

Peter Howells*

NORMAS DE POLÍTICA FISCAL: UNA VUELTA AL «PUNTO DE VISTA DEL TESORO»**

Este texto considera una serie de normas de política fiscal, incluyendo el Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento y las alternativas que han sido propuestas como crítica a las mismas. Se demuestra que prácticamente todas estas normas implican un rechazo del papel estabilizador keynesiano de la política fiscal, haciendo que la cuestión de los rendimientos presupuestarios tenga un carácter secundario respecto de los requisitos de la política monetaria. Al hacer esto, dichas normas consideran la política fiscal en gran medida de igual modo que el departamento del Tesoro del Reino Unido contemplaba las cuestiones de equilibrio presupuestario antes de la Teoría General de Keynes. Las últimas partes del trabajo demuestran que el «punto de vista del Tesoro» sobre la hacienda pública nunca se ha visto demasiado relegado en el Reino Unido y ciertamente se ha mostrado a menudo activo, incluso en los períodos que a veces han sido considerados como el punto álgido de la «revolución keynesiana».

Palabras clave: política fiscal, Pacto de Estabilidad y Crecimiento, keynesianismo, estabilización.

Clasificación JEL: H1, H6.

1. Introducción

El argumento de que los resultados *monetarios* experimentan una mejora si quien diseña las políticas se somete previamente a la misma regla nos ha acompañado durante muchos años, por lo menos desde Friedman (1956). En el caso que nos ocupa, lo que ha surgido es un consenso acerca de que la política monetaria está mejor dirigida por un banco central, independiente del gobierno, que fija los tipos de interés de un modo que se

acerca (pero sólo se acerca) a una regla de Taylor. Queda cierto margen para la discrecionalidad, pero se ha trasladado de un responsable político (el gobierno) a otro (un banco central independiente). Lo cierto es que la capacidad del gobierno para influir en las condiciones monetarias se ha visto seriamente limitada por lo que se ha dado en llamar la «privatización de la política monetaria» (Bain y Howells, 1998).

Al menos por ahora, los gobiernos han cedido el control de la política monetaria. Además, está claro que la política fiscal podría orientarse fácilmente en una dirección similar. En el Reino Unido, los mercados financieros se vuelven muy inestables siempre que Gordon Brown parece estar en peligro de incumplir su «regla de

* University of the West of England, Reino Unido.

** Traducción de Jordia Pascual Escutia.

oro»; en la eurozona, los gobiernos se exponen (al menos en teoría) a multas por no respetar los límites del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento. Y éstas distan mucho de ser las únicas reglas que podrían considerarse como candidatas plausibles —descansando la plausibilidad en la intención de tener una regla en primer lugar. La regla de oro de Brown (RO) limita el gasto de capital a un nivel que estabiliza la relación deuda/PIB en el 40 por 100. Pero otras proporciones pueden sustituirla. El Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento (PEC) se centra en un límite al endeudamiento pero veremos que tiene ventajas una regla semejante que se concentre en el gasto.

El propósito de este artículo no es el de analizar con gran detalle todas las variantes posibles de las normas de política fiscal que uno pudiera imaginar (o el subconjunto que se ha sugerido). Es más bien el de pasar revista a las principales variedades de tales normas a fin de comprender mejor la compleja dinámica de la política fiscal y las maneras de modificarlas adoptando variedades distintas de la norma y mostrando después que todas las normas tienen mucho en común con, y por lo tanto están presumiblemente motivadas por, el mismo razonamiento que el del «punto de vista del Tesoro» de la época prekeynesiana del Reino Unido. Examinamos una selección de normas en el apartado 2 y en el apartado 3 consideramos el punto de vista del Tesoro y ofrecemos una interpretación del mismo a la luz de las reglas expuestas en el apartado 2. Hallaremos algunas semejanzas sorprendentes. En los apartados 4 y 5 consideramos dos episodios de la posguerra en los que la dirección de la política fiscal fue un tema controvertido. El primero de éstos es la crisis a la que se enfrentó el gobierno Macmillan en el Reino Unido, en 1957. Veremos que incluso en el momento álgido de la revolución keynesiana el punto de vista del Tesoro no estuvo nunca ausente. El segundo es la Estrategia Financiera a Medio Plazo seguida por el gobierno Thatcher de 1980 a 1985. Veremos que ésta también se basó en supuestos e inquietudes que habían sido familiares al Tesoro británico a principios de la década de los años 30.

Por supuesto, ello significa que el punto de vista del Tesoro más o menos negaba a la política fiscal un papel de estabilización anticíclica. A modo de eco de dicho punto de vista, algunas de las normas de política fiscal presentes en el debate actual amenazan con hacer lo propio.

2. Variedades de normas

Ante ello, el interés por las normas de la política fiscal que ha surgido en los últimos 15 años, más o menos, es un subproducto de la unión monetaria europea. La adopción de una moneda común provoca inevitablemente que la política fiscal atraiga la atención del público por dos razones un tanto contradictorias. En primer lugar, parece necesario cierto grado de coordinación de la política y de restricción a fin de evitar que gobiernos irresponsables provoquen efectos negativos más allá de sus fronteras (característicamente tipos de interés más elevados) a sus vecinos; mientras que en segundo lugar, y al mismo tiempo, con una moneda común, la política fiscal independiente es la única manera en que cada uno de los gobiernos puede reaccionar ante *shocks* económicos asimétricos (es decir, nacionales).

En un breve repaso de estas normas comenzamos con las principales características del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento (PEC) establecido en el tratado de Maastricht. Éstas son dobles y conocidas. La primera es que el déficit corriente no debe exceder del 3 por 100 del PIB. La otra es que los países que quebranten esta regla serán advertidos en un primer momento cuando estén a punto de infringirla y después (en teoría) pueden ser multados hasta un 0,5 por 100 del PIB.

Lo que no está tan ampliamente reconocido son algunas de las implicaciones y algunas de éstas son las que han dado origen a la crítica y a sugerencias alternativas. La primera es que las advertencias tienen lugar por medio de previsiones *ex ante* de una infracción, no por una infracción *ex post*. En la medida en que la política fiscal puede verse limitada por estas advertencias, la experiencia sugiere que a menudo lo es de forma incorrecta,

CUADRO 1

«NORMAS» DE POLÍTICA FISCAL - CUATRO VARIANTES

Nombre	Características básicas	Ejemplo
Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento (PEC)	Déficit presupuestario (explícito) $\leq 3\%$ PIB Deuda (implícita) $\leq 60\%$ PIB	Eurozona actual
Objetivo de gasto (OG)	Objetivo no cuantificado gasto/PIB Objetivo no cuantificado Deuda a largo plazo/PIB	Brück y Zwiener (2004)
PEC bajo (PECB)	(Déficit – gasto excepcional) $\leq 3\%$ PIB ajustado cíclicamente	Buti <i>et al.</i> (2003)
Regla de oro (RO)	(Déficit – inversión neta) = 0% PIB a lo largo del ciclo Deuda $\leq 40\%$ PIB	Gordon Brown (1997)

dado que la exactitud de las previsiones deja mucho que desear (Brück y Zwiener, 2004). La segunda es que detrás del límite del 3 por 100 se encuentra el deseo de conseguir un término medio de posición presupuestaria de proximidad al equilibrio. La extrapolación de una serie de presupuestos equilibrados a lo largo de un período suficientemente largo implica una proporción entre la deuda y el PIB que es igual a cero. Esto es contradictorio con la proporción del 60 por 100 estipulada en Maastricht como requisito para los nuevos miembros porque representa la «sostenibilidad fiscal». Una proporción constante requiere que la tasa de crecimiento de la deuda se acompañe al crecimiento del PIB. Además, si el 60 por 100 representa «sostenibilidad», entonces un país con una proporción inferior a esa cifra puede permitirse aumentar su deuda a una tasa más alta que el crecimiento del PIB, por lo menos hasta que se alcance el límite del 60 por 100. En tercer lugar, el PEC no logra reconocer que diferentes tipos de gasto pueden tener efectos diferentes sobre el propio crecimiento del PIB. Hablando en líneas generales, un déficit que consista en gran parte en la inversión en bienes de capital productivo tendrá efectos muy diferentes (incluyendo los efectos sobre las proporciones) si se le compara con los déficit consistentes en gasto de consumo. La cuarta es

que cualquier razón fundamental para adoptar una norma fiscal dentro de una unión monetaria debe basarse finalmente en un deseo de evitar los desarrollos fiscales a partir del debilitamiento del objetivo fundamental de la política monetaria: en el caso de la Unión Monetaria Europea, la «estabilidad de precios». La norma fiscal, en otras palabras, tiene que mostrar algún grado de coherencia con los objetivos de la política monetaria. Pero los incumplimientos más evidentes del PEC han tenido lugar en economías en recesión; en otras palabras, donde las consecuencias inflacionarias eran extremadamente remotas.

Por estas y otras razones¹, en los últimos años se han hecho una serie de sugerencias para la modificación del PEC. El Cuadro 1 resume el PEC y tres alternativas. Una de éstas, propuesta por Brück y Zwiener (2004), expone las razones para sustituir el objetivo del déficit (del PEC existente) por un objetivo de gasto. Detrás de su argumento está la observación [también aceptada

¹ Por ejemplo, KOPITS y SYMANSKY (1998) exponen ocho características por las que debe ser juzgada una norma de política fiscal. Utilizando estos criterios, BUTI *et al.* (2003) otorgan 15 puntos (de los 24 posibles) al PEC en su presente formato. Sin embargo, utilizando las mismas características, CREEL (2003) otorga sólo 7 puntos.

por Buti *et al.* (2003), más arriba] de que al intentar seguir las reglas del PEC existente, Alemania se encontró en 2001-2004 experimentando una prolongada fase de estancamiento mientras que el gobierno perseguía activamente una política fiscal pro-cíclica. Por lo menos en este caso particular, el PEC tuvo el efecto de reducir la efectividad de los estabilizadores automáticos.

El caso de una norma de gasto se basa en la simulación de la respuesta de la economía alemana a una serie de *shocks* de demanda y oferta bajo condiciones de: a) un objetivo de déficit, y b) un objetivo de gasto. En el caso de *shocks* de demanda, los resultados parecen mostrar claramente que una regla fiscal con un objetivo de déficit tiene efectos procíclicos (como para la experiencia real de Alemania), mientras que la regla que incorpora un objetivo de gasto tiene efectos anticíclicos. La razón principal de este resultado es que mientras los gastos e ingresos del gobierno son sensibles al ciclo, la sensibilidad de los ingresos al ciclo es mucho mayor que la de los gastos. Así, la fijación de la senda de los gastos según la misma regla dará lugar a cierto grado de estabilización, dado que los déficit aumentarán cuando los ingresos disminuyan en una recesión y viceversa en un auge². La gama de *shocks* utilizados en la simulación demuestra que ninguna regla sencilla puede provocar los mismos resultados deseados en todas las condiciones. Sin embargo, la regla del gasto provoca resultados que son superiores a la regla del déficit si el *shock* de demanda es local (en la economía alemana) o general (en la eurozona). La respuesta a los *shocks* de oferta también es generalmente mejor, aunque los beneficios no están suficientemente claros. Como ventajas adicionales, los autores razonan que también se obtienen beneficios subsidiarios de la transparencia/sencillez de la regla, lo que hace más fácil el control y la ejecución que una regla del déficit y hace que una previsión *ex ante* del

gasto sea generalmente mejor que la previsión de los déficit.

Otra modificación, propuesta por Buti *et al.* (2003), ha sido descrita por Creel (2003, página 12) como un PEC «bajo» (PECB) dado que su principal característica consiste en reducir la gama de los gastos que se utilizan para computar el objetivo del déficit. En primer lugar, dicho objetivo debiera fijarse en relación con el déficit estructural más que con el déficit global y, además, también debiera excluirse del cálculo una gama de medidas especiales, por acuerdo previo. Ello constituye un intento de abordar los anteriores puntos tres y cuatro, y el motivo viene nuevamente de un análisis de la experiencia del PEC en Alemania, por la cual se vio forzada a infringir la regla del 3 por 100 en los tres años 2002-2004, como consecuencia de la recesión. Permanecer dentro del límite habría requerido reducciones en el gasto discrecional, algunas de las cuales tuvieron consecuencias positivas actuales (y futuras) para el empleo y en una época en que la presión inflacionista en Alemania era tan baja que existía el temor de una inflación negativa. En la propuesta de Buti *et al.*, todo habría sido correcto (desde el punto de vista del cumplimiento de las reglas por parte de Alemania) siempre que su exceso de déficit hubiera sido inferior a su gasto en «medidas especiales excepcionales». En la clasificación de Kopits/Symansky tal modificación obtendría una calificación positiva por la coherencia (con los objetivos de la política monetaria), pero probablemente rebajaría dicha calificación por falta de un mayor rigor en su definición. Claramente, es más fácil que todos entiendan un déficit real del 3 por 100 que un déficit estructural del 3 por 100 excluidas las partidas «especiales». Ello es particularmente cierto cuando la naturaleza de las medidas especiales permanece comúnmente sin definir. Buti *et al.* (2003) insisten con mucha razón en que debieran definirse y comprenderse claramente antes de poder implementar dicha regla con alguna credibilidad, pero las negociaciones podrían prolongarse y no existe ninguna garantía de que pudiera llegarse a unas categorías cerradas. Las posibilidades de imprecisión parecen considerables.

² Los autores reconocen que la asimetría en la sensibilidad cíclica de los ingresos y gastos puede variar entre países. Sin embargo, BRÜCK *et al.* (2003) demuestra que aunque el grado de asimetría varía entre los miembros de la Eurozona, está presente en todas las economías.

Sin embargo, el PECB es interesante no sólo porque según una interpretación se acerca a la cuarta norma de la política fiscal, la «regla de oro» (RO) del ministro de Hacienda del Reino Unido, Gordon Brown. La semejanza entre las dos sería evidente si las medidas especiales del PECB resultaran ser completa y exclusivamente partidas de gasto de capital. En rigor, la propia RO se compone de dos reglas o por lo menos dos componentes. El primero es que a lo largo del ciclo económico el gobierno no debe endeudarse para financiar el gasto corriente. En efecto, esto es despojar el gasto de capital y permitir déficit (y superávit) anuales del gasto corriente. A diferencia del PECB, la RO no establece ningún límite superior para el superávit/déficit, con tal que a lo largo del ciclo se compensen los déficit y los superávit. Sin embargo, el segundo componente impone una restricción sobre el gasto de capital en tanto que la intención es que la proporción entre la deuda y el PIB no supere el 40 por 100. La propuesta del PECB no impone ningún tope en las medidas especiales, pero como el Tratado de Maastricht considera el 60 por 100 como un objetivo para los nuevos miembros, se espera que cada uno de los Estados trabaje en este sentido y en ausencia de información adicional se supone que quienes diseñan el PECB consideran aceptable esta restricción.

Sin embargo, al igual que el PEC y el PECB, también la RO tiene sus rasgos problemáticos. Tomando primero el gasto corriente, está la cuestión de fechar el ciclo económico. En 2005, el Tesoro británico anunció que se proponía «antedatar» el inicio del ciclo corriente para que comenzase en 1997 y no en 1999. El efecto de ello sería añadir dos años de superávit presupuestarios (que ascendían aproximadamente a 9.000 millones de libras), aumentando así la dimensión de los déficit potenciales que podrían cubrirse con los superávit. Al propio tiempo, el Tesoro insistía en que las magnitudes que debían anularse tenían que expresarse en porcentajes del PIB y no en números absolutos. De ahí que un superávit, digamos, de 4.000 millones de libras en 1997 puede compensar un déficit de 5.100 millones de libras en 2004, siempre que el PIB nominal haya aumentado,

aproximadamente, en un 3,5 por 100 anual en dicho período.

También existen problemas con el gasto de capital. En la mayoría de las circunstancias, existirá un incentivo para que los gobiernos adopten un punto de vista generoso y clasifiquen el gasto corriente como gasto de capital. Posiblemente esto no sea más que una tentación en el caso de la inversión en capital físico, pero es más problemático cuando se trata de la inversión en educación, formación y otros gastos relacionados con la mejora del capital humano. Además, como el gasto de capital puede referirse aquí al gasto neto aparece el interminable problema de cómo llegar a unas adecuadas tasas de depreciación de los activos del sector público.

El problema final nos retrotrae al PEC (alto y bajo), la regla del gasto y el tratamiento completo de la política fiscal en el Tratado de Maastricht. Recordemos que el segundo componente de la RO es una regla autoimpuesta de que la proporción deuda/PIB no debe exceder del 40 por 100. Éste es, al menos por el momento, el punto de vista británico sobre un nivel de deuda sostenible, un nivel, sin embargo, fijado por Maastricht en el 60 por 100. Ello significa que, con el Reino Unido ya muy cerca de este nivel de objetivo, el gasto de capital adicional como fracción del PIB se limita cada año a una suma equivalente al 0,4 por 100 de la tasa de crecimiento del PIB nominal, alrededor del 1,8 por 100 anual³. Esta restricción ha provocado ya críticas en el Reino Unido, sobre la base de que la proporción IPN/PIB en el Reino Unido ha estado siendo de un 2,1 por 100 y por lo tanto tendrá que reducirse, incluso cuando «... existe un retraso sustancial del gasto de capital requerido en es-

³ Si describimos el gasto de capital adicional como «inversión pública neta» o IPN, entonces, en una situación estable, $IPN/PIB = Deuda/PIB (\Delta \ln PIB)$. De ahí que, para el Reino Unido, con un crecimiento del PIB real a un 2,5 por 100 anual, con una inflación del 2 por 100, y una proporción deuda/PIB del 40 por 100, la IPN como fracción del PIB anual se limita al 0,4 (0,045) o 1,8 por 100 anual. Para los países de la eurozona, con parecidas tasas de crecimiento del PIB nominal, la restricción es más generosa, 2,7 por 100 anual.

cuelas, hospitales e infraestructura de transportes» (Miles, 2005, página 17).

Claramente, la situación podría facilitarse en el Reino Unido adoptando la proporción de Maastricht, de 0,6 por 100 para deuda/PIB. Y la situación podría facilitarse en los miembros de la eurozona adoptando una proporción más alta, digamos la proporción 1,1 con la que Bélgica ha operado sin efectos adversos evidentes durante muchos años. Todo esto indica la naturaleza arbitraria de estas proporciones. Si tienen alguna razón fundamental en absoluto es que representan algún límite superior a la sostenibilidad fiscal, significando, presumiblemente, que representan cierto umbral crítico más allá del cual los tipos de interés a medio y largo plazo deben aumentar (quizás de forma muy notable). Pero el hecho de que cada uno de los países pueda operar con éxito con proporciones tan diferentes de deuda/PIB ilustra simplemente el razonamiento no económico que subyace en la selección de cualquiera de ellas. La cuestión de qué nivel de deuda en relación con el PIB puede sostener una economía no depende sólo de la oferta de deuda sino también, por lo menos de modo tan importante, de la demanda de ella. Esto, a su vez, va a depender de algunas características fundamentales de la arquitectura financiera nacional, como el grado en el que las pensiones están fundadas o están financiadas mediante acuerdos *pay-as-you-go*. Los tipos de interés (reales) a largo plazo en el Reino Unido han disminuido recientemente hasta niveles bajos sin precedentes a causa de una demanda inusitada de bonos a largo plazo por parte de los fondos de pensiones, lo cual es en sí mismo un complejo resultado de las condiciones de la bolsa y representa un cambio de las convenciones contables que gobiernan el cálculo de los déficit de los fondos de pensiones. Es muy probable que una tendencia hacia los planes de pensiones fundados (que parece inevitable en muchos países de la eurozona) tenga un efecto similar.

Pero la adopción de cualquiera de éstas, o de cualquier otra proporción deuda/PIB, plantea la pregunta de por qué tienen que utilizarse tales proporciones cuando existen otros criterios para evaluar el nivel adecuado de

inversión pública y dónde tienen estos criterios una mayor ventaja económica. Irónicamente, el Tesoro del Reino Unido (que debemos suponer que respalda la idea de una proporción deuda/PIB como una restricción) ha publicado su propia y superior razón fundamental en el tratamiento de su justificación por distinguir en primer lugar entre capital y gasto corriente. La importancia de la distinción radica en que restringe el endeudamiento (cuyo coste tienen que asumir los consumidores futuros) para financiar proyectos cuyos beneficios repercutirán en dichos consumidores. Dado esto, no es sino un pequeño paso el reconocimiento de que los beneficios de los consumidores futuros se maximizarán cuando el Estado invierta en todos aquellos proyectos cuyo beneficio (neto de costes de mantenimiento) supere al coste del capital impuesto sobre aquellos futuros consumidores, más que sobre alguna proporción arbitrariamente elegida de la deuda sobre el PIB.

La razón de que hayamos llegado a esta situación en la que juzgamos los méritos de la política fiscal con referencia a las proporciones arbitrarias más que por la lógica económica, tiene mucho que ver con un cambio fundamental de la manera en que consideramos la política fiscal y su relación con la política monetaria. Éste es un cambio que se ha desarrollado a lo largo de los últimos 25 años y su comienzo podría situarse a partir de la Estrategia Financiera a Medio Plazo (EFMP) del gobierno Thatcher, que discutimos en el apartado 5. Sin embargo, sus raíces se remontan a mucho más atrás, como veremos en el apartado siguiente, donde contemplamos la aparición inicial de la política fiscal como algo completamente distinto de la hacienda pública y el nacimiento simultáneo de la macroeconomía. En pocas palabras, está contenido en el punto de vista que el gasto gubernamental financiado mediante endeudamiento con el sector privado no bancario tiene un pequeño efecto neto sobre las variables reales, mientras que el gasto financiado mediante endeudamiento con los bancos es inflacionista. Esta era la base del punto de vista del Tesoro, de infausta memoria, que predominó en el Reino Unido (pero también en otras partes) en la década de los años treinta.

3. La política fiscal y el Tesoro británico en la década de los años 30

Todas las formas de la Administración incurren en costes, y alguien tiene que pagarlos. Esto fue dolorosamente obvio incluso para los monarcas absolutistas. Los problemas financieros de Enrique VIII se hicieron presentes en la disolución de los monasterios (aunque también estuvieron implicadas profundas cuestiones religiosas) y puede argumentarse que Carlos I (de Inglaterra) y Luis XVI (de Francia) perdieron sus cabezas a causa de los déficit presupuestarios.

Sin embargo, existe una diferencia importante entre la hacienda pública, que durante siglos se ocupó de equilibrar los gastos (generalmente) bastante estables de una administración pública limitada con sus pocas fuentes de ingreso, y la política fiscal que también se ocupaba de este equilibrio pero, además, estaba pensada para manipularlo deliberadamente a fin de influir en el nivel de la demanda agregada. Esto último está insuperablemente unido al desarrollo de una visión de la macroeconomía que pone en duda la probabilidad de que los mercados tengan que vaciarse necesariamente, considerando completamente probable la capacidad ociosa y sosteniendo, por tanto, que los cambios en la demanda agregada podrían afectar a las variables reales más que al nivel de precios.

El esfuerzo por pasar de una visión de hacienda pública a un punto de vista de política fiscal de los presupuestos gubernamentales sin una aceptación previa de la macroteoría puede verse en los debates de Keynes (y otros) con el Tesoro británico durante la década de los años treinta. Se ha desarrollado un debate considerable durante los años recientes sobre lo que era exactamente el llamado «punto de vista del Tesoro», y en qué punto su aprendizaje de la nueva macroeconomía le permitió suavizar su actitud hostil ante el gasto público, pero durante muchos años se resumió en una creencia de que los cambios en el gasto gubernamental no tenían ningún efecto sobre la demanda agregada, a menos que fuera financiado por medio de una expansión mone-

taria, en cuyas circunstancias tendría lugar un aumento de la demanda, pero ello conduciría solamente a un aumento del nivel de precios. En otras palabras, en el mejor de los casos los cambios en el gasto público sólo podrían afectar al nivel de precios y así tenemos una asociación entre déficit gubernamentales, expansión monetaria e inflación. Como esta última tenía que evitarse, se argumentaba que lo mejor que podía lograrse en el frente del gasto público se conseguiría por medio de un presupuesto equilibrado. La teoría implícita que subyace en ello (a la que nos referiremos enseguida) podría reforzarse por medio de argumentos psicológicos. Por ejemplo, si el público en general (clave por «negocios») creyera que un presupuesto equilibrado es la base de una hacienda pública sana, entonces las desviaciones respecto de la norma tendrían un efecto adverso sobre la confianza. Además, el nivel al que se equilibrara el presupuesto podría ser objeto de debate argumentando que, a menos que el sector público tuviera una información superior sobre las ventajas de los proyectos de capital (lo que es improbable), entonces el sector privado podría confiar en asumir todos los proyectos que tuvieran una tasa de rendimiento por encima del coste corriente del capital. La mejor contribución que aquí puede hacer el gobierno es un bajo coste del capital, minimizando el nivel de endeudamiento del sector público. De ahí llegamos a la regla de que los presupuestos no solamente debieran equilibrarse, sino que debieran hacerlo a un nivel mínimo de gasto público. El punto de vista se resume en una afirmación ampliamente citada de Winston Churchill, Canciller del Exchequer, en 1929, en el sentido de que «... muy poco empleo adicional y ningún empleo permanente puede de hecho y como regla general...» crearse por medio de obras públicas financiadas con préstamos⁴.

Ésta era una declaración con la que Keynes estuvo dispuesto a coincidir, sin duda porque la teoría en la que implícitamente descansaba partía del supuesto funda-

⁴ Hansard (Comunes), 5.ª serie, 15 de abril de 1929, col. 54.

mental de vaciamiento del mercado (o pleno empleo). Si se prescinde de esto y se sustituye por la posibilidad de capacidad ociosa, entonces el efecto de un cambio en el gasto gubernamental (y en la demanda agregada) ya no se limita al nivel de precios. Éste era el mensaje central de la Teoría General y ello convenía al propósito de Keynes de poder anunciar el mensaje debatiendo con un Tesoro que ya iba estando bajo la sospecha popular por su aparente intransigencia ante cualquier iniciativa para disminuir el nivel de paro.

Como una expresión del punto de vista del Tesoro, ¿en qué medida se refleja esto en los debates actuales sobre normas fiscales óptimas? Está claro que existe un eco general de las preocupaciones en el Tratado de Maastricht de que, de alguna manera, la dirección irresponsable de las finanzas públicas puede tener consecuencias monetarias (es decir, son inflacionistas). Para el Tesoro esto se seguía del supuesto del *crowding-out* y por lo tanto de una necesidad de la financiación monetaria de los déficit si la demanda no se veía afectada en absoluto. Esto queda descartado en el Tratado de Maastricht mediante la prohibición de que los bancos centrales nacionales presten al gobierno. El propio PEC sólo se refiere a esto en tanto que el endeudamiento incontrolado por parte de un solo Estado podría conducir con el tiempo al BCE a verse forzado a sacar de apuros a dicho gobierno a costa de los demás miembros de la eurozona.

Pero también pueden verse ecos, en el punto de vista del Tesoro, del interés actual por la sostenibilidad de la deuda. El punto de vista del Tesoro era que el endeudamiento convencional simplemente expulsaba la inversión del sector privado, principalmente a través de su efecto sobre los tipos de interés a largo plazo. Por lo tanto, el endeudamiento tiene que ser minimizado y mientras no tenga lugar una discusión explícita de una proporción deuda sostenible a largo plazo/PIB, la minimización de los déficit anuales debe minimizar la proporción deuda/PIB a largo plazo. El PEC también tiene que ver con el efecto del endeudamiento gubernamental sobre los tipos de interés a largo plazo y la posibilidad

de que éstos puedan divergir en la eurozona si los gobiernos nacionales tienen la libertad de satisfacer sus propias preferencias de endeudamiento. Como vimos en el Cuadro 1, esta cuestión parece completamente general y no se limita al propio PEC. Hemos comentado en la última sección que todas estas proporciones (40 por 100, 60 por 100) parecen haber sido seleccionadas sin un estudio serio de la demanda de deuda gubernamental⁵. Como observamos antes, cada uno de los Estados miembros parece operar con éxito con proporciones ampliamente diferentes, incluyendo a Bélgica, donde la proporción es superior al 100 por 100. En tales circunstancias es probable que el Tesoro británico en los años treinta obrase con sensatez al no comprometerse con ninguna proporción concreta.

Como hemos observado al principio de esta discusión, el punto de vista del Tesoro se ha visto sometido a un detenido examen en los últimos años, después de la apertura al público de los documentos oficiales británicos de la década de los años treinta. El resultado, como observó G. C. Peden, es que ahora tenemos acceso a algunos argumentos en los que el Tesoro se apoyaba en aquella época, pero que prefirió no ofrecer en forma impresa (Peden 1984, página 168). Lo que esto parece demostrar es que el punto de vista del Tesoro estuvo fuertemente influido por la teoría económica ortodoxa (es decir, pre-Keynes) —como la hemos descrito— hasta aproximadamente 1934 y que las justificaciones teóricas las proporcionó en gran medida Ralph Hawtrey. Después de 1934, el Tesoro se volvió más flexible en su posición teórica, si bien, con todo, los funcionarios seguían mostrándose escépticos sobre el valor de las obras públicas (Howson y Winch, 1977). Después de 1934, los argumentos parecen tener mucho más que

⁵ Esto puede no ser tan sorprendente como parece. Durante la década de los años sesenta, el Banco de Inglaterra persiguió una compleja política de dirección de la deuda, conocida como *leaning into the wind*, apoyarse en el viento, que descansaba en cierto número de hipótesis sobre el mercado británico de la deuda gubernamental, incluyendo la teoría del cajero, que no ha sido sometida a ninguna investigación empírica seria.

ver con las cuestiones administrativas y políticas que con las económicas. Peden (1984, página 179), por ejemplo, indica que el Tesoro se interesó durante todo el período de entreguerras por el coste del servicio de la deuda nacional, que había experimentado una notable expansión durante la Primera Guerra Mundial. En efecto, la proporción deuda/PIB una vez más⁶. Esto tuvo dos efectos: primero, dado que gran parte de la deuda radicaba en el extranjero, existía una presión para comportarse de modo que no saliese perjudicada la confianza en el exterior, incluso cuando esto significaba rechazar las ideas (en cuanto al gasto público) que podrían haber disfrutado de algún respaldo en el interior. En segundo lugar, la experiencia de 1914-1919 había enseñado al Tesoro lo difícil que era ejercer cualquier control sobre el nivel de gasto público una vez que se relajaron las reglas más estrictas (véase también Middleton, 1982, páginas 56-62). Vale la pena observar la medida en que Chamberlain (entonces Canciller del Exchequer) tuvo que apaciguar a la opinión financiera internacional cuando en 1937 se vio forzado a incurrir en gasto con déficit en algo tan poco frívolo como el rearme nacional (Peden, 1979, páginas 78-79).

4. La «crisis» de 1957

Es conocida la rápida conversión del Tesoro británico al pensamiento keynesiano en los primeros años de la Segunda Guerra Mundial. El presupuesto de 1941, presentado por el Canciller del Exchequer Kingsley Wood, planteó el problema de la financiación de la guerra explícitamente en términos de una relación entre demanda y oferta agregadas y la inevitable aparición de una brecha

inflacionista⁷. Otros puntos destacados se incluyen en los *White Papers* gubernamentales, *Sources of War Finance* (1941) y *Employment Policy* (1944)⁸.

La aparente escala de esta conversión podría verse como una vuelta a las condiciones del tiempo de paz. La retórica de los discursos de los presupuestos de la posguerra estuvo dominada por las reconocibles categorías de la renta nacional y el equilibrio entre impuestos y gasto público se evaluaba por su probable efecto sobre las brechas inflacionistas (o más raramente deflacionistas). El gobierno Atlee instituyó la publicación por el Tesoro de un *Economic Survey* (Informe económico) anual, que comenzó en 1947 (terminando en 1962), donde de nuevo las secciones macroeconómicas se refieren exhaustivamente a las categorías de gasto agregado y su relación con la capacidad productiva. En el primer volumen de la historia clásica de la economía de posguerra (que cubre el período 1945-1950), Little (1952, páginas 161-162) empieza la sección sobre Los principios de la Política Fiscal Global con la frase «Se ha convertido en un principio aceptado que los ajustes de los impuestos deben hacerse con el objeto de evitar la inflación o la deflación, y *no es preciso que tengan ninguna relación con el gasto gubernamental*» (la cursiva es nuestra). Las dos páginas siguientes proporcionan una guía para principiantes en la dirección de la política fiscal que podría proceder de cualquier texto keynesiano de la década de los años sesenta. Acaba diciendo que «La determinación para actuar de acuerdo con los principios anteriores constituye la revolución “keynesiana” en la política económica» (Little, 1952, página 165).

Lo que también es sorprendente, desde una perspectiva actual, es que este análisis keynesiano de la política fiscal se sostenía aparentemente con mucha mayor confianza que algunos puntos de vista sobre el funcionamiento de la política monetaria. En otro tratamiento auto-

⁶ En 1934 la proporción de la deuda respecto al producto nacional neto en el Reino Unido era aproximadamente del 200 por 100. La proporción de la deuda respecto al PIB habría sido evidentemente más baja. En aquella época los tipos de interés a largo plazo eran aproximadamente del 3 por 100 nominal (aproximadamente 2,8 por 100 real). Los tipos reales a largo plazo disminuirían hasta un 2 por 100 a lo largo de los tres años siguientes (calculado a partir de los datos de MITCHELL y DEANE, 1962, páginas 368, 403, 455 y 478).

⁷ Véase HANCOCK y GOWING (1949) para el informe oficial de las discusiones que desembocaron en ese presupuesto (especialmente páginas 325-330).

⁸ Véase también STONE, 1951.

rizado del período, publicado por el National Institute of Economic and Social Research, J. C. R. Dow empieza su capítulo sobre Política monetaria, 1945-1960 con la frase «En contraste con la política presupuestaria, no ha habido ninguna teoría generalmente aceptada del funcionamiento de la política monetaria» (Dow, 1964, página 222).

En estas circunstancias es fácil ver por qué la década de los años cincuenta vino a ser considerada como el punto álgido de la revolución keynesiana, un período en el que gran parte de la teoría y la mayoría de las prescripciones políticas disfrutaron de un amplio respaldo y antes de que comenzasen los ataques contra el precario tratamiento de las expectativas y de los microfundamentos. El incidente de 1957 es por lo tanto interesante, por lo menos en su curso cronológico.

El panorama de fondo es una economía británica en buena medida recuperada de la Segunda Guerra Mundial. En 1954 la economía se encontraba ampliamente liberada de los controles del tiempo de guerra, las rentas per cápita estaban aumentando regularmente y entre 1953 y 1956 el gasto en inversión y consumo aumentó rápidamente (Worswick, 1962, páginas 30-35). El paro era bajo (y decreciente) y durante un tiempo incluso parecía como si los cuatro objetivos de la política gubernamental pudieran alcanzarse simultáneamente⁹. Sin embargo, la única dificultad que iba a repetirse a intervalos y con fuerza creciente hasta 1967, era el problema de la libra esterlina. Ésta era una referencia a la cotización de la libra en relación, particularmente, con el dólar USA y el marco alemán. Se había fijado en 2,80 dólares USA en 1949 (bajando desde 4,03 dólares USA). El problema estaba en que, por razones his-

tóricas, muchos países mantenían sus reservas en libras esterlinas y sus bancos centrales eran comprensiblemente sensibles a cualquier cosa que pudiera sugerir una devaluación de la libra. Esto no requería necesariamente un debilitamiento de las esencias del Reino Unido, aunque ciertamente bastaría cualquier indicio de debilidad de la balanza de pagos, o inflación emergente. En efecto, un pánico en relación con la libra ni siquiera requeriría los desarrollos consiguientes en el Reino Unido. Para que se produjeran ventas masivas de libras bastaba (como veremos) sólo que se difundiese un rumor de revaluación de alguna otra moneda. No obstante, las consecuencias fueron serias porque llevaron a los sucesivos gobiernos británicos a hacer todo aquello que pudiera mantener la «confianza». En la práctica, esto significó fijarse el objetivo de una balanza comercial positiva como regla general¹⁰ y elevar los tipos de interés cuando esto no era suficiente. Ambas cosas exigían la restricción de la demanda (y de la actividad interior) por debajo de lo que de otro modo podría haber sido¹¹.

La crisis que afectó a la economía británica en agosto y septiembre de 1957 consistió en una rápida salida de reservas, que surgía, como dice Dow, «... de un cielo azul.» Fue «... enteramente una crisis de confianza. La balanza por cuenta corriente del Reino Unido se encontraba en una cómoda situación de equilibrio...» (Dow, 1964, página 96). El origen parece haber sido la debilidad del franco francés, que puso en movimiento un rumor de realineaciones generales de las monedas. La expectativa de que esto significara un menor valor del cambio dólar USA-libra se vio reforzada por fundados rumores de que el propio gobierno británico estaba disminuyendo su compromiso con el tipo de cambio existente y también por un creciente debate a largo plazo, dentro del Reino Unido, sobre las presiones inflacionis-

⁹ Los objetivos eran pleno empleo, estabilidad de los precios, productividad creciente y equilibrio de la balanza de pagos (aunque en la práctica éste se interpretaba a menudo como un superávit de la balanza comercial). Existía una extendida opinión de que estos objetivos eran incompatibles entre sí. Por lo menos se decía de la economía británica que no era probable que la estabilidad de los precios y el pleno empleo fueran simultáneamente sostenibles (aunque, por supuesto, esto dependía de lo que se entendiera por pleno empleo).

¹⁰ Véase la nota anterior.

¹¹ Para un análisis autorizado del problema y una discusión de los costes de enfrentarse con los comportamientos especulativos mediante la sobrecompensación de los principios fundamentales, véase CONAN (1966).

tas. Esto último se basaba en la observación de que la fijación de salarios se había convertido en un ritual anual algo mecanicista, por lo que un acuerdo venía seguido por las demandas de otros grupos de trabajadores cuyos representantes consideraban que estaban autorizados automáticamente a mantener los diferenciales existentes. El debate se expresó en lo que se convirtió en el marco familiar de las explicaciones *cost-push versus demand-pull* (empujón de los costes vs. tirón de la demanda), estando probablemente el punto de vista anterior en su fase ascendente en aquella época. En efecto, el que se había convertido en Canciller del Exchequer en el gobierno Macmillan que se formó después de la crisis de Suez en 1956, instituyó un Consejo de Precios, Productividad y Rentas en julio de 1957, el primero de una serie de organismos públicos durante los 20 años siguientes, de los que se esperaba algo así como una política formal o (con más frecuencia) informal de precios y rentas. A la luz de lo que iba a suceder durante el año, esta inclinación hacia un análisis del empujón de los costes parece un tanto extraña.

La respuesta del gobierno, el 19 de septiembre, fue anunciar un aumento de dos puntos en el tipo bancario (del 5 al 7 por 100) junto con una promesa de mantener constante una serie de agregados monetarios, incluyendo el gasto gubernamental corriente, la inversión pública y los anticipos bancarios (véase *The Times*, 20-9-1957). Cuatro meses después, en enero de 1958, el Canciller Thorneycroft y dos Subsecretarios (Enoch Powell y Nigel Birch) dimitieron después de que no lograran convencer al gabinete para mantener sin cambios el gasto corriente (como se había prometido) o dejar que aumentase en 50 millones de libras. En términos de finanzas públicas, dicha cantidad era modesta, incluso en 1957¹², sugiriendo la cuestión de por qué tuvo que debatirse tanto acerca de la plausibilidad de las dimisiones. Da la casualidad de que después se pensó que el anuncio del aumento del

tipo bancario fue divulgado prematuramente y se dispuso una investigación sobre la liberalización de la información más sensible sobre este mercado. Conocida abreviadamente como el *Bank Rate Tribunal* (Comisión de Investigación del Tipo Bancario)¹³, emitió su informe en enero de 1958 (sin encontrar ninguna evidencia de delito). En el curso de la investigación se recabaron muchos testimonios de los ministros sobre la dirección de la política en aquella época y algunas de las respuestas, cuando se las contrasta con otros testimonios, son muy reveladoras. En síntesis, lo que parece sugerir es que se había producido un cambio no anunciado de política (incluida la política fiscal), desplazando el pleno empleo como objetivo primario, en beneficio de la estabilidad de los precios. Andrew Shonfield, escribiendo poco después de los acontecimientos, comentaba que:

«El Sr. Thorneycroft y sus compañeros de ministerio en el Tesoro creían aparentemente que su teoría había sido aceptada como dogma oficial... que había tenido lugar un verdadero cambio desde la anterior política de los conservadores —de expansión económica, combinada con bienestar social y un creciente campo de acción para la empresa privada— hacia una línea de partido que ponía la estabilidad de los precios por delante de todo lo demás» (Shonfield, 1958, página 249).

¿Cuál era esta teoría? La declaración del Canciller, de 19 de septiembre, está llena de pistas y fue reproducida en el informe de la Comisión Investigadora del Tipo Bancario (páginas 9-10). El primer párrafo culpa de la

¹² Ascendía a un 0,7 por 100 del gasto total del sector público y a menos del 0,3 por 100 del PIB.

¹³ Su nombre completo era *Report of the Tribunal appointed to Inquire into Allegations of Improper Disclosure of Information relating to the Raising of the Bank Rate* (Informe de la Comisión nombrada para investigar las acusaciones de divulgación incorrecta de la información relativa al aumento del tipo bancario) (cmnd.350). Una exposición de los acontecimientos que precedieron al anuncio del tipo de cambio, incluyendo la oportuna venta de grandes cantidades de bonos gubernamentales que dio origen a las sospechas de filtración, puede verse en KYNASTON, 2002, páginas 86-92.

crisis a la inflación interior, mientras que el segundo contiene lo siguiente:

«No puede haber remedio para la inflación y la constante elevación de los precios que la acompaña que no incluya, y ciertamente no se fundamente sobre, un control de la oferta monetaria. Mientras se crea que el gobierno está dispuesto a ver que se produce la financiación necesaria para competir con la espiral creciente de los costes, la inflación continuará y los precios subirán.»

Habiendo diagnosticado el problema, la declaración sigue:

«Por consiguiente, el gobierno ha decidido acerca de determinados pasos adicionales en relación con el gasto público y privado. Su objeto es asegurar que la oferta monetaria y la consiguiente presión de la demanda no excedan de la mano de obra y los recursos disponibles de hecho.»

Aquí hay dos cuestiones. Una es la relación que se percibe entre el gasto público y la oferta monetaria, a la que volveremos un poco más adelante; la otra es la creencia en un auténtico vínculo entre la oferta monetaria y la demanda agregada. En opinión de Little, «... parece implicar una fe en la teoría cuantitativa del dinero, incluso a corto plazo, que constituye un desafío a la conocida facilidad con la que puede variar la velocidad de circulación» (Little, 1962, página 266). En su ensayo sobre Política monetaria (escrito al mismo tiempo), Kennedy se refiere a 1957 como un año en que «... una serie de monstruos doctrinales, que uno había esperado y pensado que se habían extinguido, volvieron de nuevo a la vida: la *Currency School* (escuela monetaria clásica)..., la teoría cuantitativa del dinero y el punto de vista del Tesoro británico de los años de entreguerras» (Kennedy, 1962, página 317) y comenta que es sorprendente que Thorneycroft haya elegido exponer la teoría cuantitativa de nuevo en una época tal, en primer lugar porque

la oferta monetaria había sido eficazmente controlada en los años anteriores a 1957¹⁴ y, en segundo lugar, cuando estaba claro que tal control no había conseguido evitar la tendencia creciente de la inflación.

Parte de la explicación se revela en el testimonio recibido por la Comisión investigadora del tipo bancario. En respuesta a la pregunta 10.660, sobre el asesoramiento que había utilizado durante la crisis, Thorneycroft se refirió a las opiniones del profesor Lionel Robbins. Reflexionando sobre la crisis, Robbins escribió más tarde que el equilibrio entre las fuerzas del empujón de los costes y el tirón de la demanda era un tema polémico, aunque él se inclinaba a atribuir un mayor peso a los factores del tirón de la demanda que a otros muchos. Y después, significativamente, decía «Pero en un punto espero que estaremos todos de acuerdo; es decir, que nada de esto podría suceder si hubiera un control suficientemente fuerte de la oferta monetaria» (Robbins, 1958, página 6). No podemos decir si, al tomar este consejo, Thorneycroft estaba simplemente buscando la aprobación por parte de alguien que él sabía que compartía su opinión o si Robbins jugó un papel más positivo al revivir la teoría cuantitativa.

Volvemos ahora a la relación entre el gasto público y la oferta monetaria. En el segundo fragmento citado más arriba se nos ha dicho que una disminución del gasto público reduce la demanda al restringir la cantidad de dinero. Por supuesto, un análisis más convencional habría contemplado la reducción del gasto público, *ceteris paribus*, en y por sí misma constituyendo una reducción directa de la demanda agregada (y por tanto sujeta a un efecto multiplicador).

La noción de que el gasto público y la oferta monetaria están de alguna manera inextricablemente vinculados,

¹⁴ En buena medida por persuasión moral —peticiones del Canciller al Gobernador del Banco de Inglaterra y a los presidentes de los bancos comerciales para que «moderaran» sus préstamos. DOW señala (DOW, 1964, página 231) que la oferta monetaria aumentó más despacio que el PIB nominal en la primera mitad de los años cincuenta y que ello fue responsable de la tendencia creciente de los tipos de interés a largo plazo. De hecho, los depósitos bancarios totales *disminuyeron* en realidad en 1955-1956 (DOW, 1964, Cuadro 9.2).

nos retrotrae una vez más al punto de vista del Tesoro. Recordemos que según éste el gasto gubernamental tiene muy poco efecto sobre la demanda agregada, a menos que se financie por medio del endeudamiento con el sistema bancario (y de ahí por medio de un aumento de la oferta monetaria), en cuyo caso es inflacionista. La evidencia más clara de que Thorneycroft y sus colegas estaban pensando en esta línea procede de su subsecretario Enoch Powell (Powell, 1959). Escribiendo en *The Banker* en marzo de 1959 comienza la página final admitiendo la recesión de 1958 y reconoce (véase más adelante) que los déficit gubernamentales se habían financiado mediante ventas de bonos al público en general, formulando la siguiente conclusión: «... es difícilmente posible atribuir al nivel del gasto gubernamental un papel muy importante en la compensación de la recesión en 1958» (Powell, 1959, página 159). Y después, más adelante en la misma página, a pesar de la recesión, se nos advierte que «Aumentar la oferta monetaria por medio de la financiación con déficit estará siempre dentro del poder del gobierno, si elige esa línea de acción como instrumento de la política; pero al permitir que el total de sus compromisos aumente constantemente, se pone a merced de la renovación de las presiones inflacionistas...» (Powell, 1959, página 159).

Si ésta es una interpretación rigurosa del pensamiento actual, entonces es muy confusa. Dejando de lado las habituales objeciones de que la expulsión (*crowding-out*) de los recursos por el gasto público no se puede dar si existe capacidad ociosa y que la cuestión de la expulsión en el caso del interés tiene carácter empírico, dependiendo de la demanda de deuda gubernamental, argumentar que una reducción del gasto público reduciría la demanda vía oferta monetaria supone que el gasto estaría siendo financiado por aumentos de la deuda flotante. Una cosa es argumentar (como en el punto de vista del Tesoro) que un aumento del gasto público sólo puede incrementar la demanda si se financia por medios monetarios (la financiación monetaria es una condición necesaria para un aumento de la demanda) y otra es argumentar que una disminución del gasto público

reducirá necesariamente la financiación monetaria y la oferta de dinero. ¿Qué sucede si los recortes del gasto público simplemente reducen el déficit presupuestario global y la escala de ventas de bonos? Según la TV, no existe ningún efecto sobre la oferta monetaria y ningún efecto sobre la demanda agregada, porque cualesquiera recursos así liberados son absorbidos por el sector privado. Si no, los tipos de interés disminuyen, permitiendo una mayor inversión en el sector privado. Observando los datos vemos que las ventas de letras del Tesoro, la forma habitual de financiación monetaria, fueron prácticamente nulas en 1954-1955-1956 y negativas en 1956-1957. Todo esto es coherente con el moderado crecimiento de la oferta monetaria que hemos observado antes (véase nota 14). Además, los presupuestos anuales habían mostrado un superávit en el gasto corriente cada año desde 1947¹⁵.

No obstante, está claro que Thorneycroft y su equipo intentaron abandonar lo que entonces era la ortodoxia keynesiana —que los gastos e ingresos públicos debían ajustarse con vistas a la capacidad ociosa de la economía— a fin de sustituirla por otra que minimizaba el gasto y el endeudamiento gubernamental. Además, sus argumentos (aunque inadecuados a la luz de las circunstancias actuales) se basaban abiertamente en una visión de la inflación conectada con la teoría cuantitativa y la política fiscal estaba involucrada sólo porque sus defensores estaban dispuestos a formular supuestos de tipo similar al punto de vista del Tesoro sobre el efecto expulsión¹⁶.

En tanto que las medidas de 1957 se orientaban a la minimización del gasto y endeudamiento público, sin tener en cuenta el estado del ciclo económico, podría argumentarse que tenían mucho en común con el pensamiento subyacente en el PEC y en el PECB. Además,

¹⁵ Véase DOW (1964), Cuadro 9.1.

¹⁶ Esto supone que todos los argumentos eran económicos. Pasa por alto el hecho de que algún argumento que lleve al gobierno mínimo podría tener un atractivo ideológico para el partido conservador. Veremos algo más sobre el particular en el apartado siguiente.

los años de déficit (globales) gubernamentales se intercalaban con años (los menos) de superávits y así podría argumentarse que esto es congruente con el objetivo, que subyace en el PEC y en el PECB, de alcanzar un resultado a medio plazo próximo al equilibrio. Sin embargo, no se hace ninguna mención de proporciones y así no sabemos qué escala de déficit a corto plazo o de endeudamiento a largo plazo se considera aceptable, o ni siquiera si se llega a considerar. Existe una menor semejanza con la regla OG, enfocada principalmente a conservar las propiedades de estabilización anticíclica de la política fiscal. Cualquier regla de este tipo para la dirección de la política fiscal fue rotundamente rechazada por Thorneycroft y sus colegas. Como hemos visto, la dirección de la política fiscal durante los años cincuenta satisfizo los requisitos de la RO. El endeudamiento del sector público se limita al gasto de capital (ciertamente el gasto de capital supera constantemente al endeudamiento). Sin embargo, por la misma razón, el gasto corriente tiene superávit, no a lo largo del ciclo, pero sí cada año. Existe, por supuesto, una semejanza entre cualquier conjunto de medidas diseñado para reducir el gasto y una regla que incluye un compromiso de endeudamiento sostenible. Pero no tenemos ninguna prueba de que el Tesoro, en 1957, pensase que pudiera haber un nivel sostenible de deuda. Con la renta nominal creciendo año tras año en torno al 7 por 100 y ocasionales superávits presupuestarios, la proporción deuda/PIB estaba disminuyendo rápidamente y así (especialmente cuando se la compara con el período 1939-1945) nunca fue probable que representase un problema.

5. La estrategia financiera a medio plazo (EFMP)

El gobierno Thatcher que entró en funciones en 1979 se enfrentó con un problema inmediato de inflación y una economía cuya productividad y crecimiento se habían rezagado con respecto a sus principales competidores en muchos años. También se vio fuertemente influido por el recuerdo de la experiencia del anterior go-

bierno conservador de Edward Heath, que había sido elegido en 1970 con un programa de reformas a favor del mercado, pero que había derivado rápidamente en prácticas corporativistas. Éstas incluían una política de precios y rentas que fracasó cuando el gobierno fue derrotado en unas elecciones generales en las que el poder sindical había jugado un papel importante. En aquellas circunstancias, no es del todo sorprendente que el manifiesto de 1979 incluyera la promesa de aumentar el poder de las fuerzas del mercado (e implícitamente reducir el poder de los sindicatos), incrementar los incentivos y enfrentarse a la inflación mediante un estricto control de la oferta monetaria¹⁷.

A corto plazo, algunos elementos de la política eran claramente contradictorios. Por ejemplo, para aumentar los incentivos, el impuesto sobre la renta se redujo en tres puntos porcentuales, lo cual se compensaba aboliendo la reducción del tipo del impuesto sobre el valor añadido e imponiendo un tipo uniforme del 15 por 100. El efecto de ello (combinado con un fuerte aumento de los precios del petróleo) fue doblar la tasa de inflación del 10 al 20 por 100 en el primer año de gobierno. Éste es el panorama de fondo en el que Sir Geoffrey Howe introdujo la estrategia financiera a medio plazo en su discurso de presentación del presupuesto de 1980.

La EFMP era una combinación de objetivos anuales para el crecimiento de la oferta monetaria y proyecciones para la proporción del endeudamiento público res-

¹⁷ En esto es fácil decir que el gobierno conservador se vio ayudado por el cambio en la opinión académica en dos frentes. El primero era hacia una mayor preocupación por los agregados monetarios; el segundo era la combinación del vaciamiento del mercado con las expectativas racionales. El primero ofrecía un remedio para la inflación, mientras que el segundo sugería que podía ser un *free lunch* («barra libre»). Pero debemos observar que el récord de las tasas de inflación (un 20 por 100) en 1975 y 1976 fue precedido por años de una expansión sin precedentes del crédito, resultado de una liberalización (por el gobierno Heath) del sistema bancario británico. Cuando se llegó a introducir una política antiinflacionista basada en el control de la oferta monetaria, es difícil saber si el público británico (o el *backbench* medio, diputado sin cargo específico en el gobierno o la oposición) se sintió más persuadido por los artículos del *Journal of Political Economy* o por la experiencia de primera mano del rápido crecimiento monetario seguido de elevada inflación.

pecto del PIB. Estos objetivos/proporciones se establecían para los cuatro años siguientes (el medio plazo) y deberían revisarse cada año. No es preciso decir que la estrategia preveía una disminución constante de las magnitudes. Por ejemplo, los planes expuestos en marzo de 1980 preveían lo siguiente. (Cuadro 2).

Gran parte de la razón fundamental de la estrategia puede deducirse del mismo discurso de presentación del presupuesto (discurso del presupuesto, 26-3-1980). Ante todo, los objetivos monetarios son fundamentales porque:

«La inflación no puede persistir a largo plazo a menos que se produzca una expansión excesiva del dinero y el crédito... La restricción del crecimiento del dinero y del crédito es, pues, esencial.»

Y el endeudamiento del sector público es importante porque:

«No se pretende alcanzar esta reducción del crecimiento monetario por medio de una excesiva confianza en los tipos de interés. La estrategia financiera del gobierno, por lo tanto, propone una reducción sustancial a medio plazo del endeudamiento gubernamental como porcentaje de la renta nacional. Las consecuencias del endeudamiento excesivo han sido tipos de interés nominal elevados y... la expulsión (*crowding out*) del sector de los negocios privados por el Estado.»

Como comentó Hall, escribiendo poco después de la introducción de la EFMP, sus características eran «... una aparente aceptación del punto de vista monetarista de que la inflación y el *stock* monetario están en relación de causa-efecto, con un desfase de unos dos años, actuando la causación desde la oferta monetaria a los precios y no al revés. Se suponía que la política fiscal (en forma de TESP), la política del tipo de cambio y la política del tipo de interés respaldaban la política monetaria...» (Hall, 1982, página 70). Y para reforzar la cues-

CUADRO 2				
OBJETIVOS DE LA ESTRATEGIA FINANCIERA A MEDIO PLAZO				
Objetivos	12 meses hasta finales de marzo			
	1981	1982	1983	1984
Crecimiento del M3 (% anual)...	7-11	6-10	5-9	4-8
ESP*/PIB.	3,75	3,00	2,25	1,50
NOTA: * ESP: Endeudamiento del sector público.				

tion «los planes significaron la desaparición definitiva (por lo menos durante aquella Administración) de las políticas keynesianas de dirección de la demanda, los proyectados recortes del ESP, en términos absolutos... y en proporción al PIB... yendo hacia una época de severa depresión» (Hall, 1982, página 88).

Lo que aquí nos interesa es el pensamiento subyacente en la estrategia, más que sus resultados. En síntesis, todas las magnitudes se mostraron mucho más difíciles de controlar de lo que el gobierno y sus asesores habían previsto, con el resultado de que los objetivos/proyecciones fueron sobrepasados con frecuencia, a pesar del hecho de que a veces fueron reajustados a niveles más altos. En parte por esta razón, pero también porque la tasa de inflación disminuyó fuertemente a pesar de los rápidos aumentos de la oferta monetaria, la estrategia se abandonó en 1985. Irónicamente, la reducción de la inflación debe atribuirse en gran medida a la deflación de la demanda (y al aumento del desempleo) a la que contribuyeron los recortes en el gasto público. La política fiscal fue importante, pero no de la manera que pensaba el gobierno¹⁸. Dado que los resulta-

¹⁸ La reducción de la inflación se vio favorecida también por un aumento del valor exterior de la libra esterlina a costa de los elevados tipos de interés nominales, pero también a causa de la explotación británica del petróleo del Mar del Norte que se estaba acercando a su punto álgido.

dos sugieren algunos defectos en la razón fundamental que subyace en la EFMP, vale la pena examinar brevemente lo que fueron.

Indudablemente lo más esencial resultó ser el supuesto de un vínculo predecible entre la oferta monetaria y la demanda agregada. Los años ochenta presenciaron una disminución sin precedentes de la velocidad de circulación, que el Banco de Inglaterra atribuyó más tarde a cambios institucionales en el sistema financiero¹⁹. De ahí que la inflación disminuyera regularmente porque los objetivos de la política monetaria fueron generalmente sobrepasados.

Pero para nuestra discusión de por qué la política fiscal llegó a ser abandonada como instrumento de estabilización es más relevante el argumento que se remonta directamente al punto de vista del Tesoro, es decir, que un déficit del sector público no tiene ningún efecto sobre la demanda a menos que se financie mediante endeudamiento con el sistema bancario, en cuyo caso aumenta la oferta monetaria y es inflacionista. Dejando aparte la falacia de que la demanda apenas puede ser excesiva si existe una brecha de producción sustancial, la relación entre el endeudamiento del sector público, los tipos de interés y la oferta monetaria es mucho más compleja (incluso como identidad contable) de lo que la EFMP suponía.

Cuando llegamos a la financiación del ESP, las posibilidades son:

- Emisión de billetes y monedas adicionales.
- Ventas de deuda comercializable (por ejemplo, bonos gubernamentales) al sector privado no bancario.
- Ventas de deuda no comercializable al sector privado no bancario.
- Ventas de deuda del sector público a los bancos.
- Otro endeudamiento del sector público con los bancos.
- Financiación exterior.

Cada una de ellas tiene distintos efectos monetarios. Tomemos tres ejemplos. Una mayor aceptación de billetes y monedas por parte del público aumenta la oferta monetaria (y nada más). La venta de bonos gubernamentales al sistema bancario aumenta la oferta monetaria pero reduce el encaje bancario (y por tanto limita la expansión monetaria adicional)²⁰. El caso peor, desde el punto de vista de la expansión monetaria, es la financiación residual, significando cualquier forma de financiación que se añade a las reservas de los bancos activos, porque esto aumentará la oferta monetaria y la liquidez del sistema bancario. En aquella época, en el Reino Unido, la financiación residual significaba la venta de letras del Tesoro al sistema bancario comercial, ya que existía acuerdo en que el Banco de Inglaterra estaría siempre dispuesto a cambiarlas si había demanda de depósitos bancarios. Un detenido examen de los datos monetarios disponibles en la época podría haber dado que pensar a los autores de la EFMP. Las cifras que siguen se refieren al período 1973-1980. En primer lugar, la financiación residual tal como la hemos descrito ascendió al 1,8 por 100 del ESP acumulado. El 75 por 100 de los déficit se financiaban mediante ventas de deuda gubernamental al sector privado no bancario, mientras que el 11 por 100 se financiaba mediante divisas oficiales tomadas en préstamo de los bancos (lo que no comporta efectos monetarios). Si miramos el crecimiento del dinero en general, hallamos que el 90 por 100 estaba representado por el préstamo bancario adicional al sector privado no bancario²¹.

El descubrimiento de que las tasas de ESP tenían poca relación directa con el crecimiento monetario, sin embargo, deja en libertad a los partidarios del punto de vista del Tesoro para formular la objeción de que la fi-

¹⁹ En efecto, el pago de tipos de interés de mercado en una proporción rápidamente creciente de los depósitos bancarios.

²⁰ Para un exhaustivo análisis de los efectos monetarios netos de diversas opciones de financiación, véase HALL, 1982, páginas 90-97.

²¹ Los datos de este párrafo se han calculado a partir de *Financial Statistics* (Londres: ONS), diciembre de 1981 y diciembre de 1978, Cuadros 2.6 y 7.3.

nanciación no-monetaria puede elevar los tipos de interés y expulsar el gasto del sector privado. Vimos antes que Sir Geoffrey Howe planteó esta misma objeción en su discurso de presentación de la EFMP. Pero tiene el cuidado de referirse a tipos de interés nominales. Los tipos de interés reales, a lo largo de la mayor parte de los años ochenta fueron negativos y fue la resistencia del Tesoro para hacerlos significativamente positivos lo que permitió que el préstamo bancario al sector privado creciese tan deprisa. El hecho de que el gobierno pudiera vender cantidades tan grandes de deuda al sector privado no bancario cuando los tipos reales eran tan bajos se explica en parte por las innovaciones en la deuda del sector público, incluyendo los bonos convertibles (1973), las acciones pagadas parcialmente (1977), los bonos de tipo variable (1979) y los bonos indicados (1982). Como dijimos al principio del apartado 2, lo que les pasa a los tipos de interés cuando se producen grandes ventas de bonos gubernamentales depende más obviamente (podría pensarse) de la demanda de aquellos bonos. Suponer que más bonos debe significar tipos más altos o que existe alguna particular proporción de la deuda respecto al PIB que es sostenible, simplemente ignora este punto tan elemental.

6. Conclusión

En los últimos años se ha discutido considerablemente sobre la necesidad de normas fiscales y por tanto de su diseño óptimo. Dado que esta discusión se produce después de la creación de la Unión Monetaria Europea, pudiera imaginarse que el interés por tales normas se inspiraba en un deseo de encontrar una manera adecuada de permitir a cada uno de los países que respondiera a los *shocks* económicos nacionales, continuando el papel estabilizador de la política fiscal. Sin embargo, el examen de las normas reales propuestas sugiere que, en su mayoría, representan una vuelta claramente encubierta a las formas de pensamiento prekeynesianas. Su objeto consiste en asegurar que la política fiscal actúa en todas las épo-

cas en apoyo de una política monetaria que se ocupa abrumadoramente de la inflación, incluso cuando la evidencia sugiere que la recesión es un riesgo mucho mayor que la inflación.

Las semejanzas con el punto de vista del Tesoro de los años treinta son absolutamente llamativas, como vimos en el apartado 3. Lo que también tiene cierto interés es que estas normas no constituyen el primero ni el único intento de retrasar el reloj a los tiempos prekeynesianos. La estrategia financiera a medio plazo del gobierno Thatcher no es quizá sorprendente, dado el resurgimiento de las ideas monetaristas en la época y el fracaso del anterior gobierno conservador. Sin embargo, la crisis de la política presupuestaria británica en 1957 es llamativa por el hecho de que tuvo lugar en un período que pudiera considerarse el punto álgido de la formulación de las políticas keynesianas.

Referencias bibliográficas

- [1] *An Analysis of the Sources of War Finance and an Estimate of the National Income and Expenditure in 1938 and 1940*, Cmd. 6.261, Londres, HMSO, 1941.
- [2] BAIN, K. y HOWELLS, P. G. A. (1998): «The Privatization of Monetary Policy», en S. DANIEL; J. GRAHL y P. ARESTIS (ed.): *Money and Macroeconomic Policy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- [3] BRÜCK, T.; CORS, A.; ZIMMERMAN, K. y ZWIENER, R. (2003): «Stability Criteria and Convergence: The Role of the System of National Accounts for Fiscal Policy in Europe», *Allgemeines Statistisches Archiv*, 87, 2, páginas 113-132.
- [4] BRÜCK, T. y ZWIENER, R. (2004): «Fiscal Policy Rules for Stabilisation and Growth: A Simulation Analysis of Deficit and Expenditure Targets in a Monetary Union», *DIW Discussion Paper*, 427, Berlín, German Institute for Economic Research.
- [5] BUTI, M.; EIJJFINGER, S. C. W. y FRANCO, D. (2003): «Revisiting the SGP: Grand Design or Internal Adjustment», *Discussion Paper*, número 3.692, Londres, Centre for Economic Policy Research.
- [6] CONAN, A. R. (1966): *The Problem of Sterling*, MacMillan, Londres.
- [7] CREEL, J. (2003): «Ranking Fiscal Policy Rules: The Golden Rule of Public Finance vs. the Stability and Growth Pact», *Discussion Paper*, 2003-2004, Observatoire Français des Conjonctures Économiques, París.

- [8] DOW, J. C. R. (1964): *The Management of the British Economy, 1945-60*, NIESR, Londres.
- [9] *Employment Policy*, Cmd. 6.527, Londres, HMSO, 1944.
- [10] FRIEDMAN, M. (1956): *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago University Press, Chicago.
- [11] HALL, J. M. B. (1982): *Monetary Policy Since 1971*, MacMillan, Londres.
- [12] HANCOCK, W. K. y GOWING, M. M. (1949): *British War Economy*, HMSO y Longmans, Londres.
- [13] HOWSON, S. y WINCH, D. (1977): *The Economic Advisory Council, 1930-39*, Cambridge University Press, Cambridge.
- [14] KENNEDY, C. M. (1962): «Monetary Policy», en G. D. N. WORSWICK y P. H. ADY (eds.): *The British Economy in the 1950s*, The Clarendon Press, Oxford.
- [15] KOPITS, G. y SYMANSKY, S. (1998): «Fiscal Policy Rules», *IMF Occasional Paper*, número 162.
- [16] KYNASTON, D. (2002): *The City of London: A Club no More*, Pimlico, Londres.
- [17] LITTLE, I. M. D. (1952): «Fiscal Policy», en G. D. N. WORSWICK y P. H. ADY (eds.): *The British Economy 1945-50*, The Clarendon Press, Oxford.
- [18] LITTLE, I. M. D. (1962): «Fiscal Policy», en G. D. N. WORSWICK y P. H. ADY (eds.): *The British Economy in the 1950s*, The Clarendon Press, Oxford.
- [19] MIDDLETON, R. (1982): «The Treasury in the 1930s: Political and Administrative Constraints to Acceptance of the "New" Economics», *Oxford Economic Papers*, nueva serie, 34, páginas 48-77.
- [20] MILES, D. (2005): «Brown's Debt Rule Risks Stifling Investment», *Financial Times*, página 17.
- [21] PEDEN, G. C. (1979): *British Rearmament and the Treasury, 1932-1939*, Scottish Academic Press, Edimburgo.
- [22] PEDEN, G. C. (1984): «The "Treasury View" on Public Works and Employment in the Interwar Period», *Economic History Review*, 2.ª serie, XXXVII (2), páginas 167-181.
- [23] POWELL, J. E. (1959): «Is Bigger Public Spending Really Necessary?», *The Banker*, marzo, páginas 155-159.
- [24] *Report of the Tribunal Appointed to Inquire into Allegations of Improper Disclosure of Information relating to the Raising of the Bank Rate*, Cmd. 350, Londres, HMSO, 1958.
- [25] ROBBINS, L. (1958): «Thoughts on the Crisis», *Lloyds Bank Review*, abril.
- [26] STONE, R. (1951): «The Use and Development of National Income and Expenditure Estimates», en D. N. CHESTER (ed.), *Lessons of the British War Economy*, Cambridge University Press, Cambridge.
- [27] WORSWICK, G. D. N. (1962): «The British Economy, 1950-1959», en G. D. N. WORSWICK y P. H. ADY (eds.): *The British Economy in the 1950s*, The Clarendon Press, Oxford.