

# Reglas fiscales y mercados

RAFAEL DOMÉNECH

EL PAÍS - NEGOCIOS - Economía - 14-03-2010

Las últimas semanas los mercados financieros han vivido sobresaltados por las noticias sobre el ajuste fiscal en Grecia y la respuesta de la Comisión Europea, el Banco Central Europeo (BCE) y otros organismos internacionales a las medidas adoptadas por el Gobierno griego y a sus continuas llamadas de ayuda.

Analizando la situación desde una perspectiva más amplia, el problema griego no es más que una manifestación de que los mercados financieros han puesto en duda la sostenibilidad fiscal de algunos países. En 2007, a pesar de las importantes diferencias existentes entre países en sus niveles de deuda pública sobre PIB, se observaba una elevada homogeneidad en sus *spreads* soberanos. Al igual que ocurría con el sector privado, los mercados financieros infravaloraban el riesgo implícito de deudas públicas muy diferentes. Por el contrario, en la primavera de 2009, cuando los mercados empezaron a darse cuenta del extraordinario deterioro en el crecimiento y en el déficit público, se pasó bruscamente a una situación de mucha heterogeneidad en los *spreads*. Tras un periodo de relativa tranquilidad en el otoño de 2009, las tensiones volvieron a intensificarse a partir de diciembre, aunque de nuevo con notables diferencias entre países.

Esta evidencia permite extraer varias conclusiones. Primero, que la sostenibilidad fiscal es una restricción de una importancia máxima: los gobiernos que la ignoran terminan siendo penalizados por los mercados. Segundo, que como consecuencia de esta disciplina impuesta por los

mercados financieros, las estrategias de salida de la política fiscal van a tener distintas velocidades según países: algunos se pueden permitir una salida lenta mientras que, a otros, los mercados les obligan a retirar ya los estímulos fiscales cuando la recuperación todavía no se ha consolidado. Tercero, que la reacción de los mercados no siempre es lineal, en periodos de crecimiento tienden a infravalorar el riesgo e imponen una escasa disciplina a las autoridades fiscales, mientras que en los periodos de elevada incertidumbre pueden llegar incluso a reaccionar con exceso. Cuarto, como la disciplina de los mercados en algunos momentos no es suficiente, se necesitan reglas fiscales que, como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), hagan lo posible por asegurar la sostenibilidad de las cuentas públicas a lo largo del ciclo económico. Aunque la historia reciente muestra que el PEC no ha sido suficiente y que su aplicación puede mejorarse, sí que ha sido útil para que muchos países europeos se enfrentaran a la crisis actual con un margen de maniobra mucho más amplio que en crisis anteriores.

Por lo tanto, una de las lecciones que podemos extraer de esta crisis es que en el futuro será necesario mejorar las reglas fiscales para avanzar en la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo, sobre todo en momentos de bonanza económica en los que la disciplina de los mercados pueda ser insuficiente.