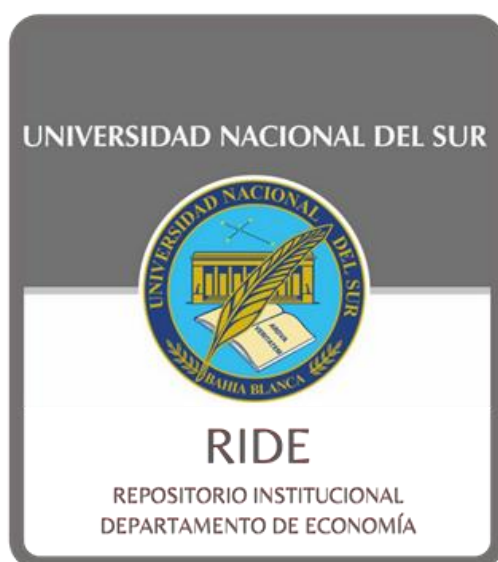


Universidad Nacional del Sur

Departamento de Economía



Trabajo Final de Grado

Licenciatura en Economía

**“Los problemas de mantener un elevado nivel de gasto público relativo al PIB:
un análisis teórico y empírico sobre la zona euro (2004-2016)”**

Alumno: Francisco José Ferrandez

Profesor Asesor: Oscar Liberman

Julio 2022

Índice

Introducción	3
El gasto público y la competitividad.....	3
1. ¿Por qué se eligió la zona euro como región bajo análisis?.....	4
2. Estado del Arte.....	6
3. Modelo y evidencia empírica.....	7
El nivel de gasto y el crecimiento económico	11
La tasa de interés real y la tasa natural.....	15
El gasto público y el desequilibrio fundamental.....	17
1. Impacto sobre la tasa de interés	17
2. Impacto sobre la tasa natural.....	17
3. ¿Que consecuencia tiene sobre la estabilidad monetaria y del sistema financiero?.....	19
Conclusiones.....	22
Referencias bibliográficas.....	23

Introducción

Es común encontrar en las discusiones y artículos económicos donde se evalúa la política fiscal, diferentes análisis de las causas y consecuencias del déficit fiscal por su impacto sobre la política monetaria, la deuda, la inflación, el balance de pagos, entre otros. En efecto, quienes promueven Estados pequeños lo suelen defender por los problemas que acarrea un resultado fiscal negativo y/o tasas impositivas demasiado elevadas que asfixian al sector privado.

El presente trabajo pretende añadir al debate ciertas distorsiones que el gasto público genera sobre determinados precios de la economía al alcanzar niveles demasiado elevados en el producto agregado. El objetivo general es analizar la influencia de los elevados niveles de gasto público sobre: la competitividad, la tasa de rentabilidad promedio de la economía y la tasa de interés real en la zona euro, teniendo en cuenta su especial importancia sobre la salud del sistema financiero, la estabilidad monetaria, y consecuentemente, sobre el crecimiento económico.

Primero se desarrollarán los aspectos teóricos y la evidencia empírica (de la zona euro) respecto a la influencia del nivel de gasto público sobre la competitividad. Luego se evaluará el impacto sobre el crecimiento económico. Y por último, se desarrolla brevemente la teoría wickselliana del interés y los precios para poder explicar cómo el nivel de gasto público afecta a la estabilidad monetaria y la salud del sistema financiero.

El gasto público y la competitividad

Hubo un antes y un después en la teoría y política económica a partir de la “Teoría General de la Ocupación el Interés y el Dinero” escrita por Keynes luego de la Gran Depresión. Es desde ese momento que comienza a promulgarse con más ímpetu que nunca el papel del Estado como uno de los agentes económicos más importantes a la hora de impulsar el crecimiento y salir de las recesiones a través de la demanda agregada, más precisamente, con el gasto público. Tanto es así que los niveles de gasto de la mayoría de los países comenzaron a aumentar considerablemente en las décadas posteriores convirtiéndose en el principal mecanismo de desarrollo de los países.

Sin embargo, es posible encontrar diferentes casos donde los resultados no fueron como los que la teoría keynesiana promete y esto se debe principalmente a que Keynes desarrolló su modelo para una economía que poseía un nivel de gasto cercano al 3% en el epicentro de la Gran Depresión, donde existía una gran disponibilidad de factores productivos ociosos. Es probable que los resultados no sean similares para economías donde el gasto público representa más del 30% del PIB y la capacidad ociosa no es semejante a la exhibida en aquella crisis.

Una de las hipótesis centrales de este trabajo es que, alcanzados ciertos umbrales, el gasto público no tiene efectos expansivos en la actividad económica y, lejos de ser neutral, ejerce distorsiones sobre los mercados y precios relativos que afectan negativamente la competitividad y el crecimiento económico.

1. ¿Por qué se eligió la zona euro como región bajo análisis?

La zona euro resulta de interés ya que posee características en términos de nivel de gasto público y tasas de crecimiento (bajas) similares a las de Argentina, aunque con una gran diferencia: las condiciones de financiamiento.

Los países que pertenecen a la eurozona deben respetar diferentes reglas que permiten el buen funcionamiento del área monetaria óptima, entre las cuáles se encuentra la disciplina fiscal de no mantener excesivos niveles de déficit, libre comercio entre los miembros e integración financiera, que junto con la presencia del Banco Central Europeo como un ente supranacional e independiente, generan un marco institucional adecuado para la economía de la región. Esto permite que el investment grade de los países miembros sea en general mucho mejor que el de la Argentina. El cuadro 1 muestra la calificación crediticia otorgada por las tres principales agencias de calificación para los 19 países que conforman la zona euro, donde el orden va desde “A” como mejor calificación hasta la “C” como la peor.

Cuadro 1.

Ratings Moody's	Ratings S&P	Ratings Fitch
------------------------	------------------------	----------------------

ESPAÑA	Baa1	A	A-
ALEMANIA	Aaa	AAA	AAA
FRANCIA	Aa2	AA	AA
ITALIA	Baa3	BBB	BBB
AUSTRIA	Aa1	AA+	AA+
BÉLGICA	Aa3	AA	AA-
ESTONIA	A1	AA-	AA-
LETONIA	A3	A+	A-
IRLANDA	A1	AA-	AA-
FINLANDIA	Aa1	AA+	AA+
HOLANDA	Aaa	AAA	AAA
CHIPRE	Ba1	BBB-	BBB-
PORTUGAL	Baa2	BBB	BBB
GRECIA	Ba3	BB+	BB
LITUANIA	A2	A+	A
LUXEMBURGO	Aaa	AAA	AAA
MALTA	A2	A-	A+
ESLOVENIA	A3	AA-	A
ESLOVAQUIA	A2	A+	A

Fuente: <https://datosmacro.expansion.com/ratings>

Por el contrario, Argentina acontece una situación muy diferente: es un país que sufre de gran inestabilidad macroeconómica debido a sus recurrentes problemas fiscales, política monetaria supeditada al financiamiento del tesoro, inestabilidad de tipo de cambio e inflación de dos dígitos, entre otros. Es un contexto económico muy desfavorable que, sumado a su baja credibilidad debido a su historial de incumplimiento, genera que su investment grade sea malo según las agencias calificadoras.

Cuadro 2.

	Ratings Moody's	Ratings S&P	Ratings Fitch
ARGENTINA	Ca	CCC+	CCC

Fuente: <https://datosmacro.expansion.com/ratings>

Por esto es que la zona euro tiene acceso a un mejor financiamiento, es decir, puede endeudarse con mayores montos, menores tasas de interés y a mayor plazo, lo que le permite funcionar postergando los problemas que genera mantener elevados niveles de gasto público. Pero, si bien es una región donde hay mayor presencia de países desarrollados y, exceptuando los momentos de crisis globales, se observan ciclos más estables, posee las problemáticas económicas aquí planteadas tal como sucede en Argentina. La diferencia se halla en que el orden y el marco institucional en el que funciona Europa le permite acceso a un mejor financiamiento y de esta manera “tapar bajo la alfombra” el problema estructural.

2. Estado del arte

La gran mayoría de los trabajos intentan aislar el impacto del gasto público (y sus diferentes componentes) sobre crecimiento económico de la zona bajo análisis, tal es el caso de los trabajos de Misztal (2021); Kutasi y Marton (2020); Pana (2013); Ferreiro, Garcia del Valle y Gomez (2011); entre tantos otros. Pero hasta el momento, no parece habersele prestado demasiada importancia al impacto sobre la competitividad, lo que permitiría explicar los motivos por los cuáles el gasto, o determinado componente de este, tiene un signo positivo/negativo en aquellas regresiones donde la variable dependiente es el producto o la tasa de crecimiento económico.

Trabajos como los de Monacelli y Perotti (2010), Enders, Müller y Scholl (2011) o Kim y Roubini (2008) encuentran que el impacto de los gastos gubernamentales es positivo sobre la competitividad, es decir, en la medida que el gasto se eleva, los tipos de cambio reales también lo hacen. El argumento teórico que lo fundamenta se basa en el modelo de Obstfeld y Rogoff (1995), según el cual el incremento del gasto produce disminución del

consumo privado, y consecuentemente, de la demanda de dinero, lo que conduce a una depreciación del tipo de cambio nominal y real.

Por el contrario, el modelo tradicional de Mundell-Fleming predice que un incremento del gasto público produce alza de la tasa de interés doméstica que atrae capitales, generando una apreciación de la moneda local y por ende una pérdida de competitividad que deteriora la balanza comercial.

La misma relación causal es encontrada en los trabajos empíricos de Froot y Rogoff (1991), De Gregorio, Giovannini y Wolf (1994) y Chinn (1999). Pero en estos casos, los fundamentos teóricos se basan en la naturaleza de la composición del gasto respecto a la transabilidad de los bienes y servicios involucrados. Rodríguez (1980) desarrolló su modelo matemático teniendo en cuenta esto y sus resultados fueron los siguientes:

- Si el aumento del gasto es financiado con mayores impuestos, el tipo de cambio real disminuirá o aumentará dependiendo de si la propensión marginal a gastar en bienes no transables por parte del Estado es mayor o menor (respectivamente) que la del sector privado. Esto se debe a que el incremento de los impuestos significa una transferencia de recursos desde el sector privado hacia el sector público.
- Si el aumento del gasto es financiado con crédito del Banco Central (emisión monetaria) el resultado es idéntico al del anterior caso ya que el impuesto inflacionario posee los mismos efectos que los impuestos directos.
- Si el aumento del gasto es financiado con crédito externo siempre produce caída del tipo de cambio real debido a que no existe una disminución del gasto privado como sí ocurre al incrementar impuestos. Por lo tanto, siempre se incrementa el precio relativo de los bienes no transables.

Luego, demostró que estos resultados valen tanto para sistemas de tipo de cambio fijo como para sistemas de tipo de cambio flexible. La única diferencia es que, bajo un sistema de tipo de cambio fijo, lógicamente se elimina la posibilidad de financiar el gasto con crédito del Banco Central.

3. Modelo y evidencia empírica.

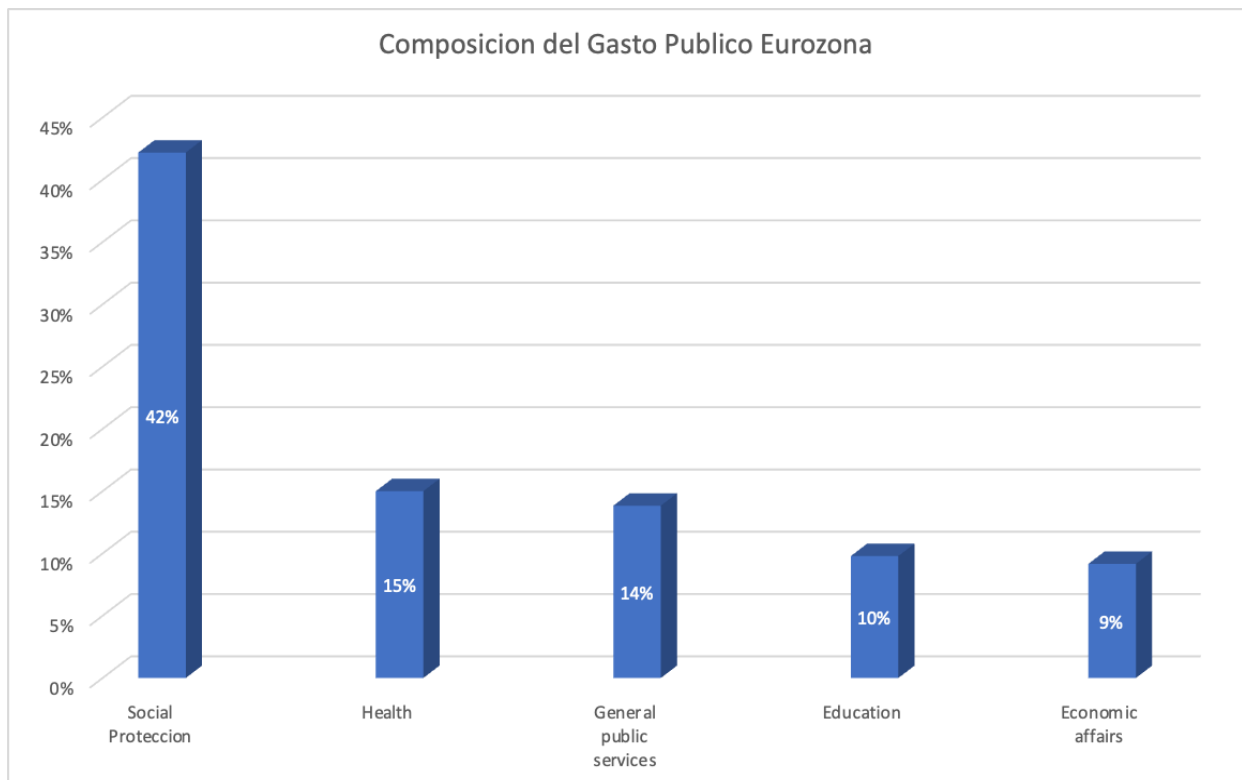
Para comprender cómo opera este mecanismo es necesario tener en cuenta que las economías abiertas se componen por dos tipos de bienes: por un lado, de aquellos comercializables internacionalmente (bienes transables), y por otro, de aquellos no comercializables internacionalmente (bienes no transables). La gran diferencia entre estos es que el precio de los primeros se determina por el mercado internacional, mientras que los segundos sólo dependen del equilibrio entre oferta y demanda del mercado doméstico.

A su vez, el tipo de cambio real puede expresarse como el cociente entre el precio de los bienes transables y los bienes no transables:

$$TCR = \frac{PBT}{PBNT}$$

El problema sobre la competitividad del incremento del gasto público se debe a que este suele estar compuesto en su gran mayoría por bienes y servicios que no son objeto de comercio internacional. En la eurozona, por ejemplo, se concentra principalmente en protección social y salud.

Gráfico 1.

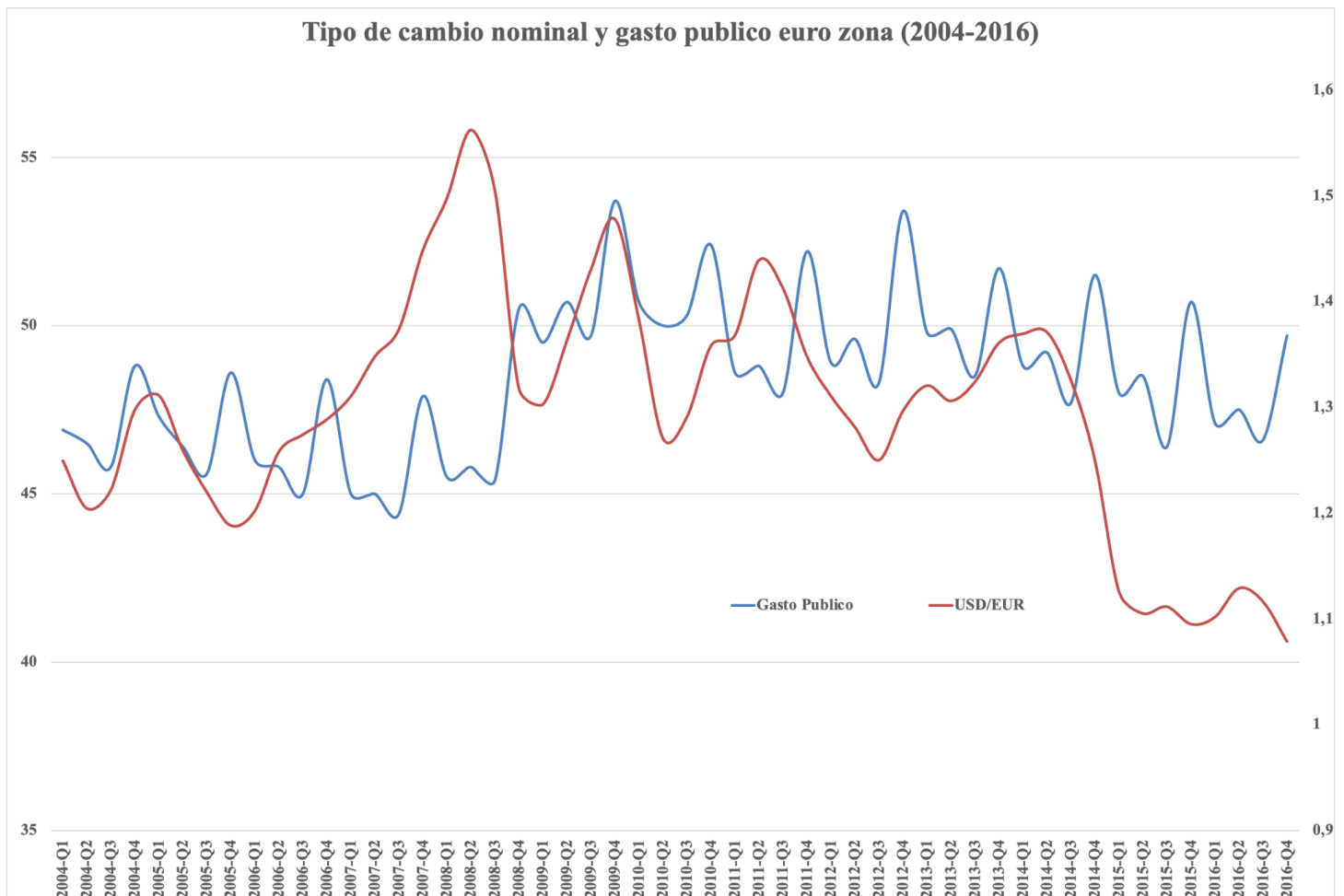


Fuente: elaboración propia en base a datos de Eurostat de los últimos 10 años.

Por lo tanto, el incremento del gasto significa indefectiblemente un incremento del precio de los bienes no transables y una caída del tipo de cambio real, es decir, pérdida de competitividad.

El gráfico 2 muestra la evolución cuatrimestral del tipo de cambio nominal medido como cantidad de USD por EUR y la del gasto público medido como porcentaje del PIB de la zona euro entre el año 2004 y 2016. Se utilizó la serie de tipo de cambio nominal en lugar de la de tipo de cambio real ya que no se hallaron datos que permitan estimar el precio de los bienes no transables del área bajo análisis, por lo que, no es posible estimar el tipo de cambio real de la manera que se plantea en el presente trabajo.

Gráfico 2.



Fuente: elaboración propia en base a datos de Eurostats y Euro Área Statics.

En el cuadro 3 se ve la variación porcentual del gasto público y del tipo de cambio en 4 periodos donde se denota como las tendencias de ambas variables son similares. Esto

resulta útil para complementar el análisis gráfico debido a que las observaciones cuatrimestrales del nivel de gasto público como porcentaje del PIB tienen gran variabilidad en comparación al tipo de cambio nominal.

Cuadro 3.

Time	Var. % Gasto Público	Var. % USD/EUR
2004-Q1/2006-Q4	3,20%	7,74%
2007-Q1/2009-Q4	19,33%	12,77%
2010-Q1/2013-Q1	-1,78%	-4,51%
2013-Q2/2016-Q4	-0,40%	-17,40%

La evolución de ambas variables muestra que, en la mayoría del periodo analizado, existe una interesante correlación. Sin embargo, la hipótesis planteada no es que el tipo de cambio nominal responde al unísono con los movimientos del gasto público, pero puede observarse la tendencia a la revaluación del euro (que implica una menor competitividad) en el periodo en el cual la zona euro mantuvo políticas fiscales de expansión de gasto, que fluctuó entre el 43% y el 52% del PIB de la región.

La idea central es que los gastos gubernamentales son uno de los determinantes principales del tipo de cambio real, mientras el tipo de cambio nominal, si bien representa una buena media de competitividad, puede verse afectado por otros factores como por ejemplo la política monetaria o cambiaria.

En un contexto como el de la eurozona, la política fiscal se vuelve de suma importancia para el funcionamiento de la economía ya que es determinante del costo de producción de todo el sistema. De esta manera, tal como dice Ribas (1998), la supervivencia en el mercado de los productores de bienes transables dependerá de sus posibilidades de mejorar la productividad de los factores que se encuentran bajo su control para hacer frente al incremento del costo de los factores incluidos en bienes no transables. Más adelante se verá cómo esta pérdida de rentabilidad, en especial de los sectores transables, empeora la salud del sistema financiero y el crecimiento económico de largo plazo.

El nivel de gasto y el crecimiento económico

Un error común en el que incurren muchos de los formuladores de política económica al no tener en cuenta las distorsiones que genera el gasto público es intentar impulsar el crecimiento económico a través de la demanda agregada elevando el gasto. Esto puede fallar si el gasto público representa un porcentaje tan elevado en el producto como sucede en la mayoría de las economías.

Vedder, R. y Gallaway, L. (1998) escribiendo para el “Joint Economic Committee” dijeron: “En un mundo sin gobierno no hay estado de derecho ni protección de derechos de propiedad. Por lo tanto, hay pocos incentivos a ahorrar o invertir porque la amenaza de expropiación es real y constante”, pero luego afirman que el gasto público esta sujeto a rendimientos decrecientes y, en algún momento, negativos. Esto significa que el “*aspa*” keynesiana no debe ser considerado estable para cualquier nivel de gasto público: en cuanto este aumenta, el efecto multiplicador tiende a disminuir y, superado determinado umbral, se vuelve negativo. En consecuencia, alcanzados aquellos niveles, continuar elevando el gasto posiblemente promueva más el estancamiento que el crecimiento económico.

Otro error es creer que el ajuste del gasto implica sumergir la economía en una recesión. Lo cierto es que existe un gran desacuerdo respecto al impacto de las contracciones fiscales sobre la actividad económica. En el frente opuesto de las ideas keynesianas se halla la visión alemana, que tiene como principal característica la incorporación de las expectativas de los agentes respecto a la evolución futura de la carga tributaria y de la deuda pública necesaria para financiar los gastos gubernamentales. Hellwig y Neumann (1987), dos exponentes de este pensamiento, argumentaron porque la conclusión keynesiana es engañosa de la siguiente manera:

A more adequate analysis differentiates between the direct demand effect of cutting the growth of government expenditure and the indirect effect of an induced change in expectations. The direct demand impact of slower public expenditure growth is clearly negative though it will be less severe in real terms if the cut does not come as a surprise. The indirect effect on aggregate demand of the initial reduction in expenditure growth occurs through an improvement in expectations if the measures taken are understood to be part of a credible medium-run programme of consolidation,

designed to permanently reduce the share of government in GNP. A programmed, permanent cutting of the government's share implies a lowering of the burden of government debt and permanently lower taxation in the future. Agents who understand this will anticipate a fall in the long-term interest rate as well as in taxation. (Hellwig and Neumann, 1987, pp. 137-138)

Siguiendo este modelo, es posible pensar en diferentes canales de transmisión que se activan con el inicio del programa de contracción fiscal.

Por un lado, la reducción de los requisitos de endeudamiento del gobierno disminuye la prima de riesgo asociada a la emisión de deuda pública, lo que reduce la tasa de interés real del mercado y atrae la inversión privada.

Por otro lado, Blanchard (1990)¹ y Sutherland (1997) consideran que, si la consolidación fiscal llega al público como un intento serio de reducir los requisitos de endeudamiento gubernamental, los consumidores tendrán expectativas de un mayor nivel de riqueza futura, lo que eleva el consumo privado. Esta idea se relaciona íntimamente con la visión alemana ya que el efecto riqueza en el público se explica principalmente por el hecho de que, si los agentes creen verdaderamente en una reducción del gasto perdurable en el futuro, esto implica una menor carga tributaria futura que eleva su ingreso, lo que lleva a una reducción de los ahorros preventivos, a una disminución del valor de espera de los consumidores para comprar bienes duraderos y de las empresas para tomar decisiones de inversión (Blanchard 1990).

Además, tal como señalan McDermott y Wescott (1996), la consolidación fiscal trae consigo un efecto riqueza, ya que la reducción de los tipos de interés tiende a elevar el valor de mercado de las carteras en poder de los consumidores, y con esto, una expansión del consumo y de la demanda agregada.

De todas maneras, no existe mejor forma de darle valor a estas ideas que con evidencia empírica que las avalen. De esto se ocuparon por primera vez Giavazzi y Pagno

¹ Blanchard desarrolla un modelo que explica los efectos de las consolidaciones fiscales a través de incrementos en los impuestos, no reducciones de gasto. De todas maneras, el autor considera que los resultados serían similares para ajustes fiscales a través de los gastos.

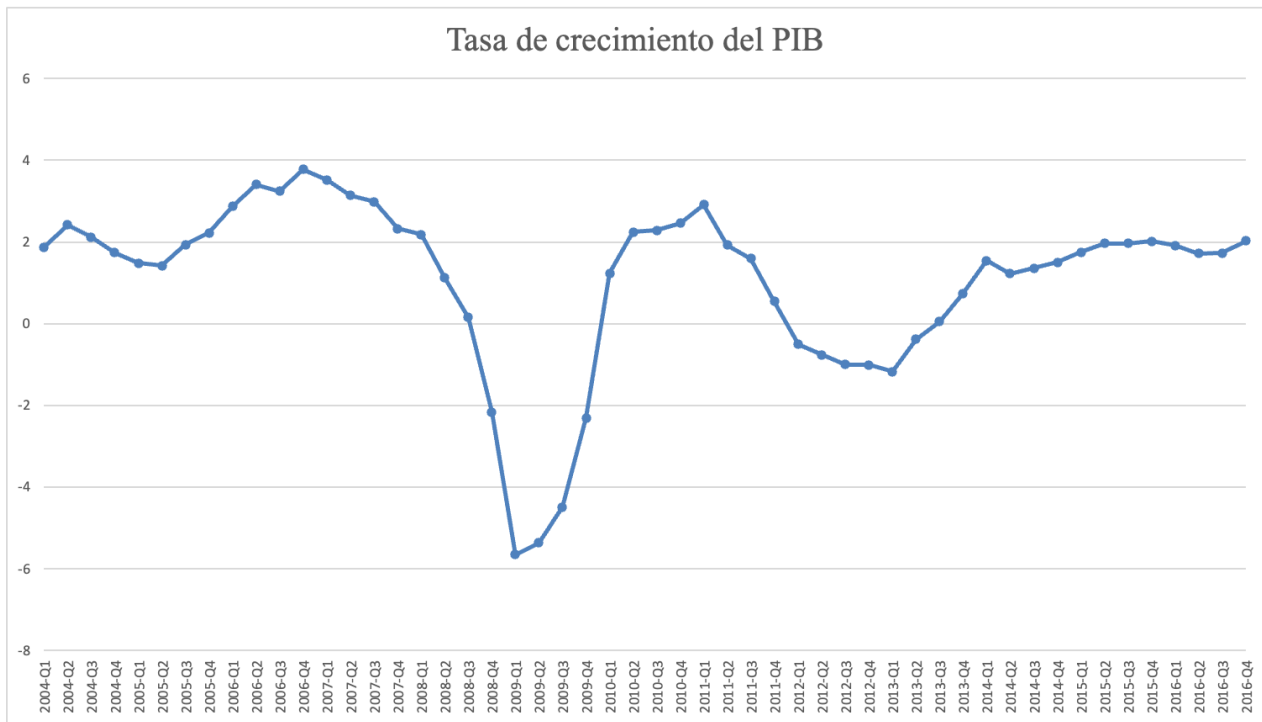
(1990), quienes realizaron un estupendo trabajo para demostrar la existencia dos casos muy claros de contracciones fiscales que resultaron en expansión económica en Europa durante la década del '80:

- Dinamarca 1982-1984
- Irlanda 1987-1989

Sin embargo, los autores consideran que los casos son diferentes. En Dinamarca, la contracción fiscal responde en mayor medida a la visión alemana en la que, sí es creíble que la reducción del gasto será perdurable, esto se interpretará por los agentes como una reducción futura de la carga impositiva. En cambio Irlanda, lo más probable es que la expansión del consumo privado se haya dado gracias a la liberalización de los mercados crediticios que permitieron un mejor endeudamiento en previsión de mayores ingresos futuros.

En el caso de la zona euro, no se evidencia una contracción fiscal expansiva en el periodo bajo análisis, sino que el gasto público tuvo un rápido crecimiento de aproximadamente 20% entre 2004 y 2009 para luego estabilizarse. Lo relevante es que el nivel de gasto osciló entre el 43% y el 52% del PIB y el crecimiento económico fue muy pobre, tal como lo muestra el gráfico 3.

Gráfico 3.



Cuadro 4.

Time	Tasa de crecimiento promedio
2004-Q1/2007-Q1	2,4%
2010-Q1/2016-Q4	1,1%

Quitando los trimestres donde la economía entró en recesión debido a la crisis subprime iniciada en 2007, la tasa de crecimiento fue en promedio de 1,6%. Resulta importante aislar el periodo ya que el presente trabajo no sugiere que aquella crisis haya sucedido por el nivel de gasto, más allá de que posteriormente se desarrollaran las problemáticas que genera sobre el sistema financiero.

Hasta aquí se presentaron los aspectos teóricos y la evidencia empírica que demuestra la relación negativa que hay entre el nivel de gasto público y la competitividad, así como también se presentaron los aspectos teóricos y la evidencia empírica que permiten explicar el menor crecimiento económico en el mediano y largo plazo.

En la siguiente sección se explicarán las problemáticas que esto genera especialmente sobre el sistema financiero y la estabilidad monetaria. Primero se desarrollará brevemente la

teoría wickselliana del interés y los precios, para luego explicar cómo el nivel de gasto influye sobre estas, y no permite que la economía converga al equilibrio wickselliano.

La tasa de interés real y la tasa natural

Las autoridades monetarias llevan a cabo sus políticas de tasas de interés y oferta monetaria al mismo tiempo que, con el fin de lograr un buen funcionamiento del sistema financiero, determinan normas prudenciales. De esta manera, los bancos centrales cumplen un papel fundamental en la economía intentando alcanzar la estabilidad de precios, pleno empleo, crecimiento económico, entre otros objetivos.

Otra hipótesis de esta investigación es que, cuando las tasas de interés se encuentran por encima de la tasa natural en el mediano o largo plazo, el sistema financiero entra en crisis repercutiendo negativamente sobre la estabilidad monetaria y el crecimiento económico. En esta circunstancia no hay políticas monetarias ni normas prudenciales que puedan evitar la debacle ocasionada por aquel desequilibrio.

La tasa de interés natural se puede entender como la tasa de rentabilidad promedio de la economía, o dicho en términos de Wicksell (1898), es la tasa de retorno real de los negocios. Este autor desarrolló su teoría de ciclos económicos basada en la diferencia entre estas dos tasas y su influencia sobre los precios. Su tesis considera que, en los periodos donde la tasa de interés de los préstamos (monetaria) se encuentra por debajo de la tasa natural, los empresarios obtienen una ganancia extraordinaria y se ven inducidos a ampliar sus negocios para explotar al máximo la situación favorable, generando así una mayor demanda de servicios y bienes en general que presiona al alza los precios. Por el contrario, en los momentos en que la tasa de interés se eleva por encima de la tasa natural, los empresarios sufren una caída de sus ingresos normales que los obliga a limitar sus planes de negocios a sus elementos más rentables, y la demanda de bienes y servicios cae junto con los precios (Wicksell, 1898, pp. 105-106). Este proceso trae implícito un mecanismo de equilibrio en el que la tasa monetaria varía ajustándose a la tasa de rentabilidad promedio de las actividades productivas (tasa natural). En efecto, cuando la tasa de interés se encuentra relativamente alta respecto a la tasa natural, y los precios de los bienes y servicios caen, el dinero tiene mayor poder adquisitivo y las necesidades de crédito son menores por lo que cae la demanda, en

consecuencia, el mercado monetario ajusta el precio del dinero (tasa de interés) hasta que se iguale con la rentabilidad promedio de los negocios. Y lo contrario ocurre cuando la tasa de interés se encuentra relativamente baja respecto a la tasa natural.

Si bien la teoría wickselliana es un gran aporte a la explicación de los ciclos económicos y los movimientos de precios, esta diseñada para sistemas económicos muy diferentes a los que se observan en la realidad actual. Es por eso que resulta necesario modificar el planteo de modo tal que éste considere los diferentes condicionantes que influyen sobre las variables clave y no permiten que las fuerzas del mercado actúen para que la economía converga al equilibrio wickselliano.

Por un lado, se encuentran las distorsiones directas generadas por las autoridades monetarias quienes alteran la tasa de interés, determinada en primera instancia por la oferta y demanda de fondos prestables, al ejercer su política monetaria en pos de sus objetivos.

Por otro lado, se encuentran las distorsiones indirectas que genera el Estado como consecuencia de la política fiscal y su medio de financiamiento que alteran, tanto la tasa de interés, como la tasa de rentabilidad promedio de la economía.

El presente trabajo descuida las distorsiones generadas por la política monetaria para centrar la atención en las distorsiones generadas por el Estado a través del gasto público. El análisis se orienta de esta manera por el hecho de que la región bajo investigación (zona euro) posee niveles de gasto público considerablemente significativos en el PIB, no porque se crea que las distorsiones del gasto son indefectiblemente de mayor importancia que las de la política monetaria.

De hecho, Rosen y Ravier (2021) explicaron la crisis subprime de 2007 como resultado de las intervenciones discrecionales por parte de la FED al estimular la economía luego de que explotara la “burbuja de las puntocom” en 2001. Según estos autores, el problema central fue haber reducido la tasa de interés de los fondos federales muy por debajo de la tasa de interés natural entre 2001 y 2004. Aquí, la política monetaria resultó ser más determinante que la política fiscal.

El gasto público y el desequilibrio fundamental

Cuando el nivel de gasto público adquiere una proporción significativa en el producto de una economía, la tasa de interés y la tasa de rentabilidad sufren distorsiones que generan una desviación persistente entre una y la otra. Esto ocurre debido a las consecuencias que acarrea el modo de financiar el gasto, así como también por su naturaleza misma sobre la asignación de recursos y productividad.

1. Impacto sobre la tasa de interés.

Respecto a la tasa de interés, es necesario distinguir dos mecanismos mediante los cuáles el Estado altera el nivel de la tasa de interés determinada en primera instancia por el mercado de oferta y demanda de fondos prestables.

En primer lugar, se encuentra la prima de riesgo que debe añadirse por la probabilidad de default del deudor. Entonces, si el gobierno mantiene niveles de gasto suficientemente elevados que inducen a los prestamistas a considerar una mayor probabilidad de incumplimiento en tiempo y forma, la tasa de interés a la que el mercado absorberá los bonos soberanos será mayor y presionará al alza la tasa de interés del mercado en general.

En segundo lugar, se encuentran las cuestiones que se derivan por el hecho de que el Estado es el único agente de la economía que obtiene sus ingresos de manera coercitiva convirtiéndose en un tomador de crédito de primera línea, es decir, el mejor crédito en término de plazos y tasas de interés lo tendrá el Estado y luego continúa el sector privado. Por lo tanto, si el gobierno encamina una política fiscal de elevado nivel de gasto, y se ve tentado a financiarlo intensivamente a través de deuda en el mercado crediticio, se producirá un exceso de demanda de créditos que naturalmente impulsará hacia arriba las tasas de interés.

De esta manera, como explica Ribas (1998), el Estado se convierte en un determinante clave de la capacidad de ahorro de la economía, y por lo tanto, de la tasa de interés pudiendo alcanzar niveles que desplacen la inversión privada (crowding-out).

2. Impacto sobre la tasa natural.

Respecto a la rentabilidad de la economía, el gasto público ejerce un perjudicial impacto al empeorar la asignación de recursos y disminuir la productividad del sistema. Gilder (1981) explicó que los gastos federales forman parte del costo de producción del sistema productivo, por lo que representa una pérdida de eficiencia en la producción de bienes y servicios. Esto significa una menor tasa natural.

A su vez, existen diferentes trabajos empíricos que han demostrado este supuesto. Alesina y Perotti (2002) hallaron un efecto negativo de los gastos gubernamentales (particularmente su componente salarial) sobre la rentabilidad y la inversión de las empresas en un grupo de países de la OCDE; Hansson, P. y Henrekson, M. (1994) concluyeron que las transferencias, el consumo y los gastos totales del gobierno tienen efectos negativos constantes, mientras que el gasto en educación tiene un efecto positivo y la inversión del gobierno no tiene ningún efecto sobre el crecimiento de la productividad privada.

Sobre estas ideas también trabajaron Dornbusch, R. y De Pablo, J.C. (1989), quienes analizan la situación para el caso argentino que, como se dijo anteriormente, es muy similar al de la zona euro. En este trabajo, los autores realizan una crítica al modelo económico desarrollado en la década del '70 que desembocó en una crisis de crecimiento en la década del '80 (donde el tipo de cambio real cayó aproximadamente 30 puntos según sus estimaciones), y concluyen que el principal factor fue la expansión fiscal desmedida hacia niveles cercanos al 50% del PIB, lo que causó serios daños a la estructura productiva y financiera.

Ahora ya es posible explicar los motivos por los cuáles las diferencias entre la tasa de interés y la tasa natural pueden mantenerse a lo largo del tiempo contradiciendo las predicciones de la teoría wickselliana. Los Estados que adoptan modelos fiscales con elevados niveles de gasto generan indirectamente las anteriores distorsiones, y en consecuencia, la tasa de interés de la economía no se ve determinada por la tasa natural, ya que no fluctúa siguiendo las leyes del mercado para ajustarse a la rentabilidad de los negocios. Este es el momento en que surge lo que Ribas (1998) llamó el “desequilibrio fundamental”.

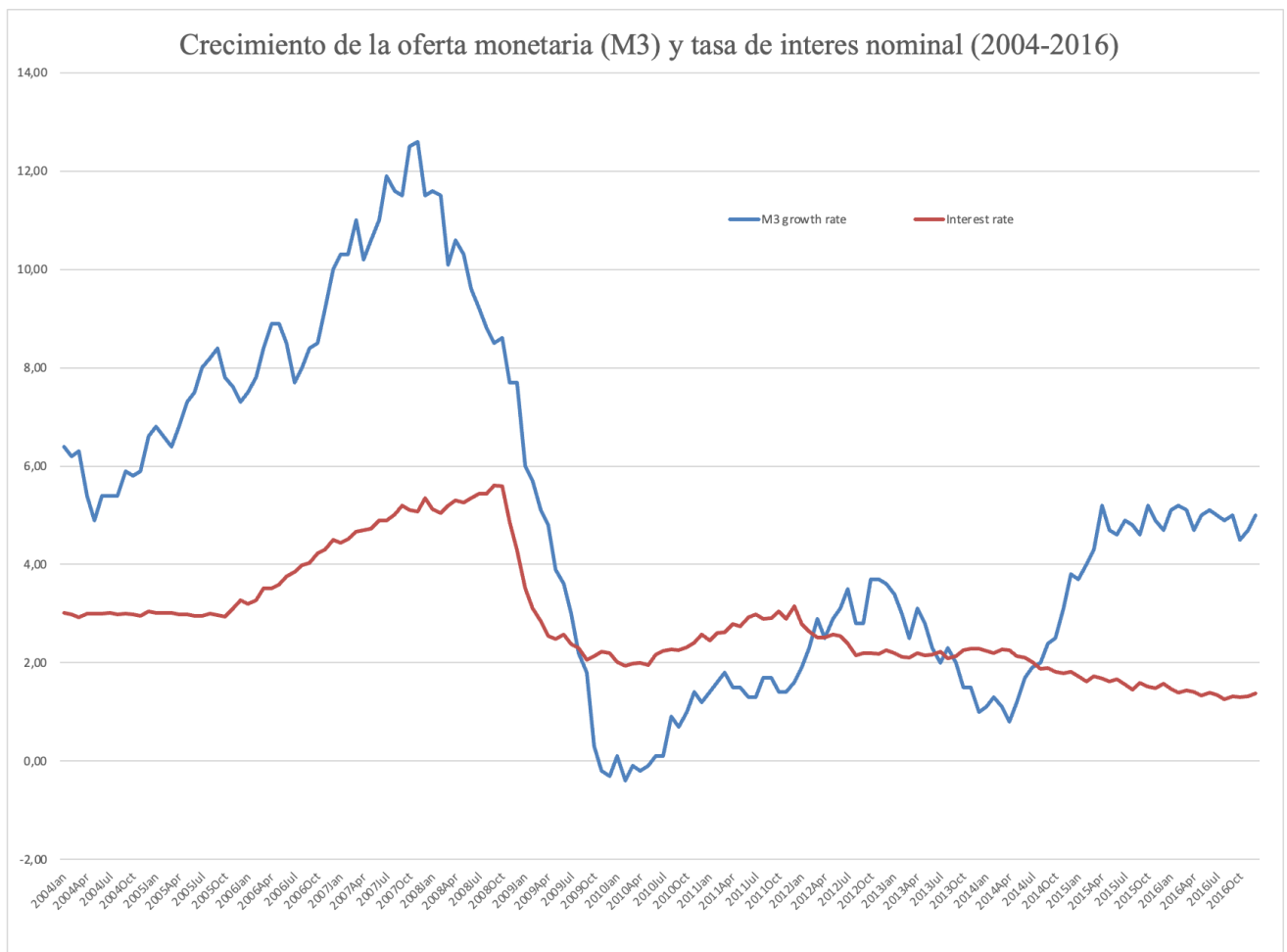
3. ¿Que consecuencia tiene sobre la estabilidad monetaria y del sistema financiero?

Los problemas que acarrea el desequilibrio fundamental de la economía pueden entenderse simplemente al notar que ningún negocio o actividad económica puede pagar un interés mayor que lo que obtiene como ganancia con el crédito recibido. Por lo tanto, es de esperarse que, cuando la tasa de interés real se encuentra por encima de la tasa de rentabilidad promedio de la economía, el sistema bancario comience a notar mora en la devolución de los préstamos y se encuentre en una situación de potencial insolvencia.

Sin embargo, es posible ocultar, o postergar el problema de solvencia añadiendo liquidez al sistema. Para comprender esto, es necesario recurrir al concepto que Ribas (1998) llamó “valor presente de la oferta monetaria”, aludiendo al valor de la oferta monetaria descontada de la tasa de interés nominal. Así, cuando la tasa de expansión de la oferta monetaria es mayor que la tasa de interés nominal, el valor presente de la oferta monetaria aumenta y esto permite un roll over de la deuda y de los intereses. Por lo tanto, la insolvencia y la crisis del sistema financiero no se hace presente en la medida que aumente el valor presente de la oferta monetaria, pero tarde o temprano, llegará cuando la liquidez del sistema disminuya y caiga el valor presente de la oferta monetaria (Ribas, A. 1998, pp. 152-153). De aquí se derivan los problemas de inestabilidad monetaria, ya que mantener la estabilidad del sistema financiero implica que las autoridades monetarias deban mantener una tasa de crecimiento de oferta monetaria acorde a los niveles de liquidez necesarios para evitar los problemas de solvencia.

El gráfico 4 muestra la evolución de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria (a través del agregado M3) y de la tasa de interés nominal. En efecto, el crecimiento de la oferta monetaria es superior a la tasa de interés nominal durante la mayoría del periodo lo que significa un incremento del valor presente de la oferta monetaria. Esta expansión de liquidez en el sistema financiero permite el roll over de la deuda y la postergación de los problemas de solvencia de las entidades bancarias.

Gráfico 4.



Fuente: Elaboración propia en base a European Central Bank y Eurostat.

Los argumentos anteriores expresan una importante crítica a lo que habitualmente se cree son las causas de las crisis financieras. Una de las principales ideas que se suelen utilizar es la del “moral hazard”, es decir, que los bancos toman riesgos excesivos y prestan dinero a personas y empresas que no son rentables. Otra de las ideas es la de que los bancos mantienen una baja capitalización respecto al crédito que otorgan, por lo que sufren un descalce de plazos excesivo (por el hecho de brindar crédito de largo plazo con depósitos de corto plazo) que atenta con la solvencia del banco si los depositantes corren por su dinero. También se culpa a la banca central por sus descuidos en términos de regulación del sistema financiero o de política monetaria excesivamente laxa. En fin, no es la idea de este capítulo negar la existencia ni la relevancia de las anteriores cuestiones, sino que se intenta demostrar que la política macroeconómica fiscal es un determinante clave en las crisis financieras al ser el protagonista del nacimiento y de la perdurabilidad del desequilibrio fundamental con las consecuencias recientemente descritas.

Aquel desequilibrio puede ajustarse de tres maneras:

- Devaluando el tipo de cambio nominal: esto mejora el precio de los bienes transables y produce una licuación en términos reales del nivel de gasto público.
- Cambiando la composición del gasto público: el gasto puede dejar de concentrarse en bienes no transables y dirigirse a la producción de bienes y servicios comercializables internacionalmente. De este modo, el tipo de cambio real tendría un menor valor en el denominador de su ecuación.
- Disminuyendo el nivel de gasto público: de esta manera disminuye el valor de los bienes no transables en la economía y el tipo de cambio real es relativamente mayor.

El primero de los caminos que permitiría ajustar el desequilibrio fundamental, es considerablemente sensible a las características de la composición del gasto, dado que supone que su organización en términos de eficiencia y equidad es correcta. Pero en caso de que no sea así, licuar el gasto en términos reales devaluando el tipo de cambio nominal no produce ningún cambio en su organización, es decir, se gasta menos pero en las mismas proporciones.

Es probable que si la organización del gasto no se modifica, y este continúa gastandose de manera ineficiente, haya alta propensión a volver a crecer de manera desmedida con la consecuencias que se explicaron anteriormente. Esto quiere decir, que la problemática del gasto público tiene un origen no sólo a nivel cuantitativo sino también estructural cualitativo.

Olson (1973), explicó que no sólo los economistas, sino que un gran número de personas de diversas nacionalidades e ideologías consideran que los Estados son ineficientes o menos eficientes que las empresas con las que están familiarizados. La primera impresión que brinda acerca del motivo de la ineficiencia del gobierno es que este no utiliza, o no puede utilizar, los mercados perfectamente competitivos, aunque luego explica que es necesario demostrar también porque son menos eficientes que las empresas que se desarrollan en mercados de tipo monopsonio, monopolio u oligopolio.

La aparente ineficiencia del gobierno al realizar sus gastos también es relevante para el segundo de los caminos. Imagínese que el 30 o 40% de la producción de bienes y servicios de la economía quede a cargo de un agente del cual se duda su eficiencia. Esto puede ser muy peligroso si se piensa en la productividad y rentabilidad del sistema económico.

De la misma manera, resulta importante evaluar con sumo cuidado el tercero de los caminos posibles. Si se toman medidas contractivas sobre el gasto, deben llevarse a cabo no sólo con el fin de disminuir el nivel, sino también generando un cambio en su estructura de manera tal de no cometer el mismo error que surge de licuar el gasto en términos reales sin ofrecer una mejora a su organización.

Las cuestiones acerca de la eficiencia y equidad del gasto, si bien condicionan las maneras en que podría resolverse el desequilibrio fundamental, forma parte de una rama muy extensa de las finanzas públicas, por lo que, profundizar en esto requeriría un trabajo adicional al desarrollado aquí.

Conclusiones

En la primera parte del trabajo se desarrollaron los aspectos teóricos y la evidencia empírica que muestra la relación negativa que existe entre el nivel de gasto público y la competitividad de la economía. Luego, a través de la teoría wickselliana, se explicaron las consecuencias que tiene mantener un Estado tan grande en proporción al producto al generar el llamado “desequilibrio fundamental”. La principal conclusión que se deriva de lo anterior es que el umbral crítico del tamaño de un Estado se encuentra en el límite en el que la pérdida de competitividad y rentabilidad del sector privado caen hasta el nivel de la tasa de interés real. Cuando esta última se encuentra por encima de la tasa natural de manera permanente, el sistema sólo se sostiene si el crédito se expande de manera tal de permitir un roll over de la deuda. Pero tarde o temprano, el crédito se detiene y el sistema financiero comienza a tener problemas de solvencia.

Los problemas que el elevado nivel de gasto genera se deben principalmente a las distorsiones que este genera sobre la asignación de los recursos, la tasa de interés real y el tipo de cambio real. Por lo tanto, se puede concluir también que no sólo se debe analizar el rol distributivo del Estado, o su efecto multiplicador, sino que existen precios y variables que se ven distorsionados con lo que esto implica para la estabilidad monetaria y del sistema financiero. La cuestión no es de resultado, sino de tamaño. Es preferible una economía con déficit fiscal y bajo nivel de gasto a una con equilibrio fiscal pero con un Estado que gasta

más de lo que la economía puede, o esta dispuesta a financiarle, en función de su capacidad de producción.

Por último, es importante resaltar que se podría haber logrado un mejor abordaje de las cuestiones empíricas del presente trabajo si se hubiesen hallado estadísticas de la tasa natural de rentabilidad y del precio de los bienes no transables de la economía europea, de manera que permita contrastar mejor las hipótesis planteadas. A su vez, se dejaron de lado ciertas cuestiones como el efecto del nivel de gasto público sobre la cuenta corriente, así como también la diferencia entre los problemas de deuda y de presión fiscal que naturalmente surgen al elevar el gasto a tales niveles y financiarlos a través de impuestos o inflación.

Referencias Bibliográficas

Afonso, A. (2007). *An avenue for expansionary fiscal contractions*. Munich Personal RePEc Archive.

Alesina, A. y Perotti, R. (2002). *Fiscal Policy, Profits, and Investment*. American Economic Review, vol. 92, no. 3

Blanchard, O. (1990). *Comentario, sobre Giavazzi y Pagano (1990)*. NBER Macroeconomía Anual 1990, pp. 111-116.

Chinn, M. D. (1999). *Productivity, government spending and the real exchange rate: evidence for OECD countries*. In Macdonald, R. and Stein, J. (EDS.): *Equilibrium Exchange Rates*, Kluwer Academic Publishers, Boston, pp. (163-190).

De Gregorio, J., Giovannini, A. and Wolf, H. C. (1994). *International Evidence on Tradables and NonTradables Inflation*. European Economic Review vol. 38, pp. (1225-1244).

Enders, Z., Müller, G. and Scholl, A. (2011). How do Fiscal and Technology Shocks Affect Real Exchange Rates?: New Evidence For The United States. *Journal of International Economics* vol. 83, pp. 53-69.

Ferreiro, J., García del Valle, M. y Gomez, C. (2011). *Composition of public expenditures and macroeconomic performance in the European Unión*. *European Journal of Economics and Economic Policies*.

Froot, K. and Rogoff, K. (1991). *The EMS, the EMU, and the transition to common currency*. *NBER Macroeconomics annual* vol. 6, pp. (269-327).

Gilder, G. (1981). *Wealth and Poverty*. Sudamericana.

Hansson, P. y Henrekson, M. (1994). *A new framework for testing the effect of government spending on growth and productivity*. *Public Choice*, vol. 81, pp. 381–401

Hellwig, M. y Neumann, M. (1987). *Germany under Kohl*. University of Bonn.

Kim, S. and Roubini, N. (2008). *Twin Déficit or Twin Divergence? Fiscal Policy, Current Account, and Real Exchange Rate in the U.S.*. *Journal of International Economics* vol. 74, pp. 362-383.

Kutasi, G y Marton, A. (2020). *The long-term impact of public expenditures on GDP-growth*. Research Institute of Competitiveness and Economy National University of Public Service, Budapest, Hungary.

McDermott, C. y Wescott, R. (1996). *Un análisis empírico de los ajustes fiscales*. Fondo Monetario Internacional.

Misztal, P. (2021). *Public debt and economic growth in the European Union. Empirical investigation*. Department of Economics and Finance Jan Kochanowski University.

Monacelli and Perotti (2010). *Fiscal Policy, the Real Exchange Rate and Traded Goods*. Economic Journal, vol 120, pp. 437-461.

Obstfeld, M. and Rogoff, K. (1995). *Exchange Rate Dynamics Redux*. Journal of Political Economy vol. 103, pp. 624-660.

Olson, M. (1973). *Evaluating Performance in the Public Sector*. The Measurement of Economic and Social Performance, NBER, pp. 355-409.

Pana, M. (2013). *A review of the economic crisis: solutions and failures in the European Unión*. Bucharest University of Economic Studies, Theoretical and Applied Economics Vol. 20, pp. 69-80.

Ribas, A. (1998). *Crisis Bancarias y Convertibilidad*. Asociación de Bancos Argentinos.

Rodríguez, C. (1980). *Gasto Público, Déficit Fiscal y Tipo de Cambio Real: Un Análisis de sus Interrelaciones de Largo Plazo*. CEMA.

Rosen, E. y Ravier, A. (2021). *La Regla de la Tasa de Interés Natural*. Libertas: segunda época, vol. 6, no. 2.

Sutherland, A. (1997). *Crisis Fiscales y Demanda Agregada: ¿Puede la Alta Deuda Pública Revertir los Efectos de la Política Fiscal?*. Revista de Economía Pública, vol 65 (2), pp. 147-162

Vedder, R. y Gallaway, L. (1998). *Tamaño del gobierno y crecimiento económico*. Comité Económico Conjunto, Congreso de los Estados Unidos.

Wicksell, K. (1898). *Interest and Prices*. Royal Economic Society.

