
Política fiscal y estabilidad de precios en la Unión Monetaria

Este artículo ha sido elaborado por Javier Andrés y Javier Vallés, del Servicio de Estudios, y por Fernando Ballabriga, de ESADE.

1. INTRODUCCIÓN

La disciplina fiscal ha sido tradicionalmente considerada como un complemento necesario de una política monetaria dirigida a la estabilidad de precios en la tarea de asegurar el mantenimiento de un crecimiento sostenido sin inflación. Esta necesidad se hace si cabe mayor en el contexto de una unión monetaria, dada la multiplicidad de autoridades fiscales nacionales.

La preocupación por alcanzar y mantener la estabilidad macroeconómica en la UEM ha llevado a desarrollar diferentes procedimientos de coordinación fiscal. Inicialmente, se impusieron a los candidatos determinados límites al endeudamiento y al déficit público —dentro de los criterios de convergencia de Maastricht— como requisitos para el ingreso en la UEM. Posteriormente, una vez creada la Unión Monetaria, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento estableció mayores restricciones fiscales a cada uno de los países miembros. En este sentido, el Pacto se ha analizado como un complemento necesario al marco institucional de independencia otorgado al Banco Central Europeo [véase, por ejemplo, Buti, Franco y Ongena (1998)]. La adopción de un compromiso individualizado por parte de cada uno de los gobiernos nacionales por alcanzar y mantener saldos presupuestarios equilibrados garantiza, por un lado, un grado suficiente de disciplina fiscal en el conjunto de la UEM y, por otro, impide comportamientos ventajistas, por parte de los gobiernos de los países que mantengan desequilibrios fiscales confiando en que las políticas más disciplinadas de otros países miembros permitan lograr saldos presupuestarios agregados satisfactorios.

Sin embargo, el Pacto de Crecimiento y Estabilidad ha sido criticado en la literatura económica por tratarse de un instrumento que garantiza la disciplina de las finanzas públicas pero al coste de reducir la flexibilidad de las políticas nacionales justo en un momento en el que se ha perdido la política monetaria nacional [véase, por ejemplo, Eichengreen and Wyplosz (1998)]. De acuerdo con estos autores, el Pacto tiene el coste de reducir la capacidad de estabilización macroeconómica de cada gobierno nacional al limitar su autonomía en materia de política fiscal. Es más, este tipo de acuerdo entre los países reducirá su capacidad política para llevar a cabo las reformas estructurales en el mercado de trabajo tan necesarias para un mejor funcionamiento de la unión económica. Aun-

que reconocen que el Pacto reduce la posibilidad de que el Banco Central Europeo reciba presiones por parte de los gobiernos nacionales para financiar déficit excesivos recurriendo a la generación de inflación, estos autores defienden que el estatuto de independencia del banco central es por sí mismo una condición suficiente para garantizar tanto la disciplina fiscal como la estabilidad de precios.

Un punto de vista alternativo que refuerza la necesidad de coordinación fiscal lo constituye la teoría fiscal del nivel de precios. Esta teoría afirma, primero, que la independencia del banco central no garantiza por sí misma la disciplina fiscal; segundo, si la decisión de gastos e ingresos públicos se toma por parte de las autoridades correspondientes sin considerar sus efectos sobre el valor presente de los superávits presupuestarios, la existencia de un banco central independiente no es una condición suficiente para garantizar la estabilidad de precios. En este sentido, la imposición de límites a los desequilibrios fiscales —como los contenidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento— aparece como una condición necesaria para asegurar el mantenimiento de la estabilidad de precios.

En la siguiente sección se hace un repaso a los fundamentos teóricos y a las aportaciones de política económica de la teoría fiscal del nivel de precios. En la sección tercera se enfatizan las implicaciones de esta teoría en el contexto de una unión monetaria tanto para el nivel de precios de la unión como para el tipo de cambio. La sección cuarta concluye resumiendo algunas de las críticas realizadas a esta teoría así como sus principales implicaciones para la política económica.

2. LA TEORÍA FISCAL DEL NIVEL DE PRECIOS

Los macroeconomistas han reconocido desde hace tiempo la interacción de las variables fiscales y monetarias, desde el momento en el que consideran que los gobiernos tienen dos formas de financiación: los impuestos y el señoriaje o renta que reciben de la emisión de dinero. En consecuencia, la solvencia del sector público puede obtenerse por mecanismos alternativos. Así, por ejemplo, en la «aritmética monetarista no deseada» analizada por Sargent y Wallace (1981), la financiación de un déficit por parte del gobierno exige la creación de dinero, y por tanto de inflación, bien en el momento corriente o en el futuro. Se trata de un equilibrio en el que la política monetaria debe acomodarse a la elección de una secuencia de ingresos y gastos por parte del gobierno.

La teoría fiscal de los precios profundiza en esta idea, considerando que políticas supuestamente inconsistentes pueden de hecho convivir en un equilibrio pero a costa de generar inestabilidad en el nivel de precios. El principal mensaje de esta teoría es que cuando la autoridad fiscal garantiza su propia solvencia (es decir, sigue una política ricardiana) el nivel de precios está determinado por la propia evolución de los monetarios agregados, como ocurre en los modelos monetarios convencionales. Por el contrario, el nivel de precios se verá afectado por variables fiscales en el caso en que la política fiscal se determine sin considerar el equilibrio presupuestario intertemporal del gobierno (es decir, sigue una política no-ricardiana). Este resultado, que se contrapone al resultado convencional, es especialmente relevante cuando el banco central trata de alcanzar su objetivo de estabilidad de precios controlando el tipo de interés nominal de corto plazo, como es el caso de la mayoría de las economías occidentales (1).

Consideremos, a modo de ejemplo, el caso de una economía en la que el consumidor decide sus saldos reales (M/P) para la realización de transacciones y su ahorro, que dedica a comprar bonos del gobierno (B). El gobierno debe cumplir en cada período que el valor de sus gastos (g) menos el de sus ingresos (τ) sea igual a la emisión de dinero ($M_t - M_{t-1}$) más el endeudamiento neto del pago de intereses ($B_t - (1+i_t)B_{t-1}$). Dicha condición, cuando se considera en su contexto intertemporal, toma la siguiente expresión:

$$\frac{W_t}{P_t} = \prod_{j=0}^{t-1} \left(\frac{r_s^{-1}}{1+i_s} \right) (\tau_{t+j} - g_{t+j} + \tau_{t+j} m_{t+j}) \quad (I)$$

donde,

$$W_{t+1} = M_t + (1+i_t)B_t$$

$$\tau_t = \frac{i_t}{1+i_t}, \quad (1+i_s) = r_s \left(\frac{P_{s+1}}{P_s} \right)$$

Es decir, el valor de riqueza del consumidor en cada momento del tiempo (W_t/P_t) debe ser igual al valor presente de los superávits fiscales futuros, incluidas las rentas del señoriaje.

Una política ricardiana implica que un aumento del déficit en el período corriente (es decir, una caída en $(\tau - g_t)$) debe venir compensada por un superávit esperado equivalente en el futuro ($\tau_{t+j} - g_{t+j}$) en la expresión (I). De este modo,

(1) Dicha teoría ha sido desarrollada, entre otros, por Sims (1994) y Woodford (1995).

la renta permanente del sector privado no se ve afectada y los consumidores racionales no aumentan el nivel de consumo.

En el caso de la política no-ricardiana, el aumento del déficit público, por ejemplo, debido a una reducción impositiva, no es compensado en el sentido del párrafo anterior. Dado que en la ecuación del valor presente de los superávits presupuestarios, el nivel de riqueza está predeterminado en el momento t , que la secuencia de tipos de interés reales vendrá determinada por las decisiones de consumo intertemporal y que los saldos reales serán aquellos que restablezcan el equilibrio en el mercado monetario, el cumplimiento de la restricción intertemporal del gobierno exige la variación del nivel de precios corriente. Intuitivamente, dicha reducción impositiva supone un incremento neto de la renta permanente del sector privado. Dado que el nivel de recursos de la economía no ha cambiado, el restablecimiento del equilibrio exige un incremento en el nivel de precios P_t . Así, una política fiscal expansiva, no compensada por el anticipo de una contracción fiscal de similar magnitud en el futuro, tendrá efectos inmediatos sobre la tasa de inflación.

Un aspecto, algo contraituitivo, de esta teoría es que una política monetaria de incremento del tipo de interés nominal puede tener un efecto atípico sobre el nivel de precios, incluso elevando la tasa de inflación. En efecto, en la medida en que dicho incremento provoque una caída en el valor presente de los superávits futuros, esto acarreará un incremento de la inflación. Este ajuste al alza del nivel de precios se produce cuando en la relación presupuestaria intertemporal aumentan los tipos de interés reales y la política presupuestaria no responde con una contracción fiscal ante el esperado aumento de su endeudamiento en términos reales.

Por lo tanto, en el marco de la teoría fiscal del nivel de precios, aunque la política monetaria sigue determinando la inflación de una economía en estado estacionario, la inflación observada puede verse afectada en el corto plazo por perturbaciones de carácter fiscal.

3. IMPLICACIONES DE LA TEORÍA FISCAL DE LOS PRECIOS PARA LA UNIÓN MONETARIA

La mayoría de los análisis relativos a la determinación fiscal de la inflación se han llevado a cabo en un contexto de economía cerrada. Sin embargo, este enfoque tiene también interesantes implicaciones en un contexto de economías abiertas e integradas comercial y financieramente.

En efecto, según la teoría fiscal, dado que en una unión monetaria, en el largo plazo, hay un único nivel de precios, este puede venir determinado por la actuación de la autoridad monetaria común o por cualquiera de las autoridades fiscales autónomas que conviven en la unión. Basta que una de dichas autoridades siga una política fiscal que no tenga en cuenta la necesidad de satisfacer la restricción presupuestaria intertemporal para cualquier nivel de precios, para que el precio de la unión deba acomodarse para hacer compatible el valor real de la deuda de dicho país con sus superávits esperados en el futuro. En ese caso, un *shock* fiscal negativo en ese país tendría un efecto inflacionario para la unión en su conjunto.

Por tanto, el objetivo de estabilidad de precios en la unión puede estar comprometido si una de las autoridades fiscales mantiene una política indisciplinada. Una condición suficiente para evitar este efecto contagio es exigir que cada gobierno, de forma individual, mantenga una política fiscal solvente o ricardiana. Sin duda, este resultado constituye un argumento poderoso para justificar las restricciones fiscales contenidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (2).

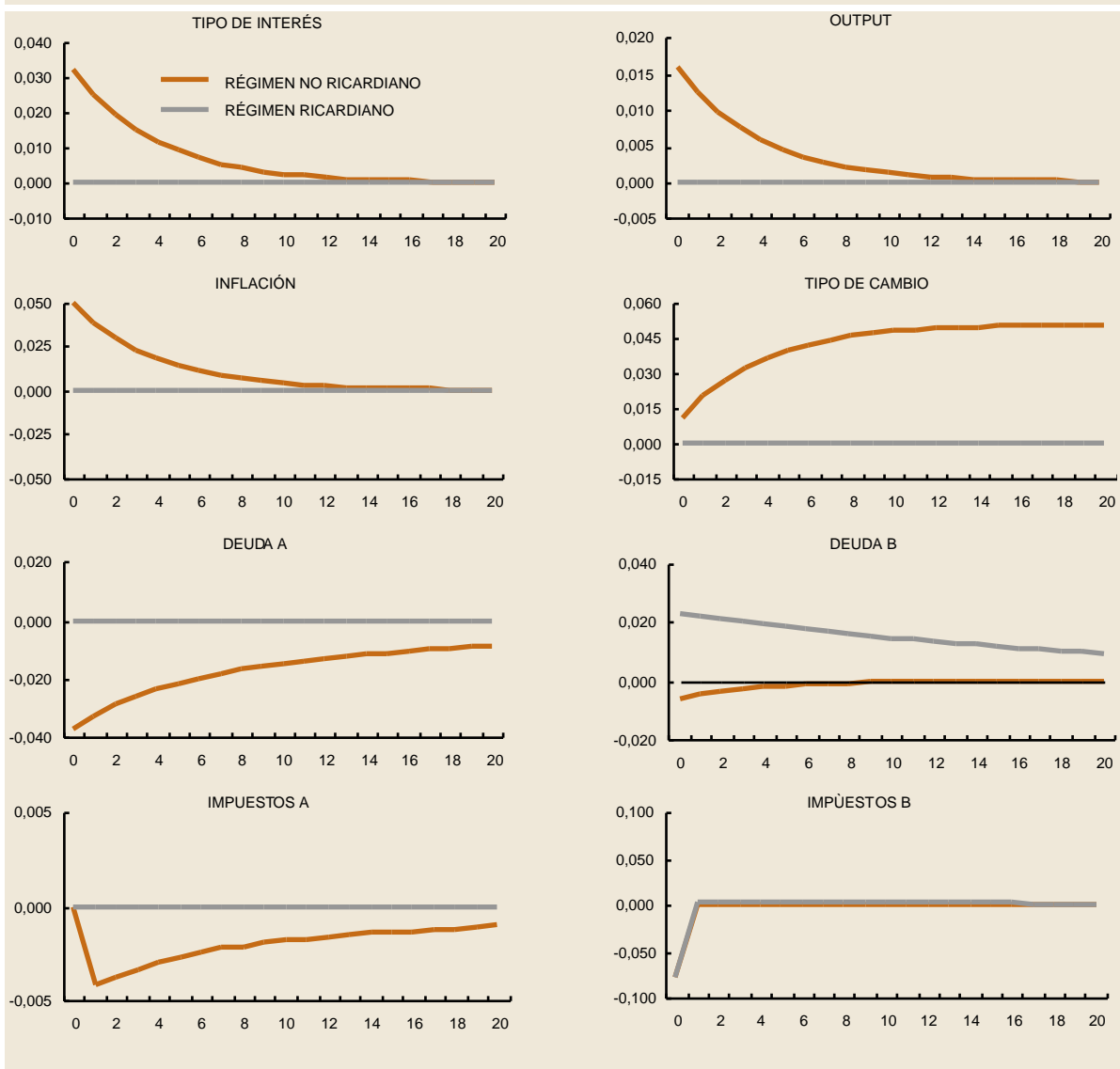
Otro aspecto relevante de la teoría fiscal es el relativo a los posibles efectos *spillover* internacionales que puede tener una combinación de políticas fiscales y monetarias en un determinado país. Andrés, Ballabriga y Vallés (2001) desarrollan esta idea en un modelo de tres países en el que dos de ellos forman una unión monetaria. Los bancos centrales respectivos utilizan los tipos de interés como instrumento de política monetaria, mientras que las autoridades fiscales determinan la secuencia de déficit y superávits presupuestarios. Estas reglas de comportamiento, en vez de ser exógenas, recogen una respuesta sistemática al nivel de algunas variables endógenas de la economía. En este entorno más completo hay varios aspectos a destacar.

En primer lugar, y en contraposición a lo que ocurre en una economía cerrada, no es suficiente con que las autoridades monetarias controlen el tipo de interés y que alguna de las autoridades fiscales dentro o fuera de la unión tenga un comportamiento fiscal no-ricardiano para que haya un equilibrio en el que el nivel de precios y el tipo de cambio estén determinados (3). En efecto, el nivel de deuda de un país perteneciente a una unión monetaria puede es-

(2) Dicha implicación está contenida en Bergin (2000).

(3) Es necesario, adicionalmente, imponer restricciones a la posibilidad de transferencias de riqueza entre países.

Una perturbación fiscal asimétrica en la Unión Monetaria



tar creciendo a una tasa explosiva (como consecuencia de una política no-ricardiana), pero, si está siendo compensado por superávit permanentes de otro país de la unión, el nivel de precios común no se alterará.

En segundo lugar, si se imponen, por ejemplo, restricciones al volumen de deuda que un país de la unión puede tener de otro país, una combinación de políticas no-ricardianas en la unión (es decir, una política monetaria laxa y una política fiscal no-ricardiana en uno de los países de la unión) junto con una combinación de políticas ricardianas fuera de la unión (es decir, una política monetaria y fiscal restrictiva) reproduce los mismos resultados que en una economía cerrada. Es decir, el comportamiento

indisciplinario de la política fiscal en uno de los países miembros afectará al nivel de precios de la unión.

Estos efectos de propagación de un *shock* fiscal en un país de la unión, tanto al resto de la unión como al exterior, pueden ser analizados mediante un ejercicio de simulación. El gráfico 1 compara los efectos de una reducción inesperada y transitoria de un 1 % en el nivel impositivo en un país de la unión con dos combinaciones de política alternativas. Suponemos que el *shock* se realiza en la política presupuestaria del país B de la unión y estudiamos sus efectos tanto en las variables fiscales del país B como A como los efectos agregados en precios, *output*, tipo de interés y tipo de cambio.

Cuando hay un régimen ricardiano tanto en la unión como en el exterior, el consumo está determinado por la renta permanente, y por tanto el *shock* fiscal no tiene efectos ni en el output ni en la inflación. Como se observa en el gráfico, tan solo el nivel de deuda en el país B responde para compensar los menores ingresos impositivos. Por el contrario, cuando en la unión prevalece un régimen no-ricardiano la forma de evitar un comportamiento explosivo de la deuda es aumentando el nivel de precios. Además, en esta unión monetaria abierta hay una depreciación significativa en el tipo de cambio que se mantendrá hasta que desaparezca el diferencial de tipos de interés con el exterior.

Por último, como cabría esperar, la consideración de políticas macroeconómicas en el exterior genera un rango mucho mayor de combinación de políticas internas y externas. En consecuencia, las condiciones que dan lugar a un equilibrio único en niveles de precios y de tipo de cambio pueden ser muy variadas, todas ellas con predicciones muy diferentes en cuanto a la respuesta de las principales variables macroeconómicas a las políticas fiscales y monetarias más habituales.

4. CONCLUSIONES

El mensaje principal de la teoría fiscal del nivel de precios es, por tanto, que para conseguir la estabilidad de precios no es suficiente dotar a un banco central con un estatuto de independencia. Frente a la visión, más moderada, de la teoría tradicional, por la que la política fiscal puede facilitar el ejercicio de la política monetaria posibilitando la reducción del nivel de los tipos de interés reales que resultan precisos para mantener la estabilidad de precios, según el nuevo enfoque, la necesidad de disciplina fiscal es determinante, ya que variaciones fiscales que alteran la renta permanente percibida por los agentes se trasladarán directamente a los precios, dificultando el control de la inflación por parte del banco central.

Es lícito plantearse hasta qué punto el comportamiento fiscal de las economías avanzadas se aproxima a lo que, según la teoría fiscal, pueda constituir un riesgo efectivo para la estabilidad de los precios. Esto es difícil de discernir dado que *ex-post* la restricción presupuestaria intertemporal siempre se cumple (bien por ajuste real de los superávits futuros, en el mundo ricardiano, o por el ajuste de precios, en el no ricardiano). En consecuencia, de la observación de la dinámica de precios, deuda y déficit no puede concluirse qué tipo de políticas han predominado. Algunos autores argumentan que es suficiente que el gobierno siga una regla fiscal

con un cierto *feedback* con el nivel de deuda para que la teoría fiscal deje de ser operativa. Otros autores, sin embargo, argumentan que, en algunos episodios recientes, ni siquiera este mínimo *feedback* ha estado presente, generando inestabilidad en el nivel de precios y por tanto en el nivel de actividad.

Asimismo, la propia teoría fiscal ha estado sujeta a críticas sobre su formulación. Algunos autores han argumentado que la restricción intertemporal del gobierno es una restricción de recursos y, por tanto, no puede considerarse como una condición más del equilibrio que se satisface para una secuencia determinada de precios (4). En todo caso, si alguna variable debiera ajustarse, cuando existe un plan de financiación del gobierno (gastos e ingresos junto con las rentas por señoraje tanto corrientes como futuros) completamente exógeno, esta debería ser la prima de riesgo por la posibilidad de impago de la deuda, que afectaría a los tipos de interés nominales, pero no al nivel de precios. Además, en el caso de una unión monetaria, no habría por qué esperar que estos movimientos en los tipos de interés individuales se trasladaran al resto de países.

A pesar de las limitaciones, anteriormente citadas, de la teoría fiscal de los precios, no cabe duda de que la misma resulta muy ilustrativa de los efectos externos que, en mayor o menor medida, genera la indisciplina fiscal dentro de una unión monetaria. El hecho de que la política monetaria tenga asignado como objetivo prioritario la estabilidad de precios no implica que la capacidad de esta para alcanzar su objetivo o los costes que lleve aparejados su cumplimiento sean independientes de la actuación de las autoridades fiscales.

26.3.2001.

BIBLIOGRAFÍA

- ANDRÉS, J., F. BALLABRIGA y J. VALLÉS (2001). *Non-ricardian fiscal policies in an open monetary union*, manuscrito.
- BERGIN, P. (2000). «Fiscal solvency and Price level determination in a monetary union», *Journal of Monetary Economics*, 45, pp. 37-53.
- BUITER, W. (1999). «The fallacy of the fiscal theory of the price level», NBER 7302.
- BUTI, M., D. FRANCO y H. ONGENA (1998). «Fiscal Discipline and Flexibility in EMU: The Implementation of the Stability and Growth Pact», *Oxford Review of Economic Policy*, 14, p. 3.

(4) Véase, por ejemplo, Buitier (1999).

EICHENGREEN, B. y C. WYPLOSZ (1998). «The stability pact: more than a minor nuisance?», *Economic Policy*, abril.

SARGENT, T. y N. WALLACE (1981). «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic», *Quarterly Review of the Minneapolis, Federal Reserve Bank*, 5, pp. 1-17.

SIMS, C. (1994). «A simple model for study of the determination of the price level and the interactions of monetary and fiscal policies», *Economic Theory*, 4, pp. 381-399.

WOODFORD, M. (1995). «Price-level determinacy without control of a monetary aggregate», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 53, pp. 1-46.