

LA POLITICA FISCAL Y LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA

Miguel SEBASTIAN

II. EL PAPEL CONTRADICTORIO DE LA POLITICA FISCAL EN LA UEM

En el informe *One Market, One Money* (1991), se esboza el papel de la política fiscal en el marco de la unión económica y monetaria (2).

Por un lado, se afirma que la pérdida de los instrumentos de política monetaria y de tipo de cambio para contrarrestar perturbaciones de carácter asimétrico o específico de cada país debe ser compensada por un mayor papel de la política fiscal, entendida en términos generales (capítulo 6 del informe).

Por otro lado, se dice que para que el banco central europeo (BCE) pueda llevar a cabo una política monetaria autónoma es una condición necesaria que ninguno de los gobiernos pueda repudiar su deuda. En otras palabras, la disciplina fiscal es una condición necesaria para la UEM, disciplina entendida como un conjunto de limitaciones al uso discrecional de la política fiscal nacional (capítulo 5 del informe).

Además, la armonización impositiva va a limitar el uso de buena parte de las herramientas susceptibles de ser utilizadas para contrarrestar *shocks*, lo cual va a limitar, de forma adicional, el papel de la política fiscal nacional.

En el esquema 1 se resume, de forma gráfica, dicha contradicción: por una parte, el mayor papel de la política fiscal (a escala nacional y supranacional) para sustituir los instrumentos perdidos y, por otra, la disciplina y la armonización fiscales restringiendo el margen de maniobra presupuestario de cada nación.

¿Cómo se resuelve esta contradicción? Hay, desde mi punto de vista, tres posibles alternativas.

1) La primera es que se minimice tanto el papel de la política presupuestaria para acomodar *shocks* como la importancia de la disciplina fiscal, al menos en términos de reglas fijas que limiten la capacidad de maniobra nacional. En este caso, el *mer-*

I. INTRODUCCION

LA mayoría de las decisiones políticas con trascendencia económica suelen venir precedidas de un proceso de estudio y discusión que, con el suficiente período de maduración, ha permitido ofrecer a los políticos un menú completo sobre el que poder elegir, además de indicar las posibles consecuencias de una u otra alternativa. Así, la profesión de economista puede considerarse «relajada» porque, tomados en su conjunto, los economistas nunca nos equivocamos, en el sentido de que, una vez tomada la decisión y comprobados sus efectos (si los hay), podemos alinearnos discretamente con la posición teórica o analítica que defendía o acertaba a predecir el resultado en cuestión. Incluso individualmente, los propios economistas que errasen en su análisis pueden aceptar que cometieron algún error en los supuestos de partida y continuar impunemente sin sufrir daño alguno en su prestigio. Una ventaja de la que no disponen otros profesionales (piénsese en los médicos o arquitectos), y que nos ha hecho ser envidiados y respetados porque, en cualquier caso, vamos siempre «por delante de los políticos».

En los últimos años, sin embargo, los acontecimientos políticos se han desarrollado a ritmo acelerado, lo que apenas ha permitido ese período de maduración y de oferta de una gama nitida de alternativas. Los economistas parecen ir ahora «por detrás» de los políticos. Dos ejemplos históricos están en la mente de todos: por un lado, el proceso de descentralización y privatización de las economías del Este; por otro, el proceso de creación de la unión económica y monetaria europea (UEM).

En este último caso, ha habido una

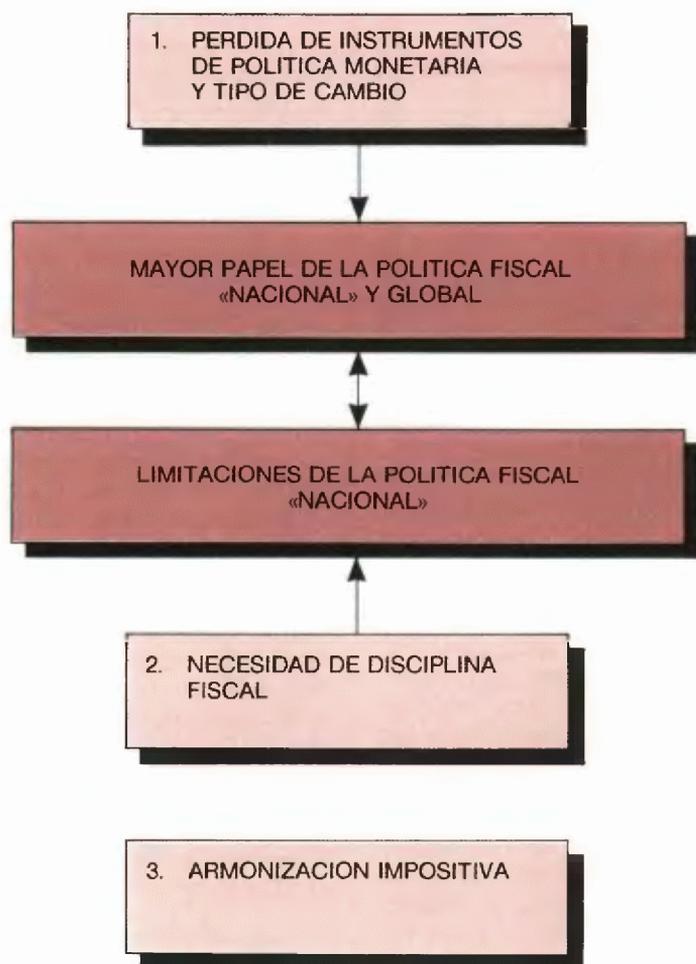
serie de debates que han sido «superados» por la velocidad de las decisiones políticas. En primer lugar, sobre la conveniencia o no de una «unión monetaria». En segundo lugar, una vez tomada la decisión a favor, sobre la superioridad del tipo de cambio fijo o flexible en la convergencia hacia dicha unión (la mayoría de los trabajos referentes a este tema tuvieron lugar después de la toma de decisión). Por último, sobre la deseabilidad o no de un esquema de coordinación frente a un esquema de competencia entre autoridades económicas, principalmente fiscales (1).

En la actualidad, parece que dos grandes temas atraen la atención dentro de esta área, y requieren de un debate urgente entre economistas, so pena de ser, de nuevo, desbordados por las decisiones políticas: el diseño del banco central europeo y el del papel de la política fiscal en la UEM.

En esta nota se intenta aportar, aunque sea de forma modesta, algunas reflexiones sobre el segundo de los temas, y en concreto sobre dos puntos:

- 1) La *contradicción* fundamental que parece observarse acerca del papel de la política fiscal en la UEM.
- 2) La cuestión de la *disciplina fiscal*, y en particular:
 - 2.1) Los criterios de sostenibilidad.
 - 2.2) La imposición de bandas (o cotas superiores) sobre los déficit públicos a la *SME*.

ESQUEMA 1



cado se encargará de contrarrestar *shocks* a través de cambios en precios relativos, movilidad de factores, etcétera, y de poner límites al crecimiento excesivo de la deuda nacional asociando primas de riesgo diferentes a cada una de las emisiones. Es difícil imaginar, por el coste social de lo primero y el riesgo para el funcionamiento del BCE de lo segundo, que los políticos europeos se dejen llevar por este tipo de soluciones de corte «clásico».

2) Que las perturbaciones sean, fundamentalmente, de carácter *simétrico*, como consecuencia del me-

canismo de convergencia implícito en la propia UEM, de forma que la política monetaria supranacional (única) se encargue de contrarrestarlas. En cualquier caso, es difícil pensar que va a haber una desaparición de los *shocks* específicos en cada país. La evidencia generalmente presentada (ver capítulo 6 del informe citado) para argumentar que la mayoría de los *shocks* son de carácter simétrico presenta el sesgo de que las políticas (nacionales) al uso y la capacidad de reacción del tipo de cambio nominal han sido, hasta la fecha, capaces de «filtrar» los *shocks* asimétricos que hayan tenido

lugar en cada país, de forma que la capacidad de aislamiento de éstos no les permite ser identificados.

3) Que la política fiscal nacional sea sustituida por una política presupuestaria de ámbito global o supranacional, lo cual requiere la creación de una institución central europea que la ponga en práctica. Curiosamente, en el mencionado informe no aparece ni siquiera insinuada esta posibilidad, a pesar de la enorme importancia que tendría a la hora de diseñar el propio mecanismo de funcionamiento del BCE. Piénsese, por ejemplo, en el riesgo de replicar, a escala supranacional, la distorsión que sobre la institución monetaria puede ejercer la autoridad fiscal, tal y como ha ocurrido en el pasado en algunos países europeos.

Para resumir, y una vez aceptado que existe la contradicción mencionada, debería debatirse cuál de los esquemas anteriores, u otros alternativos, va a aplicarse para superar dicho conflicto.

A continuación, nos centraremos en aspectos concretos referentes a la disciplina fiscal: primero, la medida de sostenibilidad al uso; segundo, algunas cuestiones que aconsejan en contra de la imposición de bandas sobre déficit públicos.

III. EL CRITERIO DE SOSTENIBILIDAD

La disciplina fiscal, entendida como una situación en la que los gobiernos deben poder hacer frente a su deuda a medio y largo plazo, es aceptada de forma unánime como una condición necesaria para que funcione una unión monetaria entre varios países. El problema surge cuando se trata de llegar a un acuerdo sobre cómo cuantificar el grado de disciplina o solvencia de una situación presupuestaria en un momento del tiempo; esto es, de considerar criterios para medir el grado de sostenibilidad de la deuda o déficit públicos. La cuestión es relevante si, a partir de la elección de un criterio,

se elabora una lista ordenada de países que pueda servir de base para el establecimiento de una «cláusula de no entrada» para aquellos que estén en una posición relativamente insostenible dentro de la tabla. Alternativamente, el criterio puede ser utilizado para imponer unas «directrices vinculantes» más o menos duras según la cuantificación obtenida del grado de disciplina fiscal (3).

Toda medida de sostenibilidad debe reunir información sobre el pasado, presente y futuro del comportamiento presupuestario de un determinado gobierno. Lo que se va a defender aquí es que la medida de sostenibilidad habitualmente utilizada es, dentro de toda la gama de posibilidades, un caso particular en el que se pondera al máximo la situación presente —medida por el déficit primario— frente a la historia pasada, medida por el *ratio* inicial deuda pública/PIB. (El perfil futuro de tipos de interés y crecimiento real de las economías sobre el cual definir una senda sostenible de déficit es, básicamente, el mismo para todos los países).

Dado que toda la derivación analítica del argumento puede encontrarse en otro trabajo (véase Blázquez y Sebastián, 1991), me ceñiré aquí a una explicación verbal del mismo. Habitualmente, se parte de la restricción presupuestaria intertemporal del sector público, en la que se distingue entre déficit primario y carga de intereses, y se supone: a) que no hay recurso a la monetización; b) que los tipos de interés y las tasas de crecimiento de la economía van a ser constantes, y c) que el tipo de interés (nominal o real) va ser mayor que la tasa de crecimiento (nominal o real) de la economía. Esta restricción intertemporal se resuelve recursivamente hacia el futuro, imponiéndose la condición habitual de no explosividad del valor presente de la deuda. De ahí se obtiene que el déficit primario (definido como déficit total menos carga de intereses) permanente (constante para infinitos periodos) debe ser igual al *ratio* deuda/PIB inicial por el factor de descuento. O, lo que es lo mismo, que

CUADRO N.º 1

**SOSTENIBILIDAD:
RANKING SEGUN EL CRITERIO
CONVENCIONAL ($s^* - s$)**

Irlanda	(-6,1)
Dinamarca	(-3,4)
Reino Unido	(-3,4)
Alemania	(-0,7)
Francia	(-0,1)
Bélgica	(0,2)
Holanda	(0,5)
España	(1,6)
Italia	(4,3)
Portugal	(4,3)
Grecia	(11,4)

se debe *mantener constante el ratio inicial deuda/PIB* (4). Este superávit primario «requerido» (que llamaremos s^*) se compara habitualmente con el superávit o déficit primario observado en un momento del tiempo (que vamos a denominar s_t), de forma que se computa un «*gap* de sostenibilidad» para cada país y para cada año ($s^* - s_t$). Una situación «sostenible» es de *gap* nulo; si es positivo, el déficit primario es insostenible y viceversa. El *ranking* de países de la CEE según este criterio de sostenibilidad, para el año 1989 y bajo unos supuestos de tipo de interés y tasa de crecimiento, se presenta en el cuadro n.º 1. En él podemos observar una serie de países que violan abiertamente esta medida de sos-

tenibilidad: Grecia (especialmente), Portugal e Italia. España sería un país con problemas de sostenibilidad fiscal, aunque en magnitud menor que los anteriores. Los países del Benelux, junto con Francia, estarían en el margen —los primeros por debajo y el segundo por encima—, y Reino Unido, Dinamarca e Irlanda estarían claramente en el grupo de política fiscal disciplinada (véase European Community, 1990).

Un criterio alternativo, e igualmente válido, de sostenibilidad, sería fijar un objetivo deuda/PIB (que llamaremos b^*) para un horizonte determinado T y, a partir de esa fecha, mantener dicho *ratio* constante hasta el infinito. Está claro que este criterio cumple la condición de sostenibilidad como el anterior, porque el valor presente de la deuda sobre PIB no «explota». Lo único que diferencia este criterio del precedente es que aquí se computan dos superávit primarios requeridos (s_1^* y s_2^*), uno desde el período inicial hasta el período objetivo T ; el otro, para cualquier período posterior (véase gráfico 1). De hecho, este criterio es más general que el anterior, por lo que discutiremos a continuación las implicaciones de tomar el criterio habitual, que no es más que un caso particular del que aquí se propone.

Supongamos, sin pérdida de generalidad, que la situación deuda/PIB inicial (que representamos por b_t)

CUADRO N.º 2

**SOSTENIBILIDAD:
DIFERENTES RANKING SEGUN T (PARA $b^* = 35,5$ por 100)**

$T = 5$	$T = 20$	$T = 100$
Reino Unido	Irlanda	Irlanda
Francia	Reino Unido	Dinamarca
Alemania	Dinamarca	Reino Unido
Dinamarca	Alemania	Alemania
España	Francia	Francia
Irlanda	España	Bélgica
Holanda	Holanda	Holanda
Portugal	Bélgica	España
Italia	Portugal	Italia
Bélgica	Italia	Portugal
Grecia	Grecia	Grecia

GRAFICO 1

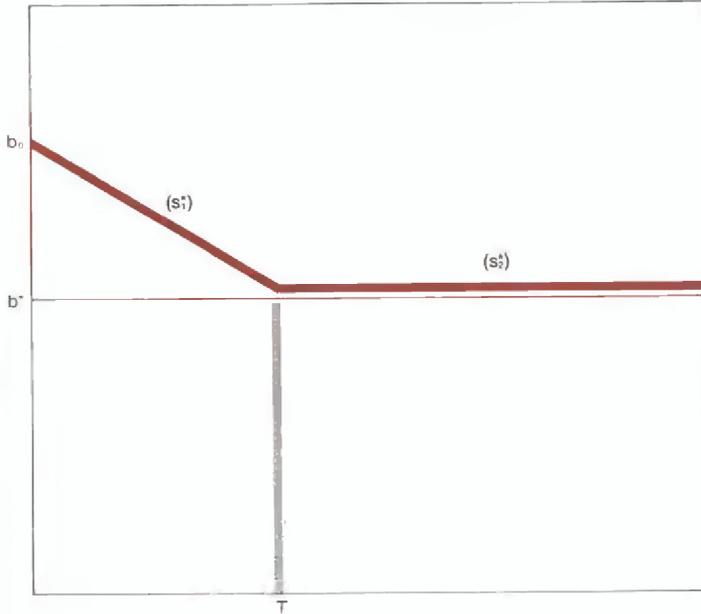
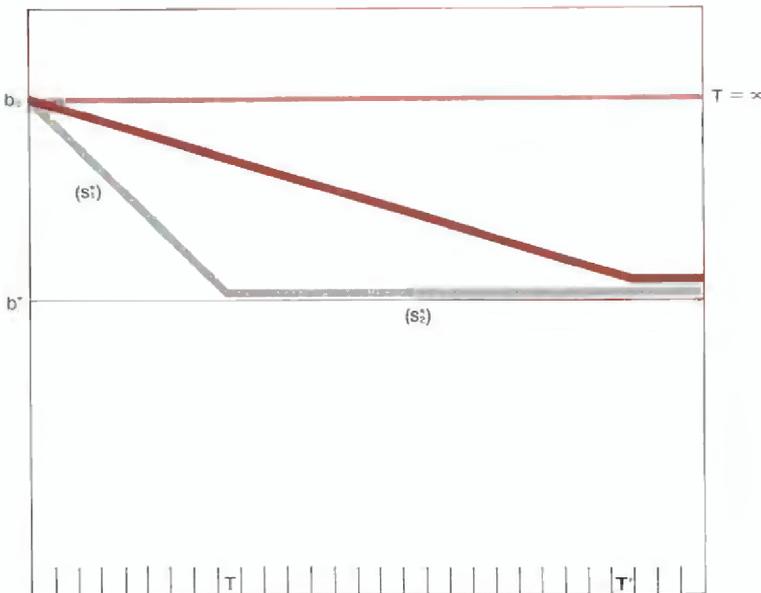


GRAFICO 2



está por encima del objetivo de deuda que se quiere alcanzar, b^* ; es decir, el país en cuestión tiene que realizar un esfuerzo de disciplina fiscal en T años. Entonces se puede demostrar que, cuanto más alejado sea el horizonte en el que se fija alcanzar el objetivo, menor será el esfuerzo requerido (en nuestros términos, menor será el superávit requerido s_1^*). En el gráfico 2 se representa esta situación, midiéndose el esfuerzo fiscal o superávit requerido como una función de la pendiente de la recta que une el *ratio* inicial y el objetivo. Dicha pendiente (superávit requerido) disminuye a medida que T aumenta. El caso habitual de medida de sostenibilidad puede interpretarse como aquel en que, aunque todos los países tengan que converger a un mismo objetivo b^* , el horizonte T se expande hacia el infinito. De esta forma, no se distingue entre los dos superávits requeridos, y el criterio se circunscribe a mantener el *ratio* deuda/PIB inicial. Debe haber quedado bastante claro que los países que parten de una situación inicial de deuda/PIB muy elevada salen «beneficiados» con el criterio convencional. Para ilustrar numéricamente esta afirmación, se presentan en el cuadro n.º 2 diferentes *rankings* de países, utilizando como *gap* de sostenibilidad no el superávit primario requerido en tiempo infinito, s^* , sino diferentes superávits primarios según el horizonte finito en que se fije conseguir el objetivo de deuda sobre PIB, b^* , que en el ejemplo se toma igual a 35,5 por 100, que es el mínimo de la Comunidad y corresponde a la situación de partida de Francia en 1989.

Dado que los países parten de *ratios* iniciales bien diferentes, si se obliga en cinco años ($T = 5$) a todos los países a converger al mínimo de deuda, se obtendrá el *ranking* de la primera columna: Grecia se mantiene en el último puesto de la clasificación, pero Bélgica y Holanda (antes «sostenibles») pasan al grupo de los peores, mientras que Francia y España están en el de los mejores. Irlanda, que antes encabezaba la lista junto con Dinamarca, baja ostensiblemente su medida de «sosteni-

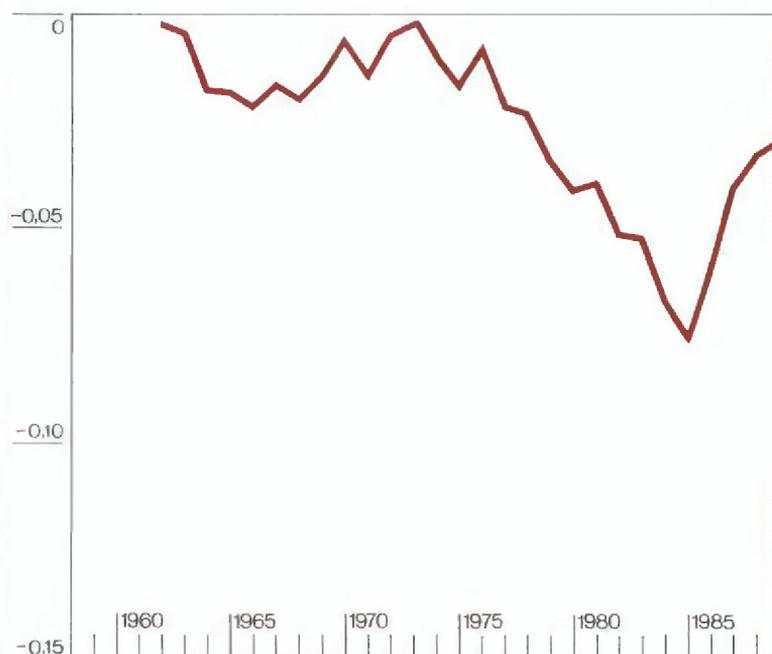
bilidad», mientras que el Reino Unido la mejora.

A medida que se amplía el horizonte T (segunda columna) hay países que empeoran (España, Francia, Portugal, Reino Unido y, en menor medida, Alemania) y otros que mejoran (Bélgica, Holanda, Dinamarca e Irlanda). Grecia e Italia parecen colocarse en el extremo inferior de cualquiera de las clasificaciones, por lo que puede concluirse, sin lugar a dudas, que son los dos países con una situación clara de no sostenibilidad; para el resto de los países, la conclusión es más discutible. Cuando T se amplía a 100 periodos, se obtiene el mismo *ranking* que para T infinito, esto es, el criterio habitual.

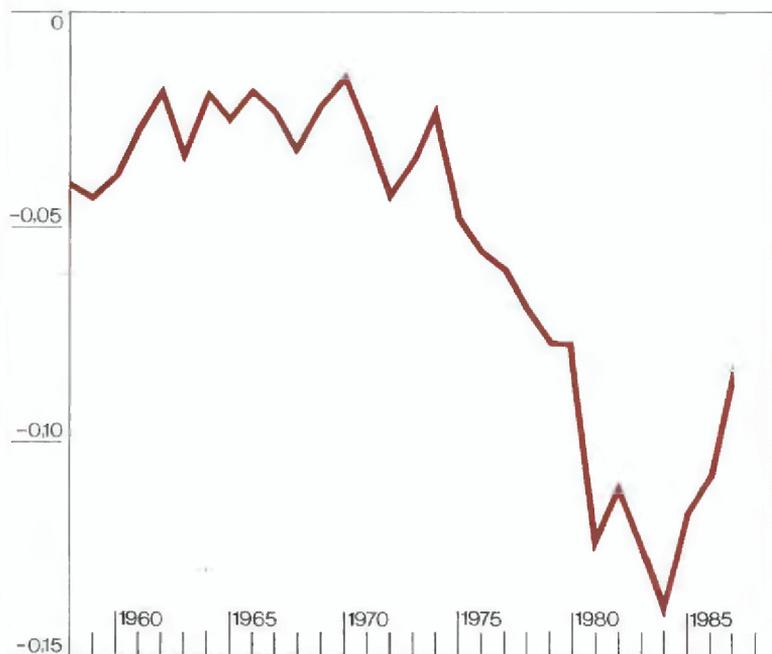
Para resumir, y a modo de conclusión, analicemos el *ranking* de países por deuda/PIB inicial y el de países por déficit primario que se presentan en el cuadro n.º 3. Como se dijo anteriormente, toda medida de sostenibilidad debe ponderar ambas piezas de información. La forma de derivación del criterio habitual supone un sesgo a favor de los países con un déficit primario relativamente bajo (por ejemplo, Bélgica) y en contra de países con un *ratio* deuda/PIB relativamente bajo (Francia o España). De hecho, dentro del conjunto general de criterios, el convencional es el que maximiza dicho sesgo. De esta forma, la medida de sostenibilidad convencional hace que el *ranking* de disciplina se aproxime al de déficit primario observado, y hace «borrón y cuenta nueva» del pasado en términos de minusvalorar el efecto del *ratio* inicial de deuda. Una medida más precisa debería ponderar más equitativamente ambas piezas de información. El lector juzgará, a partir del gráfico 3 (que presenta las series de déficit total para los dos países en los últimos 25 años), hasta qué punto es aceptable que una medida apropiada de disciplina fiscal coloque a Bélgica en una posición de mayor sostenibilidad que a España, tal y como ocurre con el criterio convencional aquí discutido.

GRAFICO 3
RATIO DEFICIT/PIB

ESPAÑA



BELGICA

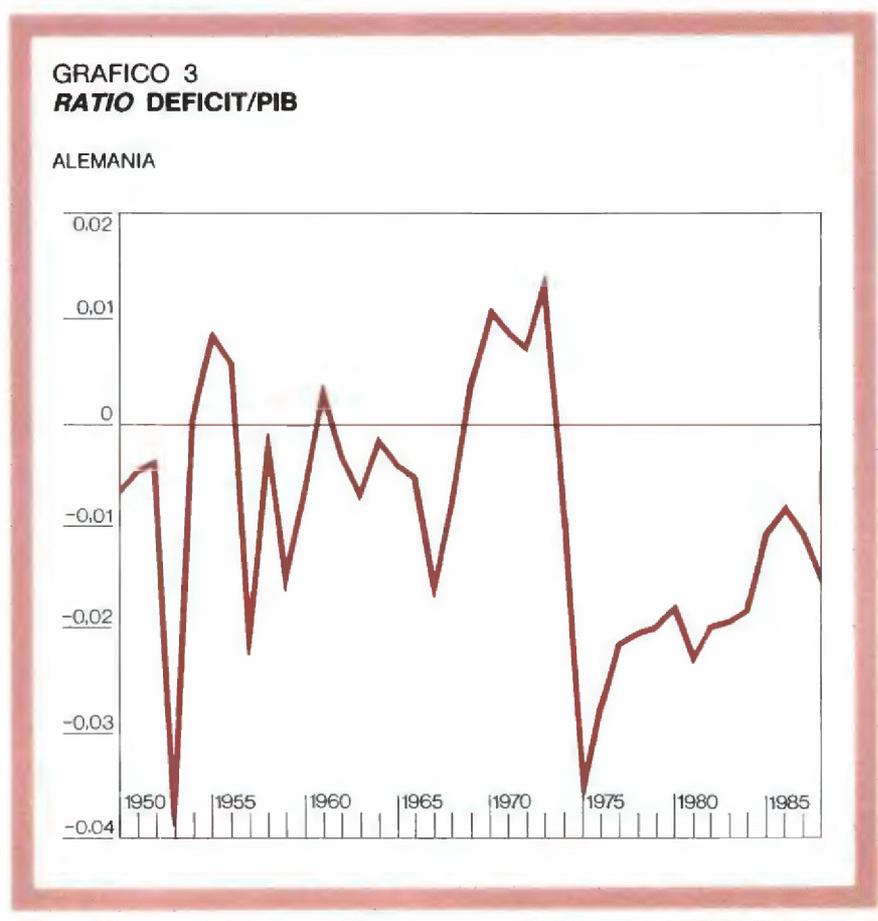


IV. BANDAS SOBRE DEFICIT Y DEUDA

Una de las «reglas vinculantes» que se barajan para los países participantes en una unión monetaria es la de fijar unos límites a su comportamiento fiscal en forma de bandas, a semejanza de las del mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo (SME). La comparación, sin embargo, no es apropiada porque, por definición, una unión monetaria implica la desaparición de la variabilidad de tipos de cambio entre monedas. Sin embargo, ¿qué variabilidad se supone que debe desaparecer en términos de política fiscal? Para que no se cumpla que las decisiones políticas precedan a la discusión económica, el debate sobre la conveniencia o no de imponer unas bandas a la política fiscal debería centrarse en responder, entre otras, a las siguientes preguntas:

1. ¿Deben estar definidas sobre deuda (bruta o neta) o sobre déficit, y, en este caso, deben referirse a déficit observado o primario?

2. ¿Deben ser iguales para todos los países, alrededor de la situación inicial, o específicas para cada país? Para el caso de bandas sobre deuda, el hecho de que fueran iguales implicaría limitar la variabilidad sobre la situación inicial, que se supone la deseada; que fueran distintas se interpretaría en términos de converger a una situación final distinta de la de



partida; por ejemplo, que todos los países terminen con el mismo *ratio* deuda/PIB. Para el caso de bandas sobre déficit, la igualdad equivale a suponer que los *shocks* van a ser de carácter simétrico, por lo que no se necesita una política fiscal diferen-

ciada. Pero, en este caso, la política fiscal podría ser sustituida por una política monetaria coordinada, y se rompería el argumento de la política fiscal como instrumento sustitutivo del tipo de cambio.

3. ¿Deben ser constantes en el tiempo o variar de forma cíclica? y, en este caso, ¿deben ser procíclicas (es decir, primando cuestiones de sostenibilidad) o anticíclicas (es decir, poniendo el énfasis en el carácter contrarrestador de choques)?

4. ¿Deben suponer un límite superior o también un límite inferior? En este caso, ¿deben ser simétricas?

5. ¿Cuál va a ser el criterio de sostenibilidad a largo plazo sobre el que deben enmarcarse estas bandas? Según la discusión del apartado anterior, la respuesta a esta pregunta equivale a una elección de T y de b^* .

6. En su caso, el margen de dis-

CUADRO N.º 3

RANKING DE DEUDA Y DE DEFICIT PRIMARIO

Deuda		Superávit primario	
Francia	(35,5)	Irlanda	(7,7)
Alemania	(43,0)	Dinamarca	(4,7)
España	(43,8)	Reino Unido	(4,3)
Reino Unido	(44,3)	Bélgica	(2,4)
Dinamarca	(63,5)	Alemania	(1,6)
Portugal	(73,1)	Holanda	(1,1)
Holanda	(78,4)	Francia	(0,8)
Grecia	(86,2)	España	(- 0,9)
Italia	(98,9)	Italia	(- 2,3)
Irlanda	(104,9)	Portugal	(- 3,2)
Bélgica	(128,4)	Grecia	(- 10,1)

GRAFICO 5

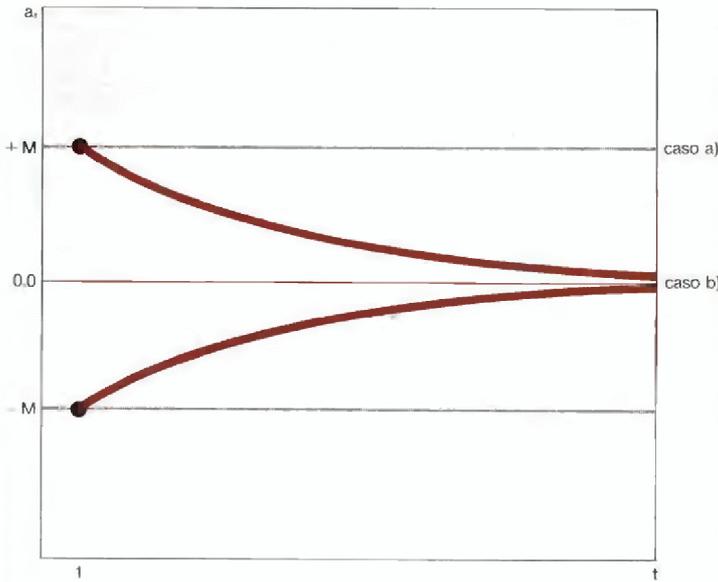
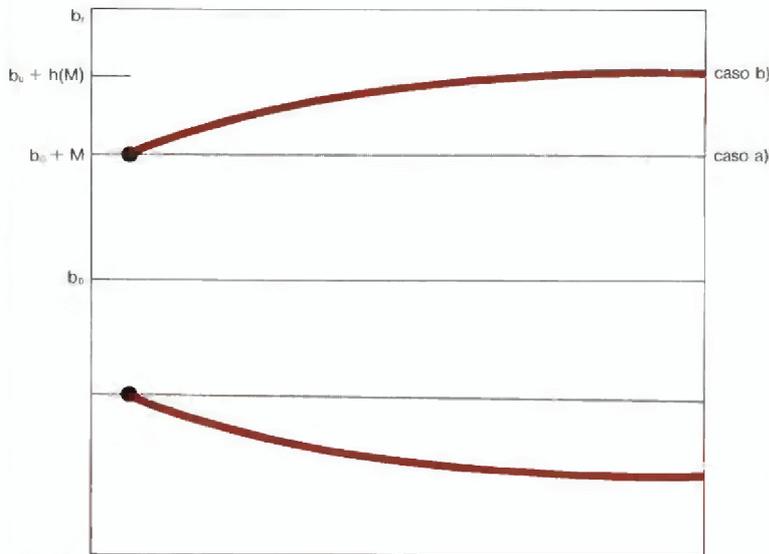


GRAFICO 6



Nota: $h(M) = M\alpha / (\alpha - 1)$

creción, para cada país, ¿va a venir dado por el papel de la historia de déficit de cada uno, o por las previsiones de transmisión asimétrica de *shocks* en virtud de diferencias en la estructura productiva o de los recursos? El gráfico 4, que presenta el *ratio* déficit/PIB para el caso de la economía alemana en el período 1950-1988, parece indicar que la discrecionalidad (medida por la erraticidad de la serie) fiscal en Alemania no ha sido incompatible con la sostenibilidad. Los acontecimientos de los dos últimos años, alrededor del proceso de reunificación, son indicativos de que este carácter discrecional permanece, al menos en el caso alemán.

Para terminar, y a modo de ilustración sobre las dificultades de imposición de uno u otro tipo de banda, supongamos que quedan respondidas casi todas las preguntas anteriores y se decide imponer bandas simétricas, sobre déficit primario, con el criterio habitual de sostenibilidad, sin componente cíclico e iguales para todos.

Se define el déficit primario sujeto a bandas como:

$$s_t = s^* \pm a_t$$

donde s^* es el déficit primario sostenible según el criterio habitual y a_t es la desviación permitida, con media cero.

- $a_t \in [-M, M]$, con la corrección período a período que garantice sostenibilidad (es decir, que el *ratio* inicial de deuda permanezca constante).
- $a_t \in [-M/\alpha^{t-1}, +M/\alpha^{t-1}]$, donde α es la tasa de descuento. En este caso, la sostenibilidad viene impuesta, aunque, como luego veremos, no con el criterio habitual.

En ambos casos, las bandas son idénticas para el primer período (véase gráfico 5). En el primer caso, se introduce mayor erraticidad en los déficit: el margen de maniobra no se estrecha, pero la sostenibilidad implica que la corrección en cada período debe volver a situar el *ratio* de

deuda sobre el nivel inicial, lo que supone «pagar» en un período toda la desviación del superávit requerido. El que no se imponga la necesidad de «pagar» en un período implica, en la práctica, que no hay bandas sobre déficit. En el segundo caso, se elimina esta errática, pero el margen de maniobra para la política fiscal como instrumento para contrarrestar *shocks* queda eliminado a largo plazo.

Si se traducen estas bandas sobre déficit primario en términos de deuda/PIB, al contrario de lo que nuestra intuición nos diría, el primer criterio es más estricto que el segundo, aunque ambos son sostenibles. Bajo el primer criterio, el *ratio* inicial deuda/PIB se mantiene constante para todos los períodos; en el segundo, el *ratio* inicial de deuda puede crecer hasta diez veces el margen de maniobra inicial, *M* (véase gráfico 6). Sin embargo, en un período determinado, el grado de discrecionalidad del primer criterio permite un mayor margen de maniobra que el segundo. ¿Cuál de los dos criterios es más aconsejable: uno que prime la discrecionalidad, aunque introduzca fuertes elementos de errática en el comportamiento fiscal, u otro en el que se limite a largo plazo la capacidad de contrarrestar *shocks* y que, además, posiblemente termine en unos niveles de deuda mayores? El debate, sin duda, no ha hecho más que empezar.

NOTAS

(1) El trabajo de BACCHETTA y CAMINAL (1991), en este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, presenta un buen resumen del grado de ambigüedad de las respuestas a estas preguntas en el estado actual del conocimiento.

(2) El capítulo 5 de este informe figura como apéndice al final de este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

(3) Véase el artículo de GRÖS (1991) que se publica en este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA para una justificación y exposición de diferentes directrices vinculantes.

(4) Véase BLANCHARD (1990) para la derivación de esta condición.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BACCHETTA, P., y CAMINAL, R. (1991), «La política presupuestaria en la Unión Económica y Monetaria», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, número 48.

BLANCHARD, O. (1990), «Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators», *OECD/OES Working Paper*, 79.

BLÁZQUEZ, J., y SEBASTIÁN, M. (1991), «Alternative criteria for debt sustainability: an application to EC countries», mimeo, Banco de España y Universidad Complutense de Madrid.

EUROPEAN COMMUNITY (1990), «One Market, One Money», *European Economy*, 44, octubre.

GRÖS, D. (1991), «La UEM y la política fiscal», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 48.