminar en gran medida los diferenciales de inflación, pero éstos deben tenerse en cuenta durante la transición, pues su impacto sobre los déficit presupuestarios nominales es demasiado importante como para ser ignorado.

En segundo lugar, dentro de la CE, las tasas de crecimiento del PIB real han sido diferentes en el pasado y lo serán en el futuro. Por supuesto, la solidaridad económica y social requerirá que los miembros más pobres tengan tasas de crecimiento mayores durante las décadas venideras. Los países con una elevada tasa de crecimiento real pueden tanto mantener más altos tanto el ratio déficit/PIB como los restantes indicadores, y estas interrelaciones son las que el Tratado ignora.

### 3.1.3. *Suavización impositiva y argumentos keynesianos a favor de los déficit anticíclicos*

Los déficit presupuestarios tienden a aparecer durante las recesiones. Los estabilizadores automáticos ponen manos a la obra: crece el gasto público

automáticamente durante las recesiones mientras que caen los ingresos por impuestos, ligados al nivel de actividad económica. Aún más, tanto el manejo discrecional de la demanda keynesiana como las suavizaciones intertemporales de los tipos impositivos distorsionadores en el caso neoclásico, coinciden en destacar la bondad del gasto que genera déficit durante las recesiones.

Por tanto, ¿permite adecuadamente Maastricht los déficit anticíclicos? En el mejor de los casos, las palabras del Tratado son ambiguas: el protocolo manifiesta que un exceso del 3% del déficit se puede permitir si «tiene únicamente carácter excepcional y temporal; y el ratio permanece cercano a los valores de referencia». Por ello, los déficit superiores al 3% debidos a factores cíclicos tales como una recesión pueden no ser calificados de excesivos. Esta interpretación se apoya en el artículo 104c, que se refiere a la importancia «a medio plazo... de la situación de los estados miembros» para juzgar si sus déficit son excesivos. Con todo, el artículo 104c especifica que el exceso de déficit debería ser tanto «excepcional» como «temporal»; déficit constantemente por encima del 3% del PIB debidos a factores cíclicos podrían no ser admisibles.

#### 3.1.4. *La regla de oro de la inversión del sector público*

Sin llamarla por su nombre, el Tratado hace referencia a la «regla de oro» de la financiación gubernamental. El saldo del presupuesto corriente y el endeudamiento no puede superar el importe de la formación bruta de capital. Los negociadores germanos, por razones constitucionales propias, fueron especialmente exigentes con esta condición debido a su exiguo endeudamiento. Son bien conocidos los problemas para distinguir el gasto en consumo del gasto en inversión. Los gastos «corrientes» en educación no son más que un ejemplo. Por ello, la regla de oro, no es únicamente difícil de comprobar, sino que carece de sentido económico y, por tanto, puede llevar a malas elecciones de política económica.

Incluso ignorando los motivos de la suavización impositiva keynesiana, no encontramos nada intrínsecamente incorrecto en el hecho de endeudarse para financiar el consumo público: los ingresos permanentes y la hipótesis del ciclo vital formalizan la idea de que es deseable igualar el consumo a lo largo del tiempo y de las diferentes circunstancias.

Muchos proyectos de inversión gubernamentales útiles y deseables nunca se pagarán con los rendimientos que produzcan. En la medida en que el gobierno no puede apropiarse de la totalidad de los rendimientos sociales de las inversiones públicas, la aplicación ingenua de la regla de oro puede ser una receta conducente al endeudamiento excesivo.

### 3.2. **Los efectos de la contracción fiscal en la CE**

Maastricht elige una cifra ligeramente por debajo de la media actual en la CE del ratio deuda/PIB como norma de endeudamiento «unilateral» (los ratios por encima de la norma son malos y por debajo de ella, no). Una cifra significativamente por debajo

de la media actual del ratio Déficit/PIB se utiliza de igual modo como norma unilateral para el déficit. Si se persigue que estas normas se tomen en serio en la CE durante los próximos años, la política fiscal comunitaria tendrá una tendencia restrictiva. El Tratado no menciona la necesidad de una política monetaria menos restrictiva en media para compensar.

Se conoce bastante poco acerca de los efectos sobre la producción a largo plazo de una contracción fiscal. Si toma la forma de un recorte en el gasto público productivo, tal como la inversión pública (que es un sustituto imperfecto de la inversión privada), los efectos sobre la producción a largo plazo, y (en los modelos de crecimiento endógeno) sobre su tasa de crecimiento, pueden ser adversos. Maastricht intenta paliar esto siendo más indulgente con el endeudamiento destinado a financiar inversiones del sector público.

En un modelo simple con un agente representativo que posee una dotación de trabajo exógena, un consumo del sector público continuadamente bajo impulsa el consumo privado en una proporción uno a uno, sin efecto sobre la formación privada de capital. En la mayoría de los modelos estándares (por ejemplo, OLG) existen efectos positivos sobre la inversión privada (y, por tanto, sobre el nivel y tal vez en la tasa de crecimiento real del PIB) de los recortes en el gasto público de consumo. Una contracción fiscal a través de incrementos de impuestos o de reducción de transferencias tendrá efectos a largo plazo que son muy específicos para cada instrumento elegido (pensemos en un incremento en el impuesto sobre beneficios de las empresas frente a un recorte en los subsidios por desempleo).

El efecto a corto plazo sobre la actividad económica del recorte del gasto público o del incremento de impuestos incide principalmente sobre la demanda agregada, actuando sobre la producción y el empleo debido a las rigideces a corto plazo de precios y salarios y a las restricciones presupuestarias de los individuos. Una depresión significa menos dinero y tipos de interés más bajos. En una economía cerrada, esto amortigua parcialmente el «shock». En una economía abierta con tipos de cambio flotantes (que podría ser la forma de considerar a la CE en su conjunto) la consiguiente depreciación de la moneda frenará todavía más el descenso de producción, pero no lo eliminará.

Tomar en serio la transición expresada en Maastricht hacia la UEM implica probablemente sucesivos incrementos de impuestos y recortes en el gasto para toda la CE. Las expectativas actuales de ajustes futuros son realmente amplias hoy en día: los tipos de interés caen y las monedas se deprecian en previsión de tipos de interés futuros todavía más bajos. En el futuro, los efectos expansivos anunciados desaparecerán y predominarán los efectos contractivos que lleva aparejado el ajuste fiscal.

Una secuencia anunciada del ajuste fiscal podría ser inicialmente expansiva sólo si se espera una severidad progresiva en su aplicación. En la práctica es probable que esto sea insuficiente para invertir los efectos asociados al ajuste, incluso al principio. Concluimos, por tanto, que la transición a la UEM será probablemente deflacionaria en la CE. Tres modelos independientes de simulación, el de la OCDE (Englander y Egebo, 1992) utilizando INTERLINK, el de Giovannini y McKibbin (1992), que utilizaron el modelo

MSG y, el del FMI (un estudio confidencial) apoyan esta conclusión, aunque las magnitudes cuantitativas implicadas difieran considerablemente.

El problema clave en la evaluación del impacto de la aplicación del Tratado estriba en la especificación del escenario de referencia: ¿qué habría ocurrido en su ausencia? Por ejemplo, con o sin la UEM, Italia y Grecia no podrían haber continuado con sus políticas fiscales previas. Por ello, si ciertos ajustes eran inevitables, sólo los recortes adicionales serían atribuibles al propio Tratado.

Recientes artículos de prensa se han referido a un estudio confidencial del FMI sobre los efectos económicos de Maastricht. Utilizando los mencionados artículos y unas publicaciones del gobierno francés (9), podemos inferir los siguientes resultados. A medio plazo (1992-96) las simulaciones del FMI asumen para el escenario de referencia que los ratios déficit presupuestario primario/PIB se mantienen constantes de 1992 en adelante. Se consideran dos escenarios alternativos a Maastricht. El escenario 1 (convergencia verosímil) supone que el riesgo de exclusión de la UEM desaparece cuando tiene lugar la convergencia, así pues el diferencial de interés entre Alemania y el resto de los países integrantes de la UEM dejaría de existir. El escenario 2 (convergencia sin credibilidad) supone que, a pesar de la convergencia fiscal y de tasas de inflación, el diferencial entre Alemania y los demás países se mantendrá en el nivel de 1992.

Por supuesto, la recesión en la CE es más profunda en el escenario 2 (sin credibilidad) que en el 1 (con credibilidad). Para el conjunto de la CE, la pérdida acumulativa de productividad relativa al escenario de referencia en 1992-96 es de un 0,4% (del nivel de 1992) en el escenario 1 y de un 0,8 en el escenario 2 (10). El descenso de la productividad se concentra abrumadoramente en Italia, especialmente en el escenario 2, donde la pérdida acumulativa de productividad llega a sobrepasar el 2% (11).

Englander y Egebo (1992) utilizan como modelo de referencia el de las previsiones de la OCDE para 1993, las cuales incorporan los ajustes presupuestarios a corto plazo y políticas monetarias desinflacionistas. Mientras que los autores presentan poca información cuantitativa sobre su simulación (nada sobre PIB real y sólo información gráfica por lo que al desempleo respecta), sus hallazgos parecen consistentes con las simulaciones del FMI.

(9) Ministère de L'Economie et des Finances (1992).

(10) El informe del Ministère de L'Economie et des Finances (1992) presenta desviaciones en las tasas de crecimiento (con respecto a los escenarios de referencia) en los dos escenarios del FMI:

	1993	1994	1995	1996	Pérdida de productividad acumulativa (1992-1996)
Escenario 1	-0,8	+0,3	+0,3	+0,3	-0,4
Escenario 2	-0,9	0	+0,1	+0,3	-0,8

(11) En el escenario 1 los tipos de interés comunitarios convergen a los bajos niveles alemanes, y la productividad real de la CE está por encima de la pauta de referencia para 1995; la demanda real de dinero debe ser mayor, al igual que la oferta real de dinero. Algo de esto último se podría alcanzar mediante una temprana desinflación pero sospechamos que esto también requerirá una expansión monetaria nominal. Si es así, esta concomitancia de la política monetaria de la CE ayudaría a explicar por qué la pérdida de productividad en el escenario 1 es tan pequeña.

Ante todo, el grado en que los recortes fiscales son contractivos depende de forma crucial de la combinación de políticas monetarias y fiscales adoptada por Alemania. Una política fiscal más restrictiva junto a políticas monetarias más expansivas en Alemania minimizan el coste en productividad y desempleo de alcanzar los criterios de Maastricht en inflación y déficit público.

Además, para los países que requieren mayores reducciones en sus déficit, el efecto sobre la actividad económica es negativo, a pesar del recorte que sufran los tipos de interés. El desempleo en Italia (12%) está más de dos puntos por encima del criterio de referencia de 1992. En España (16%) es un 1,5% más elevado. El impacto es de pequeño calibre en países como Dinamarca, Irlanda, Francia y Reino Unido, donde los ajustes requeridos son menores. Los impactos simulados sobre los ratios de deuda/PIB son bastante menores y las externalidades a lo largo de la CE son muy modestas.

Los resultados obtenidos por Giovannini y McKibbin (1992) son cualitativamente similares pero de mayor magnitud. Estos autores parten de ratios Déficit/PIB en Europa para el futuro previsible situados en los niveles de 1991. La inflación convergerá a la tasa alemana de 1996 debido a las restricciones impuestas por el SME. El escenario de Maastricht reduce gradualmente los déficit al 3% en 1996 para aquellos países que comenzaron por encima de este umbral.

En el escenario de Maastricht, Italia es sacrificada: con el impacto su producción sufre un descenso del 11% con respecto a la situación de partida. Aunque la recuperación es bastante rápida, todavía en 1996 es inferior en un 1 % a los objetivos marcados. La causa inmediata de la recesión la podemos encontrar en un gran incremento de los tipos de interés reales. La culpable es la gran reducción de la inflación (en más de un 7% en 1992), equivalente a una recesión de tintes dramáticos. En el resto de la CE no ocurre nada importante, a pesar de que Alemania, con políticas monetarias y fiscales restrictivas, atraviese una leve recesión.

Juzgamos por tanto que los costes en términos de producción y desempleo de Maastricht se encuentran con toda probabilidad entre las bajas estimaciones realizadas por el FMI (y la OCDE) y las cifras a todas luces elevadas proporcionadas por Giovannini y McKibbin.

### **3.3. ¿Cuáles son las externalidades producidas por los déficit excesivos?**

#### *3.3.1. Los argumentos para el «salvamento» fiscal*

¿Podría una crisis de solvencia en uno de los países de la CE forzar al resto a una operación de «salvamento», es decir, a una transferencia neta de los gobiernos solventes a los insolventes? Ha sido Alemania quien más ha hecho oír su voz en este asunto, insistiendo en que el Tratado incluyese una «cláusula de no salvamento»: el artículo 104b recoge que si un estado miembro deja de cubrir su deuda, no habrá operaciones de «salvamento» por parte de la CE o de sus estados miembros, por lo que el país moroso y sus acreedores soportarán las consecuencias de tal crisis presupuestaria.

Frecuentemente se arguye que con un tipo de cambio fijo (y más adelante, con una moneda común), los gobiernos nacionales que generen deuda denominada en moneda común no estarán sujetos a verdadera disciplina ni a las restricciones de los mercados financieros. De todas maneras, este argumento tiene muy poco peso.

Supongamos que está vigente la UEM con una moneda común, el ECU. Supongamos que el gobierno alemán, poco dispuesto a hacer frente al coste económico de la unificación alemana, tuviese que continuar emitiendo grandes volúmenes de deuda (ahora denominada en ECUs); en su momento, se vería obligado a añadir una prima de riesgo creciente sobre su tipo de interés. Además, y esto a efectos prácticos tiene más importancia, se enfrentaría antes o después a restricciones crediticias. No conseguiría colocar la deuda en ninguna moneda ni a ningún tipo de interés. Evidentemente, sólo incurrirán en estas primas de riesgo los países que ofrezcan menos garantías a los inversores por haber aumentado su riesgo característico; por lo tanto, no afectarán a los tipos de interés pagados por los restantes países endeudados dentro de la CE.

Se ha alegado que el mecanismo del mercado de asignación de mayores primas de riesgo sobre los tipos de interés fallará si los mercados financieros son poco eficientes a la hora de valorar el riesgo de insolvencia de los distintos países (véase Goldstein y Woglom, 1992, que recogen la evidencia en el mercado de bonos municipales de los EE.UU.). Sin embargo, si la probabilidad de que existan operaciones de «salvamento» por parte de la CE y sus estados miembros es mínima y si el Banco Central Europeo está comprometido con la estabilidad de precios de forma creíble, la ineficiencia en el funcionamiento del mercado de capitales tiene poca importancia, ya que los tipos de interés no deberían verse afectados en toda la CE: si una crisis presupuestaria y de solvencia no tiene efectos externos, los únicos que soportarán los costes de estas imperfecciones del mercado serán los propios países insolventes y sus acreedores.

El correcto funcionamiento de los mercados crediticios requiere que los estados miembros de la UEM y los organismos supranacionales de la CE dejen bien sentado de forma creíble que la deuda pública es, y seguirá siendo, compromiso y responsabilidad exclusivos del gobierno de la nación de que se trate y de aquéllos que paguen sus impuestos a este gobierno ahora o en el futuro. Esta es exactamente la intención de la cláusula de «no salvamento» (12). Por supuesto, esto sigue siendo válido sin UEM y sin moneda única.

¿Puede ser realmente creíble una regla de «no salvamento»? Su inclusión de forma explícita en el Tratado sugiere que los artífices de Maastricht proyectaron un precompromiso tan estrecho como pudieron. En realidad, no existen razones para creer que el altruismo entre los países de la CE se fortalecerá gracias a la UEM, como tampoco existen motivos para pensar que la UEM incrementará el poder de negociación de los gobiernos deudores frente a los gobiernos acreedores (13).

(12) El hecho de que los estados se aseguren mutuamente a nivel Internacional frente a este tipo de riesgos característicos de cada país es inefectivo debido a los problemas de riesgo moral.

(13) La respuesta adecuada a la falta de pago por parte de un gobierno es sencilla: si los acreedores de este gobierno son del propio país, éste pagará, como muy tarde, en las siguientes elecciones; si los acreedores son de otros países de la CE, no debería existir ninguna obligación especial de que sus propios gobiernos o la CE les compensen. Por supuesto, cabe esperar que al gobierno moroso se le impondrán las sanciones habituales: no más crédito, pago de las operaciones por adelantado, incautación de sus activos en el exterior, etc.

Finalmente, existe un argumento basado en una externalidad monetaria. La falta de pago de la deuda nacional puede tener efectos negativos sobre los sistemas bancario, de pagos y financiero (o sus componentes clave) de la CE. De hecho, podría generar un pánico financiero y una crisis de liquidez. No se comprenden bien los efectos de contagio e imitación que conllevan estas crisis de confianza (para algunas aproximaciones analíticas véase Diamond y Dybrig, 1983; y Eaton, 1987), pero la experiencia nos muestra que pueden producir graves perjuicios.

Tales daños pueden ser limitados a través de la cooperación internacional sin que sea necesario aliviar a los gobiernos insolventes de la carga de su deuda. Consideremos, por ejemplo, el caso en el que los sistemas bancarios de la CE mantienen una gran cantidad de deuda de gobiernos nacionales insolventes (14). El BCE puede actuar como «prestamista en última instancia» sin «responsabilizarse» de la deuda del gobierno insolvente, y sin acelerar la tasa de crecimiento de la masa monetaria en la CE. Los problemas de riesgo moral pueden ser eliminados asegurando que la protección del sistema de pagos vaya acompañada de las pérdidas correspondientes por parte de los accionistas y de la destitución de los gerentes y directores de la entidad crediticia.

### 3.3.2. *Los argumentos para el «salvamento» monetario*

La segunda parte del razonamiento sobre las operaciones de «salvamento» hace referencia a que las reglas fiscales son necesarias para hacer imposible, o al menos poco probable, que el futuro BCE se vea efectivamente forzado a monetizar los déficit presupuestarios de los países que no mantengan la necesaria disciplina fiscal. Esto se puede entender como un caso especial del argumento general para las operaciones de «salvamento» fiscal con el SEBC actuando como el agente económico que se responsabiliza de la deuda realizando una transferencia al gobierno insolvente. El temor de que una crisis de estas características pudiera extenderse de un país de la CE al resto podría forzar al futuro BCE a inyectar un exceso de liquidez en el área de la CE, lo cual podría derivar en una situación de inestabilidad monetaria y de precios.

Esta posibilidad parece remota. El Tratado es muy claro respecto a la independencia del BCE, a la prioridad del objetivo de la estabilidad de precios y a la supresión de cualquier vía de financiación privilegiada de los déficit presupuestarios por parte del BCE, cuya independencia formal será mayor incluso que la que disfruta el Bundesbank hoy. Y esto se mantiene a través de compromisos del Ejecutivo y del Consejo de Gobernadores y mediante la prohibición absoluta de que el BCE pueda conceder a los gobiernos de los países comunitarios créditos al descubierto y otras facilidades crediticias a cualquier nivel. La prohibición de compras directas de deuda pública de los gobiernos por parte del BCE es sólo cosmética, ya que están permitidas las compras «indirectas» (adquisición de instrumentos de deuda en los mercados secundarios) (15).

---

(14) Pensando en esto, Begg y otros (1991) recomiendan la regulación de los bancos y de los intermediarios financieros limitando la participación de la deuda pública en sus carteras para así minimizar el riesgo sistemático.

(15) El principal punto oscuro en la tan pretendida independencia del BCE es lo vago y confuso del lenguaje utilizado en el Tratado respecto a los poderes del Consejo de Ministros sobre el tipo de cambio de la Comunidad frente al exterior (artículo 109). Sin embargo, la independencia del Banco Central requiere que sea éste quien se encargue de la política de tipos de cambio.

Aun en el caso de que un banco central sea *formalmente* independiente, su independencia *efectiva* puede verse recortada por otros agentes, como el Ministerio de Economía, que pueden intervenir para limitar su campo de acción. También esto es poco probable: el BCE será el «líder» en el juego monetario-fiscal de la «gallina» (Sargent, 1986, pp. 19-39), incluso más de lo que lo es el Bundesbank en la actualidad, al menos hasta que los organismos económicos y legislativos de ámbito supranacional que existen en la CE tengan tanto poder en relación al BCE como lo tienen en estos momentos las Haciendas Públicas y las Asambleas Legislativas en relación a los bancos centrales nacionales.

### 3.3.3. Externalidades a nivel internacional con gobiernos solventes

Otra razón para las reglas fiscales de ámbito supranacional viene dada por las externalidades internacionales de la política económica (efectos sobre los tipos de interés y los tipos de cambio y externalidades en la producción), incluso cuando el gobierno no presenta riesgo de impago. Las políticas económicas que no son objeto de coordinación entre los países pueden ser capaces de conseguir una mejora colectiva, pero en general resultan ineficientes.

A menudo se escuchan referencias a los efectos externos de los déficit presupuestarios del gobierno (véanse, por ejemplo, Bovenberg y otros, 1991; Comisión de las Comunidades Europeas, 1991). Si el gobierno alemán financia su déficit en los mercados financieros se incrementarán los tipos de interés reales en Alemania, pero también en todos los países vinculados a Alemania a través de mercados financieros eficientes. A partir de esta premisa, se deduce que es preciso combatir tales efectos externos negativos y, si es posible, eliminarlos en su totalidad. Los términos «efectos externos» y «negativos» requieren un análisis más cuidadoso.

Si Bonzo compra más plátanos en un mercado competitivo con una función de oferta de plátanos creciente, su precio aumentará. Esto son buenas noticias para quienes tienen muchos plátanos (exportadores netos de plátanos) pero malas noticias para quienes tienen pocos (importadores netos). Si el mercado cumple con su cometido asignando los recursos de forma eficiente, lo que debería suceder es que aumentase el precio de los plátanos. El incremento de precio que Bonzo impone sobre el resto de los compradores y sobre los vendedores es lo que los economistas llaman una externalidad pecuniaria, para distinguirla claramente de las externalidades tecnológicas, donde las decisiones cuantitativas de uno de los agentes afectan a las funciones de utilidad y a las curvas de producción del resto de los agentes para los cuales el precio fijado no es el adecuado. En los mercados competitivos completos, las consecuencias no negativas para la eficiencia están asociadas con las externalidades pecuniarias: corresponden simplemente a las interdependencias del mercado global. Como está claro en el ejemplo de los plátanos, los cambios en los precios sólo tienen consecuencias distributivas. Si éstas no son deseables, los políticos son libres de reaccionar con las herramientas redistributivas más efectivas de entre las existentes a su disposición (16).

(16) Las acciones no coordinadas de los gobiernos pueden ser ineficientes incluso si sólo causan externalidades pecuniarias. Como muchos jugadores, ellos no actúan competitivamente. Siempre existe interdependencia estratégica en los juegos en que intervienen los gobiernos. Aun así, los intereses de la deuda no son más que una transferencia, es decir, no reflejan en sí mismos ni consumo ni producción. Los juegos no cooperativos de financiación de los gobiernos son juegos de redistribución y no implican necesariamente ineficiencias.

La financiación del déficit tiene dos consecuencias distributivas importantes. Primera, si emite deuda en lugar de financiarse vía impuestos, el gobierno genera una redistribución intergeneracional de los más jóvenes a los más viejos, de las generaciones futuras a las actuales. Segunda, la disminución de ahorro total (público más privado) que resulta de la sustitución de la deuda pública por la financiación vía impuestos dados los tipos de interés reales, impone una presión alcista sobre dichos tipos y, de esta manera, sobre los tipos de cambio reales. Así, cuando un gobierno financia su déficit en los mercados financieros y como consecuencia de ello aumentan los tipos de interés, esto es una buena noticia para los acreedores del mismo y una mala noticia para los gobiernos endeudados, independientemente de quienes sean unos y otros (17). También es una buena noticia para los exportadores netos y una mala noticia para los importadores netos. Si estas redistribuciones no son de su agrado, los gobiernos pueden adoptar otras acciones redistributivas que las corrijan. Nótese que resulta irrelevante el que los déficit considerados financien consumo o inversión pública.

Hay dos razones teóricas (basadas en la eficiencia) para la coordinación internacional en todos los aspectos de la política presupuestaria. Sin embargo, salvo escasas excepciones, la necesidad de coordinación no aumenta proporcionalmente con el déficit y la deuda del gobierno. Existe una razón para la coordinación basada en la eficiencia cuando la política fiscal implica el uso de impuestos y transferencias distorsionadores —como ocurre cuando los países compiten en impuestos o en subvenciones o cuando la rivalidad entre ellos conlleva el desmantelamiento del estado del bienestar para atraer inversiones directas desde el extranjero—, o cuando la economía tiene distorsiones propias anteriores a la aplicación de cualquier política fiscal (externalidades de consumo o de producción, comportamiento no competitivo, mercados incompletos, o fallos del mercado de carácter keynesiano relacionados con un exceso o una insuficiencia de demanda efectiva). También puede haber razones para que existan límites convenidos internacionalmente sobre la emisión de deuda pública cuando los impuestos son distorsionadores: un mayor déficit del sector público eleva los tipos de interés reales internacionales, aumentando la carga de la deuda de los gobiernos extranjeros, que tienen que recurrir a un sistema impositivo distorsionador (Canzoneri y Diba, 1991).

Haciendo un balance, todavía no se ha encontrado ninguna razón teórica basada en la eficiencia lo suficientemente convincente como para justificar un mecanismo de coordinación supranacional de las características de la regulación económica de Maastricht. En la actualidad, ya existe un mecanismo de este tipo: los mercados financieros internacionales. Resulta irónico que el Tratado de Maastricht introduzca reglas supranacionales dentro de una parcela de la política presupuestaria en la cual no existe virtualmente ninguna razón de eficiencia para la coordinación internacional. Por el contrario, el Tratado no dice nada sobre aquellas cuestiones económicas que necesitan coordinación o regulación supranacional, como es el caso de la provisión de bienes públicos a nivel local, regional, nacional y comunitario, la competencia en impuestos y el federalismo fiscal.

Dejando a un lado estas dificultades teóricas, también parece que empíricamente se ha prestado demasiada atención al argumento que justifica la internalización de las

(17) Buiter y Kletzer (1991a, 1991b) desarrollan este argumento de forma más completa.

externalidades entre los países de las políticas económicas no cooperativas. Nosotros creemos que los efectos estimados de estas externalidades son bastante reducidos y que la ambigüedad acerca de su signo (si son positivos o negativos) es bastante grande. Esto hace que sea muy poco probable que se produzca un sesgo sistemático hacia déficit excesivos como producto de tales externalidades. La evidencia dentro de la CE sugiere que éstas van a tener escasa importancia, ya que el país europeo típico (con la posible excepción de Alemania) es demasiado pequeño como para afectar a los tipos de interés internacionales o a la actividad económica del resto de los países europeos. Los dos modelos económicos de simulación aplicados en la CE (MULTIMOD y QUEST) y otros modelos (tales como la versión del modelo MSG desarrollada por Roubini, 1991) muestran que, bajo el mecanismo de tipos de cambio (MTC), los efectos de una política fiscal expansiva se limitan mayoritariamente al país de la CE que la aplica y que los efectos externos sobre el resto de los países son insignificantes.

Deben hacerse las siguientes precisiones. Primera, los efectos de las externalidades de la política fiscal, además de reducidos, son inciertos: una serie de modelos econométricos y de simulación (véase Bryant y otros, 1990) señalan que resulta bastante probable que incluso el signo de tales efectos sea ambiguo. Segunda, es por tanto imposible determinar *a priori* si las políticas fiscales no cooperativas conducirán a déficit presupuestarios excesivos o insuficientes. Tercera, los ejercicios de simulación suponen normalmente que la expansión fiscal original viene acompañada durante cierto tiempo y de forma decreciente por un incremento en los impuestos, lo cual garantiza la solvencia del gobierno. Por construcción, en estos ejercicios la ausencia de cooperación en la política fiscal no puede conducir a déficit excesivos permanentes: la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno debe satisfacerse a largo plazo.

Cuarto, y más importante, Alemania es el único país europeo con el suficiente peso como para generar externalidades económicas significativas a nivel internacional. Esto se ve reforzado por su papel de líder en el Mecanismo de Tipos de Cambio, que le diferencia del resto de los países miembros, y que resulta necesario dentro del mecanismo para esterilizar los flujos internacionales de divisas. Bajo este aspecto, es necesario considerar con mucho cuidado los resultados econométricos de la Comisión de la CE sobre los beneficios y costes de la UEM (Comisión de las Comunidades Europeas, 1990). Tales simulaciones muestran que, bajo un régimen monetario de la UEM totalmente cooperativo y simétrico (bastante diferente del vigente hasta la fecha), un incremento del gasto público alemán de un 1% del PIB producirá un aumento del PIB de un 0,8% durante el primer año en Alemania, pero prácticamente nulo en Francia, Italia y Reino Unido. Esto se debe a que, en estos países, bajo las hipótesis del modelo, los efectos sobre el PIB derivados del comercio y de los tipos de interés se compensan entre sí casi completamente.

La razón de estos resultados es que una expansión fiscal en Alemania se vería complementada con una expansión monetaria significativa por parte del Bundesbank y con una contracción monetaria de los otros miembros del MTC, con el objeto de mantener las paridades del tipo de cambio dentro del mecanismo. En el caso más realista de un SME o una UEM asimétricos, donde la carga de la estabilización del tipo de cambio no recae en el país líder (Alemania) sino más bien en los seguidores (el resto de países

miembros del MTC), una expansión fiscal en Alemania no acompañada por una expansión monetaria en este país presionaría sobre los tipos de cambio reales y nominales, conduciría a un incremento de los tipos de interés comunitarios y forzaría a todos los demás países del SME a políticas monetarias restrictivas para fijar sus paridades dentro del MTC (18). En estas circunstancias, la expansión del gasto en Alemania provocaría una recesión en el resto de países del Mecanismo.

Sin embargo, para los países del MTC, salvo Alemania, la evidencia muestra que las externalidades debidas a una política fiscal no coordinada no pueden explicar por qué se produciría un sesgo sistemático hacia déficit excesivos, ni por qué estas «externalidades» deberían ser motivo de preocupación para la CE.

### **3.4. ¿Una tendencia hacia déficit excesivos sin externalidades de ámbito internacional?**

#### *3.4.1. Déficit presupuestarios de origen político*

Las explicaciones de los déficit excesivos basadas en las externalidades internacionales (relacionadas con la eficiencia o redistributivas) son insatisfactorias. Por lo tanto, cualquier sesgo estructural hacia déficit excesivos estará reflejando una distorsión política, según la cual algunos gobiernos incurren en déficit elevados incluso en economías cerradas. Las normas comunitarias se podrían justificar entonces como una restricción a la discrecionalidad de la política fiscal.

Sin embargo, en ausencia de externalidades internacionales cada nación podría legislar y promulgar separadamente sus propias leyes que de forma específica restringiesen las posibilidades de endeudamiento de sus respectivos gobiernos; sólo habría una razón para reglas fiscales como las de Maastricht en el caso de que un organismo extranjero o supranacional tuviese la facultad de imponer y ejecutar leyes que las naciones individuales no pudiesen imponer por sí mismas. Incluso entonces, no cabría esperar que la ley especificase las mismas condiciones para todos los estados miembros.

En general, la evidencia empírica es consistente con la opinión de que en una serie de países existe una tendencia hacia déficit excesivos. Por ejemplo, los tests formales presentados en la sección 2 muestran que en pocos países de la CE la pauta de la política económica podría ser inconsistente con su solvencia a largo plazo. Del mismo modo, la existencia de importantes déficit en varios países sugiere que se requerirá un cambio en la pauta actual de las políticas fiscales para evitar los incrementos persistentes (y eventualmente insostenibles) en los porcentajes de deuda.

La respuesta se ha buscado cada vez más en la estructura política. Hay al menos cuatro clases de modelos políticos de déficit públicos: la teoría de la elección pública

---

(18) Varios autores, especialmente Begg y otros (1990), advirtieron desde el primer momento que la unificación alemana y la consiguiente expansión fiscal dentro del país podrían desembocar en una apreciación real del marco alemán.

de Buchanan, los modelos de debilidad gubernamental y descentralización estatal, los modelos de elección estratégica de deuda pública y los modelos del ciclo político (para un análisis más completo, véase Corsetti y Roubini, 1992).

La evidencia empírica de los modelos políticos de déficit está aumentando. Roubini y Sachs (1989a, 1989b), usando datos de panel para quince países de la OCDE, encontraron que la inestabilidad política (reflejada mediante variables tales como si el gobierno es mayoría de un único partido, presidencial, presidencial con gobierno dividido, coalición de varios partidos, minoría) o un periodo medio de gobierno reducido conducen a mayores déficit presupuestarios, una vez ajustados a la inflación. Más recientemente, Grilli y otros (1991) presentan evidencias similares acerca de los efectos de gobiernos débiles y coaliciones de escasa duración sobre los déficit públicos en los países industrializados. Alesina y otros (1992a) han demostrado que también influyen sobre los déficit la inestabilidad política y diversos factores electorales como los recogidos en los modelos de ciclo político.

En resumen, la evidencia apoya la idea de que los factores políticos ayudan a explicar los sesgos presupuestarios. La inestabilidad política y la debilidad gubernamental que imperan en Italia son importantes a la hora de explicar el estancamiento económico de este país y su incapacidad para recortar su déficit público. Del mismo modo, el sesgo partidista, el conflicto y la polarización políticos están en la raíz de los elevados déficit griegos. El argumento también funciona a la inversa. El drástico ajuste fiscal a principios de los años ochenta en países como Bélgica, Irlanda y Dinamarca comenzó en 1982 después de la elección de mayorías políticas estables y renovadas. De la misma manera, la mejora económica en España y Portugal ha tenido lugar bajo el gobierno de mayorías estables de un único partido (socialistas en España, conservadores en Portugal).

### 3.4.2. *La aplicación exterior de las reglas de disciplina fiscal*

El hecho de que la política tenga consecuencias sobre los déficit puede aportar razones para reglas fiscales como las acordadas en Maastricht. La experiencia del SME muestra que las reglas del Mecanismo de Tipos de Cambio influyeron en el debate político y social a principio de los años 80 en distintos países como Italia y Francia, fortaleciendo la posición negociadora de grupos políticos y económicos que apoyaban medidas antiinflacionistas. En Italia, la restricción del MTC proporcionó el empuje hacia la reducción de la indiciación salarial (completada con éxito recientemente). En Francia, después de la expansión realizada por los socialistas durante el periodo 1981-1983, las políticas fiscales y monetarias restrictivas que se aplicaron a partir de 1983 fueron vendidas al pueblo francés como las únicas que permitirían al país permanecer en el MTC y en Europa.

Del mismo modo, las restricciones fiscales de Maastricht pueden influir en el juego político sobre la necesidad de austeridad económica en países como Italia y Grecia. El palo (rígidas reglas fiscales) y la zanahoria (participación en la UEM) de Maastricht desempeñarán en Italia un papel importante en el debate sobre la actuación en materia

presupuestaria dado que la exclusión de la UEM, que es la sanción por el fracaso, amenaza el horizonte político de este país. El mismo palo y la misma zanahoria influirán en las políticas debatidas y aplicadas en otros países de la CE que se ven en la actualidad acosados por déficit elevados.

Si bien todo esto es cierto, las reglas de Maastricht no pueden ser ni el único ni el mejor camino para alcanzar tales resultados. Las garantías que ofrece la buena reputación deberían ser suficiente para sostener las reglas cooperativas que favorecen la disciplina presupuestaria en una estructura institucional democrática, donde diferentes gobiernos y partidos se alternan en el poder. Aunque fuese necesario un mecanismo «exterior» para mantener la cooperación entre los jugadores de cada país, la palabra «exterior» se refiere en teoría de juegos a un acuerdo, institución o agente fuera del conjunto original de jugadores, y no es necesario que sea extranjero o supranacional. Los acuerdos constitucionales de cada país son un ejemplo de ello. Por esta razón, no es obvio que una aplicación exterior de mecanismos como las pautas marcadas por Maastricht y las correspondientes sanciones de la CE sea necesaria para imponer la disciplina fiscal en cada país.

Supongamos, por ejemplo, que existe un acuerdo cooperativo referente a las normas presupuestarias nacionales que incorpora las siguientes cautelas: (i) a lo largo de un ciclo económico, el presupuesto corriente del gobierno central corregido por la inflación y por el crecimiento real de la producción (es decir, el déficit corriente una vez deducido el nivel de deuda actualizado con la tasa de crecimiento del PIB) debe estar en equilibrio o mostrar un superávit, (ii) el presupuesto corriente, corregido como ya se ha señalado, mostrará déficit (superávit) durante las recesiones (expansiones) y los periodos de gasto público temporalmente alto (bajo). Estas reglas impedirían que el ratio esperado de deuda pública neta sobre el PIB creciese de un ciclo económico al siguiente. Aunque, inevitablemente arbitrarias, estas reglas serían menos censurables que las de Maastricht. La teoría de juegos muestra que, en algunas circunstancias, la buena reputación podría ser suficiente para mantener el comportamiento cooperativo: si las tasas de descuento no son demasiado altas, si los beneficios procedentes de la cooperación son grandes y las ventajas a corto plazo de hacer trampa son pequeños y si la verdadera situación de la economía puede ser percibida fácilmente, se podría mantener un acuerdo cooperativo como un equilibrio político sin necesidad de ningún agente exterior que lo haga cumplir.

Sin embargo, en presencia de una incertidumbre generalizada, es bastante probable que fracasen los mecanismos de la buena reputación que deberían mantener la disciplina fiscal (Garret y Weingast, 1991) y que pasen a ser necesarias instituciones para controlar los acuerdos, interpretar las normas, dirimir las controversias y hacer cumplir las reglas convenidas a través de sanciones a los infractores. Desgraciadamente, la teoría no dice nada acerca de dónde encontrar tal *deus ex machina*.

De esta manera, la CE (o sus organismos, como por ejemplo la Comisión) pueden desempeñar este papel, proporcionando vigilancia externa y controlando los saldos presupuestarios de los países miembros. El control permanente puede reforzar los incentivos a que todos los países mantengan la disciplina presupuestaria, pero la

vigilancia estará desarmada si no existen sanciones explícitas para castigar a los infractores. La sanción que supone ser excluido de la UEM durante su proceso de creación parece un incentivo a la disciplina presupuestaria más fuerte que las insípidas sanciones propuestas una vez que la UEM sea un hecho.

#### **4. CONCLUSIÓN: COMO VIVIR CON LAS CONDICIONES DE CONVERGENCIA FISCAL DE MAASTRICHT**

Todavía puede venirse abajo el respaldo político a la UEM. Existe un conocimiento cada vez mayor de que los doce miembros de la CE muestran todavía divergencias persistentes, aunque reducidas, en lo que se refiere a sus políticas macroeconómicas y sus objetivos políticos y de que siguen viéndose sometidos a perturbaciones asimétricas.

Si el Tratado de Maastricht se ratifica finalmente y la UEM sigue siendo una meta deseable, los estados miembros de la CE se enfrentarán a varias opciones. Si al acabar 1996 se considera que por lo menos seis países satisfacen los criterios exigidos para pertenecer a la Unión, éstos se convertirán probablemente en el núcleo de la Unión Monetaria. Si al finalizar 1997 no se ha podido fijar la fecha en que entrará en vigor la UEM, ésta comenzará el 1 de Enero de 1999; la lista de los países cualificados para pertenecer a ella deberá realizarse no más tarde del 1 de Julio de 1998. Después del 1 de Enero de 1999, los estados que no hayan podido ingresar lo harán tan pronto como se considere que cumplen los criterios exigidos. Únicamente el Reino Unido puede, habiendo satisfecho los criterios, optar por no convertirse en socio pleno; se trata de la cláusula de exclusión.

Sin duda, los criterios fiscales, y especialmente los referentes a la deuda pública, van a figurar entre los puntos de fricción. Si se interpretan de forma estricta los valores de referencia de la deuda, Grecia, Italia, Bélgica, Irlanda e incluso Holanda no pueden ingresar en la UEM. Holanda podría satisfacer los criterios de endeudamiento a finales de 1998 con un incremento significativo (de al menos el 2.5% del PIB) del superávit primario (es decir, sin incluir el pago de los intereses de la deuda), a partir del nivel del 2% del PIB de 1991. Grecia, Italia, Bélgica e Irlanda no alcanzarán los valores de referencia de la deuda hasta bien entrada la siguiente década. Suponiendo que la UEM sigue siendo el objetivo, ¿cómo deberían aplicarse los criterios fiscales a la hora de evaluar la conveniencia de que se incorporen a ella nuevos estados miembros?

Ya hemos visto que no existen buenas razones para los criterios de convergencia fiscal establecidos con el fin de eliminar o prevenir «déficit excesivos», que están diseñados rudimentariamente y que, si se siguen mecánicamente, pueden conducir a privaciones innecesarias. Especialmente, el criterio referente a la deuda originaría perjuicios evitables. No existen razones para restringir el porcentaje de deuda pública sobre el PIB por debajo de un valor numérico específico y, es más, no hay razones para que el límite establecido sea idéntico para doce países heterogéneos.

A partir del ratio de deuda pública sobre PIB heredado, la consecución de solvencia por parte de un gobierno fija claramente un límite inferior a largo plazo al valor medio

del porcentaje de superávit primario sobre el PIB. No se puede compatibilizar de forma creíble déficit primarios persistentes con solvencia prometiendo simplemente superávit primarios de cuantía suficiente en alguna fecha futura sin concretar pero lejana en cualquier caso.

Dado un determinado objetivo de inflación, un límite inferior a largo plazo en el valor medio del ratio superávit primario/PIB implica un límite superior a largo plazo en la media del ratio de déficit público primario/PIB. Este límite superior es consistente con las variaciones cíclicas del déficit y con incrementos temporales del mismo por encima del límite superior fijado a largo plazo.

La regla de oro de la financiación del sector público está basada en dos falacias. La primera es que los préstamos para consumo al sector público son intrínsecamente indeseables. La segunda es que la inversión pública no constituye a largo plazo una merma del presupuesto público porque, directa o indirectamente, genera mayores superávit primarios futuros cuyo importe se iguala al valor actualizado de las cantidades invertidas: el rendimiento de los proyectos de inversión (incluso de los socialmente deseables) no necesariamente ha de materializarse en ingresos para el sector público. Por ello, resulta imprescindible valorar con prudencia los flujos monetarios que resultan de los proyectos públicos de inversión.

Puesto que los criterios de convergencia de la UEM en materia de inflación, tipo de interés y tipo de cambio no pueden justificarse a través de la consecución de ningún objetivo económico, ¿cuáles son las razones políticas para que se incluyan en el Tratado y en sus Protocolos? Después de todo, el Bundesbank no fue un signatario del Tratado. Quizá «esto no refleja la lógica económica, sino una mezcla del horror alemán hacia la deuda pública italiana y del puritanismo holandés (siempre el más radical según mi experiencia), una combinación inflexible», como señaló recientemente Anthony Harris (1992).

El porcentaje límite de deuda sobre PIB del 60% tendrá que ser ignorado (o interpretado tan libremente que viene a ser lo mismo) si se quieren evitar intensas restricciones presupuestarias, que son totalmente innecesarias, en Italia, Grecia, Irlanda, Bélgica y Holanda. El avance gradual hacia un déficit por debajo del 3% del PIB resultará extremadamente gravoso para Italia y Grecia y bastante menos en el caso de Bélgica y Portugal, pero para el resto de países comunitarios será relativamente indoloro.

La adopción y aplicación centralizadas de las normas referentes al déficit podrían ayudar a países como Italia cuyos gobiernos, por razones mal entendidas, parece que reciben de los acuerdos internacionales un «trasplante de columna vertebral» en materia económica que no pueden obtener a través de compromisos políticos dentro del propio país. Asimismo, en la actualidad, Portugal parece recibir de los miembros del Mecanismo de Tipos de Cambio una inyección de disciplina antiinflacionista, de la misma forma que Francia en los años ochenta.

Ambas normas fiscales parecen bastante irrelevantes para Francia, Alemania, Reino Unido y Luxemburgo, los cuales o bien las han satisfecho o bien deberían hacerlo sin demasiado esfuerzo. Son también irrelevantes para Grecia, aunque por las razones

contrarias: este país todavía tiene que dar muestras de una rectitud monetaria duradera, independientemente de que los compromisos se produzcan a nivel internacional o dentro del propio país.

En Bélgica, Irlanda, Dinamarca y Holanda las restricciones fiscales ya han estado en marcha durante algún tiempo; es el momento de liberarles del límite para el endeudamiento para permitirles que se concentren gradualmente en el objetivo marcado para el déficit.

En el caso de que los miembros de la CE intenten satisfacer de forma coordinada los criterios referidos al déficit para finales de 1996 o de 1998, los efectos negativos sobre la producción y el empleo durante el periodo de transición dependerán en buena medida de la postura que adopte la CE en cuanto a política monetaria se refiere (en estos momentos, controlada de forma efectiva por el Bundesbank, al menos para los países integrados en el MTC). Los elevados tipos de interés europeos, tanto nominales como reales, tienen su origen en dos factores: los desequilibrios ahorro-inversión causados por los cambios en la Europa del Este y por la financiación del déficit alemán debido a la reconstrucción de Alemania Oriental, y la política monetaria restrictiva del Bundesbank para combatir la inflación alemana provocada por el rápido aumento del consumo y la reconstrucción de Alemania del Este. Esta combinación de políticas alemanas ha incrementado significativamente la carga que suponen los intereses reales de la deuda dentro de la Comunidad, especialmente en los países altamente endeudados (Italia, Bélgica, Irlanda y Holanda). También ha intensificado la recesión fuera de Alemania y ha contribuido a que se agraven cíclicamente los déficit públicos.

El repentino aumento del consumo y la reconstrucción derivados de la unificación alemana requirieron una apreciación del tipo de cambio real en este país, aun cuando el incremento del gasto hubiera sido financiado vía impuestos; la financiación del déficit refuerza el efecto. La apreciación real necesaria puede culminarse bien a través de una revaluación nominal del marco alemán (o de forma más burda, a través de sucesivas devaluaciones nominales de las otras monedas del Mecanismo de Tipos de Cambio), bien mediante el mantenimiento temporal de la inflación alemana por encima de la del resto de países del Mecanismo. Cuando el Bundesbank renunció a esta última opción, pasó a ser ineludible un realineamiento dentro del MTC. El ritmo se vió afectado claramente por el shock «exógeno» que supuso el referéndum francés.

¿Qué opciones existen para una nación que no haya conseguido satisfacer los criterios de convergencia a finales de 1998?. La primera es continuar intentándolo hasta alcanzar las condiciones de ingreso. Presumiblemente, esto le supondría un tipo de cambio frente al ECU fijado unilateralmente y utilizado por los miembros de pleno derecho de la UEM. La segunda opción consiste en «ir por libre» y manejar el tipo de cambio de tal forma que el país perciba mejor sus propios intereses, cesando en el intento de satisfacer los criterios de entrada en la UEM. Esta opción se convertirá en la más probable si no se consigue liberar al Tratado del limbo en el que permanece en la actualidad.

¿Cuáles serían las consecuencias económicas de un fracaso en la consecución de la UEM? Comparado con un sistema creíble de tipos de cambio fijos, los beneficios de

una moneda única son pequeños: costes de transacción más bajos y la oportunidad de competir de forma algo más efectiva frente al yen y al dólar estadounidense como reserva internacional y unidad de cambio. Para los estados miembros, también es importante la distribución del señoriaje interno y externo del BCE. Los costes y beneficios de los aspectos no monetarios de la integración (el mercado único, la dimensión económica del Protocolo sobre Política Social) son independientes del éxito o fracaso de la Unión Monetaria. Sin embargo, los principales beneficios de una unión monetaria consisten probablemente en la ganancia de credibilidad para los países sujetos a una tendencia inflacionista. No se debería comparar una unión monetaria con un sistema creíble de tipos de cambio fijos sino con uno que incluya la posibilidad de realineamiento.

Los costes de una moneda común no son despreciables. Los países miembros mayores y menos abiertos al exterior pierden un mecanismo que les permite realizar los cambios necesarios en los costes y precios relativos internacionales de forma más rápida y menos costosa de lo que sería posible a través de variaciones en los costes y precios relativos en el país. Los once países miembros del Mecanismo de Tipos de Cambio (o nueve, si se excluye al Reino Unido e Italia) no constituyen un «área monetaria óptima» (Bayoumi y Eichengreen, 1992).

Cada estado miembro, grande o pequeño, también pierde la oportunidad de seguir una política óptima propia y diferenciada de la del resto en materia de inflación. Como los países miembros de la CE difieren sustancialmente en su capacidad para recaudar impuestos no inflacionarios, esta restricción sobre los instrumentos de la política fiscal nacional podría ser motivo de preocupación para algunos países.

Con una moneda común, los ajustes en el tipo de cambio nacional y la política monetaria propia desaparecen del conjunto de posibilidades de que dispone el país para alcanzar el objetivo de estabilización. De esta manera, se intensifica la importancia de la flexibilidad en el empleo del resto de los instrumentos nacionales de estabilidad, esto es, la política fiscal del país. Los límites impuestos a la deuda y al déficit públicos son perjudiciales para esa flexibilidad y, con ello, para la habilidad que cada estado miembro tiene para responder a los shocks que afectan de forma diferente a cada país.

Existen también razones no económicas para la UEM. Una de ellas es la de potenciar el proceso federalista en Europa, además de constituir un avance en el fortalecimiento de las instituciones europeas de ámbito supranacional. Esto aumenta la importancia de la *secuenciación*. Históricamente, una entidad política sin un grado de integración política al menos similar al de una confederación nunca ha tenido éxito en el mantenimiento de una moneda común. El nivel de integración política en la CE resulta ser bastante insuficiente para una confederación, y mucho menos para una federación. Quizás no sea prudente intentar de nuevo una unión monetaria antes de haber conseguido una integración política mayor.

La razón económica para la UEM no es de ningún modo contundente. Si no existen ventajas políticas cuantificables que contrarresten el coste económico de la deflación fiscal durante la transición y de la reducción permanente de la flexibilidad fiscal, el precio que habría que pagar por la alternativa a la UEM (autonomía monetaria para cada

país que así lo quisiera y mantenimiento de la actual estructura del Mecanismo de Tipos de Cambio con el marco alemán como líder del área) no parece insostenible.

## COMENTARIOS

### Rafael Repullo

CEMFI, Madrid y CEPR

Este artículo comienza con una descripción de los criterios de convergencia fiscal expuestos en el Tratado de Maastricht, seguida de un estudio de las condiciones y perspectivas económicas de los países de la CE de acuerdo con estos criterios. Estas dos cuestiones no pueden suscitar apenas controversias, por lo que centraré mi comentario en la crítica de los límites impuestos por Maastricht a la deuda y al déficit público analizados en la sección 3. Esta sección no tiene una estructura tan clara como las dos primeras, pero la cuestión central a destacar es: ¿existe alguna razón fundamental para las reglas fiscales de Maastricht?

En este artículo se discuten tres posibles justificaciones para estas reglas:

- (1) Las externalidades internacionales de la política económica.  
Es bien sabido que en un contexto de interdependencia estratégica las políticas económicas no cooperativas producen resultados ineficientes. Sin embargo, como subraya el artículo, esto no tendría por qué constituir una razón fundamental para la regulación de Maastricht, ya que la dirección de la distorsión inducida por la externalidad resulta incierta, tanto teórica como empíricamente. En cualquier caso, es preciso señalar que el artículo 103 del Tratado proporciona ya una base para la coordinación política.
- (2) El «salvamento» de los gobiernos insolventes.  
Si no fuese excluida la posibilidad de «salvamento» para los gobiernos con problemas financieros, las políticas fiscales no cooperativas podrían caracterizarse por una tendencia hacia déficit excesivos. Hay que distinguir entre los «salvamentos» económicos (por parte de las autoridades económicas de otros estados miembros y/o la Comunidad) y los monetarios (por parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales). El primer tipo se tiene en cuenta en el artículo 104b del Tratado, el cual asegura que ni la Comunidad ni los estados miembros responderán de los compromisos de los gobiernos centrales, autoridades locales u otras entidades públicas. Sin embargo, el segundo tipo no está completamente excluido en los artículos 104 y 104a, los cuales prohíben la autorización de descubiertos a estos organismos, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda; sin embargo, las compras de deuda pública en el mercado abierto no están prohibidas ni los préstamos a los bancos que posean (directa o indirectamente) deuda pública. Más aún, una de las funciones básicas del SEBC es promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago (artículo 105 del Tratado), con lo que existe la posibilidad de

que el SEBC pudiese ser forzado a monetizar la deuda pública de un gobierno insolvente para preservar con ello la estabilidad de los sistemas financieros.

Es preciso subrayar que aunque estos argumentos proporcionan alguna base lógica para las reglas fiscales de Maastricht, éstas no son de ninguna manera necesarias ya que, en principio, se podría confiar en los mecanismos de mercado (es decir, el aumento de las primas de riesgo en los casos de impago) para imponer la disciplina presupuestaria. Sin embargo, existe un punto de vista implícito en el Tratado (heredado del Informe Delors): «las restricciones impuestas por las fuerzas del mercado podrían ser o bien demasiado lentas y débiles o bien demasiado repentinas y destructivas» (Informe Delors, 1989, p. 24). Como parece difícil no estar de acuerdo con esta declaración, al final quedan básicamente dos opciones: o se fortalece la disciplina del mercado, según las líneas propuestas por Bishop (1992) o Begg y otros (1991), o es necesario que exista algún conjunto de normas fiscales (o ambas opciones).

### (3) Los factores políticos en la determinación de los déficit.

Los modelos políticos de economía que describen el comportamiento presupuestario pueden explicar un sesgo sistemático hacia déficit excesivos de muy distintas maneras. En estos casos, puede justificarse la existencia de reglas para tratar de corregir estas tendencias. Sin embargo, esto no significa que las normas de Maastricht sean necesarias, ya que se podrían diseñar al efecto ciertas disposiciones legales dentro de cada país. Pero, dados los argumentos utilizados en el artículo, creo que las normas internacionales son probablemente las más efectivas, por lo que esto podría ser una segunda justificación para las reglas fiscales de Maastricht.

Dado que ya hemos obtenido una respuesta positiva a las preguntas planteadas anteriormente, convendría pasar a analizar la siguiente cuestión: ¿cuáles son los costes?. En este artículo se identifican costes de dos tipos. En primer lugar y ante todo, están los costes asociados a la contracción fiscal que se exige a la mayoría de los países de la CE durante la transición a la UEM. En este caso, puede resultar difícil identificar qué parte de estos costes debe directamente a la UEM, ya que, desde mi punto de vista, para algunos de estos países sería altamente deseable un sustancial ajuste fiscal por razones de política interior; esto sólo podría ser realizable recurriendo a las reglas fiscales de Maastricht. También hay que subrayar que si las tasas de inflación de la CE convergen a niveles bajos, la política monetaria compensará de forma automática la contracción fiscal (al menos en parte), con lo que los costes de transición podrían no ser elevados.

El segundo tipo de costes analizados en el artículo se debe a la reducción permanente de la flexibilidad fiscal. Según mi opinión, éste es el principal coste de las reglas fiscales de Maastricht. Sin embargo, dado no se desea que las reglas se apliquen mecánicamente, se podría proponer algunos criterios complementarios adicionales para ser usados en la evaluación de la situación fiscal de un país. En concreto, una sugerencia que se podría formular (y estoy sorprendido de que no esté claramente especificada en el artículo) es el uso de déficit cíclicamente ajustado (en contraposición al déficit corriente). Por supuesto, tal propuesta requeriría especificar los detalles sobre cómo debería ser realizado el ajuste en la práctica.

Esto me lleva a un comentario más general sobre las conclusiones a las que llega el artículo. Este no trata sobre si la UEM es algo bueno o malo. Sino que lo que analiza son los criterios de convergencia fiscal de Maastricht. Los autores son muy pesimistas en su evaluación de las reglas de Maastricht, pero ya que probablemente vamos a tener que vivir con ellas, habría sido útil contar con algunas sugerencias más constructivas sobre cómo deben ser interpretadas y aplicadas.

### **Jeffrey Frankel**

University of California, Berkeley

Este trabajo constituye un repaso bastante completo de los problemas que rodean a los criterios presupuestarios que fueron aprobados por los líderes comunitarios en Diciembre de 1991. Los graves contratiempos que ha sufrido la UEM desde ese momento, sin embargo, no restan oportunidad al estudio. Desde mi punto de vista, los autores pueden abandonar sus preocupaciones acerca de que el suyo sea un ejercicio de «necrofilia». Los economistas hemos estado indicando desde un principio los graves problemas que acompañan al proyecto de la UEM. A menudo, se nos ha dicho que nuestras opiniones no tenían ninguna relevancia política, debido a que la UEM era ya «trato hecho». Ahora que el trato parece que todavía no está del todo cerrado, es un buen momento para analizar los problemas, quizás con la intención de perfeccionar los contenidos de un Tratado de Maastricht renovado (o, desde un planteamiento más pesimista, para acabar concluyendo que, en este momento de la historia, Europa posiblemente no está preparada para acometer la difícil empresa de la UEM).

La cuestión clave sobre la que quiero incidir es la siguiente: ¿por qué razón los dirigentes europeos incluyeron los criterios fiscales entre las disposiciones del Tratado de Maastricht? A pesar de los planes para construir la unión monetaria, ¿por qué no dejar que cada país aplique la política económica que él mismo elija, como ocurre en los distintos estados de EE.UU.? Si un país despilfarrador incurre en un volumen de deuda excesivo, aumentará la prima que deberá pagar sobre sus tipos de interés para compensar a los inversores por el riesgo de insolvencia (véase Goldstein y Woglom, 1992, y Alesina y otros, 1992b). Ante todo, en teoría esta sanción debería bastar para disuadir al país de incurrir en un déficit elevado. Pero, aunque no fuese así, ¿cuál es el papel que les corresponde a sus vecinos europeos?

Incluyendo una o dos propiamente mías junto a las expuestas por los autores, encuentro hasta ocho razones que explican la inclusión de reglas fiscales en el Tratado de Maastricht. Paso a analizarlas una por una. Las tres primeras explicaciones posibles guardan relación de una u otra forma con las externalidades a nivel internacional.

- (1) Las imprudencias presupuestarias del sector público de un país conllevan el riesgo de que el resto de autoridades centrales salgan en su ayuda (y el «salvamento» puede ser fiscal o monetario, como se recoge en el artículo). Los autores destacan que el artículo 104 del Tratado excluye esta posibilidad, pero la clave del problema reside en la credibilidad de este compromiso. La historia

está llena de ejemplos en los que un gobierno manifestó explícitamente que no avalaría a un tipo concreto de prestatarios y, más tarde, se vio obligado a hacerlo al estimar que la otra alternativa sería un desastre y un colapso económico o financiero (un ejemplo de ello son las declaraciones del gobierno chileno al final de la década de los 70 en las que eludía toda responsabilidad respecto a las deudas privadas contraídas en el extranjero). Se podría objetar a estos ejemplos que es habitual que los gobiernos se enfrenten a presiones políticas ineludibles para avalar, por una parte, a sus propios ciudadanos o a niveles de gobierno inferiores y, por otra, a los de otras nacionalidades. Todo depende del grado de «solidaridad» existente entre las naciones.

- (2) Existe el peligro de que la crisis fiscal o financiera se extienda a los países vecinos. Los autores sitúan este riesgo entre los que pueden conducir a que unos países avalen a otros mediante monetización. Pero existe también la posibilidad de un contagio del endeudamiento. Latinoamérica proporciona abundantes ejemplos de ello: en 1982, Colombia hacía frente a un bloqueo financiero tan severo como el que afectaba al resto de países de Sudamérica, a pesar de que este país había logrado mantener una economía relativamente saneada. Del mismo modo, diez años después, Brasil disfruta de la misma afluencia de capitales que los países de su entorno, aunque lo está haciendo bastante peor que éstos en materia económica. Quizás esto se deba a que los prestamistas internacionales conceden demasiada importancia a características relativamente superficiales, como la localización geográfica. En modelos de corrimiento de tierras, de seguimiento de modas o de burbujas, este comportamiento puede incluso no resultar del todo irracional.
- (3) Un elemento ampliamente analizado, que también tiene su importancia, son los efectos externos a nivel macroeconómico a través de los tipos de interés y los tipos de cambio. Comparto completamente el escepticismo de los autores acerca de la probabilidad de que los responsables de la política económica aborden este problema de la forma adecuada.

Otras dos posibilidades que podrían explicar por qué los dirigentes europeos incluyeron los déficit presupuestarios dentro de los acuerdos de Maastricht se derivan no de verdaderas externalidades internacionales, sino de que el problema de los déficit excesivos realmente les angustia. Es cierto que los modelos de política económica realistas pueden presentar una propensión a déficit elevados. Los autores explican a grandes líneas cómo puede producirse esta tendencia. Pues bien, suponiendo que los líderes europeos no pueden quitarse de la cabeza los déficit excesivos, ¿qué tiene esto que ver con la UEM?

- (4) Una posibilidad es que no exista una conexión lógica intrínseca y que la inclusión de los criterios económicos en el Tratado de Maastricht no sea más que una mera declaración de buenos principios. Resulta sospechoso que estos criterios, a diferencia de los relativos a los tipos de cambio, las tasas de inflación y los tipos de interés, puedan no cumplirse a rajatabla, ya que se dejan varias puertas abiertas a la libertad de acción.

- (5) La participación en la UEM, aunque no esté intrínsecamente relacionada con los déficit presupuestarios, puede interpretarse como un premio o un incentivo para que los países observen una buena conducta en materia presupuestaria. La Unión se convierte de esta manera en un mecanismo que proporciona a los gobiernos nacionales la firmeza necesaria y refuerza su voluntad política para aplicar en sus respectivos países la políticas que en otro caso tendrían que haber aplicado antes o después. La teoría de los incentivos es coherente con una propiedad especial de los criterios del Tratado que subrayan los autores, los márgenes que abren las modificaciones en el endeudamiento a la libertad de acción: si, por ejemplo, Italia consiguiese reducir la deuda pública por debajo de los elevados volúmenes actuales, esto la capacitaría al parecer para formar parte de la UEM, aunque su nivel de endeudamiento se mantuviese todavía por encima del de Dinamarca, que no ha hecho progresos y, por tanto, podría no reunir las condiciones necesarias. Esta propiedad, anómala por otra parte, puede contemplarse como una evidencia de que se pretende que los criterios presupuestarios funcionen como incentivos.

Los autores parecen no encontrar razones que justifiquen por qué un mecanismo de compromisos presupuestarios debería tener un ámbito internacional y no nacional. Mencionan como ejemplos la legislación Gramm-Rudman-Hollings y las propuestas de enmienda del presupuesto equilibrado en los EE.UU. El fracaso de estos mecanismos a nivel federal proporciona motivos para el escepticismo. Los autores mencionan varias razones para preocuparse, que tienen que ver con problemas como el de la dificultad para supervisar los acuerdos cuando se han producido manipulaciones en las cuentas nacionales. Sin embargo, parecen pasar por alto el hecho de que muchos de los refinamientos (económicamente correctos) que proponen en su crítica de las directrices presupuestarias de Maastricht y que perfeccionarían la medición de los déficit presupuestarios y de los volúmenes de endeudamiento, dificultarían todavía más que el hombre y la mujer de la calle pudiesen juzgar si el gobierno estaba cumpliendo o no sus compromisos.

Las tres últimas explicaciones para los criterios de Maastricht que nos ocupan se basan en la idea mitológica clásica de la Búsqueda. Para empezar con la mitología clásica griega, la estructura habitual es la siguiente: el héroe realiza una petición a un oráculo o a un rey (a menudo, se trata de la mano de la hija del rey). El rey entonces pone a prueba los méritos del héroe enviándole a realizar una búsqueda tremendamente difícil. Por ejemplo, Jasón es enviado con los Argonautas en busca del Vello de Oro para poder tomar posesión de su reino. En Maastricht, los criterios presupuestarios son el objeto de la búsqueda y la participación en la UEM el premio.

- (6) En una versión de la hipótesis de la búsqueda, se intenta claramente que la misión asignada sea imposible. En la mitología griega, puede tratarse de una estratagema del rey para deshacerse de jóvenes presuntuosos y molestos. Esta era la intención de Peleas, el tío de Jasón, cuando le mandó a buscar el Vello de Oro. Otro precedente aparece en una obra más reciente de la literatura, localizada en la América de finales del siglo XIX. En «El Mago de Oz», Dorothy

y sus amigos son enviados en una misión aparentemente imposible en busca de la escoba de la Bruja Malvada del Oeste. El Mago les cuenta que esta tarea es el precio que han de pagar por ver cumplidos sus deseos (volver a Kansas en el caso de Dorothy); pero en realidad, está intentando deshacerse de ellos.

Los autores hablan de esta posible justificación de los criterios del Tratado como una «conspiración maquiavélica». En este caso, se adjudica a Helmut Schlesinger el papel del mago, y Frankfurt es la Ciudad Esmeralda. El Bundesbank es consciente de que la misión imposible, pero pretende torpedear la UEM. El Mago de Oz es una referencia muy acertada, ya que la historia se escribió originalmente como una alegoría popular del sistema del patrón-oro y la búsqueda de dinero fácil, por parte de William Jennings Bryan. Frankfurt simplemente sustituiría a la Costa Este de los EE. UU. como la sede visible de una camarilla secreta y elitista de gobernadores de bancos centrales que ataca con restricciones monetarias, elevados tipos de interés, deflación y quiebras de los agricultores endeudados.

- (7) Puede contemplarse la posibilidad de que las dificultades introducidas en Maastricht estén concebidas para hacer de la UEM una meta más atractiva. Por supuesto, hay que tomarse esta explicación con humor. Pero es curioso que sólo los dos países importantes que actualmente cumplen los criterios de Maastricht (Dinamarca y Francia, no considero a Luxemburgo como un país «importante») son también aquellos en los que el electorado se ha mostrado ambivalente con respecto a la UEM. Al mismo tiempo, es en los países en que los criterios presupuestarios parecen más difícilmente alcanzables, especialmente Italia, donde la UEM es más popular (además, algunos países como Suecia, que no cumple las exigencias en estos momentos, parecen más ansiosos por pertenecer a la Unión que muchos de los actuales miembros de la Europa de los Doce).
- (8) Una versión más seria de la búsqueda clásica, por la que me decanto a la hora de interpretar los acuerdos de Maastricht, consiste en considerar que los criterios del Tratado lo que pretenden es poner a prueba la voluntad de los países. Algunos líderes políticos visionarios aspiran a la integración monetaria por motivos estrictamente políticos, antes incluso de que sus países estén realmente preparados para ello. La teoría de las áreas monetarias óptimas señala que un país no debe renunciar a su moneda y a su independencia monetaria mientras no esté dispuesto a aplicar la misma política monetaria que los países de su entorno. En caso de que lo intentase, se observarían fuerzas desintegradoras al primer shock económico importante que se presentase, a menos que los efectos del shock fuesen homogéneos entre los países y que éstos concediesen en su respuesta la misma prioridad a la estabilidad de la producción frente a la Inflación. En el supuesto de que cada país haga frente al shock con una política monetaria diferente, porque no está dispuesto a sacrificar su política particular en favor del objetivo más importante que constituye la UEM, sobrevendrá una crisis. Si las autoridades monetarias actúan de acuerdo con su electorado, la crisis tendrá lugar en el mercado de divisas; en caso contrario, será una crisis política.

Pudimos comprobar estas antiguas verdades en Europa en 1992. El shock consistió en el gasto público alemán derivado de la unificación con la Alemania del Este y, en esta ocasión la crisis se manifestó tanto en el terreno político como en el mercado de divisas. Desde mi punto de vista, Europa tuvo suerte de que el shock se presentase tan temprano. El desconcierto y la desintegración habrían sido más graves si la crisis se hubiera presentado durante la segunda etapa del proceso.

¿Qué habría ocurrido si la CE hubiera pasado por alto la segunda etapa y se hubiese encaminado directamente hacia una moneda única? Muchos economistas opinan que esto habría sido más positivo, ya que los problemas de Maastricht aparecen precisamente durante el periodo de transición. Es cierto que, en el caso de determinados shocks de alcance medio, es más probable que se mantenga el acuerdo sobre la moneda única que sobre tipos de cambio fijos, puesto que los especuladores pierden la oportunidad de apostar por unas monedas en detrimento de otras. Sin embargo, un shock suficientemente intenso podría incluso dar al traste con un sistema de moneda única si las naciones no hubiesen alcanzado el acuerdo con el nivel de compromiso necesario, y la desorganización que resultaría en estas circunstancias sería más confusa y más costosa (la actual desintegración de la URSS es un buen ejemplo de ello). Hay ríos en los que se puede saltar de un lado a otro, aunque cualquier vacilación en el intento aumenta la probabilidad de caer al agua. Otros ríos, sin embargo, son tan anchos que no se pueden cruzar de un solo salto por mucho impulso que se tome y entonces es mejor buscar la forma de atravesarlos piedra a piedra.

Por ello, la forma más adecuada de comprobar la voluntad de los países frente a la utilización de una moneda única es poner a prueba su disposición a renunciar a sus deseos de independencia. El precedente mitológico más oportuno no procede ni de Grecia ni de América, sino de Asia. En la tradición budista, la búsqueda del héroe no consiste en superar obstáculos externos, sino más bien en la propia abnegación, en la represión del ego y de la voluntad personal. Un neófito en la meditación tiene que aprender a aplacar sus deseos de rascarse como reacción a la picadura de una pulga; del mismo modo, un país tiene que abstenerse de responder a una contracción local de la demanda con una bajada en los tipos de interés.

Los criterios presupuestarios guardan menos relación con la creación de una área de moneda única que el resto de requisitos recogidos en el Tratado. Pero, precisamente por su dificultad, constituyen una prueba de la fuerza de voluntad de los países. Y obligan al electorado (con mayor seriedad incluso que en un referéndum) a plantearse la pregunta de hasta qué punto apuestan por la UEM.

En la mitología griega, el Rey Egeo colocó su espada y sus sandalias bajo una gran roca con el mandato de que su hijo Teseo sólo podría ir a Atenas a tomar posesión de su reino cuando fuese capaz de levantar la piedra y coger la espada y las sandalias. La madre de Teseo esperó para decirle que intentase levantar la roca a que tuviese la edad y la fuerza suficientes como para hacerlo con facilidad. Las naciones europeas todavía no están preparadas para levantar la roca de Maastricht, pero quizás es así como debe ser.

## Discusión general

La mayor parte de los participantes en el debate compartieron el argumento expuesto en el trabajo, según el cual las condiciones presupuestarias de Maastricht, tal como aparecen, carecen de un fundamento teórico coherente. Sin embargo, hubo desacuerdo con respecto a la importancia de este hecho. Charles Wyplosz afirmó que estaba claro que si los criterios presupuestarios se habían incluido en el Tratado era por razones políticas más que económicas, pero manifestó sus dudas acerca de los perjuicios que podría entrañar tal inclusión. Durante la etapa de transición, las condiciones impuestas al endeudamiento serían probablemente las más perjudiciales, mientras que en el estado estacionario los perjuicios más importantes se derivarían de las restricciones a los déficit. Pero el mismo hecho de que son potencialmente perjudiciales podría hacerlas menos obligatorias en la práctica.

Olivier Blanchard destacó la importancia de las exigencias presupuestarias para contrarrestar las debilidades políticas nacionales; una disciplina fiscal adoptada antes habría resultado indudablemente de ayuda en el caso de Italia. Por ello, propuso una regla de esta forma: cualquier estado miembro de la CE que esperase incurrir en un déficit ajustado a la inflación de más de un  $x\%$  necesitaría la autorización de los demás miembros, que se la concederían sólo en contadas ocasiones. Seguramente, dijo, debe de existir algún valor finito de  $x$  para el cual esta regla sería deseable.

En este punto, se generó cierto debate sobre si este tipo de presiones externas podría incluso reforzar la credibilidad de los países. Stanley Fischer señaló que a su parecer una regla así no habría surtido ningún efecto en el caso de Italia, y citó también el Bundesbank alemán como ejemplo de una institución que aparentemente gozaba de credibilidad en todo el mundo, aunque no frente a los sindicatos de su propio país.

Lionel Price se mostró sorprendido por el hecho de que los funcionarios italianos aceptaran de buen grado los criterios exigidos, pero expuso su escepticismo respecto a que hubiesen resultado creíbles las amenazas de Bruselas. En opinión de John Fleming, la principal fuente de credibilidad procede de la disciplina impuesta por el libre acceso al mercado de capitales. Así, destacó que en algunos estados de los EE.UU. el cumplimiento de los requisitos del equilibrio presupuestario les facilitó el acceso de nuevo al mercado de capitales en los casos en que no contaban con el aval del gobierno federal. Por ello, sugirió que quizás los estados miembros de la CE necesitarían el respaldo de una cláusula que excluyera la posibilidad de que el resto de estados actuaran como avalistas.

Otro punto controvertido fue la racionalidad de la regla de oro. Para Olivier Blanchard, aunque la aplicación ingenua de ella podría ser peligrosa, ello no la convierte en una regla inadecuada por naturaleza. De hecho, la regla de oro tiene cierto sentido si se añade a los ingresos reales del sector público los pseudoingresos determinados por la tasa de rendimiento social de las inversiones públicas. John Fleming mostró su preocupación por la formulación de la regla, ya que a su entender debería referirse a la inversión neta y no a la bruta. Hans-Werner Sinn señaló que la regla de oro se recogía en el artículo 150 de la constitución alemana, un hecho suficiente para demostrar su

influencia sobre la reglamentación presupuestaria de Maastricht. Además, defendió al Bundesbank frente a las críticas que levantan sus actuaciones: sus políticas están justificadas, dijo, por la excesiva demanda de crédito en Alemania, y son coherentes con la necesidad de conceder la mayor prioridad al mantenimiento de la estabilidad de precios.

Al final del debate, Willem Buiter dijo que Italia bien podría ser un caso aislado en términos de credibilidad y que es difícil saber si un vínculo externo reforzaría o debilitaría la credibilidad de cualquier compromiso de reducción del gasto público. En general, previno frente al recurso a las reglas presupuestarias como una forma encubierta de estimular la privatización, ya que ésta debería valorarse por sí misma y no por su contribución a un objetivo presupuestario. También expresó su desacuerdo con el optimismo de Rafael Repullo, para quien la relajación monetaria compensaría suficientemente el impacto de la contracción fiscal; el estudio del FMI, por lo que él sabía, ya parecía tener esto en cuenta. Para acabar, contestó a Hans-Werner Sinn que la intención del trabajo no era criticar al Bundesbank por seguir sus propios criterios con una coherencia admirable. Sin embargo, las dificultades por las que está atravesando Europa actualmente, han demostrado que no tiene mucho sentido que una institución nacional sea la encargada de dirigir la política monetaria internacional.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALESINA A., G. COHEN y N. ROUBINI (1992a): «Macroeconomic Policy and Elections in OECD Democracies». *Economics and Politics*.
- ALESINA, A., M. DE BROECK, A. PRATI y G. TABELLINI (1992b): «Default Risk on Government Debt in OECD Countries». *Economic Policy*.
- BAYOUMI T. y B. EICHENGREEN (1992): «Shocking Aspects of European Monetary Unification». CEPR Discussion Paper No. 643.
- BEAN, C. (1992): «Europe 1992: A Macroeconomic Perspective», London School of Economics.
- BEGG, D. *et al.* (1990): *Monitoring European Integration: The Impact of Eastern Europe*, CEPR, London.
- BEGG, D., P-A. CHIAPPORI, F. GIAVAZZI, C. MAYER, D. NEVEN, L SPAVENTA, X. VIVES y C. WYPLOSZ (1991): *Monitoring European Integration: The Making of the Monetary Union*, CEPR, London.
- BISHOP, G. (1992): «The EC's Public Debt Disease: Discipline with Credit Spreads and Cute with Price Stability», en D. E. Fair and C. Boissieu (eds.) *Fiscal Policy, Taxation and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe*, Kluwer, Dordrecht.
- BLANCHARD, O. (1990): «Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators», OECD, Department of Economics and Statistics Working Papers, No. 79.
- BLANCHARD, O., J-C. CHOURAQUI, R. HAGEMANN y N. SARTOR (1990): «The sustainability of fiscal policy: new answers to an old question», *OECD Economic Studies*.
- BOVENBERG, A. L., J. J. M. KREMERS y P. R. MASSON (1991): «Economic and Monetary Union in Europe and Constraints on National Budgetary Policies», *IMF Staff Papers*.
- BRYANT, R. C., D. HENDERSON, G. HOLTHAM, P. HOOPER y S. SYMANSKI (eds.) (1990): *Empirical Macroeconomics for Interdependent Economies*, The Brookings Institution, Washington, D.C.
- BUITER, W. H. (1983): «Measurement of the Public Sector Deficit and its implications for Policy Evaluation and Design», *IMF Staff Papers*.
- (1985): «A Guide to Public Sector Debt and Deficits», *Economic Policy*.
- (1990): *Principles of Budgetary and Financial Policy*, MIT Press, Cambridge, MA.
- (1992): «Should we worry about the Fiscal Numerology of Maastricht?», Economic Growth Center Discussion Paper No. 654, Yale University.

- BUITER, W. H. y K. M. KLETZER (1991a): «The Welfare Economics of Cooperative and Nonco-operative Fiscal Policy», *Journal of Economic Dynamics and Control*.
- (1991 b): «Reflections on the Fiscal Implications of a Common Currency», en A. Giovannini and C. Mayer (eds.) *European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge.
- BUITER, W. H. y U. R. PATEL (1992): «Debt, Deficits and Inflation; and Application to the Public Finances of India», *Journal of Public Economics*.
- CANZONERI, M. B. y B. T. DIBA (1991): «Fiscal Deficits, Financial Integration and a Central Bank for Europe», *Journal of the Japanese and International Economics*.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1990): «One Market, One Money», *European Economy*.
- (1991): «The Economics of EMU», *European Economy*, Special Edition No. 1.
- COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION (Delors Committee) (1989): *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*. Luxembourg.
- CORSETTI, G. (1991): «Testing for Solvency of the Public Sector: An Application to Italy». *Economic Notes*.
- CORSETTI, G. y N. ROUBINI (1991): «Fiscal Deficits, Public Debt and Government Solvency: Evidence from OECD Countries», *Journal of Japanese and International Economics*.
- CORSETTI, G. y N. ROUBINI (1992): «Tax Smoothing Discretion versus Balanced Budget Rules in the Presence of Politically Motivated Fiscal Deficits: the Design of Optimal Fiscal Rules for Europe after 1992», CEPR Discussion Paper No. 682.
- DIAMOND, D. W. y P. H. DYBVIIG (1983): «Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity», *Journal of Political Economy*.
- EATON, J. (1987): «Public debt guarantees and private capital flight», *The World Bank Economic Review*.
- EICHENGREEN, B. (1992): «The Political Economy of Fiscal Policy After EMU», forthcoming in *Stato e Mercato*.
- ENGLANDER, A. S. y T. EGEBO (1992): «Adjustment under Fixed Exchange Rates: Application to the European Monetary Union», OECD Economics Department Working Papers, No. 117.
- GARRET, J. y B. WEINGAST (1991): «Ideas, Interests and Institutions: Constructing the EC's Internal Market», mimeo, October.
- GIOVANNINI, A. y W. MCKIBBIN (1992): «The Economic Consequences of Maastricht», Mimeo, May.
- GOLDSTEIN M. y G. WOGLOM (1992): «Market-Based Fiscal Discipline in Monetary Unions: Evidence from the US Municipal Bond Market», en M. Canzoneri, V. Grilli and P. Massons (eds.) *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the U.S.* Cambridge University Press, Cambridge.
- GRILLI, V., MASCIANDARO y G. TABELLINI (1991): «Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries». *Economic Policy*.
- HAMILTON, J. D. y M. A. FLAVIN (1986): «On the Limitations of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing». *American Economic Review*.
- HARRIS, A. (1992): «The British Disease becomes Endemic». *Financial Times*, August 17.
- MINISTÈRE DE L'ECONOMIE ET DES FINANCES (1992): *Communiqué*. July 29.
- ROUBINI, N. (1991): «Leadership and Cooperation in the EMS», *Journal of Policy Modeling*.
- ROUBINI, N. y J. SACHS (1989a): «Political and Economic Determinants of Budget Deficits in the Industrial Democracies», *European Economic Review*.
- (1989b): «Government Spending and Budget Deficits in the Industrial Countries», *Economic Policy*.
- SARGENT, T. J. (1986): *Rational Expectations and Inflation*, Harpet and Row, New York.
- TREHAN, B. y C. E. WALSH (1988): «Common Trends, the Government Budget Constraint, and Revenue Smoothing», *Journal of Economic Dynamics and Control*.
- WILCOX, D. W. (1989): «The Sustainability of Government Deficits: Implications of the Present-Value Borrowing Constraint», *Journal of Money, Credit and Banking*.
- WYPLOSZ, C. (1991): «Monetary Union and Fiscal Policy Discipline». CEPR Discussion Paper No. 488.