Requisitos de Política Fiscal para una Política Monetaria Efectiva*

José De Gregorio
Banco Central de Chile
Junio 2003

1. Política fiscal y control de la inflación
2. Transición a una menor inflación y manejo de corto plazo
3. Consideraciones finales

*Para ser presentado en las *Jornadas Monetarias y Bancarias Anuales*, Banco Central de la República Argentina, 2 y 3 de junio, 2003.

1. Política fiscal e inflación

- Pensar que debido a que el señoriaje es bajo la política fiscal no tiene impacto sobre la inflación es equivocado. Esto ignora el rol de la deuda pública y como su evolución interactúa con las expectativas y credibilidad de la política monetaria.
- Se revisarán las bases de la nueva teoría fiscal de la inflación (Woodford, 2001, Canzoneri et al. 2002, Sims 2003), la que es continuadora de la famosa “desagradable aritmética monetarista” de Sargent y Wallace (1981).
- La independencia del Banco Central no es suficiente para controlar la inflación si no hay una política fiscal responsable y consistente con la inflación baja. Un Banco Central subordinado por una política fiscal deficiente no puede cumplir adecuadamente con su meta de inflación.

Considere un gobierno que financia su déficit fiscal ($G + iB - T$) emitiendo deuda (B) y dinero (M). Esto es:

$$B_{t+1} + M_{t+1} - B_t - M_t = G_t - T_t + i_t B_t \quad (1)$$

Definiendo los pasivos totales del gobierno $V = B + M$, s el superávit fiscal primario real ($P_s = G - T$) y resolviendo (1) recursivamente hacia adelante tenemos que:

$$(1 + i_t) \frac{V_t}{P_t} = \sum_{k=t}^{\infty} \delta_k \left[s_k + i_k \frac{M_k}{P_k} \right] \quad (2)$$

Donde δ es el factor de descuento y está inversamente relacionado a la trayectoria de la tasa de interés real ($\delta_\tau = \prod_{j=t}^{\tau} (1 + r_j)^{-1}$).

Por último, podemos considerar una demanda por dinero que depende de la tasa de interés y el producto (L), de modo que la restricción presupuestaria del gobierno es:

$$(1 + i_t) \frac{V_t}{P_t} = \sum_{k=t}^{\infty} \delta_k [s_k + i_k L(i_k, Y_k)] \quad (3)$$

Esta restricción nos dice que el *valor presente del superávit fiscal primario real* (s) más el *señoraje* ($iL(\cdot, \cdot)$) que se denotará por n) debe ser igual al *stock de pasivos netos reales del gobierno* (gobierno y banco central).

Ahora se pueden considerar dos tipos de política fiscal: una política responsable y otra relajada (o irresponsable).

$$(1 + i_t) \frac{V_t}{P_t} = \sum_{k=t}^{\infty} \delta_k [s_k + n_k]$$

Responsabilidad fiscal

- En este caso el gobierno fija una trayectoria para s que es consistente con la restricción presupuestaria que toma como dada una trayectoria precios coherente con la meta de inflación de la economía. Esto le permite al banco central hacer política monetaria para cumplir con la meta, y no tener contradicciones con el diseño de la política fiscal.
- Aún en este caso es posible que haya expectativas que generen procesos inflacionarios e inestabilidad de precios. La solución para ello es tener un compromiso con una *regla fiscal*. Por ejemplo, una regla de presupuesto equilibrado o superávit constante. Sin embargo, para permitir que operen los estabilizadores automáticos y permitir una política fiscal contracíclica la regla es mejor definirla con respecto al superávit estructural.

$$(1 + i_t) \frac{V_t}{P_t} = \sum_{k=t}^{\infty} \delta_k [s_k + n_k]$$

Relajo fiscal

- El gobierno está sujeto a (3), pero no necesariamente la trayectoria de su superávit es consistente con una meta inflacionaria dada. Dada la meta de inflación (trayectoria de precios) la política fiscal no satisface (3).
- ¿Cómo se cumple (3)? El ajuste se logra con un aumento en P , es decir la inflación permite cerrar el presupuesto por la vía de la licuación de pasivos. El banco central no puede cumplir con la meta de inflación.
- ¿Qué pasa si la deuda es real (indexada)? Efectivamente puede servir como señal de compromiso fiscal para no licuar deudas. Pero si la política fiscal es relajada, igual habrá problemas. Estamos de vuelta en el mundo de Sargent y Wallace (1981). La inflación puede tener que subir mucho para recaudar vía señoraje e incluso en el corto plazo una contracción monetaria puede ser inflacionaria.

2. Transición y manejo de corto plazo

- La política monetaria no se hace en el vacío. La política fiscal tiene efectos, de timing y magnitud inciertas (contracciones expansivas) sobre el PIB y la inflación. Por lo tanto no se debe ignorar el policy-mix.
- La política fiscal afecta los mercados financieros, en especial las tasas largas, lo que dificulta la transmisión de la política monetaria al sector real de la economía.
- ¿Debe ser la política fiscal contracíclica? **SI**, pero desafortunadamente este no ha sido el caso en la región (con la excepción de Chile) debido a que las dificultades de financiamiento surgen cuando la situación económica es débil: la política fiscal debe contraerse en recesiones, agravando la situación.

- ¿Cuán procíclica? Se debe permitir que funcionen los estabilizadores automáticos, pero aumentar la discrecionalidad para frenar el ciclo puede ser contraproducente:
 1. Rezagos de implementación.
 2. Transitoriedad de las medidas.
 3. Reduce espacios para la política monetaria contracíclica, en especial si la política fiscal se relaja (como en la sección 1). Su efectividad como instrumento de estabilización es limitada y se ha debilitado en los últimos 20 años (ej., evidencia en Perotti, 2002 para países de la OECD).
 4. Evidencia, incluso en USA, que la política fiscal discrecional (más allá de los estabilizadores automáticos) no ha sido estabilizadora (Canzoneri et al., 2002). También se observa que la política monetaria ha respondido de acuerdo a lo esperado a los shocks fiscales.

- Es posible que un esfuerzo de estabilización por la vía de una política monetaria restrictiva deteriore las finanzas públicas (pago de intereses) mientras se recobra la credibilidad de la política fiscal. Medidas que refuerzan el compromiso fiscal son deseables. Esto permite anclar la expectativas sobre el curso de la política fiscal. De otro modo una política monetaria basada en los principios de Taylor (subir tasas cuando la inflación y/o la brecha de producto se reduce) puede ser desestabilizadora por falta de compromiso fiscal.

3. Consideraciones finales

- Un descontrol fiscal puede impedir el logro de la meta de inflación. Esto ocurre incluso cuando el banco central tenga *independencia legal*. En este caso pierde *independencia funcional*.
- Una regla fiscal permite al banco central tener independencia funcional y así poder aplicar una política monetaria consistente con su meta inflacionaria. Esto fortalece la credibilidad de las políticas macroeconómicas.
- Emitir deuda indexada es riesgosa si no hay compromiso fiscal efectivo pues puede terminar generando inflaciones muy elevadas. La deuda indexada puede ayudar a generar credibilidad en el no-uso de la inflación con fines presupuestarios, pero se requiere compromiso efectivo, de otra forma los premios por riesgo de no pago serán muy altos.
- La evidencia, en particular en Europa, indica que es muy probable que en países con insolvencia fiscal las contracciones fiscales sean expansivas.

Referencias

Canzoneri, M., R. Cumby and B. Diba (2002), “Should the European Central Bank and the Federal Reserve Be Concerned about Fiscal Policy”, presentado en la Conferencia del Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson-Hole.

Perotti, R. (2002), “Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD countries”, ECB Working Paper No. 168.

Sargent, T. and N. Wallace, (1981), “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, *Quarterly Review of the Minneapolis Federal Reserve Bank*, fall, 1–17.

Sims, C. (2003), “Limits to Inflation Targeting”, mimeo, Universidad de Princeton, en <http://www.princeton.edu/~sims>.

Woodford, M. (2001), “Fiscal Requirements for Price Stability”, *Journal of Money Credit and Banking*, 33: 669–728.