

## *El papel de la política fiscal en los países de la UEM y las leyes de estabilidad presupuestaria. Comparación de distintas reglas*

Este artículo analiza el papel de la política fiscal en el marco de política económica de la zona euro. La centralización de la política monetaria, aplicada de acuerdo con los valores medios de la unión, da lugar a una pérdida de capacidad de estabilización, ya que las condiciones cíclicas pueden ser distintas en cada país. Una política fiscal más activa basada en la situación económica de cada país podría compensar la pérdida de capacidad de estabilización de la política monetaria. Este papel, sin embargo, no pueden desempeñarlo únicamente los estabilizadores automáticos, siguiendo una aplicación estricta del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Los gobiernos europeos deberían tener más capacidad para modificar sus saldos presupuestarios de acuerdo con la situación de sus economías. Para mostrarlo, hemos simulado la dinámica que se produciría en un país de la UEM si sufre un shock específico y aplica distintas reglas de política fiscal. La conclusión es que una «regla más activa de política fiscal» mejoraría la capacidad de estabilización del país en relación con otras normas fiscales alternativas vigentes.

*Artikulu honek zerga-politikak euro esparruko politika ekonomikoan duen zeregina azterzen du. Dirupolitikaren zentralizazioak, Batasunaren batez besteko baloreen arabera aplikatuta, egonkortzeko ahalmenaren galera bat dakar, baldintza ziklikoak ezberdinak izan badaitezke herrialde bakoitzaren. Herrialde bakoitzaren egoera ekonomikoan oinarritutako zerga-politika aktiboago batek dirupolitikaren egonkortzeko ahalmena galera konpentsa zezkeen. Zeregin hori, halere, ezin dute orekatzaile automatikoak soilik bete. Egonkortasun eta Hazkunderako Itunaren aplikazio hertsia irarrituz. Europako gobernuek ahalmen gehilago eduki beharko lukete beraien aurrekontu-saldoak beraien ekonomien egoeraren arabera aldatzeko. Erakusteko. EDBko herrialde batean sortuko lizatekeen dinamika simulatu dugu berariazko shocka jasoko balitz eta zerga-politika arau ezberdinak aplikatuko balitu. Ondorioa zera da, «zerga-politikaren arau aktiboagoak» herrialdearen egonkortzeko ahalmena hobetu luke indarrean dauden bestelako zerga-arauei dagokienez.*

This paper deals with the role of fiscal policy in the Euro area economic policy framework. The centralisation of monetary policy, applied according to euro zone values, generates a loss of stabilisation capacity, since cyclic conditions can be different in each economy. A more active fiscal policy based on each country's situation could compensate for the loss of stabilisation in the capacity in monetary policy. This function, however, cannot be solely performed by automatic stabilisers, following a strict interpretation of the Stability and Growth Pact. European governments should therefore have more capacity for altering their budgetary balances according to their short-term economic situations. We have simulated the dynamics following a specific shock in one country belonging to the monetary union with different fiscal policy rules. The main result is that a More Activist Fiscal Policy Rule could improve the stabilisation capacity of national economies when compared with a strict application of the Stability and Growth Pact or with the Spanish Budget Stability Law (before the 2006 reform).

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. La estabilización a corto plazo y el marco de la política fiscal española
  3. La política monetaria del BCE y la capacidad de estabilización de los países miembros de la UEM
  4. La eficacia de la política fiscal: medidas activas y estabilizadores automáticos
  5. Una regla activista de política fiscal para los gobiernos de los países de la UEM
  6. Conclusiones
- Referencias bibliográficas  
Apéndices

Palabras clave: Política fiscal, reglas de política económica, Unión Económica y Monetaria, estabilizadores automáticos, Ley de Estabilidad Presupuestaria.

Keywords: fiscal policy, economic policy rules, Economic and Monetary Union, automatic stabilisers, Budget Stability Law

N.º de clasificación JEL: E62, E63

### 1. INTRODUCCIÓN

En las últimas dos décadas los debates académicos han tendido a establecer gradualmente una visión de la política de estabilización en la que la política fiscal ha quedado relegada a un segundo plano o incluso ha sido completamente olvidada.

Blinder (2004) señala que «prácticamente cualquier discusión actual entre economistas sobre la política de estabilización —ya sea abstracta o concreta, teórica o aplicada— trata de la política monetaria, no de la

política fiscal». En la misma línea, Arestis y Sawyer (2003) critican que en el «nuevo consenso» que se ha fraguado en la macroeconomía durante las dos últimas décadas «ha habido un cambio importante en la política macroeconómica en términos de la importancia relativa que se le da a la política monetaria y a la política fiscal, ganando importancia la primera y siendo tan degradada la segunda que raramente se la menciona». En ambos casos, este comentario se hace con un sentido crítico, tratando de recuperar el papel que puede jugar la política fiscal como instrumento de estabilización en algunos casos.

Este planteamiento teórico ha tenido de hecho su reflejo práctico en la introducción de normas legales —constitucionales en

---

\* Los autores agradecen las valiosas aportaciones efectuadas por los evaluadores anónimos en el proceso de revisión del artículo.

algunos casos– en las que se limitan las posibilidades de las autoridades fiscales para poner en práctica medidas fiscales expansivas. Un ejemplo de esta tendencia es la Unión Europea donde, desde la firma del Tratado de Maastricht, se han establecido diversas normas para regular el comportamiento de las autoridades fiscales europeas, que culminaron con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Y algunos Estados miembros –por ejemplo, España– han aplicado incluso normas fiscales aún más estrictas.

En este marco se dan conjuntamente, sin embargo, dos circunstancias que pueden resultar problemáticas: por un lado, la cesión de la política monetaria parece reforzar el papel estabilizador que deben jugar las políticas fiscales nacionales; por otro lado, el PEC limita de hecho esta actuación a los estabilizadores automáticos, sin apenas margen para la adopción de otras medidas anticíclicas de carácter discrecional.

Para abordar esta cuestión, en este artículo realizaremos en primer lugar una breve revisión del marco en el que se aplica la política fiscal en España. También veremos que la experiencia de la política monetaria durante los años de funcionamiento de la UEM ha mostrado ya cómo se producen situaciones cíclicas distintas entre países –España y Alemania, por ejemplo– que el BCE no puede resolver simultáneamente. Después consideraremos el debate relativo a la eficacia de la política fiscal, para presentar brevemente la evidencia empírica en torno a la eficacia de los estabilizadores automáticos en los países de la UEM. En la siguiente sección, señalaremos algunas propuestas para la aplicación de una política fiscal más activa en la UEM. Esto se realizará utilizando distintas funciones de reacción de la política fiscal y simulando cómo operan en un modelo simple de la Unión

Europea. Finalmente, el artículo termina con algunas conclusiones.

## 2. LA ESTABILIZACIÓN A CORTO PLAZO Y EL MARCO DE LA POLÍTICA FISCAL ESPAÑOLA

Como el resto de países integrantes de la Unión Europea, la política fiscal española está regulada por las disposiciones incluidas en el Tratado de Maastricht y por el PEC. Como es conocido, esto implica fundamentalmente la obligación de alcanzar a medio plazo una situación de equilibrio presupuestario y, salvo en algunas circunstancias específicas<sup>1</sup>, el déficit nominal no puede superar el 3% del PIB<sup>2</sup>.

En este marco, la función estabilizadora de la política fiscal depende básicamente de la actuación de los estabilizadores automáticos. Es cierto que, incluso dentro del PEC, los gobiernos pueden llevar a cabo medidas discrecionales de política fiscal en algunas circunstancias, pero como la Comisión Europea (2002) señala «la filosofía subyacente del PEC es escéptica al «ajuste fino» mediante la política fiscal: la estabilización se debe alcanzar a través de los estabilizadores automáticos y la política fiscal discrecional, aunque no está eliminada completamente, se debe confinar a un conjunto limitado de circunstancias donde esta política es útil. Por lo tanto, debe estar sujeta a una cuidadosa revisión caso por caso tanto por el gobierno nacional como por el Eurogrupo, debido a los efectos desbordamientos».

---

<sup>1</sup> En marzo de 2005 se aprobaron nuevas excepciones, partiendo de que los países puedan presentar déficits por encima del 3%.

<sup>2</sup> No obstante, el cumplimiento del PEC en los primeros seis años de la UEM ha sido muy bajo. Por ejemplo, cinco países de la UEM tuvieron un déficit excesivo en 2005 y sólo 4 países registraban superávit ese mismo año.

Cuadro n.º 1  
**Pertenencia y distancia al centro de los conglomerados**

| País       | Margen mínimo de seguridad | Saldos estructurales 2006 | Objetivos a medio plazo |
|------------|----------------------------|---------------------------|-------------------------|
| Bélgica    | -0,7                       | 0,1                       | 0,5                     |
| Alemania   | -1,6                       | -2,2                      | 0,0                     |
| Grecia     | -1,7                       | -3,3                      | 0,0                     |
| España     | -1,5                       | 1,9                       | 0,0                     |
| Francia    | -1,7                       | -2,3                      | 0,0                     |
| Irlanda    | -1,3                       | 1,7                       | Próximo al equilibrio   |
| Italia     | -1,5                       | -4,1                      | 0,0                     |
| Luxemburgo | 0,1                        | -1,1                      | -0,8                    |
| Holanda    | -0,7                       | 0,6                       | Entre -0,5 y -1         |
| Austria    | -2,1                       | -1,2                      | 0,0                     |
| Portugal   | -1,2                       | -3,7                      | Al menos -0,5           |
| Finlandia  | 0,8                        | 2,9                       | 0,5                     |

Nota: El margen mínimo de seguridad es el déficit estructural que permite a los estabilizadores automáticos operar plenamente sin superar el límite del 3%.  
 Fuentes: Comisión Europea (2002, 2006a, 2006b)

Para permitir la actuación de los estabilizadores automáticos sin superar el 3% de déficit, la Comisión Europea ha calculado el déficit estructural que como máximo pueden alcanzar los países europeos, denominado *margen mínimo de seguridad*. Estos valores<sup>3</sup> se recogen en el cuadro n.º 1, donde también aparece el objetivo a medio plazo<sup>4</sup> que cada país de la UEM ha recogido en su última actuación del Programa de Estabilidad y el saldo estructural correspondiente a 2006. Como puede comprobarse, los objetivos a medio plazo son incluso más ambiciosos que el margen mínimo de segu-

ridad que permite la actuación de los estabilizadores automáticos<sup>5</sup>, pero Alemania, Grecia, Francia, Italia, Luxemburgo y Portugal tienen saldos estructurales por debajo del *margen mínimo de seguridad*. España, por el contrario, presenta un alto superávit estructural para poder aplicar políticas fiscales anticíclicas sin superar el 3% de déficit, tanto mediante estabilizadores automáticos como a través de medidas discrecionales.

La reforma del PEC aprobada en marzo de 2005 introdujo más flexibilidad en la aplicación de las políticas presupuestarias a corto plazo por los gobiernos nacionales<sup>6</sup>. Cada estado, por ejemplo, presenta su pro-

<sup>3</sup> El margen mínimo de seguridad depende de la sensibilidad del presupuesto a los cambios en el *output gap* y de la volatilidad de cada economía.

<sup>4</sup> En marzo de 2005 el Consejo Europeo acordó que cada país determinara sus propios objetivos a medio plazo, teniendo en cuenta tres criterios básicos: la ratio de la deuda pública/PIB, el crecimiento potencial y el margen de seguridad con respecto al límite del 3%.

<sup>5</sup> Una explicación puede ser que el margen mínimo de seguridad sólo considera los riesgos cíclicos, pero el objetivo a medio plazo considera también otras circunstancias, tales como el envejecimiento.

pio objetivo presupuestario a largo plazo y un plan de ajuste para lograrlo. Más importante aún es la aceptación de una definición más amplia del concepto de recesión económica severa y otros factores excepcionales que justifican la aparición de déficit excesivos no sancionables (situación económica cíclica, sostenibilidad de la deuda pública, o la aplicación de las reformas estructurales relacionadas con la estrategia de Lisboa, por ejemplo).

Además del PEC, algunos países europeos han introducido reglas fiscales nacionales para favorecer aún más la estabilidad presupuestaria a largo plazo. En los últimos veinte años el número de estas reglas fiscales nacionales ha aumentado y se han extendido tanto entre los gobiernos centrales como entre los regionales<sup>7</sup>. El Consejo Europeo, de hecho, indicó en marzo de 2005 que las «reglas presupuestarias nacionales deben ser complementarias a los compromisos de los Estados miembros bajo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento».

En España, el gobierno conservador aprobó en 2001 la Ley General para la Estabilidad Presupuestaria. Su objetivo era reforzar el acuerdo sobre el objetivo a largo plazo de la sostenibilidad presupuestaria y asegurarse de que la descentralización fiscal creciente, derivada del nuevo sistema de financiación de los gobiernos regionales, no se viera reflejada en los costes de la estabilidad presupuestaria. Desde el punto de vista de este artículo, su principal disposición era que cada entidad del sector público –nacional, regional o local– debía cumplir cada año el criterio de estabilidad presupuestaria, definido como una «situación de equilibrio o superávit».

El gobierno central tenía que aprobar cada año los objetivos presupuestarios de estabilidad para los tres años siguientes para el conjunto de las Administraciones Públicas y para cada subsector, y todas las entidades públicas tenían que presentar un presupuesto que cumpliera este requisito de presupuesto equilibrado o superávit. Los desequilibrios eventuales tenían que ser justificados por las entidades concernientes y requerían la formulación de un plan de tres años para corregirlos.

La ley se justificó principalmente por la necesidad de consolidar los logros recientes alcanzados en un contexto de creciente descentralización fiscal y otros desafíos a largo plazo, como los relacionados con el envejecimiento. También intentaba evitar la asimetría potencial respecto al objetivo de estabilidad presupuestaria entre el gobierno central, que es el único responsable de los compromisos de consolidación fiscal adquiridos frente a las autoridades europeas, y los gobiernos regionales y locales, que tienen una participación creciente en el gasto público.

Sin embargo, la crítica principal contra la ley era que el objetivo de la estabilidad presupuestaria, definido como presupuesto equilibrado o de superávit cada año, independientemente del ciclo, podría obstaculizar la función estabilizadora de la política fiscal<sup>8</sup>, y que este requisito era aún más rígido que la necesidad de mantenerse «cerca del equilibrio o en superávit» recogido en el PEC.

Por ejemplo, los superávits en un subsector no podrían compensar los déficits en otros y una vez que hubiera ocurrido el déficit, el gobierno responsable tenía tres años para restaurar el presupuesto equilibrado.

---

<sup>6</sup> Consejo Europeo (2005).

<sup>7</sup> Para una revisión de las reglas fiscales nacionales en Europa véase Comisión Europea (2006a) y Fernández Llera (2005).

---

<sup>8</sup> Por ejemplo, véase Sebastian, González Calbet y Pérez Quirós (2004), Doménech (2004) o Gobierno Español (2005).

Como la longitud media del ciclo en España ronda los siete años, este período podría ser insuficiente y dar lugar a una política procíclica.

En mayo de 2006, el Parlamento español aprobó una reforma de esta ley que introduce mayor flexibilidad. El principal cambio respecto a la estabilización cíclica<sup>9</sup> es, precisamente, que adopta una nueva definición de «estabilidad presupuestaria», basada en la posición cíclica de la economía. Específicamente, permitirá que al definir los objetivos presupuestarios en función del ciclo los estabilizadores fiscales automáticos operen: equilibrio fiscal para épocas de crecimiento normal (fijado entre un 2 y 3 por ciento para el período 2007-09); un déficit público hasta -1% del PIB para épocas de bajo crecimiento; y un superávit para épocas con alto crecimiento. Esta definición incluso permitiría la aplicación de alguna política fiscal activa o discrecional en las malas épocas que actuarían junto a los estabilizadores automáticos, como señala la Oficina Económica del Presidente<sup>10</sup>.

Otro cambio principal introducido por esta reforma es que los gastos en inversión de capital relacionados con la mejora de la productividad —uno de los principales objetivos de la política económica española para los próximos años— y la competitividad, se excluyen de estos objetivos, en una cantidad de hasta el 0,5% del PIB. Así, el déficit total en épocas de bajo crecimiento para los gobiernos centrales y territoriales podría ser del 1,5% del PIB.

En la sección número 5 de este artículo demostraremos que estos cambios en la ley española mejorarán la capacidad estabilizadora de la política fiscal.

### 3. LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE Y LA CAPACIDAD DE ESTABILIZACIÓN DE LOS PAÍSES MIEMBROS DE LA UEM

En general, la eficacia de la política monetaria se puede ver limitada por determinadas circunstancias<sup>11</sup>. En todos estos casos, la intervención de la política fiscal sería necesaria para estabilizar la economía a corto plazo. Sin embargo, en este artículo sólo se analizan las limitaciones derivadas específicamente del hecho de que la política monetaria es aplicada por un único banco central para un grupo de economías cuya situación cíclica es muy diferente.

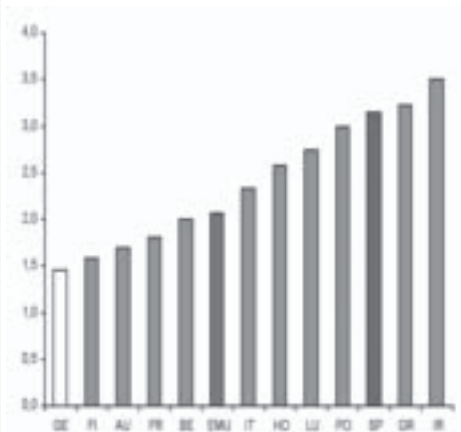
Para los países europeos, la Unión Monetaria ha supuesto una redefinición de los instrumentos principales de la política de estabilización. Esto ha planteado el problema de la posible pérdida de capacidad de estabilización por parte de las economías que forman la UEM. Efectivamente, si estas economías experimentan una perturbación común a todas ellas (por ejemplo, una desaceleración de carácter global) la propia política monetaria única podría reaccionar para favorecer una vuelta rápida a la situación de equilibrio. El problema se plantea, sin embargo, cuando la perturbación tiene un carácter asimétrico: al afectar sólo a algunas economías, no se producirá esta reacción por parte de la autoridad monetaria (cuya obligación es atender a la situación económica media) y se puede producir un retorno más lento de las economías afectadas a su situación de equilibrio, con los

<sup>9</sup> Para más detalles véase FMI (2006).

<sup>10</sup> Véase otra vez Sebastian, González Calbet y Pérez Quirós (2004).

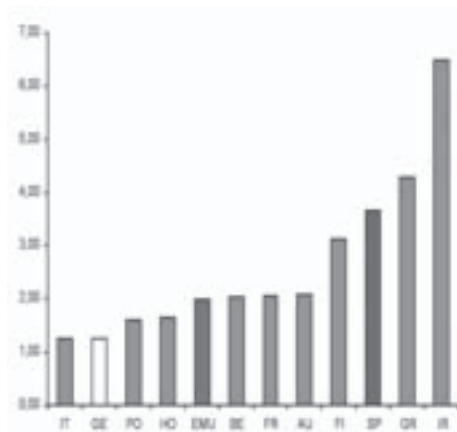
<sup>11</sup> Por ejemplo, la denominada «trampa de la liquidez» (como en Japón, donde el tipo de interés nominal es prácticamente igual a cero) los efectos de la política monetaria normalmente se concentran en sectores económicos específicos, como el sector de la construcción o la inversión, mientras que la política fiscal tiene un efecto más global sobre toda la economía; o los bancos centrales pueden ser mucho más conservadores, evitando algún grado de expansión monetaria necesaria, para preservar su «credibilidad».

Gráfico n.º 1  
**Tasa de inflación**  
(media 1999-2005)



Fuente: Base de datos Eurostat.

Gráfico n.º 2  
**Tasa de crecimiento del PIB**  
(media 1999-2005)



Fuente: Base de datos Eurostat.

consiguientes costes en términos de empleo y renta.

Este problema es más que una mera posibilidad teórica. Los estudios empíricos realizados para contrastar la probabilidad de que las economías europeas experimenten perturbaciones de este tipo muestran que, de hecho, no puede descartarse que estas situaciones se produzcan<sup>12</sup>.

Si se analiza la experiencia actual de la UEM se observa que, aunque los diferenciales de inflación entre los países miembros se redujeron en los años anteriores a la formación de la Unión Monetaria, esta ten-

dencia cesó en 1999 produciéndose desde entonces un nuevo incremento en la dispersión de la inflación<sup>13</sup>. Aún más, en contraste con otras áreas monetarias, las diferencias en las tasas de inflación han sido altamente persistentes, con algunos países que han registrado tasas de inflación por encima de la media desde 1999, y otros que han estado sistemáticamente por debajo de la media (gráfico n.º 1)<sup>14</sup>. Finalmente, tampoco hay una tendencia decreciente en la dispersión del *output gap*, y las tasas de crecimiento de los países miembros de la UEM han registrado significativamente valores diferentes en este periodo (gráfico n.º 2).

<sup>12</sup> Un trabajo clásico en este sentido es el de Bayoumi y Eichengreen (1993). Los debates posteriores se han centrado, sin embargo, en la posibilidad de que la profundización en la integración económica favorezca la especialización productiva de las economías europeas (aumentando aún más la probabilidad de un choque asimétrico) o, al contrario, genere una tendencia hacia una mayor aproximación de las estructuras productivas.

<sup>13</sup> Los tres factores que explican básicamente estos diferenciales son la distinta reacción a los mismos *shocks* (precios del petróleo y tipo de cambio del euro), diferencias cíclicas y el efecto Balassa Samuelson.

<sup>14</sup> Específicamente, desde 1999 Irlanda, Grecia, España, Portugal e Italia han tenido siempre tasas de inflación por encima de la media, mientras que en Alemania y Austria las tasas de inflación se han situado por debajo de la media cada año. Véase BCE (2005).



### 3.1. Tipo de interés nominal único, situaciones cíclicas diferentes: España y Alemania

Para tener alguna medida de la relevancia de este problema en algunos países miembros, en esta sección se analiza cómo se ajusta el tipo de interés nominal establecido por el BCE a la situación cíclica de España y Alemania desde 1999.

Nuestros análisis se basan en la regla de Taylor<sup>15</sup>, ya que parece representar adecuadamente la utilización efectiva del tipo de interés por parte de los principales bancos centrales para estabilizar la economía. De acuerdo con esta regla, el banco central establece un tipo de interés de referencia o de equilibrio (aquel para el cual la economía alcanza su producción potencial) y sitúa el tipo de interés de intervención por encima (debajo) cuando la inflación es superior (inferior) al objetivo o el *output gap* es positivo (negativo). Formalmente, en el caso del BCE esta regla puede representarse de la siguiente forma:

$$i_t^{UEM} = \bar{r} + \bar{p}_t^{UEM} + \beta_1 (p_t^{UEM} - \bar{p}^{UEM}) + \beta_2 OG_t^{UEM} \quad (1)$$

donde  $\bar{r}$  es el tipo de interés real de equilibrio,  $\bar{p}^{UEM}$  y  $OG^{UEM}$  los valores medios en la UEM de la tasa de inflación y el *output gap*, y la tasa de inflación objetivo, que el BCE fija en el 2%. Los parámetros  $\beta_1$  y  $\beta_2$  indican la importancia de la reacción de las autoridades monetarias ante desviaciones de la inflación y del *output gap* respecto a los valores de referencia. A partir de las estimaciones de Taylor (1993) es frecuente dar un valor de 1,5 al parámetro  $\beta_1$  y un valor de 0,5 al parámetro  $\beta_2$ , por lo que podemos reescribir esta ecuación:

$$i_t^{UEM} = \bar{r} + 2\% + 1,5 (p_t^{UEM} - 2\%) + 0,5 OG_t^{UEM} \quad (2)$$

En un artículo sobre las reglas de política monetaria<sup>16</sup>, el BCE señala que el enfoque

de la política monetaria basado en reglas presenta importantes ventajas frente a una mayor discrecionalidad de los bancos centrales<sup>17</sup>, pero también afirma que este tipo de reglas sencillas adolece de algunas debilidades destacadas<sup>18</sup>. Por ello, para evitar estos problemas a la vez que se mantienen las ventajas de un comportamiento sistemático, el BCE ha preferido representar su política monetaria a través de una «estrategia» basada en dos pilares, observando un comportamiento «gobernado por reglas» más que «vinculado» estrictamente a las mismas.

No obstante, el BCE (2004a) describe el comportamiento teórico de un banco central de una forma muy similar a la que establece la regla de Taylor: «Un banco central que siga una política orientada hacia la estabilidad fijaría, entonces, su instrumento de tipo de interés de manera que los tipos de interés a corto plazo se desplazaran hasta situarse en un nivel por encima o por debajo de su nivel natural, para contrarrestar los efectos de estas perturbaciones que afectan a la evolución de precios». Y existe una amplia literatura empírica, según la cual la actuación real de los principales bancos centrales se ajusta adecuadamente a lo que predice este tipo de reglas sencillas<sup>19</sup>. Por

<sup>16</sup> BCE (2001).

<sup>17</sup> Entre estas ventajas destacan la expresión clara del compromiso de la política monetaria con la estabilidad de precios, lo que evita un posible sesgo inflacionista, la mayor eficacia para guiar las expectativas del público, o el refuerzo que suponen para la credibilidad y transparencia de la actuación de los bancos centrales.

<sup>18</sup> Fundamentalmente, estas limitaciones tienen que ver con la pérdida de información que se deriva de la reducción de la ecuación a unas pocas variables, la dificultad de sistematizar todas las contingencias a las que puede enfrentarse la política monetaria y la incertidumbre relativa a algunas de las variables que deben utilizarse en la toma de decisiones. En la regla de Taylor esto es especialmente importante en el caso del tipo de interés de equilibrio y el *output gap*, que no son directamente observables.

<sup>19</sup> Hay muchos artículos que estiman la función de reacción del BCE. Por ejemplo, véase Gerdesmeier and Roffia (2003).

<sup>15</sup> Taylor (1993).



tanto, sigue resultando útil analizar la política monetaria efectivamente llevada a cabo por el BCE utilizando este instrumento.

Si aceptamos este método, podemos encontrar que la política monetaria única aplicada por el BCE podría ser inadecuada para un país que pertenece a la Unión Monetaria por una de estas tres razones:

1. El BCE podría fijar un tipo de interés diferente al tipo óptimo determinado por la regla de Taylor.
2. Los parámetros de la regla de Taylor podrían tener valores distintos en un país respecto a la Unión Monetaria en su conjunto. Por ejemplo, éste podría ser el caso del tipo de interés neutral o de los parámetros  $\beta_1$  y  $\beta_2$ . Estos dos parámetros se derivan de las preferencias de las autoridades y de algunas circunstancias estructurales que determinan la eficacia del mecanismo de transmisión de la política monetaria.
3. El tipo de interés óptimo podría ser diferente para un país porque su inflación y su *output gap* se están desviando del promedio de la Unión Monetaria.

Como el objeto de nuestro análisis es principalmente aproximarnos a la medida en la que el BCE ha ido adaptando la evolución del tipo de interés de intervención a los cambios a corto plazo en la situación cíclica de la UEM, podemos evitar los problemas de estimación del tipo de interés de equilibrio a largo plazo y centrarnos en el «componente cíclico» de la regla de política monetaria. Siguiendo a Doménech, Ledo y Taguas (2002), llamamos así a la suma ponderada de la desviación de la inflación respecto al objetivo, más el *output gap*, utilizando como coeficientes los propuestos por el propio Taylor. Para la Unión Monetaria sería:

$$\text{COMPONENTE CÍCLICO} = 1,5(\hat{p}_t^{\text{UEM}} - 2\%) + 0,5OG_t^{\text{UEM}} \quad (3)$$

En definitiva, este componente recoge la medida en que debe desviarse el tipo de

intervención del BCE de su valor de equilibrio a largo plazo como consecuencia, a su vez, la distancia entre la renta y la inflación respecto a los objetivos establecidos a largo plazo (el nivel de renta potencial y una tasa de inflación del 2%). Si la evolución del tipo de interés se ajusta efectivamente a los cambios de este desajuste cíclico a corto plazo, podría considerarse que el BCE lleva a cabo de hecho una política monetaria estabilizadora.

Por supuesto, la expresión anterior se refiere a la media de la inflación y el *output gap* en la UEM, y el problema que nos estamos planteando es precisamente que la trayectoria de estas variables puede haber diferido en cada uno de los países de la zona euro, produciéndose un desajuste entre el tipo de interés óptimo para la UEM y el tipo de interés óptimo para cada uno de estos países. Utilizando la terminología propuesta por Galí (1998) hemos llamado índice de tensión monetaria (ITM)<sup>20</sup> a la medida de este desajuste, que se define para un país  $i$  de la siguiente forma:

$$ITM^i = 1,5(\hat{p}^{\text{UEM}} - \hat{p}^i) + 0,5(OG^{\text{UEM}} - OG^i) \quad (4)$$

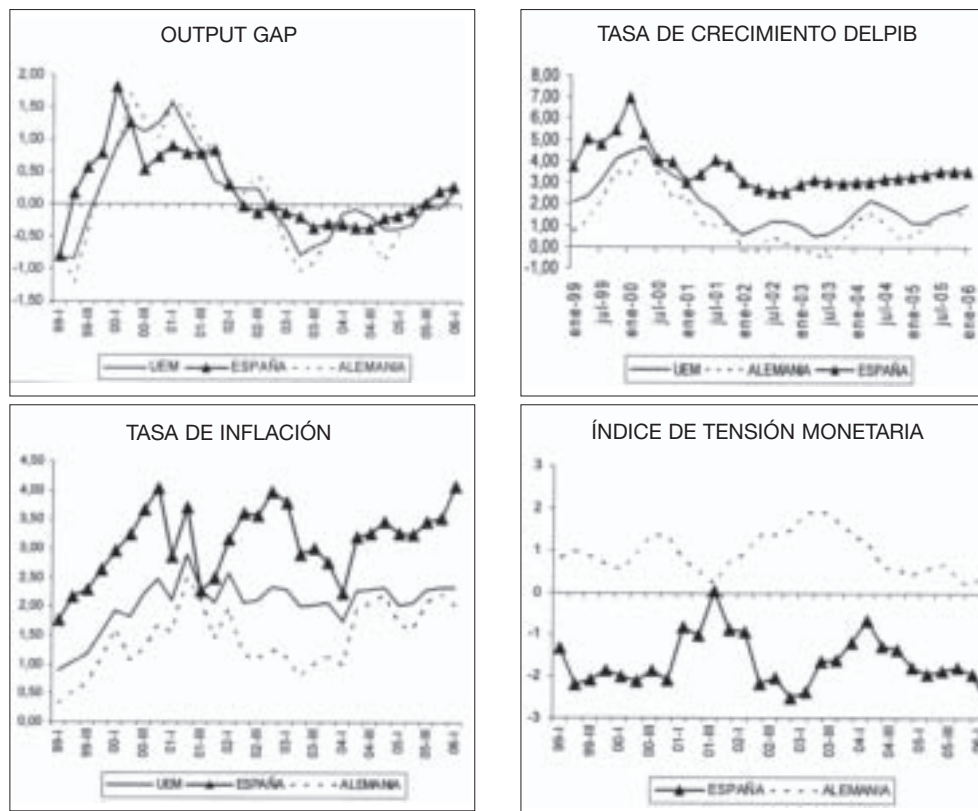
Es decir, este índice mide la diferencia que habría entre el tipo de interés óptimo para la UEM y para un país concreto como consecuencia de las distintas trayectorias del componente cíclico, suponiendo una misma regla de política monetaria y un tipo de interés de equilibrio a largo plazo también común en todo el área euro<sup>21</sup>. Un valor

<sup>20</sup> El FMI (2004) calcula un índice similar del ajuste de la política monetaria del BCE a las diferentes situaciones cíclicas de los países de la UEM usando diferentes especificaciones de la regla de Taylor y estimando lo que denomina «brechas monetarias» o *monetary gaps*.

<sup>21</sup> Nuestro argumento cobra si cabe más fuerza incluso si éste no era fuera el caso. Hayo (2006) estima las reglas de Taylor para cada país de la UEM con los datos anteriores a 1999 y obtiene el tipo de interés que los bancos centrales nacionales fijarían desde 1999, dado las tasas de inflación y los *output gaps* actuales. Él encuentra que «para casi todos los países miembros de la UEM los tipos de interés del área euro tienden a

Gráfico n.º 3

**Posición cíclica diferente y política monetaria única en la UEM:  
España y Alemania**



Fuente: Base de datos Eurostat y elaboración propia

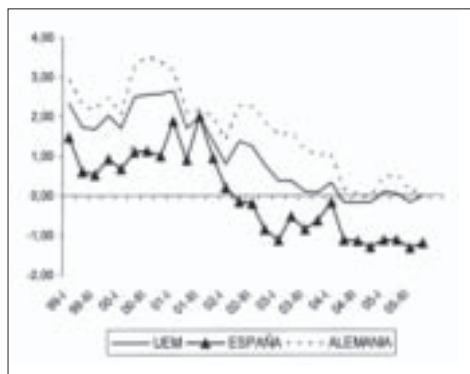
positivo del índice significaría que el tipo de interés aplicado por el BCE como consecuencia de la situación cíclica media de la UEM es demasiado restrictivo para las condiciones cíclicas vigentes en ese mismo momento en el país *i*, y lo contrario ocurriría si el índice es negativo.

Si se observa el caso de Alemania, el gráfico n.º 3 muestra que el índice ha sido

estar por debajo de los tipos de interés nacionales objetivos, incluso después de contar explícitamente con un tipo de interés real más bajo en el período de la UEM, siendo Alemania la única excepción».

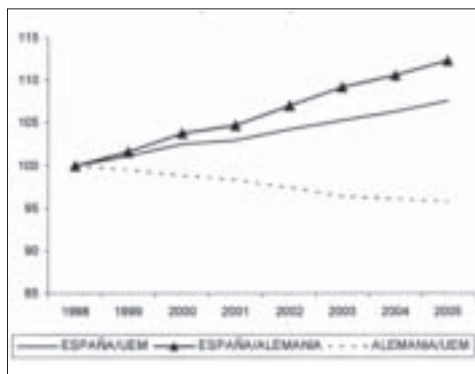
positivo desde 1999 debido a la evolución negativa de sus valores de *output gap* y a sus tasas de inflación más bajas. España, por el contrario, tiene un índice negativo, principalmente debido al diferencial positivo de la inflación respecto a la media y a su mayor tasa de crecimiento. Esto revela un mal ajuste entre la política monetaria de la Unión Monetaria y las políticas que habrían sido apropiadas para estos países según sus propias circunstancias y, por lo tanto, nos conduce a realzar la importancia del uso de una política fiscal activa de forma anticíclica.

Gráfico n.º 4  
Tipos de interés reales



Fuente: Base de datos Eurostat.

Gráfico n.º 5  
Tipos de cambio reales  
(1998=100)



### 3.2. El efecto desestabilizador del tipo de interés real

De hecho, el problema no es sólo que el tipo de interés nominal establecido por el BCE pueda no ser el apropiado para todos los países si están en diferentes posiciones cíclicas, sino que, consecuentemente, el tipo de interés real puede tener un efecto desestabilizador.

Podemos ver esto suponiendo que un país (España) sufre una perturbación y su tasa de inflación se sitúa por encima del objetivo establecido por el banco central. Cuando un país tiene su propia política monetaria, el banco central aumentará el tipo de interés nominal para neutralizar las tendencias inflacionistas, enfriando la economía. Si el aumento del tipo de interés nominal es proporcionalmente mayor que el incremento en la tasa de inflación –lo que se conoce como el Principio de Taylor– el tipo de interés real subirá, que es lo que se requiere para moderar la inflación.

La principal diferencia cuando la política monetaria es aplicada por un banco central

único es que, como el *shock* de oferta sólo eleva la inflación en un país, la tasa media de inflación de la UEM también se eleva, aunque menos que proporcionalmente. Incluso aunque el BCE aumentase el tipo de interés nominal, lo haría en menor proporción a lo que habría crecido la inflación en el país que sufre la tasa de inflación mayor<sup>22</sup>, y el tipo de interés real por lo tanto bajaría en vez de aumentar, como sería necesario. El resultado es que el PIB será mayor que su nivel potencial, aumentando en vez de reducir las presiones inflacionistas.

El FMI (2004) se plantea esta cuestión y concluye que un cambio en el *output gap* de un país no da lugar a un cambio en su tipo de interés real en la dirección deseada, sino que tiende a causar un desequilibrio mayor: «El efecto (del *output gap* nacional) sobre los tipos de interés reales ha tendido a ser procíclico, con tasas de inflación crecientes en las economías con un *boom* económico, especialmente Irlanda, Países

<sup>22</sup> Suponiendo  $\beta_1 < 2$ , que es el caso que nosotros consideramos significativo.

Bajos y Portugal, que presentaban tipos de interés reales más bajos, estimulando en gran medida la demanda interna. Similarmente, en los países que experimentaban desaceleraciones prolongadas, tales como Alemania, la caída de la inflación provocó tipos de interés reales más altos». En el gráfico n.º 4 representamos el tipo de interés real en la UEM, España y Alemania, confirmando este efecto desestabilizador: el tipo de interés real ha caído más en España que en Alemania, aunque el primero tiene una tasa de inflación más alta y necesita un impulso monetario menor.

### 3.3. Mecanismos estabilizadores. El tipo de cambio real

Por supuesto, la pérdida de capacidad de estabilización por parte de las economías de la UEM sería más baja si las economías de la Unión Monetaria tuvieran otros mecanismos de ajuste alternativos a la política monetaria, como la flexibilidad salarial y la movilidad geográfica en las que se centra la tradicional teoría de las Áreas Monetarias Óptimas. Los estudios empíricos, sin embargo, también muestran que tales mecanismos son débiles en las economías europeas<sup>23</sup> y que sería difícil que aumentasen su eficacia a corto plazo<sup>24</sup>.

Otro posible mecanismo estabilizador se basa en el efecto que los diferenciales de inflación dentro de la UEM tienen en el tipo de cambio real. Si un país experimenta un

*shock* específico, y su tasa de inflación es distinta a la de la Unión (es mayor, por ejemplo) la variación resultante en el tipo de cambio real actuará como mecanismo de estabilización (en este caso, un apreciación reduciría las exportaciones al resto de la UEM, reduciría la renta y, en última instancia, moderaría la tensión inflacionista). Si es bastante fuerte, este mecanismo compensará la falta de una política monetaria independiente.

Por ejemplo, como consecuencia de la mayor tasa de inflación española entre 1999 y 2005, su competitividad vía precio se redujo un 7,6% en relación a la zona euro y un 12,6% en relación a Alemania. Por el contrario, Alemania experimentó una depreciación real de un 4,2% respecto a la UEM (gráfico n.º 5)<sup>25</sup>.

Ahora bien, también cabe la posibilidad de que no sea lo suficientemente fuerte para asegurar la estabilización de las economías nacionales sometidas a perturbaciones asimétricas, o para hacerlo con suficiente rapidez. Recurriendo nuevamente al trabajo del FMI (2004), se afirma que «el efecto de los diferenciales de inflación sobre la competitividad externa debería ser estabilizador, puesto que una mayor inflación conduce a la apreciación real, y viceversa. En la práctica, sin embargo, el efecto estabilizador de los diferenciales de inflación a través de este canal no parece haber sido particularmente fuerte». Si observamos concretamente la experiencia española, López-Salido, Restoy y Vallés (2005) señalan que «la relación de intercambio no juega un papel estabilizador fuerte como se ha sugerido a veces en la literatura. (...) Hemos encontrado que, en general, el deterioro de la relación de intercambio que causa los diferenciales de inflación no tiene un efecto

<sup>23</sup> Mongelli (2002) ofrece una panorámica de la literatura empírica.

<sup>24</sup> Desde 2000, los países europeos han estado intentando aplicar un programa de reformas estructurales –la Estrategia de Lisboa– que podría aumentar la eficacia de estos mecanismos. Si fuera así, esto reduciría la necesidad de aplicar otras políticas –fiscales, por ejemplo– para solucionar el problema de las perturbaciones asimétricas en la UEM, aunque no desaparecerían totalmente. Sin embargo, los avances alcanzados en la Estrategia de Lisboa en los primeros cinco años no han sido tan grandes como se esperaba, según muestra el informe Kok (2004).

<sup>25</sup> Estamos comparando la tasa de variación del IPCA como una aproximación a la evolución de la competitividad. Dependiendo del índice usado, la pérdida de competitividad en relación a la zona euro oscila entre el 5% y el 8%.

estabilizador cuantitativamente relevante, pues su impacto sobre el *output* es relativamente pequeño a corto plazo».

Concluyendo, en esta sección se demuestra que dada la falta de sincronización cíclica entre las economías europeas y los mecanismos de ajuste relativamente débiles, la política monetaria común debe ir acompañada de un mecanismo alternativo que permita a las autoridades nacionales recuperar esta capacidad de estabilización, y el candidato natural es la política fiscal. En el resto de este artículo consideramos la posibilidad de una política fiscal más activa que realice esta función.

#### 4. LA EFICACIA DE LA POLÍTICA FISCAL: MEDIDAS ACTIVAS Y ESTABILIZADORES AUTOMÁTICOS

De acuerdo con los resultados obtenidos en el apartado anterior, donde hemos visto que el tipo de interés establecido por el BCE no se ajusta simultáneamente a las condiciones cíclicas de todas las economías del área euro, creemos que la política fiscal debería jugar un papel más activo en la Unión Monetaria, actuando con la suficiente flexibilidad para hacer frente a los *shocks* asimétricos<sup>26</sup>.

Por ejemplo, si la política monetaria única fuese demasiado expansiva para la situación cíclica de un país –el caso de España–, la política fiscal debería adoptar un signo más restrictivo, pero también al contrario. Debería permitirse una expansión fiscal adecuada cuando un país atraviesa una situación cíclica más desfavorable que el

resto de la Unión, y por tanto está sufriendo una política monetaria demasiado restrictiva –el caso de Alemania–.

Paradójicamente, sin embargo, la obligación de respetar el PEC reduce esta posibilidad y algunos países han adoptado reglas fiscales nacionales incluso más duras. Aunque los defensores de estas barreras legales al activismo de la política fiscal activa mantienen que esta función anticíclica se produce a través de los estabilizadores automáticos y que el actual marco fiscal garantizaría un margen de maniobra suficiente para su actuación, en un apartado posterior mostraremos cómo su efecto puede ser insuficiente y desigual en los distintos países.

Desde el punto de vista más teórico, los economistas más liberales justifican estas limitaciones legales y rechazan el uso de la política fiscal como una herramienta estabilizadora debido a las dudas sobre la eficacia de las políticas fiscales para influir en la renta y el empleo.

Este planteamiento se basa principalmente en la hipótesis de la equivalencia ricardiana, que postula que los déficit presupuestarios financiados con emisión de deuda no afectan a la demanda agregada ni a los tipos de interés, ya que este crecimiento de la deuda pública se vería neutralizado por un aumento en el ahorro privado.

Estudios recientes sobre los «efectos no keynesianos de los saneamientos presupuestarios»<sup>27</sup> también incluyen estas críticas teóricas. La puesta en práctica de medidas estrictas de ajuste fiscal en algunos países de la OCDE parece haber tenido un efecto expansivo, al contrario de lo que predice la teoría keynesiana tradicional.

---

<sup>26</sup> Calmfors (2002) apoya esta misma idea: «El problema general, desde mi punto de vista, es que la estabilización macroeconómica en respuesta a situaciones asimétricas en el área euro requerirá un mayor uso de la política fiscal como herramienta de la política de estabilización a nivel nacional».

---

<sup>27</sup> Existe ya una amplia literatura sobre este aspecto de los ajustes presupuestarios. Puede encontrarse un resumen en Comisión Europea (2003).



Estos efectos se derivarían, fundamentalmente, de una mayor confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, lo que impulsaría una reducción de la prima de riesgo de los tipos de interés y una expectativa de bajada de impuestos, o de efectos positivos por el lado de la oferta, si el ajuste va acompañado de una reforma estructural del sector público.

Sin embargo, Blinder (2004) y Carlin y Soskice (2006) resumen las críticas más frecuentes a la equivalencia ricardiana y Calmfors (2003) señala que «los resultados de la equivalencia ricardiana requieren supuestos teóricos muy restrictivos que no es probable que se verifiquen en la realidad»<sup>28</sup>. De hecho, la evidencia empírica no permite rechazar por estos motivos la utilización de la política fiscal para estabilizar la economía. Más bien al contrario, algunos estudios recientes aportan una fuerte evidencia de que los estímulos fiscales pueden tener efectos positivos sobre la renta<sup>29</sup>. Por

<sup>28</sup> Fundamentalmente, para que la equivalencia ricardiana se cumpla han de cumplirse, al menos, los siguientes supuestos: ausencia de restricciones a la liquidez de las economías domésticas; tanto el tipo de interés como el horizonte temporal de las familias y el gobierno deben ser iguales; las economías domésticas tienen en cuenta la utilidad de sus herederos en su comportamiento como consumidores.

<sup>29</sup> Burnside, Eichenbaum y Fisher (1999) y Fatás y Mihov (2000) señalan que en Estados Unidos los *shocks* fiscales inducen cambios en el *output*, consumo, inversión y empleo. Asimismo, Fatás y Mihov (2002) encuentran, partiendo de datos temporales y de sección cruzada de 51 países, que es estadísticamente significativa la relación existente entre la magnitud de las fluctuaciones producidas en el *output* y el uso de la política fiscal discrecional, en el sentido que los países con gobiernos de mayor tamaño sufren una menor volatilidad en el ciclo económico. Por su parte, Perotti (2002) estudia los efectos de las medidas fiscales sobre el crecimiento del PIB, precios y tipos de interés en cinco países de la OCDE (Estados Unidos, Alemania, Reino Unido, Canadá y Australia) utilizando vectores autorregresivos, y de este análisis se deduce que los efectos estimados de la política fiscal sobre el PNB tienden a ser positivos, aunque pequeños, y que los multiplicadores del gasto público (positivos y en su mayoría inferiores a uno) suelen ser mayores en valores absolutos a los obtenidos como multiplicadores de los impuestos (negativos).

ejemplo, Hemming, Kell y Mahfouz (2002) ofrecen un resumen de esta literatura empírica y estiman un valor medio del multiplicador de los impuestos en torno a 0,5.

Y, como subraya el FMI (2004), la utilización de la política fiscal para estabilizar el *output* en un país de la UEM «parece incluso más persuasivo dada la mayor efectividad potencial de la política fiscal nacional en una Unión Monetaria. En realidad, los típicos efectos desplazamientos de un estímulo fiscal a través de mayores tipos de interés y la apreciación del tipo de cambio son muchos más débiles debido a que ambas variables se determinan en el conjunto del área euro».

Finalmente, resulta paradójico que los mismos autores que rechazan el uso de medidas fiscales expansivas para estimular la demanda agregada argumentando su ineficacia, recomendaban políticas fiscales restrictivas cuando la economía está sufriendo una elevada tasa de inflación. Por ejemplo, este es el caso de España, donde el Fondo Monetario Internacional (2006) señala que la tarea actual de la política fiscal debería ser la de restringir la demanda agregada.

Por otra parte, la corriente dominante entre los economistas también considera que el manejo discrecional de la política fiscal con intención estabilizadora se enfrenta a dificultades importantes que limitan su eficacia frente a los estabilizadores automáticos. En concreto, una institución como el BCE, especialmente favorable a la limitación de la capacidad discrecional de las autoridades fiscales, señala cinco ventajas principales de los estabilizadores automáticos frente a las medidas discrecionales<sup>30</sup>: actúan puntualmente, frente al retardo que sufren las medidas discrecionales, ya que se ponen en marcha sin necesidad de

<sup>30</sup> BCE (2004b).



adoptar una decisión específica, y se encuentran incorporados a la estructura de impuestos y gastos públicos; son más previsible, y por tanto favorecen la formación de las expectativas de los agentes; su efecto es siempre simétrico a lo largo del ciclo, ya que cuando cambia la fase del ciclo se produce de forma automática un cambio en la dirección en que actúan; el tamaño de la variación de los gastos e ingresos es siempre proporcionado al tamaño de la fluctuación económica que se está produciendo; y, por último, reducen la necesidad de modificar frecuentemente los tipos impositivos.

En la misma línea, Buti y Van den Noord (2004) afirman que «la utilidad potencial de la estabilización a través de la política fiscal se ha reconsiderado, y la herencia del debate en los años 80 es un fuerte escepticismo sobre el uso de la política fiscal discrecional para ajustar la economía. (...) El uso de la política fiscal discrecional con fines estabilizadores debería limitarse únicamente a situaciones excepcionales». Sin embargo, nosotros creemos que esta aproximación basada exclusivamente en el uso de los estabilizadores automáticos resulta insuficiente por diversas razones.

En primer lugar, porque la contribución de los estabilizadores automáticos a la estabilización económica, es siempre parcial, es decir, los estabilizadores no logran eliminar completamente las fluctuaciones cíclicas. En general, el efecto global de los estabilizadores automáticos depende en principio de lo que se conoce como sensibilidad cíclica del presupuesto, que es la medida en que los distintos componentes del gasto e ingresos públicos se modifican como consecuencia de las fluctuaciones económicas, y en segundo lugar del tamaño de los multiplicadores del gasto y los ingresos públicos, que miden el impacto que tienen sobre la actividad económica los cambios anteriores. Tanto la sensibilidad cíclica como los multiplicadores varían en

función de las circunstancias de cada economía<sup>31</sup>.

Numerosos estudios empíricos han tratado de analizar el impacto de los estabilizadores automáticos sobre la actividad económica. Por ejemplo, el cuadro n.º 2 muestra la efectividad de los estabilizadores automáticos para reducir las fluctuaciones del PIB en los países de la Unión Europea según el modelo QUEST de la Comisión Europea<sup>32</sup>. Las simulaciones se repiten para tres tipos de *shocks* de demanda –sobre el consumo privado, inversión privada y demanda de exportaciones– y uno de oferta que afecta a la productividad laboral. En todos los casos la simulación se hace generando un cambio de un 1% del PIB en el primer año. Como puede apreciarse, dentro de las perturbaciones de demanda, los estabilizadores automáticos son más efectivos en general para neutralizar un *shock* de consumo que un *shock* de inversión o de

---

<sup>31</sup> Concretamente, la sensibilidad de los gastos y los ingresos a los cambios en las condiciones cíclicas depende básicamente de la estructura del sistema de bienestar social (tamaño del sector público, grado de progresividad del sistema impositivo, sensibilidad del desempleo a las fluctuaciones del *output* o nivel existente de las prestaciones dadas a los desempleados) y del tipo de perturbación que se produzca (demanda u oferta, principalmente). Los multiplicadores dependen de los parámetros de las funciones de consumo e inversión, pero también del grado de apertura de la economía y de la flexibilidad de precios y salarios.

<sup>32</sup> El modelo QUEST es una versión moderna de la síntesis keynesiana-neoclásica. Las ecuaciones de comportamiento están basadas en la optimización intertemporal de las economías domésticas y de las empresas, pero los precios se ajustan lentamente y los salarios nominales responden con un cierto retraso, debido a la existencia de contratos solapados. La política fiscal opera en el corto plazo directamente a través de la demanda agregada, y se produce un efecto *crowding out* por los cambios en el tipo de interés y el tipo de cambio. Cuando se produce una expansión fiscal, los tipos de interés tienden a elevarse, se atrae capital extranjero y la moneda se aprecia. Asimismo, este modelo le otorga un mayor peso al logro de la inflación y un menor peso al *output*. Véase un análisis detallado del modelo en Brunila, Buti y J. in't Velt (2002) y de los resultados de la estimación de los estabilizadores automáticos en Comisión Europea (2001).

Cuadro n.º 2

**Efectividad de los estabilizadores automáticos en los países de la UE**

| País            | Shock de consumo | Shock de inversión | Shock de exportaciones | Shock de productividad |
|-----------------|------------------|--------------------|------------------------|------------------------|
| Bélgica         | 24               | 11                 | 12                     | 12                     |
| Dinamarca       | 31               | 18                 | 25                     | 14                     |
| Alemania        | 17               | 9                  | 10                     | 13                     |
| Grecia          | 22               | 13                 | 17                     | 10                     |
| España          | 17               | 11                 | 11                     | 17                     |
| Francia         | 23               | 13                 | 14                     | 13                     |
| Irlanda         | 26               | 6                  | 9                      | 9                      |
| Italia          | 21               | 11                 | 12                     | 17                     |
| Holanda         | 20               | 9                  | 10                     | 11                     |
| Austria         | 23               | 11                 | 14                     | 13                     |
| Portugal        | 30               | 16                 | 19                     | 14                     |
| Finlandia       | 20               | 11                 | 15                     | 13                     |
| Suecia          | 31               | 13                 | 15                     | 17                     |
| Reino Unido     | 18               | 9                  | 8                      | 11                     |
| Media Ponderada | 20               | 11                 | 12                     | 13                     |

Notas: La efectividad de los estabilizadores automáticos se mide como el porcentaje de fluctuaciones en el output que logran reducir. La media ponderada se realiza en función del PIB de 2001.

Fuente: Comisión Europea (2001).

exportaciones. Esto refleja fundamentalmente la naturaleza del régimen fiscal: el presupuesto es más sensible a un cambio en el consumo, porque el IVA y los impuestos indirectos están afectados directamente por el *shock*, y aquellos países en los que los ingresos que proceden del IVA y de los impuestos al consumo suponen un porcentaje elevado del total presentan unos estabilizadores más eficientes. Ante un *shock* de consumo, los estabilizadores automáticos neutralizan cerca del 30% de las fluctuaciones cíclicas en Dinamarca, Portugal y Suecia, mientras que el impacto estabilizador es menor al 20% en Alemania, España y Reino Unido. En contraste, ninguna categoría de impuestos se ve directamente afectada por los *shocks* de exportaciones, por lo que la efectividad de los estabilizadores es más débil. En general, la eficacia de los estabilizadores es mayor en

todos estos casos que ante una perturbación de oferta.

En conclusión, la acción de los estabilizadores automáticos resulta ser un importante instrumento en la política anticíclica en los países de la UEM, por lo que parece acertado procurar que las condiciones presupuestarias permitan su actuación. Sin embargo, también resulta evidente que su eficacia varía de forma sustancial en función del tipo de perturbación y de otras características de los distintos países, por lo que en absoluto cabe descartar que tengan que estar acompañados también por medidas fiscales de tipo discrecional si se quiere hacer frente de manera efectiva a una perturbación, especialmente si es específica de un país y no se puede contar con el apoyo de la política monetaria.

Por otro lado, el tamaño de los estabilizadores automáticos no es el resultado

directo de una decisión política orientada a facilitar la estabilidad de la renta, sino más bien la consecuencia indirecta de otras decisiones relacionadas con un conjunto más amplio de objetivos (por ejemplo la extensión y generosidad de los sistemas de protección para el desempleo). Además, se ha de tener en cuenta también que la efectividad de los estabilizadores automáticos para estabilizar el *output* puede verse reducida por las reformas estructurales que están abordándose en Europa. En algunos países, estas reformas pueden profundizarse en los próximos años, y tienden a reducir la progresividad impositiva y, en general, las prestaciones sociales<sup>33</sup>.

## 5. UNA REGLA ACTIVISTA DE POLÍTICA FISCAL PARA LOS GOBIERNOS DE LOS PAÍSES DE LA UEM

Hasta aquí hemos alcanzado las siguientes conclusiones. La centralización de la política monetaria, aplicada en función de los valores medios de la zona euro, genera una pérdida de capacidad de estabilización para las economías nacionales, puesto que si las condiciones cíclicas son diferentes en cada economía, también serán diferentes el tipo de interés fijado por el BCE y el tipo de interés óptimo para cada país por separado. Este desajuste se puede medir por el ITM, que ha registrado valores significativamente distintos de cero para España y Alemania desde 1999

Este problema es aún mayor por la pérdida de uno de los instrumentos de los que disponen las economías para compensar los efectos de las perturbaciones: el tipo de interés real. De hecho, se convierte en un mecanismo desestabilizador, que solo se compensa si el mecanismo de ajuste deri-

vado del tipo de cambio real es suficientemente fuerte.

Una política fiscal más activa, basada en la situación de cada país, podría compensar la pérdida de capacidad de estabilización de la política monetaria. Esta función, sin embargo, no puede desarrollarse solo mediante los estabilizadores automáticos, siguiendo lo que sería una interpretación estricta del PCE. Por tanto, los gobiernos europeos deberían tener una mayor capacidad para modificar sus saldos presupuestarios de acuerdo con las fluctuaciones a corto plazo de sus economías.

En este apartado presentamos precisamente una propuesta para la aplicación de la política fiscal que puede contribuir a mejorar la capacidad de estabilización de las economías de la UEM. Esta propuesta tiene dos líneas de actuación complementarias:

1. La aplicación de la política fiscal siguiendo una regla activista, de forma similar a la regla de Taylor para la política monetaria, que incluya como variables determinantes del saldo presupuestario tanto la estabilización a corto plazo como un objetivo a más largo plazo relacionado con la sostenibilidad fiscal.
1. El diseño de mecanismos institucionales apropiados para prevenir la influencia de factores políticos que pudieran generar un sesgo creciente en la deuda pública y el déficit al influir en las decisiones presupuestarias de las autoridades.

### 5.1. La regla fiscal activista

Para analizar la función de la política fiscal en una Unión Monetaria representamos las decisiones de las autoridades mediante reglas activistas. Por regla de política fiscal, o función de reacción de las autoridades fiscales, entenderemos una ecuación sencilla en la que alguna variable representativa

---

<sup>33</sup> Estos efectos se analizan, por ejemplo, en Buti y Van den Noord (2003).

del signo de la política fiscal (normalmente suele considerarse el saldo presupuestario total, el saldo primario o alguno de estos dos saldos ajustado cíclicamente, según cuál sea el objetivo del análisis) se mueve en función de distintas variables representativas del estado de la economía (normalmente el *output gap*, la inflación o, en determinados casos, la deuda pública)<sup>34</sup>.

Aunque las reglas fiscales se han desarrollado en menor medida en la literatura que las reglas monetarias<sup>35</sup>, su utilización para el análisis de las políticas fiscales presenta ventajas similares a las descritas en el caso de la política monetaria. En concreto, desde un punto de vista teórico permite comparar de forma sistemática los efectos sobre la economía de distintos comportamientos alternativos de las autoridades fiscales o discutir cuestiones relacionadas con el *polycymix* utilizando una metodología homogénea para el análisis de los dos instrumentos. Desde un punto de vista más empírico, la estimación econométrica de las reglas que de hecho han llevado a cabo las distintas autoridades fiscales en países o periodos distintos permite comparar sus políticas fiscales y evaluarlas (por ejemplo, comparándolas con las mejores reglas fis-

cales que se han obtenido en el análisis teórico).

En este apartado vamos a comparar los efectos de tres reglas alternativas de política fiscal:

Regla de política fiscal del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (RFPEC): Esta regla representa una aplicación estricta del PEC por parte de los gobiernos europeos. En ella<sup>36</sup>, el gobierno establece un objetivo en términos del saldo presupuestario estructural o ajustado cíclicamente<sup>37</sup> ( $SAJ^{OBJ}$ ) y sólo se desvía de él como consecuencia de la actuación de los estabilizadores automáticos.

El valor del  $SAJ^{OBJ}$  debería «anclar» la política fiscal en un valor que fuese sostenible a largo plazo. Como uno de los objetivos incluidos en el PEC es alcanzar una situación de «equilibrio o superávit» a medio plazo, podemos suponer entonces que  $SAJ^{OBJ} = 0$ . En este caso, el saldo presupuestario sólo depende del *output gap* del país. En concreto, cuando la economía se encuentra en una fase expansiva y el *output gap* es positivo, se aplica una política fiscal restrictiva y el saldo presupuestario se incrementa. Al contrario, si la demanda se debilita y el *output gap* es negativo, la política se hace más expansiva respecto a su situación a largo plazo y el saldo presupuestario se reduce. Estos cambios del saldo presupuestario son el resultado del componente cíclico de los gastos e ingresos públicos. El saldo presupuestario total, por otra parte, debe mantenerse siempre por debajo del 3% del PIB.

Podemos expresar esta regla fiscal mediante las siguientes dos ecuaciones, donde  $SP$  representa el saldo presupuesta-

<sup>34</sup> La presencia de la deuda pública en la regla fiscal se justifica por la preocupación de las autoridades fiscales por la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Concretamente, para que ésta se garantice es necesario que ante un aumento de la deuda las autoridades fiscales incrementen el saldo primario. Como nuestro interés en este caso es la estabilización a corto plazo de la economía, no tendremos en cuenta explícitamente este problema, aunque la magnitud de los incrementos del déficit que se producirán no comprometen la estabilización de la deuda a largo plazo.

<sup>35</sup> No obstante, sí existen trabajos en los que se estiman reglas fiscales para representar el comportamiento de distintas autoridades o para analizar sus posibles efectos sobre la economía. Entre los primeros podemos citar a Galí y Perotti (2003) o FMI (2004). Entre los segundos, a Taylor (1995 y 2000) y Aarle, Garretsen y Huart (2004). Nosotros hemos llevado a cabo una estimación de la regla fiscal seguida por los países de la UEM en los últimos 20 años en García Serrador, Arroyo, Mínguez y Uxó (2005).

<sup>36</sup> La regla de política fiscal propuesta por Taylor (2000) es similar a ésta.

<sup>37</sup> Este saldo presupuestario se obtiene descontando los efectos de los estabilizadores automáticos.

rio y  $\alpha_1$  mide el efecto de los estabilizadores automáticos<sup>38</sup>:

$$SP_t = SAJ^{out} + \alpha_1 OG_t \quad (5)$$

$$SP_t \geq -3\% \quad (6)$$

Regla de política fiscal de la Ley de Estabilidad Presupuestaria (RFLE): Como hemos mencionado más arriba, la ley fiscal aprobada en España en 2001 era más estricta incluso que el PEC, ya que exigía que se registrase una situación de equilibrio presupuestario o superávit cada año<sup>39</sup>. Esto implica que el gobierno debería aplicar una política fiscal discrecional procíclica para compensar los efectos de los estabilizadores automáticos sobre el saldo presupuestario. Por ejemplo, si el PIB cae por debajo de su nivel potencial y el *output gap* se hace negativo, el gobierno podría verse obligado a reducir los gastos públicos para evitar el déficit derivado de la actuación de los estabilizadores automáticos. Por tanto, esta regla significa que el gobierno renuncia a utilizar la política fiscal como un instrumento estabilizador, al menos cuando el *output gap* es menor que cero<sup>40</sup>. En este segundo caso, las ecuaciones que representan la regla de política fiscal son las siguientes:

$$SP_t \geq 0\% \quad (7)$$

$$Si\ OG < 0 \Rightarrow SAJ_t = -\alpha_1 OG_t \quad (8a)$$

$$Si\ OG \geq 0 \Rightarrow SAJ_t = 0\% \quad (8b)$$

<sup>38</sup> Si se produce un *output gap* negativo suficientemente elevado y el saldo presupuestario se hace inferior a -3% del PIB, el gobierno aplicaría una política fiscal discrecional restrictiva para compensar este efecto y mantener el saldo presupuestario dentro de los límites del PEC.

<sup>39</sup> La Ley se reformó en mayo de 2006.

<sup>40</sup> Cuando  $OG > 0$  el gobierno podría utilizar el superávit para reducir su deuda pública.

Aunque esta regla se ha modificado recientemente –los presupuestos para 2007 serán los primeros que deben realizarse de acuerdo con la reforma– hemos incluido también esta regla de política fiscal en nuestro análisis precisamente para mostrar la conveniencia de su reforma desde un punto de vista macroeconómico.

Nueva regla de política fiscal más activa (RFMA): regla basada en el *output gap* y en la inflación. Como en los casos anteriores, la tercera regla de política fiscal tiene en primer lugar un objetivo a largo plazo para el saldo presupuestario, que sería el que fijarían las autoridades cuando la economía se encontrase en su nivel potencial con una tasa de inflación adecuada<sup>41</sup>. Pero esta nueva versión de la regla de política fiscal introduce dos cambios principales:

- Primero, consideramos que las autoridades fiscales nacionales llevan a cabo una política fiscal activa con el fin de estabilizar sus economías. Por tanto, la regla recoge tanto el papel de los estabilizadores automáticos como un comportamiento discrecional sistemático por parte de las autoridades.
- Segundo, las autoridades fiscales nacionales también se preocupan explícitamente por la estabilidad de precios y que, por tanto, modifican el saldo presupuestario respecto a la situación de equilibrio a largo plazo no sólo en función de lo que ocurre con el *output gap*, sino también en función de la tasa de inflación. En definitiva, esto supone que la regla de política fiscal adopte la misma forma que la regla de Taylor para la política monetaria. A nuestro

<sup>41</sup> Taylor (2000) y Seidman (2003) sugieren específicamente que este saldo debería ser cero. Sin embargo, de acuerdo con Calmfors (2002), «el objetivo exacto debería depender de varios factores: la situación de la deuda, las perspectivas demográficas y el tamaño de los estabilizadores automáticos».

juicio, existen razones para pensar que este comportamiento de las autoridades fiscales puede ser razonable. Por ejemplo, en el caso de España se ha aplicado durante los años de funcionamiento de la UEM una política fiscal restrictiva para contrarrestar la reducción del tipo de interés real derivada de la política monetaria del BCE, y es razonable justificar este comportamiento por la inflación diferencial que ha experimentado España durante este periodo<sup>42</sup>.

La siguiente ecuación representa esta regla de política fiscal:

$$SP_t = SU^{(int)} + (\alpha_1 + \alpha_2)OG_t + \alpha_3(\dot{p}_t - \dot{p}^{(int)}); (9)$$

Donde  $\alpha_2$  mide la reacción discrecional –no automática– de la política fiscal a las desviaciones del PIB respecto a la renta potencial y  $\alpha_3$  representa la reacción ante las desviaciones de la tasa de inflación respecto al objetivo de las autoridades.

## 5.2. Simulación de dos perturbaciones específicas en dos países de la UEM

Con el fin de analizar la contribución de cada regla de política fiscal a la estabilidad económica de los países de la UEM, en este apartado simulamos la evolución de la inflación y del *output gap* en una de estas economías cuando sufre una perturbación específica. En concreto, simularemos dos tipos de perturbaciones. Cada una de ellas pretende representar las situaciones opues-

tas que España y Alemania han experimentado durante los primeros años de la Unión Monetaria: un *shock* inflacionista y una caída de la demanda.

Las simulaciones se llevan a cabo en un modelo para una Unión Monetaria de dos países desarrollado en Uxó y Arroyo (2007). El modelo tiene tres bloques, uno por cada país (denominados 1 y 2) y el tercero para el conjunto de la Unión Monetaria (que llamaremos UEM). En el Apéndice 1 se recoge el modelo completo, por lo que aquí sólo presentamos un resumen de sus principales características:

- En las economías nacionales, la variación de la tasa de inflación depende del *output gap* del periodo anterior y de una variable aleatoria que recoge posibles *shocks* inflacionistas originados en el lado de la oferta de la economía. En ausencia de este tipo de *shocks*, la tasa de inflación se mantiene constante cuando la economía se encuentra en el PIB potencial, mientras que las desviaciones de la renta respecto a este valor de equilibrio provoca aceleraciones de la inflación (si  $OG > 0$ ) o desaceleraciones (si  $OG < 0$ ).
- El *output gap* se determina, a su vez, por el nivel de demanda agregada. Este nivel depende de: (i) el valor del tipo de interés real (influido por la política monetaria) en relación con el tipo de interés neutral; (ii) el valor del saldo presupuestario (determinado por la política fiscal); (iii) la diferencia entre las tasas de inflación de los dos países de la UEM; y (iv) posibles perturbaciones aleatorias de demanda.
- Para la Unión Monetaria, tanto la inflación como el *output gap* son la media de los dos países, que supondremos que tienen el mismo tamaño.

<sup>42</sup> Por ejemplo, en Buti y Martínez Mongay (2005) se dice lo siguiente sobre la política fiscal que se está llevando a cabo en España: «¿Ha habido un ajuste fiscal suficiente? Con el crédito creciendo por encima del 15%, un alto endeudamiento de las familias y un diferencial de inflación elevado y persistente, parece haber riesgos próximos. Con el fin de prevenir que los desequilibrios económicos, y en particular el sobrecalentamiento, puedan hacerse más profundos, la política fiscal debería endurecerse». (El subrayado es nuestro).



- La política monetaria se aplica por el banco central –lo llamaremos BCE– siguiendo una regla de Taylor de acuerdo con los valores medios de la inflación y el *output gap* de toda la Unión Monetaria. Por tanto, como el tipo de interés nominal lo establece el BCE para toda la Unión y el tipo de interés real es la diferencia entre este tipo de interés y la tasa de inflación de cada economía, la misma política monetaria puede dar lugar a diferentes tipos reales en cada una de las dos economías de la Unión Monetaria.
- La política fiscal sigue una de las tres reglas alternativas que hemos explicado más arriba.
- Finalmente, suponemos que no hay diferencias estructurales entre ambas economías, lo que nos permite aislar el efecto de choques específicos en un país sobre la evolución de las variables macroeconómicas y el efecto que tienen las diferentes reglas de política fiscal, lo que es nuestro principal objetivo en este trabajo.

### 5.2.1. Una perturbación inflacionista

Partimos de una situación de equilibrio en la que las dos economías se encuentran en su nivel de renta potencial y la tasa de inflación es del 2%. Suponemos entonces que el país 1 sufre un *shock* de oferta que eleva su tasa de inflación y simulamos<sup>43</sup> la evolución dinámica de las dos economías desde entonces, considerando distintas reglas de política fiscal. Con este tipo de perturbación podemos analizar la situación de un país –como España– con una tasa de inflación más alta que la media de la UEM.

Una vez que la tasa de inflación del país 1 se eleva, el *output gap* debería reducirse

para reducir de nuevo la tasa de inflación hasta su valor objetivo. Pero la evolución del *output gap* depende de dos efectos principales, aparte de la política fiscal:

- Efecto del tipo de interés real. Cuando el *shock* de oferta eleva la inflación en el país 1, el BCE sube el tipo de interés nominal, pero menos que proporcionalmente. Entonces, el tipo de interés real se reducirá, elevando el PIB y generando un efecto desestabilizador.
- Efecto del tipo de cambio real. Como la tasa de inflación del país 1 es mayor que la del país 2, sin embargo, experimentaríamos una pérdida de competitividad, lo que ayudaría a moderar su demanda agregada y, entonces, a suavizar sus tensiones inflacionistas.

Es decir, tenemos un mecanismo estabilizador (el efecto del tipo de cambio real) y otro desestabilizador (el tipo de interés real) y el resultado final dependerá de la medida en que la apreciación real compense el efecto expansivo de la caída en el tipo de interés real. Pero no es seguro que esta condición se cumpla siempre y, si no hay política fiscal, las dos economías se alejarán del equilibrio sin que exista ninguna tendencia a retornar a él: en el país en el que la inflación se ha elevado, la renta no se reducirá, sino que crecerá, y esto provocará nuevas aceleraciones de la inflación en los siguientes periodos.

¿Puede resolver este problema la política fiscal? La respuesta depende de la regla concreta aplicada por el gobierno, como se muestra en el gráfico n.º 6.

Cuando tiene lugar el *shock* inflacionista, la economía sólo vuelve al equilibrio inicial si el efecto del tipo de cambio real se refuerza con una política fiscal restrictiva. Por supuesto, si el gobierno aplicase estrictamente la regla de política fiscal de la Ley de Estabilidad Presupuestaria (RFLE) esto no

<sup>43</sup> Ver en el Apéndice 2 los valores de los parámetros utilizados en la simulación.

ocurrirá, porque se aplicará una política discrecional expansiva para compensar el efecto de los estabilizadores automáticos y mantener el equilibrio presupuestario<sup>44</sup>. Por tanto, en este caso la política fiscal tiene también un efecto desestabilizador.

Con la regla fiscal del Pacto de Estabilidad y Crecimiento el gobierno no pone en marcha ninguna política discrecional, dejando actuar a los estabilizadores automáticos. En este caso, por tanto, el saldo presupuestario se incrementará, reduciendo el efecto expansivo del tipo de interés real y reforzando el efecto estabilizador del tipo de cambio real. Sin embargo, como puede comprobarse en el gráfico<sup>45</sup>, la aplicación de esta política fiscal sólo reduce parcialmente la espiral inflacionista en el país 1.

Finalmente, con la nueva regla de política fiscal más activa, si la reacción de las autoridades a la subida de la inflación es suficiente y si este cambio en el saldo presupuestario tiene el impacto necesario sobre la renta, se podrá alcanzar de nuevo el equilibrio, porque el ajuste que se realiza a través del efecto de la política fiscal compensará la debilidad del mecanismo del tipo de cambio real.

### 5.2.2. Una perturbación de demanda restrictiva

Como en el caso anterior, partimos de una situación inicial de equilibrio y asumimos que el país 1 sufre una caída en la demanda que reduce su PIB, dando lugar a un *output gap* negativo<sup>46</sup>. A diferencia

del primer ejemplo, por tanto, el país tiene una situación de demanda agregada insuficiente –como Alemania– y necesita una política económica expansiva para volver al equilibrio.

Sin embargo, el efecto del tipo de interés real es otra vez desestabilizador, porque la caída de la inflación provoca un tipo de interés real más alto. Esto se debe a que, aunque la tasa de inflación media de la Unión también se reducirá, lo hará en menor medida que en el país 1. Por tanto, el BCE reducirá el tipo de interés nominal, pero menos que lo que se reduce la tasa de inflación nacional. Y aunque el tipo de interés real podría compensar este primer efecto –la menor inflación del país 1 le permite ganar competitividad– no podemos estar seguros de que este efecto estabilizador sea suficientemente fuerte. Por eso, también exploramos la dinámica de la economía con cada una de las reglas de política fiscal que estamos considerando, y el gráfico n.º 7 muestra los tres posibles escenarios.

En primer lugar, el *output gap* negativo que se ha producido por la caída de la demanda da lugar a una expansión fiscal como consecuencia de la actuación de los estabilizadores automáticos. Pero si el gobierno quiere mantener el equilibrio presupuestario debe reducir los gastos públicos o subir los impuestos, eliminando este efecto estabilizador. Por tanto, la regla fiscal derivada de la antigua Ley de Estabilidad Presupuestaria española no contribuiría a resolver el problema y deprimiría aún más la demanda agregada.

Pero podemos ver también que la actuación de los estabilizadores automáticos por sí sola, como en el caso de la regla de política fiscal del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, no es suficiente para evitar la dinámica depresiva de la economía. En ausencia de una política fiscal discrecional expansiva, el efecto desestabilizador del

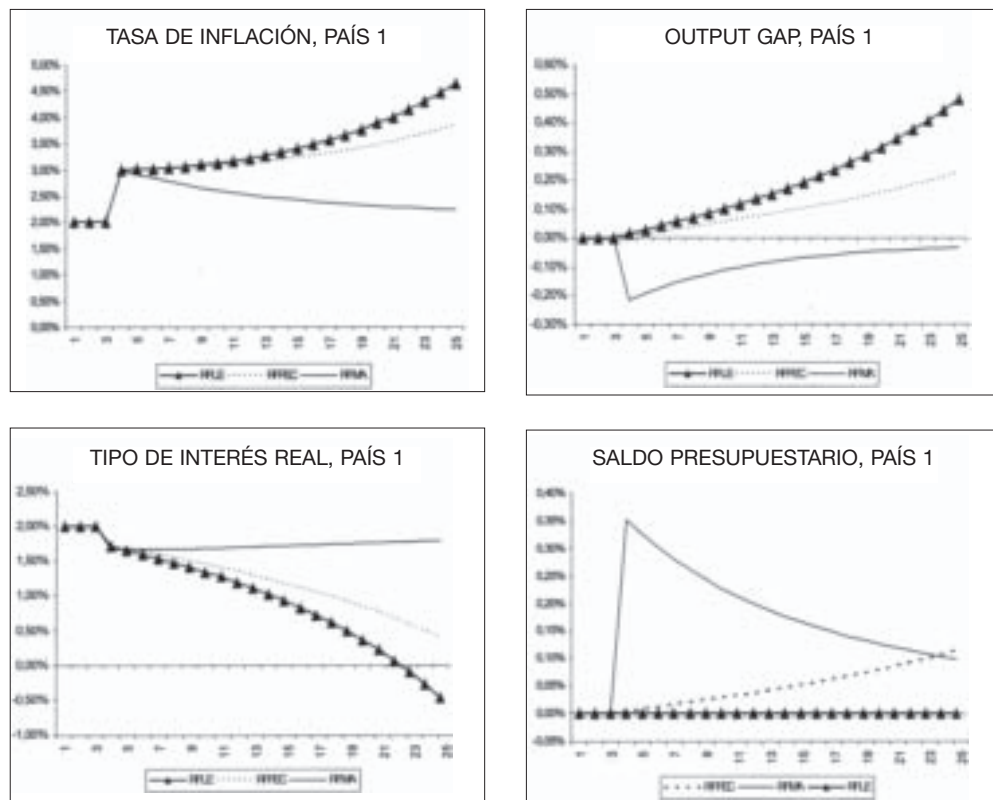
<sup>44</sup> Por supuesto, en este caso concreto el gobierno podría no aplicar esta política fiscal discrecional, permitiendo que los estabilizadores automáticos generen un superávit presupuestario. Si actuase de esta forma, estaríamos en el caso de la RFPEC.

<sup>45</sup> Este resultado se demuestra formalmente en Uxó and Arroyo (2007).

<sup>46</sup> Esta perturbación tiene una estructura autorregresiva, de forma que  $y_{1,t} = \alpha_0 + \alpha_1 y_{1,t-1} + \epsilon_{1,t}$

Gráfico n.º 6

**Simulación de un shock de ofertas con reglas alternativas de política fiscal**



Fuente: Elaboración propia

tipo de interés real seguirá siendo más fuerte y la economía tendrá un *output gap* negativo cada vez más alto.

Por tanto, la economía necesita una política fiscal más activa y, de nuevo, la regla fiscal que hemos propuesto es capaz de estabilizar la economía. Como muestra el gráfico, con la nueva regla de política fiscal más activa las autoridades llevarán a cabo una política más expansiva, porque reaccionan tanto al *output gap* negativo como la inflación decreciente, y la economía volverá a su equilibrio inicial.

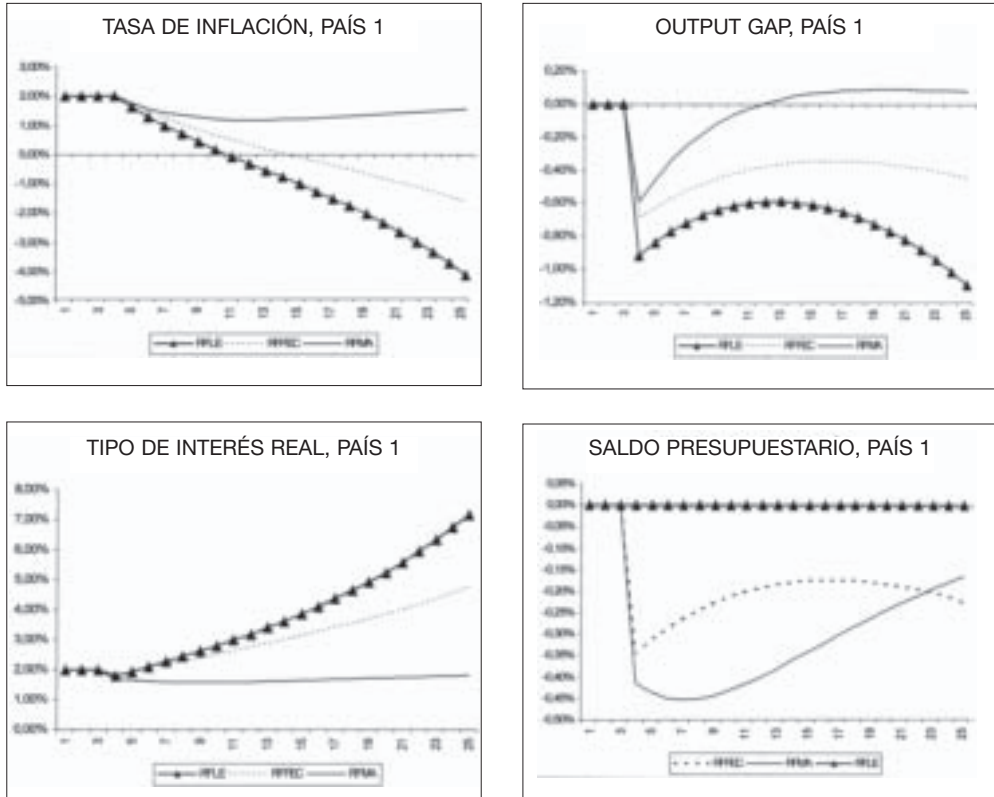
**5.3. Reformas institucionales**

En el apartado anterior hemos presentado una propuesta para la aplicación de la política fiscal que permitiría mejorar la capacidad de estabilización de las economías de la UEM. La regla activa de política fiscal mantendría estables las economías nacionales si una perturbación específica hace que se separen del equilibrio.

Ahora bien, al considerar la puesta en práctica de esta propuesta deberíamos tener en cuenta todos los objetivos que

Gráfico nº. 7

**Simulación de una perturbación de demanda con reglas fiscales alternativas**



Fuente: Elaboración propia

persiguen las autoridades cuando toman sus decisiones presupuestarias. De acuerdo con Favero y Monacelli (2003), estas decisiones persiguen fundamentalmente un objetivo a corto plazo (la estabilización cíclica de la economía, o componente «activo» de la política fiscal) y un objetivo a largo plazo (la sostenibilidad de las finanzas públicas, o componente «pasivo» de la política fiscal).

Esto es especialmente importante, porque una vez que se comprueba que la política fiscal es un instrumento eficaz para

controlar la demanda agregada, las principales críticas contra su utilización discrecional por parte del gobierno tienen que ver con argumentos como la desconfianza en la gestión política del presupuesto, los retardos temporales o el temor a que la falta de coordinación entre las políticas fiscales nacionales acabe dañando el objetivo de estabilidad de precios del BCE. En este sentido Blinder (2004) señala que «las principales objeciones para usar el gasto público como un instrumento anticíclico parecen ser más bien prácticas que teóricas».

Por tanto, para que sea operativa, cualquier propuesta que recoja una utilización más activa de la política fiscal debería acompañarse de las medidas necesarias para asegurar la compatibilidad entre estos dos objetivos. Es decir, que el uso del presupuesto para estabilizar la renta a corto plazo no ponga en peligro la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.

De hecho, si las decisiones presupuestarias de las autoridades fiscales se ajustaran a esta función de reacción, podrían obtenerse los resultados deseados a corto plazo –estabilizar la renta y la inflación en un contexto en el que la política monetaria única no puede adaptarse a las circunstancias particulares de cada país– a la vez que se limita el problema de la acumulación de deuda a largo plazo. Pero con el fin de asegurar que, efectivamente, éste es el comportamiento seguido por las autoridades, la segunda parte de nuestra propuesta consistiría en adoptar las reformas institucionales necesarias. Por ejemplo, Wyplosz (2005) y Calmfors (2003) se han ocupado de esta cuestión, y coinciden básicamente en que una solución adecuada consistiría en adaptar al caso de la política fiscal algunas decisiones que ya se han tomado para la política monetaria.

Estos cambios institucionales podrían adoptar distintos grados, que irían desde una simple reforma del proceso de decisión de los presupuestos de gastos e ingresos, haciéndolo más transparente y definiendo mejor los objetivos que deben perseguir las autoridades, hasta la creación de un *independent fiscal policy council* para asesorar al gobierno o, incluso, en la versión más radical de estas reformas, la delegación de las decisiones de política fiscal para estabilizar la renta a corto plazo en un *independent fiscal policy comitee* similar a los bancos centrales independientes.

Una cuestión importante, subrayada por Wyplosz (2005), es que estos mecanismos institucionales permitirían un mayor grado de

flexibilidad para utilizar la política fiscal en la estabilización a corto plazo, a la vez que se garantiza la sostenibilidad a largo plazo, que las normas legales en las que se fijan límites al déficit y la deuda, como el PEC: «la necesidad de combinar disciplina fiscal a largo plazo con flexibilidad a corto plazo es un ejercicio con una dificultad inherente. La tendencia natural ha sido establecer límites en forma de techos cuantitativos o reglas. El problema de estos límites es que, para que sean efectivos, tienen que ser rígidos. (...) Pero unas autoridades fiscales competentes y dedicadas son más eficaces que reglas cuantitativas para juzgar correctamente y desarrollar una adecuada combinación de rigidez y flexibilidad. Para ello, sin embargo, deben evitarse las tentaciones y las presiones que forman parte de la vida política. Este es el enfoque que se ha adoptado en la política monetaria y que puede y debería aplicarse también a la política fiscal».

## 6. CONCLUSIONES

La creación de la UEM ha dado lugar a la definición de un nuevo marco de política económica que se caracteriza por la centralización de la política monetaria y el mantenimiento de otras políticas económicas bajo la autoridad nacional. Esto ha dado lugar a algunos problemas, uno de los cuales es garantizar suficiente capacidad de estabilización en aquellas economías que sufren perturbaciones específicas.

En este contexto, parece que la política fiscal debería tener suficiente margen de maniobra para abordar aquellas situaciones en las que la política monetaria no puede ser la respuesta apropiada. En el apartado 3 hemos visto que este tipo de situaciones ya se han producido desde la creación de la UEM, como se refleja en el cálculo de los índices de tensión monetaria para España y Alemania.

Es cierto que el PEC no descarta por completo esta actuación anticíclica de las

políticas fiscales nacionales, pero la reserva principalmente a los estabilizadores automáticos. La evidencia empírica que hemos resumido, sin embargo, parece mostrar que la capacidad estabilizadora de este mecanismo, aunque significativa, no es igual para todos los países de la UEM y depende del tipo de perturbación que se produzca. Y una dificultad añadida es que los gobiernos tienen una posibilidad limitada de actuación a corto plazo para reforzar la eficacia de estos estabilizadores. Más aún, las reformas estructurales que se están llevando a cabo en los últimos años en Europa pueden incluso reducir su eficacia.

También hemos mostrado que la gran mayoría de la evidencia empírica no permite rechazar el uso de la política fiscal por razones teóricas: el valor estimado de los multiplicadores muestra claramente que la política fiscal sí es un instrumento eficaz para influir en el nivel de renta a corto plazo.

La principal conclusión de nuestro análisis es, por tanto, que los gobiernos deberían implementar políticas fiscales más activas para complementar la actuación de los estabilizadores automáticos. De hecho, los gobiernos europeos aplicaron políticas expansivas para contrarrestar la desaceleración que se inició en 2001, incluso en contra de lo previsto en el PEC. Y casi el 40% del incremento del déficit público observado en estos años fue el resultado de cambios en el saldo primario ajustado cíclicamente, reflejando la orientación del componente puramente discrecional de la política fiscal.

Esta contradicción entre las políticas fiscales aplicadas de facto por los países europeos y las limitaciones impuestas por el PEC se encuentran en el origen de la reforma del pacto aprobada en marzo de 2005. Entre otras cuestiones, esta reforma supone la introducción de mayores dosis de flexibilidad para la aplicación de las políticas presupuestarias por parte de los gobiernos nacionales. Por ejemplo, cada estado presentará su propio objetivo pre-

supuestario a largo plazo y la trayectoria de ajuste para cumplirlo, y, sobre todo, se ha aprobado una definición más amplia del concepto de recesión económica grave y de otros factores excepcionales que justifiquen la aparición de déficits excesivos sin que sean sancionados (por ejemplo, situación cíclica de la economía, sostenibilidad de la deuda pública o aplicación de reformas estructurales relacionadas con la Estrategia de Lisboa). En nuestra opinión, esta reforma se orienta en la misma dirección que las propuestas contenidas en este artículo. Y también creemos que la reforma de la Ley de Estabilidad Presupuestaria ha sido acertada.

Sin embargo, los países de la UEM necesitan una regla de política fiscal aún más activa, como hemos visto en el apartado 5, donde hemos simulado la dinámica que seguiría una economía que experimentase una perturbación específica. Si el efecto estabilizador derivado del tipo de cambio real no es más fuerte que el efecto desestabilizador del derivado del tipo de interés real, la única regla fiscal capaz de mantener la estabilidad de las economías nacionales en la UEM es aquella en la que las autoridades reaccionan tanto al *output gap* como a la tasa de inflación.

Finalmente, hemos visto que el rechazo a esta utilización de la política fiscal sólo puede explicarse en relación con algunos argumentos de orden práctico. Sin embargo, incluso teniendo en cuenta estas dificultades ya conocidas asociadas con la aplicación de políticas fiscales discrecionales anticíclicas, parece demasiado arriesgado abandonar a priori estas políticas como unos de los posibles instrumentos para estabilizar las economías de la UEM. En su lugar, la recomendación de política económica que se desprende de este artículo es diseñar mecanismos institucionales que garanticen la aplicación adecuada de cada política fiscal nacional en vez de suprimirlas de hecho.



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AARLE, B. VAN, GARRETSEN, H. y HUART, F. (2004): «Monetary and Fiscal Policy Rules in the EMU», *German Economic Review*, 5 (4).
- ARESTIS, P. y SAWYER, M. (2003): «Reinventing Fiscal Policy», *The Levy Economics Institute Working Papers*, 381.
- BAYOUMI, T. y EICHENGREEN, B. (1993): «Shocking aspects of European monetary integration», en TORRES, F. y GAVIAZZI, F. (eds), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press.
- BLINDER, A. (2004): «The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy», *CEPS Working Papers*, 100, Junio.
- BRUNILA, A., BUTI, M. y IN'T VELT, J. (2002): «Fiscal Policy in Europe: how effective are automatic stabilisers?», *Economic Papers*, European Commission, 177.
- BURNSIDE, C., EICHENBAUM, M. y FISHER, J.D.M. (1999): «Assessing the Effects of Fiscal Shocks», *NBER Working Papers*, 7459.
- BUTI, M. y MARTÍNEZ MONGAY (2005): «Country Study: Spain in EMU: a virtuous longlasting cycle?», *Occasional Papers*, European Commission, 14.
- BUTI, M. y VAN DEN NOORD, P. (2003): «What is the impact of tax and welfare reforms on fiscal stabilisers? A simple model and an application to EMU», European Commission, *Economic Papers*, 187.
- (2004): «Fiscal policy in EMU: rules, discretion and political incentives», European Commission, *Economic Papers*, 206.
- CALMFORS, L. (2002): «Fiscal Policy as a Stabilisation Policy Tool in the EMU», *EPRU-Network Conference*, 22 May.
- (2003): «Fiscal Policy to Stabilise the Domestic Economy in the EMU: What Can We Learn from Monetary Policy?», *CESIFO Economic Studies*, vol. 49, 3.
- CARLIN, W. y SOSKICE, D. (2006): *Macroeconomics. Imperfections, Institutions and Policies*, OUP, Oxford.
- DOMÉNECH, R. (2004): *Las reformas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y de la Ley de Estabilidad Presupuestaria: una coordinación necesaria*, Instituto de Estudios Fiscales, 28 de octubre.
- DOMÉNECH, R., LEDO, M. y TAGUAS, D. (2002): «Some new results on interest rate rules in EMU and in the US», *Journal of Economics and Business*, vol. 54, 4.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2001): «Issues related to monetary policy rules», *Monthly Bulletin*, Octubre.
- (2004a): «The natural real interest rate in the euro area», *Monthly Bulletin*, Mayo.
- (2004b): «Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices», *Monthly Bulletin*, Abril.
- (2005): «Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area», *Monthly Bulletin*, Mayo.
- EUROPEAN COMMISSION (2001): *Public Finances in EMU – 2001*.
- (2002): *Public Finances in EMU – 2002*.
- (2003): *Public Finances in EMU – 2003*.
- (2006a): *Public Finances in EMU – 2006*.
- (2006b): *Macroeconomic Forecasts*, Spring.
- EUROPEAN COUNCIL (2005): «Mejoras en la implementación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», *Conclusiones de la Presidencia*, Anexo II, 22 y 23 de Marzo.
- FATÁS, A. y MIHOV, I. (2000): «The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence», *INSEAD Working Papers*.
- (2002): «The Case for Restricting Fiscal Policy Discretion», *CEPR Discussion Papers*, 3277.
- FAVERO, C. y MONACELLI, T. (2003): «Monetary-Fiscal mix and inflation performance: evidence from the U.S.», *IGIER Working Papers*, 234, Abril.
- FERNÁNDEZ LLERA, R. (2005): «Estabilidad Presupuestaria y autonomía financiera: ¿disyuntiva o conjunción necesaria?», *Seminarios de Economía Pública*, Instituto de Estudios Fiscales
- GALÍ, J. (1998): «La política monetaria europea y sus posibles repercusiones sobre la economía española», seminario sobre *El euro y sus repercusiones sobre la economía española*, Fundación BBV.
- GALÍ, J. y PEROTTI, R. (2003): «Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe», *NBER Working Papers*, 9773.
- GARCÍA SERRADOR, A., MÍNGUEZ, R., ARROYO, M<sup>a</sup> J. y UXÓ, J. (2005): «Estimation of a fiscal rule for EMU countries (1984-2003)», *Second International Conference, Developments in Economic Theory and Policy*, Cambridge University y Universidad del País Vasco, Bilbao.
- GERDESMEIER, D. y ROFFIA, B. (2003): «Empirical estimates of reaction function for the euro area», *ECB Working Papers*, 206.
- GOBIERNO ESPAÑOL (2005): *National Reforms Program*, disponible en <http://www.lamoncloa.es/PROGRAMAS/PNR/default.htm?idioma=es-ES>
- HAYO, B. (2006): «Is European Monetary Policy Appropriate for EMU Member Countries? A Counterfactual Analysis», *Marburg Papers on Economics*, 10-2006.
- HEMMING, R., KELL, M. y MAHFOUZ, S. (2002): «The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity – A Review of the Literature», *IMF Working Papers*, 02208.

- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2004): «Has Fiscal Behavior Changed under the European Economic and Monetary Union?», *World Economic Outlook*, Septiembre, 103-124.
- (2006): *Spain, Staff Report for the 2006 Article IV Consultation*.
- KOK, W. (2004): *Facing the challenge – The Lisbon strategy for growth and employment*, informe del Grupo de Alto Nivel presidido por Wim Kok, disponible en [http://europa.eu.int/growthandjobs/pdf/kok\\_report\\_en.pdf](http://europa.eu.int/growthandjobs/pdf/kok_report_en.pdf)
- LÓPEZ-SALIDO, J. D., RESTOY, F. y VALLÉS, J. (2005): «Inflation differentials: the Spanish case», *Bank of Spain Working Papers*, 0514.
- MONGELLI, F.P. (2002): «New views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU telling us?», *ECB Working Papers*, 138.
- PEROTTI, R. (2002): «Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries», *ECB Working Papers*, 168.
- SEBASTIÁN, M., GONZÁLEZ CALBET, L. y PÉREZ QUIRÓS, G. (2004): «Estabilidad presupuestaria, equidad intergeneracional y solidaridad internacional», *Hacienda Pública*, Monografía 2004.
- SEIDMAN, L.S. (2003): *Automatic Fiscal Policies to Combat Recessions*, M.E. Sharpe, New York.
- TAYLOR, J. (1993): «Discretion versus Policy Rules in Practice», *Cranegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39.
- (1995): *Macroeconomic Policy in a World Economy*, W.W. Norton, New York y London.
- (2000): *Reassessing Discretionary Fiscal Policy*, Stanford University, disponible en <http://www.stanford.edu/~johntayl/Papers/Reassessing+Revised.pdf>
- UXÓ, J. y ARROYO, M.J. (2007): «Alternative Fiscal Policy Rules and the Stabilization Problem in EMU. Theory and simulations», en ARESTIS, P. (ed.): *Advances in Monetary Policy and Macroeconomics*, McMillan.
- WYPLOSZ, CH. (2005): «Fiscal Policy: Institutions versus Rules», *National Institute Economic Review*, 191, Enero.

## APÉNDICE 1: ECUACIONES DEL MODELO:

El modelo de la Unión Monetaria que hemos simulado en este artículo está formado por las siguientes ecuaciones:<sup>47</sup>

|  |      |  |      |
|--|------|--|------|
| $\dot{P}_1 = \dot{P}_{1,t-1} + \alpha OG1_{t-1} + z_1$                                     | (1)  | $r_2 = iU_t - P_2$   | (7)  |
| $OG1_t = -c(r_1 - \bar{r}) - d RE_t - e S1_t + g1_t$                                       | (2)  | $S2_t = SAJ2^{(m)} + \alpha_1 OG2_t$   | (8a) |
| $r1_t = iU_t - \dot{P}_1$  | (3)  | $SAJ2_t = -\alpha_2 OG2_t$   | (8b) |
| $S1_t = SAJ1^{(m)} + \alpha_3 OG1_t$   | (4a) | $S2_t = SAJ2^{(m)} + (\alpha_4 + \alpha_5) OG2_t + \alpha_6 (\dot{P}_2 - \dot{P}_2^{(m)})$ | (8c) |
| $SAJ1_t = -\alpha_4 OG1_t$   | (4b) | $RE_t = \frac{P_1}{P_2}$   | (9)  |
| $S1_t = SAJ1^{(m)} + (\alpha_4 + \alpha_5) OG1_t + \alpha_6 (\dot{P}_1 - \dot{P}_1^{(m)})$ | (4c) | $\dot{P}_U = 0.5\dot{P}_1 + 0.5\dot{P}_2$  | (10) |
| $\dot{P}_2 = \dot{P}_{2,t-1} + \alpha OG2_{t-1} + z_2$                                     | (5)  | $OGU_t = 0.5OG1_t + 0.5OG2_t$  | (11) |
| $OG2_t = -c(r_2 - \bar{r}) + d RE_t - e S2_t + g2_t$                                       | (6)  | $iU_t = \bar{r} + \beta U_t + \beta (\dot{P}_U - \dot{P}^{(m)}) + \beta_1 OGU_t$           | (12) |

Los números 1 y 2 representan las dos economías que hemos considerado y la letra U se refiere al conjunto de la Unión Monetaria. Todos los parámetros son positivos y, para simplificar, suponemos que su valor es idéntico en ambos países. Las dos economías tienen el mismo tamaño.

Las ecuaciones (1) a (4c) recogen el comportamiento de la economía número 1 y las ecuaciones (5) a (8c) el de la economía número 2.

Las ecuaciones (1) y (5) muestran el cambio de la tasa de inflación durante el periodo t en cada una de las dos economías. Las ecuaciones (2) y (6) representan una ecuación IS para cada una de ellas. Las ecuaciones (3) y (7) determinan el tipo de interés real como la diferencia entre el tipo de interés nominal –fijado por el BCE para los dos países– y la tasa de inflación nacional. Finalmente, las ecuaciones (4a) a (4c) son las tres reglas alternativas de política fiscal que hemos descrito en el apartado 5 del texto para el país 1, y las ecuaciones (8a) a (8c) para el país 2.

La ecuación (9) es la definición del tipo de cambio real y las ecuaciones (10) y (11) determinan la tasa de inflación y el *output gap* de la Unión Monetaria como la media de ambas economías. La última ecuación es la Regla de Taylor, aplicada por el BCE.

El significado de las variables es el siguiente:

| VARIABLE   | SIGNIFICADO                                |
|------------|--|
| $\dot{p}$  | Tasa de inflación                          |
| $\theta G$ | <i>Output gap</i>                          |
| $z$        | Perturbación de oferta                     |
| $r$        | Tipo de interés real                       |
| $r$        | Tipo de interés real neutral               |
| $RE$       | Tipo de cambio real                        |
| $S$        | Saldo presupuestario                       |
| $g$        | Perturbación de demanda                    |
| $i$        | Tipo de interés nominal                    |
| $SAJ$      | Saldo presupuestario ajustado cíclicamente |

<sup>47</sup> Ver Uxó y Arroyo (2007) para más detalles.

## APÉNDICE 2: VALORES DE LOS PARÁMETROS:

Para ilustrar mejor nuestros argumentos, en el apartado 5 hemos simulado la trayectoria dinámica de las principales variables del modelo, partiendo de una situación inicial de equilibrio. En dicha simulación hemos utilizado los parámetros que se recogen en la siguiente cuadro. Para justificar brevemente los valores que hemos dado a los parámetros del modelo y las consecuencias que tendría para nuestro análisis un cambio en estos valores conviene separarlos en tres grupos:

**Parámetros de la regla de política monetaria.**- Aquí incluimos en primer lugar la modificación del tipo de interés nominal que lleva a cabo el banco central cuando la inflación se desvía del objetivo ( $\beta_1$ ) y cuando la renta es distinta al potencial ( $\beta_2$ ). En ambos casos hemos dado a estos parámetros el valor propuesto originalmente en Taylor (1993). Un cambio en estos parámetros, al menos dentro de un intervalo razonable, no modificaría los resultados dinámicos de este artículo, aunque sí influiría en la rapidez con que cada economía alcanza el equilibrio. También hemos dado al tipo de interés de equilibrio el mismo valor que Taylor, un 2%, y el objetivo de inflación lo establecemos en el 2%.

**Parámetros de la regla de política fiscal.**- Aquí incluimos, como antes, la reacción de las autoridades fiscales cuando la inflación se desvía del objetivo ( $\alpha_3$ ) y cuando la renta es distinta al potencial ( $\alpha_1$  y  $\alpha_2$ ). En este caso hemos supuesto reacciones moderadas de las autoridades, en proporción similar a las de la regla monetaria. Un cambio en estos parámetros, al menos dentro de un intervalo razonable, no modificaría tampoco los resultados del artículo, aunque sí influiría también en la rapidez con que cada economía alcanza el equilibrio.

**Parámetros que miden el efecto sobre la renta de los mecanismos estabilizadores.**- Se trata del parámetro  $c$ , que mide la respuesta de la renta ante un cambio en el tipo de interés real, y del parámetro  $d$ , que mide la respuesta de la renta ante modificaciones del tipo de cambio real. Su valor relativo es especialmente importante, ya que como hemos visto determina si las economías vuelven o no al equilibrio después de una perturbación.

Respecto a los valores concretos elegidos, nos hemos basado en la calibración que hacen Galí (1998) y Aarle, Garretsen y Huart (2004) de modelos con ecuaciones muy similares a las nuestras. Según estos trabajos, ambos parámetros tomarán valores por debajo de la unidad, y un valor razonable para  $c$  puede ser el de 0,4. No obstante, insistimos, si este valor cambiara, lo relevante sería conocer su valor en relación con el parámetro  $d$ . Nosotros hemos simulado el caso en que  $d$  es inferior al valor necesario para estabilizar la economía.

**Otros parámetros estructurales.**- El último parámetro que queda por analizar es el que mide la aceleración que se produce en la inflación cuando la renta se separa del potencial. Al igual que en el caso anterior nos hemos basado en los trabajos de Galí (1998) y Aarle, Garretsen y Huart (2004) y le hemos dado un valor de 0,4. Si este parámetro cambiase de valor no se modificaría cualitativamente la

dinámica que hemos analizado (en particular, las condiciones de estabilidad del modelo serían las mismas) pero sí cuantitativamente, en el sentido de que cambiaría la velocidad con que se alcanza, en su caso, el equilibrio. Pero como este cambio sería homogéneo con todas las reglas simuladas, se mantendrían las conclusiones generales de nuestro trabajo.

Cuadro n.º 1

### Valores de los parámetros

| PARÁMETRO   | VALORES DE LAS SIMULACIONES |
|---|-----------------------------|
| a (respuesta de la inflación al <i>output gap</i> )                     | 0,4                         |
| c (respuesta del <i>output gap</i> al tipo de interés real)             | 0,4                         |
| d (respuesta del <i>output gap</i> al tipo de cambio real)              | 0,1                         |
| e (respuesta del <i>output gap</i> al saldo presupuestario)             | 0,7                         |
| $\alpha$ 1 (estabilizadores automáticos)                                | 0,5                         |
| $\alpha$ 2 (reacción discrecional de la política fiscal al OG)          | 0,2                         |
| $\alpha$ 3 (reacción discrecional de la política fiscal a la inflación) | 0,5                         |
| $\beta$ 1 (reacción del tipo de interés nominal a la inflación)         | 0,5                         |
| $\beta$ 2 (reacción del tipo de interés nominal al <i>output gap</i> )  | 0,5                         |
| Tipo de interés real neutral  | 2%                          |
| Tasa de inflación objetivo  | 2%                          |

Fuente: Elaboración propia