

Sostenibilidad del déficit e inflación en la UEM: un análisis a partir de la Teoría Fiscal del nivel de precios

Oscar Bajo Rubio, Universidad de Castilla-La Mancha e Instituto de Estudios Fiscales*
Carmen Díaz Roldán, Universidad de Castilla-La Mancha
Vicente Esteve, Universidad de Valencia

Tradicionalmente, las teorías sobre la determinación del nivel de precios se han centrado en el papel que juega la política monetaria, relegando a un segundo plano el de la política fiscal. En general, se ha supuesto que la autoridad monetaria podía fijar sin restricciones el nivel de su variable de control, de forma que los precios se determinarían básicamente en función de la oferta monetaria según la clásica ecuación cuantitativa del dinero. Como contrapartida, la autoridad fiscal determinaría el déficit primario con objeto de asegurar la solvencia fiscal –cumpliendo la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno (RPIG)– para cualquier senda que pudiese seguir el nivel de precios. Este escenario es el conocido en la literatura como régimen “monetario dominante”, donde la política monetaria se comporta de forma activa, mientras que la política fiscal se ajusta de forma pasiva (esto es, garantiza su propia solvencia sin hacer uso del llamado señoreaje o financiación del déficit presupuestario mediante la emisión de dinero).

Posteriormente, en la década de los noventa surge la llamada teoría fiscal del nivel de precios (TFNP). Este nuevo enfoque admite la posibilidad de que la autoridad fiscal determine una senda para el déficit no necesariamente compatible con la solvencia, por lo que sería necesario que el nivel de precios se ajustase con objeto de garantizarla. De esta forma, la política fiscal sería la activa, mientras que la política monetaria se adaptaría de forma pasiva; es decir, nos encontraríamos en lo que se denominaría un régimen “fiscal dominante”. La TFNP se desarrolla, entre otros, en los trabajos de Leeper (1991), Sims (1994), Woodford (1994, 1995, 2001) y Cochrane (1998, 2001); panorámicas de la misma se pueden encontrar en Carlstrom y Fuerst (2000) y Christiano y Fitzgerald (2000). Más recientemente, se han tratado las implicaciones que puede tener esta teoría para el control de precios en el contexto de economías abiertas y, en especial, para el caso de una unión monetaria, destacando en esta línea los trabajos de Sims (1997), Woodford (1997), Bergin (2000) y Canzoneri, Cumby y Diba (2001). Valoraciones críticas de la TFNP se pueden encontrar en McCallum (2001) y Buitert (2002).

* Los autores agradecen la financiación recibida del Instituto de Estudios Fiscales; la Consejería de Educación y Ciencia de Castilla-La Mancha, a través del proyecto PBI-05-008; y el Ministerio de Educación y Ciencia, a través de los proyectos SEJ2005-08738-C02-01 (O. Bajo y C. Díaz) y SEJ2005-01163 (V. Esteve). Una versión más extensa aparecerá próximamente en la colección de Papeles de Trabajo del Instituto de Estudios Fiscales, con el título “Deficit sustainability and inflation in EMU: An analysis from the fiscal theory of the price level”.

Básicamente, la TFNP sostiene que mantener la solvencia fiscal puede condicionar la política seguida por el banco central, aun cuando éste tenga garantizada la independencia legal. Podría citarse como precedente de este argumento el trabajo de Sargent y Wallace (1981), donde ya se ponía de manifiesto la interacción de las variables fiscales y monetarias en la financiación de los déficit públicos, a través de los impuestos y el señoreaje. De esta forma, en algunos casos la política monetaria tendría que “acomodarse” a la secuencia de gastos e ingresos elegida por el gobierno para garantizar la solvencia fiscal. La TFNP profundiza en esta idea, considerando que las políticas supuestamente inconsistentes pueden de hecho convivir en un equilibrio, pero a costa de generar inestabilidad de precios.

Según el enfoque tradicional, el nivel de precios se determinaría en el mercado de dinero, y el déficit público se ajustaría endógenamente para poder satisfacer la RPIG. Sin embargo, de acuerdo con la TFNP, el déficit público vendría dado exógenamente, de manera que la variable que se ajustaría para poder cumplir la RPIG sería el nivel de precios. De esta forma, al afectar la política fiscal a la tasa de inflación, el compromiso de llevar a cabo una política monetaria independiente sería insuficiente para asegurar una tasa de inflación baja y estable, por lo que sería necesario que la regla de política monetaria viniera acompañada de objetivos para el tamaño del déficit público (Woodford, 2001). En términos de Teoría de Juegos, la solución vendría dada por el modelo del líder-seguidor y las respuestas dependerían de qué autoridad actuase primero: la monetaria o la fiscal. Todo ello abre la posibilidad de considerar conjuntamente el funcionamiento de reglas para la política monetaria y también para la política fiscal.

Además, esta teoría adquiere particular interés en el contexto de una unión monetaria, dado que podría contribuir a explicar la distinta evolución del nivel de precios en cada uno de los estados miembros. En el caso concreto de la Unión Europea (UE), una posible interpretación de las limitaciones fiscales impuestas por el Tratado de Maastricht y, posteriormente, por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, es que tratarían de asegurar la existencia de un régimen “monetario dominante”. En esta línea, Woodford (1998, 2001) muestra que un banco central que tenga como objetivo mantener la estabilidad de precios, no puede permanecer indiferente a cómo se conduce la política fiscal.

En este trabajo tratamos de analizar si la evidencia empírica puede apoyar los supuestos de la TFNP, para el caso de los países participantes en la Unión Económica y Monetaria (UEM). En particular, investigamos cómo se alcanzaría la sostenibilidad fiscal: a través del ajuste endógeno del déficit presupuestario primario –esto es, sin contabilizar los pagos de intereses de la deuda pública– (régimen “monetario dominante”), o a través del ajuste endógeno del nivel de precios (régimen “fiscal dominante”). Para ello se lleva a cabo un análisis sistemático de la relación entre déficit presupuestario primario y deuda pública para los países de la UEM, en la línea de Bohn (1998). Adicionalmente, este enfoque nos proporciona un contraste indirecto de la solvencia de las finanzas públicas en los países de la UEM.

De esta manera, comenzamos por estimar, a través de métodos econométricos, relaciones de cointegración –esto es, relaciones de largo plazo– entre déficit presupuestario primario y deuda pública, ambos en proporción sobre el PIB, para cada uno de los países de la UEM a lo largo del periodo 1970-2005. Sin embargo, con este método no se puede distinguir com-

pletamente entre un régimen "fiscal dominante" y un régimen "monetario dominante". Ello se debe a que en el equilibrio se verificaría la condición de solvencia, tanto en un régimen de dominancia monetaria como en uno de dominancia fiscal; la única diferencia radica en cómo se consigue dicha solvencia: gracias al ajuste endógeno de los déficit primarios, en el primer caso; o bien, mediante el ajuste endógeno de los precios, en el segundo. Este problema intenta evitarse a través de la aplicación de contrastes de causalidad estadística en el sentido de Granger (1988), entre las variables de déficit primario y nivel de deuda. Asimismo, se emplean técnicas econométricas recientes que permiten contrastar la presencia de eventuales cambios estructurales en las relaciones estimadas.

Los principales resultados obtenidos son los siguientes. En primer lugar, existiría una relación de cointegración o de largo plazo entre las variables superávit presupuestario primario y deuda pública, ambas en proporción sobre el PIB, para todos los países analizados. A su vez, el coeficiente que relacionaría ambas variables sería de signo positivo y estadísticamente significativo en todos los casos, con la única excepción de Finlandia, donde dicho coeficiente, aunque negativo, no resultaba distinto de cero desde el punto de vista estadístico. Por lo tanto, la política fiscal habría sido sostenible en todos los países de la UEM excepto Finlandia, a lo largo del periodo analizado (1970-2005), lo que indicaría en principio que el régimen "monetario dominante" habría sido el predominante.

Sin embargo, los resultados de los contrastes de causalidad estadística en el sentido de Granger, entre las variables superávit presupuestario primario y deuda pública, no resultan concluyentes. En particular, no se obtiene causalidad a largo plazo en el sentido de Granger en ninguno de los casos analizados; encontrándose, por el contrario, causalidad bilateral a corto plazo entre las dos variables para todos los países, con las únicas excepciones de Finlandia y los Países Bajos, donde se obtenía que el superávit presupuestario primario causaría en el sentido de Granger al nivel de deuda, y de Francia, donde tampoco se obtenía a corto plazo causalidad en el sentido de Granger. En otras palabras, aunque las finanzas públicas de los países de la UEM habrían sido solventes a lo largo del periodo analizado, con la única excepción de Finlandia, nuestros resultados no nos permitirían obtener conclusiones firmes acerca del predominio de un régimen "monetario dominante" o de uno "fiscal dominante".

Por último, la aplicación de los contrastes de inestabilidad paramétrica de Hansen (1992) nos muestran que la relación de largo plazo obtenida entre el superávit presupuestario primario y la deuda pública, resulta estable de una manera clara únicamente para Alemania y Grecia, apareciendo signos de inestabilidad en el resto de los casos. En particular, la relación sería inestable antes de 1983 y después de 1996 para Bélgica, antes de 1981 para España, entre 1988 y 1993 para Francia, después de 1997 para Irlanda, después de 2000 para Italia, después de 2001 para los Países Bajos, después de 1992 para Austria, y a lo largo de casi todo el periodo para Finlandia.

Referencias

Bergin, P. (2000): "Fiscal solvency and price level determination in a monetary union", *Journal of Monetary Economics* 45, 37-53.

- Bohn, H. (1998): "The behavior of U.S. public debt and deficits", *Quarterly Journal of Economics* 113, 949-963.
- Buiter, W. H. (2002): "The fiscal theory of the price level: A critique", *Economic Journal* 112, 459-480.
- Carlstrom, C. T. y Fuerst, T. S. (2000): "The fiscal theory of the price level", Federal Reserve Bank of Cleveland *Economic Review* 36, No. 1, 22-32.
- Christiano, L. J. y Fitzgerald, T. J. (2000): "Understanding the fiscal theory of the price level", Federal Reserve Bank of Cleveland *Economic Review* 36, No. 2, 1-37.
- Cochrane, J. H. (1998): "A frictionless view of U.S. inflation", *NBER Macroeconomics Annual* 13, 323-384.
- Cochrane, J. H. (2001): "Long-term debt and optimal policy in the fiscal theory of the price level", *Econometrica* 69, 69-116.
- Granger, C. W. J. (1988): "Some recent developments in a concept of causality", *Journal of Econometrics* 39, 199-211.
- Hansen, B. E. (1992): "Tests for parameter instability in regressions with I(1) processes", *Journal of Business and Economic Statistics* 10, 45-59.
- Leeper, E. M. (1991): "Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies", *Journal of Monetary Economics* 27, 129-147.
- McCallum, B. T. (2001): "Indeterminacy, bubbles, and the fiscal theory of price level determination", *Journal of Monetary Economics* 47, 19-30.
- Sargent, T. J. y Wallace, N. (1981): "Some unpleasant monetarist arithmetic", Federal Reserve Bank of Minneapolis *Quarterly Review* 5, No. 3, 1-17.
- Sims, C. A. (1994): "A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy", *Economic Theory* 4, 381-399.
- Sims, C. A. (1997): "Fiscal foundations of price stability in open economies", *mimeo*.
- Woodford, M. (1994): "Monetary policy and price level determination in a cash-in-advance economy", *Economic Theory* 4, 345-380.
- Woodford, M. (1995): "Price-level determinacy without control of a monetary aggregate", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 43, 1-46.
- Woodford, M. (1997): "Control of the public debt: A requirement for price stability?", en Calvo, G. A. y King, M. (eds.): *The debt burden and its consequences for monetary policy*, Macmillan, Londres, 117-154.
- Woodford, M. (1998): "Public debt and the price level", presentado en la Conferencia sobre Deuda Pública y Política Monetaria organizada por el Banco de Inglaterra, Londres, 18 y 19 de junio.
- Woodford, M. (2001): "Fiscal requirements for price stability", *Journal of Money, Credit, and Banking* 33, 669-728.