

Eduardo Garzón Espinosa
Departamento de Economía y Hacienda Pública
Universidad Autónoma de Madrid
Eduardo.garzon@uam.es

Visiones de la política fiscal

La demanda efectiva y los multiplicadores fiscales de Keynes

Antes de que los trabajos de John Maynard Keynes vieran la luz, los economistas clásicos consideraban que las políticas públicas de gasto e ingreso no afectaban al nivel agregado del producto y el empleo. Concretamente, se presuponía que cada unidad monetaria gastada por el Estado era una unidad monetaria que el sector privado dejaba de gastar, de forma que el volumen total de gasto e ingreso quedaba inalterado. Subyacía la idea de que el estado natural de la economía era el de pleno empleo y de plena utilización de la capacidad productiva, de modo que ningún estímulo fiscal podría incrementar adicionalmente el producto ya que no existirían personas desocupadas para emplear ni recursos que poner en marcha para aumentar la producción. El gasto del sector público sólo podría materializarse como sustitución a un gasto privado que, en ausencia del primero, se habría realizado (Blinder y Solow, 1972, p. 1).

En cambio, tras la detallada exposición que Keynes realizó –en un artículo en “The Times” en 1934 y posteriormente en “La teoría general”– comenzó a cobrar fuerza la idea de que una unidad monetaria gastada de forma adicional podía elevar el ingreso nacional. Keynes pudo hacer esta novedosa interpretación porque partió de una premisa distinta: frente a la creencia generalizada de que en una economía siempre se emplean todos los recursos, el economista británico hizo hincapié en que tal estado era sólo uno de muchos posibles, siendo de hecho más habitual que los recursos (la mano de obra entre ellos) estuvieran ociosos (Keynes, 1964 [1936], p. 3). En efecto, en una economía en la que hubiera personas desocupadas y máquinas en desuso, aumentos de gasto público o disminución de impuestos permitirían que personas desempleadas se pusieran en marcha para utilizar dichas máquinas, elevando así el producto (Samuelson, 1948; Seidman, 2012, p. 88).

Ésta fue una de las principales contribuciones de Keynes: el desarrollo del concepto de “demanda efectiva” (tal y como la denominó en el capítulo 3 de “La teoría general”). Esta insuficiencia de demanda agregada se debía, a su vez, al deseo de ahorro por parte de los agentes económicos: toda unidad monetaria ahorrada era una unidad que no se convertía en consumo y que por lo tanto no contribuía a elevar el producto. Mientras que los economistas clásicos asumían que los ahorros de las familias eran canalizados a través de préstamos a empresas para instalar más máquinas y así poder atender a la demanda futura de dichas familias (dejando, por lo tanto, intacto el nivel de demanda agregada), Keynes señalaba que el gasto no realizado en el presente no tenía por qué ser materializado en el futuro, implicando por lo tanto una reducción en la demanda agregada (Keynes, 1964 [1936], p. 210).

Acorde a Keynes, ese deseo de ahorro es más fuerte cuanto mayor es la incertidumbre, de forma que ahorrar sería en el mecanismo lógico de protección frente a imprevistos. Puesto que los periodos en los que hay más incertidumbre serían aquellos atravesados por una crisis o recesión económica, el nivel de demanda efectiva sería menor durante esta época

y, por tanto, mayores las posibilidades de incrementar el producto gracias a shocks de demanda. El corolario lógico de todo este razonamiento es la invitación a utilizar la política fiscal expansiva (aumento de gasto o reducción de impuestos) durante los periodos de crisis o recesión económica –e, inversamente, a relajar esta política durante los periodos de expansión. Por otro lado, Keynes tenía muy en cuenta que no todos los agentes económicos tienen la misma propensión al ahorro, sino que ésta sería más elevada para aquellos de mayor renta e, inversamente, más reducida para los de menos. Por eso, a mayor concentración de la renta, menor demanda efectiva y menor producto. En consecuencia, Keynes proponía la utilización de la política fiscal para disminuir la desigualdad de los ingresos y así estimular el producto, especialmente a través de mayor presión fiscal sobre todas las formas de ingreso recibidas desproporcionalmente por los más adinerados (Keynes, 1964 [1936], p. 95).

Pero Keynes no sólo se limitó a señalar que un aumento adicional de gasto podía elevar en igual cantidad el producto nacional, sino que podía ampliarse gracias a lo que vino a denominar “multiplicadores de gasto”². Aunque su aportación inicial se refería a cualquier componente de la demanda agregada, muy pronto la atención se centró en los multiplicadores fiscales, es decir, en el impacto que podía tener sobre el producto un cambio en el gasto o ingreso público.

Efecto “crowding-out” y efecto riqueza de la política fiscal

Uno de los primeros cuestionamientos importantes que recibió la visión keynesiana de la política fiscal vino del enfoque “neoclásico” liderado por Lucas (1972, 1973) y Sargent y Wallace (1975), basado en la distinción entre los impactos transitorios y los permanentes de dicha política³. Acorde a estos planteamientos, aunque un shock de gasto público lograra incrementar a corto plazo el producto, también generaría una serie de condiciones que terminarían lastrando la actividad económica, neutralizando así los efectos positivos iniciales. Existen dos tipos de razonamiento que explicarían dicho efecto: uno asociado con la demanda de crédito y otro con el efecto riqueza.

El primero es conocido como efecto “crowding-out” del gasto público. Algunos autores se han referido con este término al fenómeno de desplazamiento de recursos reales que tenían en mente los economistas clásicos y que ya ha sido mencionado –el gasto público se realiza a costa del gasto privado– (Blinder y Solow, 1972, p. 3) pero en este caso se trata de un efecto distinto: el impacto económico positivo de cualquier shock de gasto público financiado con deuda acabaría siendo neutralizado por la caída en otros componentes de la demanda agregada. Es importante destacar que este tipo de *crowding-out* “financiero” es independiente del *crowding out* “real” aludido antes: teniendo en cuenta los distintos grados de utilización de capacidad productiva que tiene una economía, el *crowding out* “real” sólo podría ocurrir cuando la economía está a pleno rendimiento; en cambio, el *crowding out* financiero podría ocurrir tanto en una economía con pleno empleo como sin él (Friedman, 1978, p. 4).

El razonamiento del efecto *crowding-out* es el siguiente. La obtención de financiación para cubrir el incremento del gasto público disminuiría la cantidad de fondos prestables, provocando su encarecimiento. Por un lado, el encarecimiento de la financiación a los agentes económicos privados perjudica el consumo y la inversión; por otro lado, los activos financieros nacionales pasan a ser más atractivos que los extranjeros, conllevando una entrada de capital que aprecia la moneda, favoreciendo importaciones y perjudicando

exportaciones. En consecuencia, la caída en la inversión, en el consumo y en las exportaciones netas desplazaría el efecto positivo inicial provocado por el shock de gasto público. El resultado sería, por lo tanto, neutro o incluso negativo (Van der Ploeg, 2005).

La segunda explicación señalada sobre por qué el gasto público no estimula la actividad económica a medio plazo revive un argumento utilizado por David Ricardo denominado “hipótesis de la equivalencia ricardiana”⁴: los agentes económicos aumentan su ahorro en exactamente la misma cantidad en la que se eleva el déficit público, borrando por completo su efecto positivo. La base de este razonamiento es la siguiente: los consumidores entenderían que el incremento del déficit público tendría que ser compensado en un futuro con incrementos tributarios, de forma que, para afrontar dichos gastos futuros, incrementarían su ahorro, lo cual perjudicaría el consumo y la inversión. Resultado: el déficit público no tendría ningún impacto en la actividad económica (Barro 1974; Buiter 1977)⁵.

Existen muchos trabajos que han tratado de abordar la existencia del efecto *crowding-out* en función de la forma de financiar el incremento del gasto público: Coenen y Straub (2005) y Cwik y Wieland (2009) concluyen que el déficit público financiado con deuda provoca un efecto *crowding-out* sobre el consumo privado y –sobre todo– la inversión. Otros han señalado que ese efecto negativo no se produce –o su efecto es reducido– si el endeudamiento es externo, puesto que el efecto *crowding-out* se traslada al extranjero (Farhi y Werning 2017; Priftis y Zimic, 2018; Broner et al., 2018). Por su parte, Jong et al. (2017) señalan que la inversión pública financiada con deuda conlleva más ganancias de productividad que si fuese financiada con recortes de gastos. Por otro lado, Mountford y Ulich (2009) puntualizan que, puestos a financiar con deuda una expansión fiscal, mejor hacerlo con recortes impositivos y no con aumentos de gasto. Otros trabajos como los de Baxter y King (1993), Ludvigson (1996) y Bom y Ligthart (2014) encuentran que este efecto *crowding-out* sobre el consumo y la inversión se produciría también aunque el déficit público se financiase con impuestos distorsionantes.

Consolidación expansiva

Partiendo de un enfoque neoclásico, las consolidaciones fiscales podrían ser expansivas solo en el caso de que se interpretaran como un indicador de futuras reducciones de impuestos, lo cual animaría al gasto presente.

Esto último se conoce como “efectos expansivos no keynesianos”, estudiados mediante distintas metodologías y definiciones de contracción fiscal. Por ejemplo Perotti (1999), Van Riet (2010) y Afonso (2010) encuentran que la consolidación fiscal expansiva es más probable cuando los niveles de deuda pública son elevados, y OCDE (1996) cuando la política monetaria acompaña. Algunos autores, como Feldstein (1982), Giavazzi y Pagano (1990, 1996) y Giavazzi et al. (2000) señalan la importancia de la dimensión de la consolidación fiscal, mientras otros como Alesina y Ardagna (1998), Alesina et al. (2002), Giudice et al. (2003) y Forni et al. (2009) destacan la importancia de su composición. Para McDermott y Westcott (1996) ambos factores tienen el mismo nivel de importancia.

la consolidación fiscal expansiva es más probable cuando los niveles de deuda pública son elevados (Reinhart y Rogoff, 2009; Cecchetti et al., 2011; Eberhardt y Presbitero, 2015; Doménech y González-Páramo, 2017). El razonamiento de fondo es que cuando la

deuda pública presenta niveles elevados los multiplicadores se contraen y el crecimiento económico queda lastrado, por lo que la mejor forma de darle la vuelta a la situación sería disminuyendo la deuda (Kumar y Woo, 2010; Afonso y Alves, 2015; Hernández et al., 2018). De ahí que exista una amplia literatura que indaga sobre cuáles son los niveles óptimos de deuda pública para asegurar el crecimiento económico (Woodford, 1990; Aiyagari y McGrattan, 1998; Werning, 2007) o, al menos, cuáles son los niveles prudenciales de deuda pública que protegen frente a la suspensión de pagos (Bi et al., 2013; Daniel y Shiamptanis, 2013; Collard et al., 2015). Según Baum et al. (2012), estos niveles óptimos han cambiado tras la crisis económica de 2008.

Tradicionalmente se ha considerado que existen dos canales fundamentales a través de los cuales la mala situación de las finanzas públicas puede disminuir los multiplicadores fiscales y afectar al crecimiento económico: a) el incremento en el pago de intereses de deuda pública y b) el efecto riqueza (expectativas de incrementos impositivos).

Con respecto al pago de intereses, las dificultades de financiación del Estado derivadas del incremento en el spread financiero contagiarían al sector privado, dificultando el consumo y la inversión (Corsetti et al., 2013; Vranceanu y Besancenot, 2013). Precisamente por ello, los ajustes fiscales, aunque tengan a corto plazo un impacto negativo en la actividad económica, podrían arrojar resultados positivos a medio plazo si consiguen una reducción en la prima de riesgo (Blanchard, 1990; Nickel y Tudyka, 2013; Locarno et al., 2013). Aunque, como apuntan Chang y Leblond (2016) y Lalik (2017), si la elevada prima de riesgo se debe a factores exógenos y no a la mala situación de las finanzas públicas, los efectos negativos de una consolidación podrían ser mayores de lo esperado (no tendría por qué reducir la prima de riesgo a corto plazo). A la inversa, también puede haber factores exógenos que expliquen que una mala situación fiscal no sea castigada con elevación de primas de riesgo (Afonso, 2007).

En cuanto al efecto riqueza, los niveles elevados de deuda pública serían entendidos como antesalas de incrementos impositivos, de forma que los agentes económicos reaccionarían reduciendo su consumo e inversión para maximizar el ahorro (Chalk y Tanzi, 2002; Demirci et al., 2017). De ahí que autores como Blanchard (1990), Afonso (2010) o Abbas et al. (2013) señalen que cuando la deuda pública es elevada es más probable disfrutar de efectos no keynesianos mediante la consolidación fiscal, ya que los agentes económicos esperarían que el gobierno no elevase mucho los impuestos en el futuro para pagar la deuda que estaría liquidando en la actualidad.

Muchos autores utilizan estos planteamientos para señalar la pertinencia de aplicar consolidaciones fiscales a la mayor velocidad posible cuando el endeudamiento público es muy elevado: con multiplicadores pequeños existe un amplio margen para aplicar los ajustes fiscales sin que el impacto negativo a corto plazo sea muy importante (Müller, 2013; Corsetti et al., 2013; Bi et al., 2013; Díaz-Roldán, 2015). Desde este punto de vista, aunque a corto plazo los ajustes fiscales puedan contraer el PIB, también conllevarían una recuperación más temprana y menores costes en términos de valor actualizado (Almeida et al. 2010).

Sin embargo, otros autores no encuentran relación directa entre posición fiscal o nivel de deuda pública y crecimiento económico. Según Égert (2012), esta relación queda siempre contaminada por muchos factores coyunturales, de forma que con muestras suficientemente amplias no identifica relaciones significativas. Por su parte, Panizza y

Prebistero (2012) señalan que cuando se ajustan las cuentas públicas teniendo en cuenta los efectos por el tipo de cambio, la relación entre deuda pública elevada y crecimiento desaparece (al menos para las economías avanzadas).

Austeridad autoderrotada

Muchos analistas señalan que la consolidación fiscal durante las recesiones económicas podría ser contraproducente, incrementando la deuda pública, que es precisamente lo contrario que se perseguiría. A esta paradoja se le suele denominar “austeridad autoderrotada”: políticas fiscales restrictivas materializadas en momentos de recesión económica –y por lo tanto con multiplicadores de gasto elevados– agravarían aún más la actividad económica, provocando con ella una caída de los ingresos impositivos, un aumento de los gastos asociados a los estabilizadores automáticos y, por lo tanto, un empeoramiento de las finanzas públicas. En consecuencia, los ajustes fiscales en periodos de recesión podrían no reducir el déficit público (de hecho podría aumentar) y, sobre todo, podría provocar hacer crecer el indicador de deuda pública sobre el PIB debido al afecto adicional sobre el denominador. De forma inversa, aplicar políticas fiscales expansivas podría contribuir a reducir tanto el déficit público como la deuda pública a través de un impulso del PIB y, consecuentemente, mayores ingresos y menores gastos (Boyer, 2012; Botta y Tori, 2018). Se hace hincapié sobre estas paradojas en los trabajos de Gros y Maurer (2012), Dodig y Herr (2014), Mastromatteo y Rossi (2015) y Rodríguez-Ortiz (2016) para la Eurozona y los Estados Unidos, Muñoz de Bustillo (2014) para la Unión Europea de los 27 y Fatás y Summers (2018) para multitud de economías avanzadas y emergentes. En cambio, otros trabajos ponen de manifiesto que el incremento de la deuda pública en porcentaje del PIB como consecuencia de los ajustes fiscales es transitorio, ya que con el tiempo volvería a bajar hasta su nivel inicial (Cherif y Pasanov, 2012) o incluso por debajo (Eyraud y Weber, 2013). Attinasi y Metelli (2016) matizan que esto último sólo es así si la consolidación se realiza a través de recortes de gastos y no de ingresos.

El reconocimiento de la importancia de los estabilizadores automáticos ha servido para cuestionar la consolidación fiscal expansiva recurriendo también a dos argumentos adicionales. El primero es que la causalidad podría ir desde la recuperación de la actividad económica hacia el saneamiento de las cuentas públicas, y no al revés como los defensores de los efectos no keynesianos mantienen. El segundo es que la salud de las finanzas públicas no dependería únicamente de las políticas fiscales aplicadas sino que responderían también al ciclo económico, algo que a menudo ignorarían los proponentes de los efectos no keynesianos (Guajardo et al. 2011; Baker y Rosnick, 2014).

Balances sectoriales de Wynne Godley

Este enfoque analiza el nivel del saldo público teniendo en cuenta su específico vínculo con el saldo del sector exterior (los ingresos de empresas, familias y Estados extranjeros con respecto a la economía nacional en cuestión menos sus gastos; es decir, el inverso del saldo por cuenta corriente) y el saldo del sector privado (los ingresos de familias y empresas nacionales menos sus gastos). Concretamente, y por identidad contable, la suma de los tres saldos debe ser igual a 0. Acorde a este enfoque, dicha interconexión plantea límites no controlables por las autoridades a la hora de fijar los niveles en los que puede situarse el saldo público, entendiendo que no todas las combinaciones de saldo privado y saldo exterior son posibles, que esos dos saldos dependen de las decisiones de agentes económicos autónomos e independientes del gobierno en cuestión, y también que el

sector privado no puede estar acumulando incesantemente pasivos financieros netos sin poner seriamente en riesgo su solvencia. En consecuencia, el saldo público no sería una variable discrecional sino que dependería en gran medida de las decisiones de los agentes privados nacionales y extranjeros y también de los agentes públicos extranjeros.

Esta particular enfoque macroeconómico tiene importantes implicaciones a la hora de aproximarse a la política presupuestaria. Por ejemplo, sólo se podría lograr el equilibrio presupuestario si el resto de saldos estuviesen equilibrados o si el saldo positivo de uno de los dos estuviese compensado con el saldo negativo del otro. De la misma forma, sólo se podría registrar superávit fiscal si al menos uno de los otros dos saldos fuese deficitario. Así las cosas, para poder lograr equilibrio presupuestario sería necesario que a) el sector privado nacional gastase más (o lo mismo) que lo que ingresase; b) el sector exterior gastase más (o lo mismo) que lo que ingresase –esto es, que la economía en cuestión registrase superávit por cuenta corriente o saldo nulo–; o c) una combinación de a y b. De la misma forma, sólo podrían conseguir unas cuentas públicas superavitarias las economías con superávit por cuenta corriente y/o con un saldo del sector privado deficitario.

Esta última apreciación es fundamental, especialmente teniendo en cuenta la naturaleza notablemente estructural del saldo por cuenta corriente de muchas economías: aquellas que suelen disfrutar de superávit en dicho saldo tendrían muchas más facilidades para registrar superávit público, mientras que aquellas que sufren habitualmente déficit por cuenta corriente tendrían menos posibilidades. De hecho, acorde a la identidad contable de los tres saldos sectoriales, cualquier economía que suela presentar déficit por cuenta corriente sólo podría lograr la meta de superávit fiscal a través de un saldo privado negativo lo suficientemente intenso como para compensar dicho déficit por cuenta corriente. Y esto es algo que ocurre precisamente con los booms de crédito, en los que el sector privado acumula aceleradamente pasivos financieros.