
El uso de la política fiscal en la Unión Económica y Monetaria: primera evaluación y perspectivas futuras

28

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en la UEM compromete a los gobiernos a alcanzar una situación próxima al equilibrio o al superávit presupuestario a medio plazo. Hasta el momento, el marco fiscal ha contribuido satisfactoriamente a la sostenibilidad financiera pública en la UEM y puede haber contribuido a la estabilidad financiera y a un bajo nivel de inflación medio. Sin embargo, estudios empíricos también sostienen que el PEC puede haber introducido un sesgo procíclico en la evolución de la política fiscal, esto es, que los gobiernos hayan amortiguado el papel de los estabilizadores automáticos para respetar los límites establecidos del déficit. El PEC se encuentra en el punto de mira de las críticas y se han propuesto numerosas reformas.

EDBko Egonkortasunerako eta Hazkunderako Itunak (EHI) gobernuak engaiatzen ditu epe ertainean aurrekontu-orekaren edo -superabitaren hurbileko egoera lor dezaten. Orain arte, zerga-esparruak laguntza egokia eman du EDBko finantza publikoen iraunkortasunerako, eta baliteke finantza-egonkortasuna eta batez besteko inflazio-maila baxua lortzen ere lagundu izana. Dena dela, zenbait azterketa empirikok esaten du balitekeela EHIk joera proziklikoa ekarri izana zerga-politikan, hau da, gobernuak egonkortzaile automatikoen zeregina leundu izana ezarritako defizit-mugak errespetatzeko. EHla kritiken jomugan dago, eta hainbat erreforma proposatu dira.

The Stability and Growth Pact (SGP) in EMU urges governments to achieve a position close to balance or surplus over the medium term. So far, the fiscal framework has successfully contributed to the EMU public financial sustainability and may have contributed to financial stability, as well as to a lower level of inflation. However, empirical studies also argue that the SGP may have entailed a pro-cyclical bias in the evolution of fiscal policy, namely that governments have cushioned the role of automatic stabilizers to respect the established limits of the deficit. The SGP is in the spotlight of criticism and several reforms have been proposed.

ÍNDICE

1. Introducción
2. Los fundamentos de las reglas fiscales
3. La política fiscal y la actividad económica
4. La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento
5. Conclusiones

Referencias bibliográficas

Palabras clave: política fiscal, Unión Económica y Monetaria, Pacto de Estabilidad y Crecimiento, estabilizadores automáticos.

Keywords: fiscal policy, Economic and Monetary Union, Stability and Growth Pact, automatic stabilizers.

N.º de clasificación JEL: E32, E61, E62.

1. INTRODUCCIÓN

El uso de la política fiscal es una de las cuestiones más controvertidas entre los economistas. Hace unos pocos años, Robert M. Solow (2004) y Robert E. Lucas (2003) expresaron puntos de vista absolutamente opuestos acerca de esta cuestión en los discursos que ofrecieron en el Congreso de la *International Economic Association* y en el Congreso de la *American Economic Association*, respectivamente. Sin embargo, ambos ganadores del premio Nobel estaban de acuerdo en lo siguiente:

1. En lo que se refiere a la «asignación de recursos» y a la «redistribución de la renta», el gasto público y los impuestos pueden resultar muy útiles, y pueden contribuir a la mejora del bienestar.
2. El tercer fundamento tradicional para la intervención pública en la economía,

la «estabilización macroeconómica», había alcanzado satisfactoriamente su objetivo en Estados Unidos durante la posguerra.

3. La política de estabilización entendida como la gestión discrecional de la demanda agregada, puede resultar ineficaz y posiblemente perjudicial, debido a razones políticas y a retrasos en su ejecución.

Según Lucas, dichas políticas de estabilización ya no son deseables. El motivo principal es que la extraordinaria estabilidad de la renta y el consumo estadounidense de la posguerra no puede aumentar más, y si hubiese margen para ello, los beneficios en el bienestar serían insignificantes. En línea con la teoría del ciclo económico real, Lucas defiende que (a) la mayoría de las perturbaciones económicas proviene de los *shocks* de productividad, frente a los cuales los cambios en la demanda agregada resultan inadecuados; (b) hoy en día, las econo-

mías no hacen frente a grandes cambios en los agregados macroeconómicos; y (c) los valores probables del coeficiente de aversión al riesgo que se obtienen de eliminar la variabilidad residual del consumo suponen un beneficio muy pequeño en términos de bienestar global.

Por el contrario, Solow defiende la necesidad de reforzar las políticas de estabilización automática. Según él, las reformas de las políticas de redistribución y asignación de recursos en EE.UU. y Reino Unido han reducido la fuerza de los estabilizadores automáticos: los impuestos sobre la renta se han vuelto menos progresivos y, bajo la Administración Reagan y los gobiernos de Thatcher, se recortaron los gastos sociales y las transferencias. Según Solow, fuesen cuales fuesen los efectos de dichas políticas en cuanto a «redistribución» y «asignación», éstas contribuyeron a debilitar la capacidad de respuesta de los estabilizadores automáticos y, por lo tanto, a reducir la capacidad del sector público de mitigar los efectos nocivos de las perturbaciones económicas.

El debate generado entre, por un lado, las «reformas por el lado de la oferta» —con estabilidad de los agregados monetarios y de gasto como defiende Lucas— y, por otro lado, las reformas del sistema fiscal aumentando la progresividad fiscal y las transferencias, como proclama Solow, es una buena muestra de los debates europeos en torno a la política fiscal nacional y al Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC).

Tras la implantación del euro, los Estados miembros se comprometieron a mantener su déficit público por debajo del 3% del PIB. Como ha señalado la Comisión Europea (2002, 2003, entre otros), el objetivo global del PEC es alcanzar a escala

nacional un superávit de las finanzas públicas «cercano al equilibrio o superávit» a «medio plazo». El PEC debe preservar el instrumento de los estabilizadores automáticos hasta donde los límites de las finanzas públicas lo permitan. Así, la aplicación del PEC suscita una doble pregunta a los gobiernos: ¿cómo se puede tratar de encontrar un equilibrio permanente a medio plazo? ¿cómo se puede mantener y promover el papel de los estabilizadores automáticos? La respuesta a estas preguntas requiere bastantes matizaciones. Resumiendo, es bien sabido que el PEC es demasiado estricto: el objetivo de un presupuesto estructuralmente equilibrado parece estar en desacuerdo con la necesidad de mejorar los estabilizadores automáticos. Los gobiernos parecen dar más importancia al primero, restando margen de maniobra a estos últimos. Por ello, se han discutido muchas propuestas de reforma del Pacto, distinguiendo entre las reformas que abogan por el papel «numérico» del Pacto y las que defienden la necesidad de construir un nuevo marco institucional para los procesos presupuestarios.

El presente artículo se estructura de la siguiente manera: en el apartado siguiente exponemos las justificaciones clásicas de las reglas fiscales en la UEM y discutiremos la capacidad del PEC para mitigar las externalidades fiscales en términos de estabilidad financiera en la Unión Monetaria. El apartado tres se centra en el objetivo de la estabilización macroeconómica de la política fiscal. Estos dos apartados conducen a una valoración equilibrada, por lo que el apartado cuatro resume las principales propuestas de reformas presupuestarias en la UEM. Y en el apartado final, recogeremos las principales conclusiones.

2. LOS FUNDAMENTOS DE LAS REGLAS FISCALES

Desde su creación en 1997 en el Tratado de Amsterdam, el PEC ha sido criticado con mucha frecuencia, a la vez que los argumentos a su favor han ido variando (o, al menos, los argumentos a favor de un Pacto «modificado»). Originalmente, el PEC parecía una continuación de los famosos criterios de Maastricht, concebidos para elegir a los candidatos a la futura Unión Monetaria. El principal argumento a favor de fijar un límite al déficit era la necesidad de una coordinación fiscal en la UEM, que fuera capaz de evitar el sesgo de «relajación» generado por una única política monetaria supranacional y gobiernos *free-rider* en materia fiscal. Otra justificación que cada vez está tomando mayor peso es la necesidad de una coordinación de la política fiscal y monetaria en una unión monetaria no inflacionista¹.

2.1. Sesgo a un déficit excesivo en una unión monetaria

A comienzos de los noventa, el Tratado de Maastricht introdujo unos límites a los ratios del déficit y la deuda pública como forma de acabar con el comportamiento *free-rider* de los gobiernos. Esto podría justificarse si la unión monetaria crease desbordamientos (*spillovers*) fiscales negativos, es decir, si la política expansiva de un estado repercutiera negativamente sobre otros estados. En este caso, el resto de integrantes de la unión consideraría la expansión fiscal nacional como un *shock* negativo, y

consecuentemente, éstos reaccionarían mediante una política fiscal expansiva. Sin embargo, todavía no está claro si los *spillovers* fiscales negativos podrían superar a los positivos debido a la absorción externa.

Las primeras justificaciones de los *spillovers* fiscales negativos en una unión monetaria se referían al debilitamiento del efecto *crowding-out*. Dado que una expansión fiscal produce un aumento del tipo de interés de mercado, puede ocasionar un efecto negativo sobre la inversión en todos los países de la unión monetaria que han de afrontar una subida del tipo de interés. Según Buiter, Corsetti y Roubini (1993) y Eichengreen y Wyplosz (1998), la dilución del efecto *crowding-out* se basa en el supuesto de mercados de bonos no eficientes, que cuenta con muy poco apoyo empírico.

La unión monetaria también puede crear incentivos perversos para que los gobiernos aumenten su déficit y su endeudamiento, lo cual añadiría dificultades al Banco Central Europeo para mantener la estabilidad financiera. Sin embargo, Eichengreen y Wyplosz (1998) afirman que las estructuras financieras y las instituciones políticas desempeñan un papel crucial a la hora de prevenir rescates inflacionistas de la deuda. De hecho, el riesgo de rescate depende estrechamente del efecto de difusión sobre el mercado de bonos y de la exposición del Banco Central Europeo a las deudas públicas nacionales.

Otro argumento en favor de los *spillovers* negativos se basa en la relación real de intercambio interna a la unión. Andersen y Sorensen (1995) y Jensen (1996) señalan el efecto negativo que produce una expansión fiscal nacional en la producción de otros países. Una expansión fis-

¹ Una simple comparación entre los estatutos de la Reserva Federal estadounidense y los del Banco Central Europeo refleja la gran preocupación que los responsables europeos de la política económica muestran en la estabilidad de la inflación.

cal nacional aumenta la demanda en toda la unión y lleva a un crecimiento de los precios que reduce su competitividad. El efecto neto puede resultar negativo para los países miembros. Sin una respuesta clara en cuanto al efecto *spillover* «neto», la necesidad de una coordinación fiscal se vuelve cuestionable. Esta observación es el punto de partida de Beetsma, Debrun y Klaassen (2001). En un marco keynesiano clásico, donde la demanda interna está positivamente ligada a la producción externa, el signo del efecto *spillover* «neto» depende de la combinación de las reacciones fiscales y monetarias a los distintos *shocks* (oferta/demanda; simétrico/asimétrico). El modelo permite a los autores analizar distintos tipos de coordinación (mediante una regla *ex-ante* o discreción *ex-post*) entre las autoridades fiscales y monetarias. Este modelo muestra casos de coordinación contraproducente debido al comportamiento *free-rider* o a conflictos en la orientación de las políticas mixtas. Concretamente, el riesgo de coordinación contraproducente es mayor cuando las economías de los Estados miembros sufren las sacudidas de *shocks* altamente correlacionados.

2.2. Más allá de la unión monetaria: sostenibilidad fiscal y estabilidad de la inflación

A pesar de la falta de consenso en la necesidad del mecanismo de coordinación entre las políticas fiscales en una unión monetaria, se da un amplio acuerdo sobre la necesidad de adoptar una regulación fiscal de ámbito europeo. Además, muchos países que no forman parte de una unión monetaria han implantado reglas fiscales. Este es el caso de EE.UU., Reino Unido, Japón,

Nueva Zelanda, Noruega, Canadá o Suiza, entre otros. El acuerdo institucional difiere de un país a otro, pero el principio general de la regla fiscal, como se recoge en Kopits y Symanski (1998), es «una constante limitación de la política fiscal, expresada mediante indicadores sintéticos de la actuación fiscal, como el déficit público, endeudamiento o deuda pública o cualquier otra variable relevante». Además, según Kopits y Symanski (1998), las reglas fiscales han de satisfacer algunos criterios: deberían estar bien definidas —elegir un indicador sintético correcto—; deberían basarse en la transparencia de la actividad del gobierno —para poder ganar apoyo popular—; deberían ser sencillas y flexibles, es decir, capaces de mitigar *shocks* exógenos; y por último deberían ser adecuadas y ejecutables.

Las reglas fiscales limitan institucionalmente a los gobiernos, por lo que éstos se ven inducidos a adoptar una política fiscal sostenible. Se espera, por tanto, que las políticas de estabilización mantengan inalterable el peso de la deuda a lo largo del ciclo económico. Los déficit aumentan en las fases recesivas pero suelen disminuir durante las fases alcistas. Cabe señalar que las reglas fiscales no prohíben los déficit públicos de carácter cíclico, sino que estos pueden entenderse bajo el punto de vista de las teorías keynesianas y neoricardianas. La limitación institucional es útil a la hora de mitigar los incentivos perversos de los gobiernos para posponer la consolidación de la deuda, aduciendo principalmente razones políticas².

De hecho, los criterios fiscales introducidos en el Tratado de Maastricht pare-

² El punto de partida de la extensa literatura sobre la economía política de la consolidación de la deuda son los artículos de Alesina y Tabellini (1990) y Alesina y Drazen (1991).

cen haber modificado significativamente el comportamiento de los gobiernos. Según Ballabriga y Martínez Mongay (2003, 2005) los superávits presupuestarios tienden a reaccionar de manera más contundente a la estabilización de la deuda acumulada. Se han señalado muchas diferencias entre países en cuanto a la consolidación de la deuda. En Bélgica e Italia la lenta reducción de la deuda comienza a principios de los noventa y dura toda la década. En Irlanda, la consolidación se consiguió antes, hacia la mitad de los ochenta. Dicha consolidación fue masiva y breve. Por el contrario, Francia, Alemania y Suecia comienzan a reducir su deuda a mitad de los noventa. En Fatás y Mihov (2002) se recogen otros factores interesantes. La composición de la consolidación de la deuda difiere de un país a otro. Globalmente, la consolidación se basaba en una política de aumento de los ingresos en aquellos países donde los ingresos públicos eran inicialmente bajos (por ejemplo, Italia y España). Otros países se basan en políticas de recorte de gastos (Bélgica, Países Bajos y Suecia). Francia y Alemania, que apenas han reducido su gasto público, todavía se enfrentan a un aumento del peso de su deuda³.

Los Tratados europeos de Maastricht y Amsterdam puede que hayan ayudado (oportunamente) a los países a limitar la proporción de deuda sobre el PIB. A pesar de que su deuda pública se sitúa todavía por encima del 60% del PIB, su acumulación ya no parece tan explosiva. Además de ase-

³ Los «efectos de composición» en la política de consolidación están bien documentados en la literatura, véase entre otros Alesina y Perotti (1995), Von Hagen *et al.* (2002). La evidencia empírica de la convergencia europea hacia políticas fiscales más disciplinadas se muestra en De Bandt y Mongelli (2000).

gurar la solvencia financiera del gobierno, a largo plazo las finanzas públicas saneadas suponen un efecto positivo adicional, el de facilitar la estabilidad de los precios tal y como señala cada vez más la literatura.

En los países donde se ha adoptado una regla fiscal común, el banco central es el encargado de llevar a cabo la política monetaria y es el responsable de la estabilidad de los precios. Una abundante literatura hace hincapié en la necesidad de una política monetaria antiinflacionista complementada con una política fiscal disciplinada. El artículo pionero de Sargent y Wallace (1981) y las posteriores contribuciones de Leeper (1991) y, especialmente, Woodford (1995, 1998, 2001) han propuesto una nueva interpretación de la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno, que es la base de «la teoría fiscal del nivel de precios»⁴. La ecuación presupuestaria intertemporal señala que la cantidad real de deuda pública es igual al valor descontado, en términos reales de los ingresos futuros del gobierno netos de gastos (esto es, el superávit presupuestario). Tradicionalmente, esta ecuación se ha considerado una restricción: se supone que un aumento de la deuda nominal se compensa con un aumento de los ingresos futuros (por ejemplo, los ingresos por impuestos) y/o una disminución del gasto público futuro. Sin embargo, los defensores de la teoría fiscal del nivel de precios argumentan que los cambios en el nivel de precios pueden eliminar cualquier desequilibrio nominal entre la deuda pública y los superávits presupuestarios futuros. Los principales supuestos de esta teoría son, en primer lugar, que la política monetaria no puede controlar perfectamente la estabilidad de los

⁴ Christiano y Fitzgerald (2000) aportan una presentación sintética de esta teoría y sus controversias.

precios, no puede compensar del todo el efecto inflacionista de los *shocks* fiscales⁵. En segundo lugar, un supuesto clave es la posibilidad de que el gobierno descuide las consecuencias de la evolución de la deuda pública a la hora de definir su posición fiscal en el presente. Existe la posibilidad de que el déficit público no reaccione a la carga que supone la deuda pasada. Este comportamiento se denomina política fiscal «dominante» (por Sargent), «activa» (por Leeper) y «no ricardiana» (por Woodford). Según la teoría fiscal del nivel de precios, este supuesto no lleva a un crecimiento explosivo de la deuda real ya que los precios aumentarán para satisfacer la ecuación presupuestaria intertemporal.

La teoría fiscal del nivel de precios ha sido objeto de numerosas objeciones, sobre todo en lo que se refiere a su coherencia lógica y a cuestiones de sobre-identificación. Buitert (2002), entre otros, es uno de los mayores oponentes a esta teoría. En Christiano y Fitzgerald (2000) se aporta un modelo en el que los supuestos de esta teoría son coherentes con el resto de relaciones macroeconómicas descritas en el modelo. Lo que se muestra es que, en el contexto de una política fiscal no ricardiana, el banco central puede controlar la inflación media pero no puede determinar la volatilidad de la inflación porque no puede eliminar el impacto de los *shocks* fiscales sobre el nivel de precios. Una regla fiscal, entendida como el compromiso riguroso del gobierno de establecer una política fiscal sólida (es decir, con una reacción

correctiva a la evolución de la deuda pública, asegurando que se respeta la restricción presupuestaria sin presión sobre los precios), puede ayudar a que la política monetaria (definida como una regla sobre el tipo de interés de tipo Taylor) consiga una tasa de inflación baja con una menor variabilidad. Para concluir con los aspectos teóricos, cabe señalar que un bajo nivel de inflación se considera una fuente de eficiencia económica, pero existe un menor acuerdo sobre las ganancias de bienestar que puede proporcionar una baja variabilidad de la inflación.

El establecimiento de reglas fiscales en numerosos países no se debe simplemente a la existencia de efectos externos de las políticas fiscales nacionales en una unión monetaria, sino a algo mucho más profundo. En efecto, estas reglas contribuyen fundamentalmente a la estabilidad de los precios y a la sostenibilidad de las finanzas públicas. Además de estos dos objetivos fundamentales, las reglas fiscales también sirven para estabilizar la evolución cíclica de la actividad económica. Con un límite del 3% del PIB, las variaciones nacionales del déficit público se consideran una herramienta efectiva para suavizar los *shocks* asimétricos en la UEM, mientras que la política monetaria única reacciona a la evolución de los precios al nivel del área. En el próximo apartado, presentaremos algunos resultados empíricos que tratan sobre los márgenes de maniobra de la política fiscal en el seno de una regla fiscal general.

3. LA POLÍTICA FISCAL Y LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La política fiscal de la gestión de la demanda agregada fue cuestionada en la década de los ochenta, tanto por académicos

⁵ Diferentes canales explican el impacto de los *shocks* fiscales sobre la inflación. El *shock* fiscal expansionista aumenta la inflación como cualquier componente de la demanda. Además, Woodford (1998) describe el aumento de los precios como el resultado de un efecto riqueza: una reducción esperada de los impuestos lleva a un aumento del consumo privado que aumenta los precios a largo plazo.

micos como por los propios responsables políticos. Los datos reales ponen de relieve que ni el crecimiento de los déficit públicos ni el de la deuda evitaron que el crecimiento económico de toda Europa, así como el empleo, cayeran. Sin embargo, el aumento del déficit en periodos recesivos se considera todavía que mejora el bienestar, incluso en el modelo neo-ricardiano de suavización impositiva de Barro (1989). Según este autor, los impuestos distorsionadores constituyen la principal objeción a la equivalencia ricardiana: los frecuentes cambios en los impuestos para compensar los cambios en el gasto público pueden ocasionar distorsiones e importantes pérdidas de bienestar. En lugar de adoptar posiciones fiscales equilibradas, los gobiernos deben ajustar los tipos impositivos sólo a los cambios permanentes en el gasto público. Los estudios empíricos realizados en Europa concluyen que los gobiernos no se han ajustado a este comportamiento racional⁶. Las reglas fiscales no impiden un ajuste cíclico de los instrumentos fiscales. Se espera que la acción estabilizadora automática de los impuestos y de las transferencias mitiguen los *shocks* exógenos.

3.1. Política fiscal discrecional

La explotación de grandes conjuntos de datos, recogiendo variables fiscales con una frecuencia semi-anual y trimestral, ha guiado numerosos estudios empíricos que abordan los efectos macroeconómicos reales de la política fiscal.

⁶ La suavización fiscal se sustenta en datos de EE.UU. y Reino Unido. Como hemos mencionado en la introducción, los ajustes de la deuda se retrasan frecuentemente por motivos políticos.

Hasta el momento, los multiplicadores fiscales se calculaban mediante grandes modelos macroeconómicos como QUEST e INTERLINK. Los nuevos avances empíricos proporcionan distintas ventajas: los resultados empíricos son más fáciles de reproducir y permiten llevar a cabo más contrastes de comparación y controles de robustez. Blanchard y Perotti (2002) en una contribución académica destacada exponen un enfoque original para identificar los *shocks* fiscales por medio de autorregresiones vectoriales estructurales (S-VAR)⁷. Marcellino (2006) adapta este enfoque a un mayor número de variables y estima los modelos S-VAR. Posteriormente simula las funciones impulso-respuesta ante distintos *shocks* en cuatro países europeos.

El método S-VAR es una herramienta poderosa para investigar los efectos empíricos de la política económica ya que requiere pocos supuestos teóricos. Sin embargo, la interpretación de los resultados debe realizarse con cuidado. Debe prestarse especial atención al significado de los «*shocks* estructurales de política». Estadísticamente, se trata de los cambios inesperados de las variables endógenas (entre las que se incluye el indicador de política fiscal). Este componente inesperado que normalmente se considera un indicador de la política fiscal discrecional o no sistemática corresponde a un cambio en la política fiscal que no está relacionado con ninguna situación cíclica en particular. Marcellino (2006) muestra cómo estos *shocks* de política fiscal apenas tienen efectos significativos sobre las brechas de producción y las tasas de inflación. Este resultado general se con-

⁷ Perotti (2002) proporciona una ampliación interesante de Blanchard y Perotti (2002). Además discute los distintos métodos disponibles en la literatura para identificar los *shocks* fiscales.

firma en los distintos componentes de los presupuestos públicos (consumo, transferencias, inversión, impuestos directos sobre las familias, impuestos directos sobre las empresas e impuestos indirectos). La conclusión general que se puede obtener de estos análisis es cuanto a la utilidad de la política discrecional dista mucho de ser positiva. Los *shocks* fiscales no proporcionan ninguna estabilización macroeconómica, es más, contribuyen a aumentar el déficit público y amenazan la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Otros resultados interesantes se presentan en Fatás y Mihov (2003). Este artículo se basa en estimaciones de datos de panel sobre la relación entre la volatilidad de la política fiscal discrecional y la volatilidad del crecimiento económico en distintos países⁸. Muestra cómo una elevada volatilidad de la política discrecional se traduce a su vez en una elevada volatilidad de la producción. Además, la discrecionalidad de la política fiscal también tiene costes en términos de crecimiento económico. Un aumento del 1% en la volatilidad de la producción causada por un aumento del 1,2% en la política fiscal discrecional reduce la producción tendencial en alrededor de un 0,8%.

3.2. Estabilizadores fiscales automáticos

Teniendo en cuenta las críticas surgidas al activismo fiscal, las reglas fiscales se basan en el funcionamiento de los estabili-

zadores automáticos. Se espera de éstos que aporten diversas ventajas: a primera vista no se necesita ninguna decisión política para poner en funcionamiento el impacto contracíclico del déficit público. Tampoco se requiere ningún grupo de presión, ni control institucional, ni procesos administrativos; los estabilizadores automáticos actúan sin retraso sobre las perturbaciones que han de mitigar. Los estabilizadores automáticos funcionan gracias a la dependencia cíclica de distintos programas presupuestarios. Los subsidios de desempleo y otras transferencias aumentan durante épocas de recesión y disminuyen en épocas de crecimiento. Pero sin embargo, los ingresos provenientes de los impuestos directos e indirectos son fuertemente procíclicos. La medida de la elasticidad del déficit público respecto a las brechas de producción suscita algunas cuestiones metodológicas⁹. Estudios recientes de la OCDE muestran una elasticidad fiscal al ciclo de un 0,5% aproximadamente: cuando el crecimiento económico disminuye en un 1%, el déficit público aumenta en un 0,5%. Estimaciones posteriores por parte de Wyplosz (1999) y Méltiz (2000) obtuvieron una elasticidad menor, entre 0,1%-0,2%. Dos factores complementarios pueden explicar la caída de las elasticidades durante los noventa: primero, el grado de la respuesta automática ha disminuido como consecuencia de determinadas reformas económicas y políticas; y segundo, los estabilizadores

⁸ Usando datos de panel, los autores estiman un déficit público ajustado cíclicamente y luego calculan la varianza de los residuos que interpretan como el tamaño o la intensidad de los cambios discrecionales. En un último paso, estiman una regresión lineal de la varianza del crecimiento económico sobre la varianza de los residuos de la política fiscal.

⁹ Una cuestión particular se debe a la endogeneidad de las brechas de producción ya que los saldos presupuestarios son un componente de la demanda agregada. Además, Méltiz (2005) analiza otra fuente de endogeneidad, cuando los componentes presupuestarios cíclicamente ajustados y las brechas de producción se expresan en ratios de la producción potencial, se pueden calcular ineficientemente si la producción potencial no es determinista sino sujeta a *shocks* de oferta.

automáticos continúan tan fuertes como en el pasado, pero su actuación es olvidada por la política discrecional procíclica —dirigida a mantener el déficit público por debajo del 3% del PIB cada año.

No es de extrañar que varios artículos académicos recojan esta segunda explicación, como Van den Noord (2000) y Wyplosz (2002)¹⁰. Por norma general, los gobiernos europeos no aprovechan los tiempos de bonanza económica para reducir su déficit estructural y recuperar así el margen de maniobra para afrontar la siguiente fase recesiva. Por ello, los gobiernos deben evitar que sus déficit sobrepasen el 3% y están obligados a aumentar los impuestos o recortar gastos durante las malas épocas, mientras que lo aconsejado y deseable sería adoptar las medidas opuestas. Además de reducir el grado de estabilización macroeconómica, este comportamiento fiscal genera una acumulación de deuda pública que compromete cada vez más la capacidad de los gobiernos para que los estabilizadores automáticos puedan funcionar.

La explicación alternativa de la disminución de la sensibilidad cíclica del presupuesto público está relacionada con las políticas fiscales y de bienestar puestas en marcha para aumentar la eficiencia económica pero que pueden amortiguar los beneficios proporcionados por la estabilización cíclica. Normalmente se espera que las políticas del lado de la oferta, como los recortes de las transferencias sociales y las reducciones de los impuestos, reduzcan al-

gunas ineficiencias económicas debido a la eliminación de los malos incentivos generados para los oferentes. Eliminar dichas pérdidas de bienestar, aumentando la eficiencia de los mercados de *inputs* y *outputs*, puede aumentar el crecimiento económico. La bases impositivas crecen, incluso con un menor tipo impositivo, permitiendo un nivel suficiente de ingresos fiscales como para financiar los gastos públicos. Sin embargo, este tipo de política puede reducir los estabilizadores automáticos y por lo tanto aumentar la volatilidad macroeconómica. Muchos estudios empíricos, desde Galí (1994) hasta Fatás y Mihov (2001a,b), han destacado en repetidas ocasiones que el grado de estabilización automática está correlacionado con el tamaño del sector público. Por lo tanto, cualquier reducción del gasto público podría implicar efectos negativos sobre los estabilizadores automáticos.

Sin embargo, Hairault, Langot y Portier (2001), Buti *et al.* (2002) y Wijkander y Roeger (2002) han demostrado que una reducción de la carga fiscal, o incluso un sistema de seguridad social menos generoso no tiene por qué ser contradictorio con una estabilización macroeconómica más efectiva. Estos estudios muestran casos en los que los efectos de los estabilizadores automáticos del lado de la oferta son más fuertes que los efectos de suavización tradicionales de las perturbaciones de la demanda. En Buti *et al.* (2002), existe un valor umbral crítico de la carga fiscal por encima del cual los estabilizadores automáticos se desconectan, esto es, se vuelven desestabilizadores. Este valor umbral depende fundamentalmente del tamaño relativo de la economía y de su grado de apertura. En países poco abiertos el umbral de la carga fiscal es menor que en

¹⁰ Una excepción importante es Galí y Perotti (2003), que muestran que las políticas fiscales activas en los países de la UEM y la OCDE se han vuelto más contracíclicas en el periodo posterior al Tratado de Maastricht. Estos autores recuerdan que los países europeos han hecho frente a menos recesiones en los noventa que en el pasado.

Cuadro n.º 1

Grado de estabilización automática

Países	Interlink	NiGEM	QUEST			
			Consumo	Inversión	Exportaciones	Productividad
Bélgica	22	5	19	5	9	3
Alemania	31	18	29	8	12	7
Grecia	14	—	35	9	11	5
España	17	13	29	7	19	4
Francia	14	7	38	10	14	5
Irlanda	10	7	14	3	5	1
Italia	23	5	30	10	14	11
Países Bajos	36	6	20	5	8	3
Austria	7	12	20	5	8	3
Portugal	—	10	30	5	10	5
Finlandia	58	7	32	5	11	1

Las columnas Consumo, Inversión, Exportaciones y Productividad recogen, respectivamente, los *shocks* sobre el consumo, la inversión, las exportaciones y la productividad del trabajo.

Fuente: los resultados de los modelos Interlink y NiGEM provienen de Comisión Europea (2001) citados por Brunila *et al.* (2003). Las cifras del modelo QUEST se extrajeron de los gráficos mostrados en el mismo artículo, Brunila *et al.* (2003).

países más grandes: la carga fiscal rápidamente pone en peligro la labor de los estabilizadores automáticos¹¹.

El cuadro n.º 1 muestra los resultados de las simulaciones realizadas para estimar el grado de estabilización automática proporcionada por los sistemas de seguridad social y los sistemas fiscales en los países de la UEM. En las primeras dos columnas mostramos los resultados de la simulación basados, respectivamente, en los modelos INTERLINK de la OCDE y el modelo NiGEM del National Institute of

Economic and Social Research. El coeficiente de estabilización automática se calcula mediante la raíz cuadrada de la desviación media entre la volatilidad de la brecha de producción de la OCDE estimada entre 1991 y 2000 y la volatilidad de la brecha de producción simulada en la que los efectos cíclicos de las partidas del presupuesto público son eliminados por políticas discrecionales.

NiGEM refleja menores coeficientes principalmente porque, al contrario que INTERLINK, no se centra sólo en los efectos de suavización de los *shocks* de la demanda¹² interna. En promedio, las reacciones cíclicas

¹¹ Los estabilizadores automáticos suavizan los efectos de los *shocks* exógenos manteniendo la demanda agregada. En países relativamente abiertos estos efectos de demanda trascienden la economía nacional, pero una elevada carga fiscal reduce la flexibilidad del mercado y el ajuste a estos *shocks*.

¹² Se pueden encontrar más detalles de los resultados de INTERLINK en Van den Noord (2000), y el modelo NiGEM se presenta en Barrell y Pina (2000).

cas de los componentes del presupuesto público suavizan entre un 10% y un 30% de la volatilidad económica según el modelo INTERLINK, mientras que el rango del efecto de suavización del modelo NIGEM se encuentra entre el 5% y el 10%.

Brunila *et al.* (2003) utilizan el modelo QUEST para analizar el papel de los estabilizadores automáticos respecto a varios *shocks*; este enfoque desagregado permite analizar con mayor precisión importantes diferencias entre países ya observadas en estudios anteriores. Para calcular esta estimación se utiliza un método que consta de tres pasos. Primero, los autores calculan la sensibilidad del componente presupuestario con respecto a distintas fluctuaciones económicas. Luego, se calculan los multiplicadores fiscales a corto plazo. Finalmente, el producto del saldo presupuestario ajustado al ciclo y los multiplicadores fiscales a corto plazo da como resultado el impacto de estabilización de los componentes presupuestarios.

En todos los países, los estabilizadores automáticos tienen el mayor efecto en la suavización de los *shocks* del consumo privado: se habrían eliminado alrededor del 30% de las fluctuaciones inducidas del PIB. El impacto es menor del 20% en Bélgica e Irlanda. Sin embargo, en el caso de los *shocks* de inversión, el impacto de los estabilizadores automáticos es inferior en todos los países. Este impacto es aproximadamente del 5% en los países más pequeños y cercano al 10% en las grandes economías: Alemania, España, Francia e Italia. Lo mismo ocurre en lo que se refiere a los *shocks* a la exportación. Las variaciones automáticas en el saldo presupuestario suavizan más del 10% de la evolución del PIB resultante *shocks* externos en los

cuatro mayores países, mientras que el impacto difiere considerablemente entre los países menores. De hecho, el tamaño del efecto de los estabilizadores automáticos depende de la reacción cíclica de los componentes presupuestarios, que es menor en países que han adoptado bajos tipos impositivos directos, como Irlanda. Igualmente depende de los multiplicadores fiscales a corto plazo, que son menores en los países más abiertos, especialmente en pequeños países.

En el caso de un *shock* de oferta negativo que reduzca la producción potencial y aumente los precios, se estima que los estabilizadores automáticos son insuficientes para reducir la respuesta antiinflacionista del banco central. Además si el *shock* de oferta es permanente, un *contra-shock* fiscal sobre la demanda agregada podría permitir que la economía pospusiera el ajuste de la producción a su nuevo nivel potencial. Salvo en el caso de Italia, el modelo QUEST muestra que los estabilizadores automáticos son los más débiles a la hora de responder a los *shocks* de productividad del trabajo. Los países más grandes cuentan aún con un mayor efecto de suavización que, en esta ocasión, puede resultar no tan deseable.

Los resultados empíricos muestran la superioridad de los estabilizadores automáticos sobre el activismo fiscal como una herramienta poderosa para mitigar los *shocks* económicos negativos. Sin embargo, se considera que el PEC es demasiado estricto. Algunos gobiernos europeos han debilitado los estabilizadores automáticos para poder respetar el límite de déficit impuesto por el Pacto. El próximo apartado resume las contribuciones académicas respecto de una nueva regla fiscal que pueda eliminar estos inconvenientes.

4. LA REFORMA DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

Las cuestiones surgidas al establecer una regla fiscal en Europa señalan la necesidad de recuperar un margen de maniobra presupuestario (para permitir a los estabilizadores automáticos funcionar perfectamente) sin poner en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas. Se pueden distinguir dos tipos de propuestas: un cambio en la regla «numérica» o una modificación de las instituciones europeas y/o nacionales.

4.1. Reglas numéricas alternativas

Según Kopits y Symansky (1998), el diseño de una regla fiscal óptima depende fundamentalmente del «indicador sintético de actividad fiscal» que se escoja como objetivo. El PEC limita el saldo presupuestario público de forma global. Este objetivo puede parecer «sencillo», máxime cuando incluye los pagos de intereses netos, ya que pone el énfasis en la carga de la deuda y puede preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Sin embargo, el límite del ratio del déficit público sobre el PIB puede no tener en cuenta la evolución cíclica del presupuesto público.

Muchos economistas defienden que una regla fiscal debería tomar el déficit ajustado cíclicamente como la variable a restringir. La Comisión Europea reconoce que el Pacto se basa en una posición cercana al equilibrio a medio plazo, es decir, una regla con un déficit estructural del 0% a lo largo del ciclo. Sin embargo, tal regla puede resultar difícil de llevar a cabo, primero porque requiere medir correctamente los saldos ajustados cíclicamente, así como una referencia

relevante para el periodo temporal utilizado para definir el ciclo y apreciar los esfuerzos de los gobiernos harían para alcanzar dicho objetivo.

Coricelli y Ercolani (2002) han propuesto pasar por alto estas cuestiones de medición mediante la introducción de una regla de gasto público. Una característica interesante es que éste no depende tanto del ciclo económico. La regla establece que el gasto público en el año t tendría que igualar los ingresos totales derivados de la producción potencial del año t . Buitter y Grafe (2003) han propuesto una Regla Presupuestaria Permanente basada en el principio de suavización impositiva. El déficit público permanente se calcularía como la diferencia entre la media a largo plazo de los valores futuros del gasto público y los ingresos impositivos. El valor de este déficit permanente debería restringirse a cero.

Ambas contribuciones pueden ser realistas, y con sentido económico, pero ninguna de ellas justifica la elección arbitraria como objetivo de un déficit estructural del 0%. Este punto es subrayado por aquellos economistas que temen que una regla fiscal demasiado estricta dé lugar a un sesgo recesivo. Cuando un gobierno está obligado a realizar recortes en el gasto, suele preferir recortar gastos como la inversión pública que no tiene repercusión política inmediata. Blanchard y Giavazzi (2004) reivindican que la inversión pública puede financiarse eficazmente mediante endeudamiento, puesto que beneficiaría principalmente a las futuras generaciones de contribuyentes. En cambio, financiar la inversión pública mediante ingresos corrientes podría aumentar los efectos distorsionadores originados por la variabilidad impositiva. Por tanto, una restricción presupuestaria estricta pondría en peligro los

incentivos del gobierno para llevar a cabo determinadas inversiones.

El efecto positivo de la inversión pública sobre el crecimiento potencial constituye el principal motivo para sustituir el actual PEC por alguna regla de oro, es decir, una restricción que dependa del saldo estructural neto de la inversión (Modigliani *et al.*, 1998). No existe consenso sobre esta propuesta. Primero, existen problemas de carácter estadístico (y político) para distinguir correctamente la inversión pública de los gastos públicos de explotación; en segundo lugar, no hay una respuesta clara sobre si la regla excluiría la inversión pública bruta o la inversión pública neta, dado que la primera puede amenazar la reducción de la deuda y el déficit, mientras que la última no supondría una gran diferencia con el actual PEC, ya que la inversión pública neta tan sólo supone, de media, el 1% del PIB a lo largo del ciclo¹³.

Calmfors y Corsetti (2002) han propuesto tener en cuenta la carga de la deuda. El techo del déficit sería mayor en los países más endeudados. La ventaja de esta propuesta es que proporciona una diferenciación por países y prioriza la reducción de la deuda sólo cuando la carga de la deuda sigue siendo importante. La política fiscal puede ser más flexible cuando la solvencia del gobierno está lejos de amenazar la estabilidad financiera de la UEM.

4.2. Instituciones en lugar de reglas

Otras propuestas se refieren a cambios sustanciales en las instituciones fiscales europeas y nacionales. Dichas reformas se justifican desde un doble punto de vista. En primer lugar, se reconoce que

el PEC actual no resulta tan creíble como podría serlo. El Procedimiento por Déficit Excesivo, por ejemplo, se somete a votación del Consejo Europeo (actúa por mayoría cualificada). Francia no siguió las recomendaciones europeas en 2002 y no presentó una posición presupuestaria equilibrada ni en 2004 ni en 2006. En segundo lugar, una regla fiscal puede ser una forma inadecuada de coordinar las políticas en la UEM, como señaló Beetsma, Debrun y Klaassen (2001). A menudo se reconoce que la política fiscal debería seguir decidiéndose en el ámbito nacional, y las sucesivas propuestas sobre la creación de una política fiscal federal no van a ir más allá del debate académico¹⁴.

Wyplosz (2002) ha propuesto crear en cada Estado miembro un Comité de Política Fiscal que sea independiente de los gobiernos y que responda ante el parlamento. El Comité establecería el saldo presupuestario respetando la sostenibilidad, mientras que las políticas fiscales y de gasto seguirían siendo responsabilidad del gobierno. Por ejemplo, el Comité podría obligar al gobierno a reducir el peso de la deuda durante un periodo de tiempo determinado o a equilibrar su posición presupuestaria durante el ciclo. Esta propuesta supone que la institución independiente haga caso omiso de las consideraciones políticas a corto plazo a la hora de definir las cuestiones fiscales.

Ya hemos mencionado que la mayoría de las cuestiones generadas por el PEC provienen de sus aspectos asimétricos: a la vez que limita los déficit excesivos inclu-

¹³ Mathieu y Sterdyniak (2003)

¹⁴ Un presupuesto para toda la Unión crearía transferencias automáticas de los países en buenas posiciones cíclicas a los países que se encontrasen en periodos recesivos. Sala i Martin y Sachs (1992) y Bayoumi y Masson (1995), entre otros.

so en las fases recesivas, no aporta incentivos para reducir los déficit durante las fases alcistas. Cassela (2001) reivindica la creación de permisos de déficit negociables. Una vez definido el déficit agregado para la Unión Europea en su conjunto, así como la distribución inicial de los permisos de déficit, los gobiernos podrían desviarse del déficit permitido en un principio mediante la compra de permisos de otros países que registren superávit. El mecanismo parece estar bien diseñado para mitigar los *shocks* asimétricos pero supone que los déficit nacionales son perfectos sustitutos (y por lo tanto generan las mismas externalidades). Además, dicho mercado sólo puede ser eficiente (y no acarrear rentas ni ineficiencias) si es competitivo, o sea que existan muchos oferentes de superávit y muchos demandantes de déficit adicionales.

Confiar en el mecanismo de mercado o en los comités nacionales para acabar con algunos inconvenientes del PEC puede resultar atrayente, pero estas propuestas pueden estar lejos de dotar a las políticas europeas de más capacidad para fijar democráticamente nuevos objetivos, y de mayor control democrático. Fitoussi y Saraceno (2002) señalan cómo la importancia dada a las finanzas públicas sólidas o a la estabilidad de los precios en Europa hace que los gobiernos nacionales satisfagan estos «objetivos intermedios» antes o incluso en vez de actuaciones nacionales reivindicadas por los votantes como mejores políticas de empleo o unos niveles de vida más elevados. Según estos autores, los defectos de la gobernanza europea y sus prioridades económicas desempeñan un papel importante a la hora de frenar el crecimiento potencial europeo.

Pisani-Ferry (2004) ha propuesto que el Consejo de la Eurozona se convierta en

una institución de toma de decisiones mucho más importante, capaz de definir y ejecutar políticas consensuadas e incluso discrecionales, entre los responsables de las políticas nacionales. Tales propuestas están encaminadas a la introducción de una coordinación discrecional en la política macroeconómica de la UEM.

Coeuré y Pisani-Ferry (2005) han expuesto un detallado Pacto de Sostenibilidad y Crecimiento que combina tanto una regla numérica alternativa como un nuevo proceso de gobernanza. Este nuevo pacto se basaría en el estado de la situación financiera nacional que tiene en cuenta el valor actual neto de los Pasivos Implícitos Netos Relacionados con la Edad (*Age-Related Net Implicit Liabilities*-ARNIL) con objeto de medir los compromisos futuros netos del gobierno debidos al cambio demográfico (por ejemplo más gasto en pensiones y menos gasto en educación) en distintos horizontes temporales. Un objetivo establecido a cinco años para el déficit público neto se calcularía como una media del valor neto actual del resto de gastos futuros y de un porcentaje de los ARNIL. Este enfoque más sofisticado trata de tener en cuenta importantes disparidades nacionales con respecto al crecimiento potencial, el envejecimiento de la población y los incentivos para poner en marcha reformas. Esto permitiría una mayor discrecionalidad en las políticas nacionales, pero cada año los gobiernos tendrían que publicar un plan fiscal (bastante próximo a los programas de estabilidad actuales), un plan de reforma y un plan de contingencia. Estos planes se debatirían en el Consejo Europeo de los ministros de economía (ECOFIN) y posteriormente deberían adoptarse por los parlamentos nacionales. Esta propuesta pone de manifiesto la necesidad de que la UE adopte una mejor gobernanza.

5. CONCLUSIONES

El PEC obliga a los gobiernos nacionales de la UEM a tener un déficit público por debajo del 3% del PIB. Tanto los académicos como los responsables políticos han cuestionado constantemente este techo para el déficit debido a que sus efectos positivos, en términos de estabilidad de la inflación y sostenibilidad de las finanzas públicas, a menudo se muestran como contradictorios con el papel habitual de la política fiscal: suavización de las variaciones del nivel de la actividad real frente a *shocks* asimétricos exógenos. De hecho, una regla fiscal como el PEC se basa fundamentalmente en que los estabilizadores automáticos fiscales mitiguen dichos *shocks*. Los gobiernos europeos han de alcanzar posiciones presupuestarias «cercanas al equilibrio o en superávit» a «medio plazo» y dejar que las variaciones cíclicas en los componentes del presupuesto contrarresten las perturbaciones macroeconómicas. A la pregunta de si dicha regla se cumple, los estudios económicos ofrecen una respuesta equilibrada:

- Numerosos resultados empíricos han señalado los efectos dañinos y desestabilizadores del activismo fiscal, y han apoyado ciertos acuerdos institucionales para inhibir a los gobiernos.
- En conjunto, los límites a la deuda pública y al déficit han acarreado un cam-

bio en las políticas fiscales europeas, que se han vuelto más disciplinadas y sostenibles.

- La sensibilidad de los saldos presupuestarios a los ciclos ha disminuido en los noventa; los estabilizadores automáticos parecen haberse debilitado debido a las acciones discrecionales dirigidas a reducir la carga de la deuda o limitar el déficit durante las fases recesivas.
- Además de la difícil puesta en marcha de la regla inducida por el comportamiento procíclico de las autoridades fiscales, la efectividad de los estabilizadores automáticos es bastante distinta de un país a otro. El caso de los países poco abiertos al exterior resulta especialmente relevante.

Por lo tanto, muchos economistas que reivindican la reforma del Pacto han propuesto reglas fiscales alternativas o nuevos acuerdos institucionales que puedan mejorar la capacidad de las políticas fiscales europeas para suavizar los *shocks* macroeconómicos. Algunas propuestas abogan por un cambio en la variable objetivo del Pacto, y otras defienden una nueva regla institucional a escala europea y nacional que dé respuesta a la necesidad de una mayor coordinación, mayor discrecionalidad y mayor legitimidad democrática en la definición de las políticas macroeconómicas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALESINA, A. Y DRAZEN, A. (1991): «Why are Stabilization Delayed?», *American Economic Review*, 81: 1170-1188.
- ALESINA, A. Y PEROTTI, R. (1995): «Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries», *Economic Policy*, 21: 207-248.
- ALESINA, A. Y TABELLINI, G. (1990): «A Positive Theory of Government Deficits and Government Debts», *Review of Economic Studies*, 57: 404-414.
- ANDERSEN, T. Y SORENSEN, J.R. (1995): «Unemployment and Fiscal Policy in an Economic and Monetary Union», *European Journal of Political Economy*, 11: 27-43.
- BALLABRIGA, F. Y MARTÍNEZ MONGAY, C. (2003): «Has EMU Shifted Monetary and Fiscal Policies?» en BUTI, M. (ed.), *Monetary and Fiscal Policy in EMU: Interactions and Coordination*, Cambridge University Press: 246-272.
- 2005: «Sustainability of EU Public Finances», *Economic Paper 225*, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- BARRELL, R. Y PINA A. (2000): «How Important are Automatic Stabilizers in Europe», EUI Working Papers 2000-2.
- BARRO, R. (1989): «The Ricardian Approach to Budget Deficits», *Journal of Economic Perspectives*, 3: 101-121.
- BAYOUMI, T. Y MASSON, P. (1995): «Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons for Monetary Union in Europe», *European Economic Review*, 39: 253-274.
- BEETSMA, R., DEBRUN, X. Y KLAASSEN, F. (2001): «Is Fiscal Policy Coordination in EMU Desirable?» *Swedish Economic Policy Review*, 8: 57-98.
- BLANCHARD, O.J. Y GIAVAZZI, F. (2004): «Reforms that Can Be Done: Improving the SGP through a Proper Accounting of Public Investment», *CEPR Discussion Papers*, 4220.
- BLANCHARD, O.J. Y PEROTTI, R. (2002): «An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output», *Quarterly Journal of Economics*, 117: 1025-1053.
- BRUNILA, A., BUTI, M. Y IN'T VELD, J. (2003): «Fiscal Policy in Europe: How Effective are Automatic Stabilisers?», *Empirica*, 30: 1-24.
- BUITER W.H. (2002): «The Fiscal Theory of the Price Level: A Critique», *Economic Journal* 112: 459-480
- BUITER, W.H., CORSETTI, G. Y ROUBINI, N. (1993): «Excessive Deficits: Sense and Non Sense in the Treaty of Maastricht», *Economic Policy*, 16: 58-90.
- BUITER, W.H. Y GRAFE, C. (2003): «Reforming EMU's Fiscal Policy Rules - Some suggestions for Enhancing Fiscal Sustainability and Macroeconomic Stability in the Enlarged European Union», en BUTI M. (ed.), *Monetary and Fiscal Policies in EMU: Interactions and Coordination*, Cambridge University Press.
- BUTI, M., MARTÍNEZ MONGAY, C., SEKKAT, K. Y VAN DEN NOORD, P. (2002): «Automatic Stabilisers and Market Flexibility in EMU: Is There a Trade off?», *OECD Economics Department Working Paper*, 335.
- CALMFORS, L. Y CORSETTI, G. (2002): «How to Reform Europe's Fiscal Policy Framework?», *World Economics*, 4: 119-116.
- CASELLA, A. (2001): «Tradable Deficit Permits», en BRUNILA, A., BUTI, M. Y FRANCO, D. (eds.), *The Stability and Growth Pact - The Architecture of Fiscal Policy in EMU*, Basingstoke: Palgrave.
- CHRISTIANO, L.J. Y FITZGERALD, T.J. (2000): «Understanding the Fiscal Theory of the Price Level», *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review*, 36: 2-37.
- COEURÉ, B. Y PISANI-FERRY, J. (2005): «Fiscal Policy in EMU: Towards a Sustainability and Growth Pact», *Oxford Review of Economic Policy*, 21: 598-617.
- CORICELLI F. Y ERCOLANI, V. (2002): «Cyclical and Structural Deficits on the Road to Accession: Fiscal Rules for an Enlarged European Union», CEPR Discussion Paper, 3672.
- DE BANDT, O. Y MONGELLI, F.P. (2000): «Convergence of Fiscal Policies in the Euro Area», *European Central Bank Working Paper*, 20.
- EICHENGREEN, B. Y WYPLOSZ, CH. (1998): «The Stability Pact: More than a Minor Nuisance», *Economic Policy*, 26: 65-104.
- EUROPEAN COMMISSION (2001): «Public Finances in EMU -2001», *European Economy*: 3-2001.
- 2002: «Public Finances in EMU -2002», *European Economy*: 3-2002.
- 2003: «Public Finances in EMU -2003», *European Economy*: 3-2003.
- FATÁS, A. Y MIHOV, I. (2001a): «Government Size and Automatic Stabilisers: International and Intra-national Evidence», *Journal of International Economics*, 55: 3-28.
- 2001b: «Política fiscal y ciclos económicos: Una investigación empírica», *Moneda y Crédito*: 212.

- 2002: «Fiscal Policy in EMU: Challenge of the Early Years», en BUTIM M. y SAPIR, A. (eds.), *EMU and Economic Policy in Europe: The Challenge of the Early Years*, Edward Elgar.
- 2003: «The Case for Restricting Fiscal Policy Discretion», *Quarterly Journal of Economics*, 4: 1419-1447.
- FITOUSSI, J.P., Y SARACENO, F. (2002): «A Theory of Social Custom of Which Soft Growth May Be One Consequence - Tales of the European Stability Pact», OFCE Working Paper, 2002-7.
- GALÍ, J. (1994): «Government Size and Macroeconomic Stability», *European Economic Review*, 38: 117-132.
- GALÍ, J. Y PEROTTI, R. (2003): «Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe», *Economic Policy*, 18: 533-572.
- HAIRAULT, J.O., LANGOT, F. Y PORTIER, F. (2001): «Efficiency and Stabilisation: Reducing Harberger Triangles and Okun Gaps», *Economics Letters*, 70: 209-214.
- JENSEN, H. (1996): «The advantage of International Fiscal Coordination under Alternative Monetary Regimes», *European Journal of Political Economy*, 12: 485-504.
- KOPITS, G. Y SYMANSKY, S. (1998): «Fiscal Policy Rules», IMF Occasional Paper, 162.
- LEEPER, E.M. (1991): «Equilibria under «Active» or «Passive» Monetary and Fiscal Policies», *Journal of Monetary Economics*, 27: 129-147.
- LUCAS, R.E. (2003): «Macroeconomic Priorities», *American Economic Review*, 93: 1-14.
- MARCELLINO, M. (2006): «Some Stylized Facts on Non-Systematic Fiscal Policy in Euro Area», *Journal of Macroeconomics*, 28: 461-479.
- MATHIEU, C. Y STERDYNIAK, H. (2003): «Reforming the Stability and Growth Pact: Breaking the Ice», OFCE Working Paper, 2003-2.
- MÉLITZ, J. (2000): «Some Cross-country Evidence about Fiscal Policy Behaviour and Consequences for EMU», *European Economy Reports and Studies*, 2: 3-21.
- 2005: «Non-Discretionary and Automatic Fiscal Policy in the EU and the OECD», *CEPR Discussion Paper*, 4988.
- MODIGLIANI, F., FITOUSSI, J.P., MORO, B., SNOWER, D. Y SOLOW, R. (1998): «An economists' manifesto on unemployment in the European Union», *BNL Quarterly Review*, 203: 327-361.
- PEROTTI, R. (2002): «Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries», *European Central Bank Working Paper*, 168.
- PISANI-FERRY, J. (2004): «The Eurozone's Macroeconomic Framework : Does it matter ? What should be done ?», en LITTLE, R. Y RODRIGUES, M.J. (eds.), *Economic Reform in Europe: Priorities for the Next Five Years*, Policy Network.
- SALA-I-MARTIN, X. Y SACHS, J. (1992): «Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States», en CANZONERI, M., GRILLI, V. Y MASSON, P.R. (eds) *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge University Press, 195-219.
- SARGENT, T. Y WALLACE, N. (1981): «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic», *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5: 1-17.
- SOLOW, R.M. (2004): «Is Fiscal Policy posible ? Is it desirable ?» en SOLOW, R.M. (ed.) *Structural reform and economic policy*, London Palgrave: 23-39.
- VAN DEN NOORD, P. (2000): «The Size and Role of Automatic Stabilizers in the 1990s and Beyond», *OECD Economics Department Working Paper*, 230.
- VON HAGEN, J., HUGHES-HALLETT, A.J. Y STRAUCH, R. (2002): «Budgetary Consolidation in Europe: Quality, Economic Conditions and Persistence», *Journal of the Japanese and International Economies*, 16: 512-535.
- WIJKANDER, H. Y ROEGER, W. (2002): «Fiscal Policy in EMU: The Stabilisation Aspect», en M. BUTI, VON HAGEN, J. Y MARTINEZ MONGAY, C. (eds) *The Behaviour of Fiscal Authority - Stabilisation, Growth and Institutions*, Basingstoke Palgrave.
- WOODFORD, M. (1995): «Price Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate», *Carnegie Rochester Conferences Series on Public Policy*, 43: 1-46
- 1998: *Public Debt and the Price Level*, mimeo, Princeton University.
- 2001: «Fiscal Requirements for Price Stability», *Journal of Money Credit and Banking*, 33: 669-728.
- WYPLOSZ, CH. (1999): «Economic Policy Coordination in EMU: Strategies and Institutions», EVRO-PAEVM Lecture
- 2002: «Fiscal Discipline in EMU: Rules or Institutions», *CEPII Working Paper*, 99-4.