

## O EFECTO CROWDING OUT: UNHA REVISIÓN

SANTIAGO LAGO PEÑAS  
Economista

Recibido: 10 Maio 1996

Aceptado: 10 Xullo 1996

**Resumo:** Este traballo afronta a relación teórica entre o gasto público e o privado. Nel destacámo-la necesidade de distinguir coidadosamente entre o gasto corrente e o investimento público e de considera-la situación da economía —pleno emprego ou non e, en tal caso, a natureza do desemprego— cando se avalían os efectos a curto e longo prazo da política fiscal.

**Palabras Clave:** Consumo público; Efecto "crowding out"; Efecto "crowding in"; Gasto público; Investimen-to público; Política fiscal.

### THE CROWDING-OUT EFFECT: A REVISION

**Summary:** This paper is concerned with the theoretical relationship between government spending and private spending. We stress the need to distinguish carefully between current expenditure and public investment and to consider the situation of the economy —full employment or not and, in such a case, the nature of the unemployment— when evaluating the short-term effects of fiscal policy.

**Keywords:** Public consumption; Crowding-out-effect; Crowding-in-effect; Public spending; Public invest-ment; Fiscal policy.

## INTRODUCCIÓN

O efecto *crowding out* é un fenómeno que, ben de modo explícito ben de forma ve-lada, está presente nun gran número de discusións sobre política económica; a pesar do cal o seu estudio e comprensión é en moitos casos deficiente. Co fin de contribuír a un mellor entendemento do significado e alcance deste concepto rastrexámo-la literatura so-bre o tema, sendo o resultado a panorámica que ofrecemos nas páxinas seguintes. Vaia por diante a advertencia de que neste artigo nos concentramos nas contribucións de ca-rácter teórico, deixando a un lado todo o traballo empírico realizado sobre a cuestión. Proceder que se xustifica por razóns de brevidade e non pola menor importancia deste segundo tipo de investigacións, xa que, como sostén o profesor Fuentes Quintana (1979, p. 28), "*los efectos «crowding out» constituyen un problema, y su dimensión es una cues-tión empírica que debe evaluarse a través del comportamiento económico real observa-do»*".

O efecto *crowding out* —expresión traducida habitualmente ó castelán como *efecto desprazamento* ou *efecto expulsión*— foi definido polos economistas atendendo a diversos graos de xeneralidade. Así, mentres uns o entenden simplemente como a substitución da actividade pública pola privada (Chouraquí, 1982), outros reférense a el como os efectos do financiamento da actividade económica do sector público sobre o gasto privado (Mora, 1984), ou incluso como a redución do investimento privado en resposta á suba dos tipos de xuros provocada por unha expansión fiscal (Dorbunsch e Fischer, 1994). Na nosa opi-nión, o fenómeno do *crowding out* —ou *crowding in*, no caso de que a relación entre gasto público e privado sexa de signo positivo— debe ser entendido, cando menos nunha primeira

aproximación, como o efecto neto das expansións do gasto público sobre o gasto privado<sup>1</sup>. Sendo máis precisos, habería que excluír do primeiro as transferencias ós axentes económicos privados, na medida que estas non supoñen realmente unha absorción de recursos por parte das AA.PP., senón unha modificación na distribución primaria da renda; o cal, claro está, non supón ignorar que esta faceta da actividade financeira do sector público pode non ter efectos neutros sobre o volume e composición do gasto privado (ver, por exemplo, González-Páramo, 1994).

Polo tanto, cando falamos do efecto expulsión estémonos movendo necesariamente no contexto das políticas fiscais expansivas baseadas nun aumento do consumo ou o investimento públicos, sexa este froito do esforzo —discrecional ou automático— das autoridades económicas para controla-lo ciclo, ou sexa o resultado doutro tipo de políticas públicas encadrables nas restantes funcións *musgravianas* da facenda pública. Insistamos neste último aspecto. Como é ben sabido, a política fiscal ten tres grandes obxectivos como son a provisión de bens e servicios públicos, a redistribución da renda e a riqueza e a estabilización do ciclo económico. Aínda que de modo case instantáneo se adoita asociar a política fiscal coa idea keynesiana de control da demanda, a política fiscal entendida como política orzamentaria é indubidablemente un concepto de maior amplitude. Neste sentido, o último cuarto de século foi testemuña dun crecente escepticismo sobre a capacidade estabilizadora do orzamento e un proceso de forte crecemento no volume de recursos xestionados polas AA.PP. no ámbito da OCDE —con especial incidencia no noso país—, que respondeu principalmente ó desenvolvemento do chamado *estado do benestar*.

Aínda que este feito non lle resta relevancia á discusión sobre o efecto *crowding out*, é certo que provocou que este, en gran medida, pasara de situarse no centro da polémica tradicional entre keynesianos e neoclásicos/monetaristas sobre a eficacia da política fiscal de estabilización a ocupar un papel importante no debate máis actual sobre as consecuencias das expansións no gasto público sobre o crecemento económico. Así, de forma paralela ó desprazamento da preocupación dos economistas sobre a *capacidade de sostemento* da política económica fronte á súa *capacidade estabilizadora* (Molinas, 1990), o efecto *crowding out* deixou de ser visto principalmente como un fenómeno de demanda que cuestiona a capacidade da política fiscal para altera-lo volume de gasto agregado —e, polo tanto, o nivel de renda a curto prazo—, para se converter nunha seria preocupación dos xestores económicos pola súa influencia negativa na taxa de acumulación do capital productivo privado e, consecuentemente, no crecemento e benestar a longo prazo.

Sinalemos finalmente que, na medida en que os incrementos do gasto van inevitablemente unidos a aumentos nos impostos, a débeda pública ou a oferta monetaria, o estudio do efecto expulsión esixe atender a ámbolos dous lados do orzamento. De feito, neste traballo partimos da distinción —teórica— entre os efectos do gasto público *per se* e as consecuencias dos distintos métodos de financiamento á hora de estudar este fenómeno.

<sup>1</sup> Non obstante, como xa se apuntaba na definición que daban os profesores Dornbusch e Fischer, é frecuente na literatura limita-lo alcance do efecto expulsión á resposta do investimento productivo privado. Aínda que reiterámo-la nosa opinión de que ó falar deste fenómeno hai que referirse ó gasto privado no seu conxunto, é obrigado recoñecer que a expulsión do investimento ten unha importancia especial polas súas consecuencias sobre o lado da oferta da economía. Volvemos máis adiante sobre este punto.



## OS EFECTOS DO GASTO PÚBLICO *PER SE*

Cando a economía se atopa nunha situación de *pleno emprego*<sup>2</sup>, unha política fiscal expansiva expulsaría totalmente<sup>3</sup> ó sector privado. Neste caso, non é posible que un incremento do gasto público se traduza nunha expansión permanente do nivel de renda, polo que os recursos a disposición do sector privado deben reducirse na mesma contía. Esta expulsión produciríase a través dos efectos do estímulo fiscal sobre a taxa de inflación e os tipos de xuros e, no caso de que a expansión do gasto se financie con maiores impostos, a elevación da presión fiscal. A renda agregada e a taxa de inflación non volverán ó nivel inicial ata que se leve a cabo a necesaria transferencia de recursos do sector privado ó público<sup>4</sup>, dependendo a duración dos efectos expansivos sobre a renda nacional —o período de transición— da velocidade de axuste de prezos e salarios.

Este razoamento foi matizado<sup>5</sup> por moitos economistas seguindo distintos argumentos.

En primeiro lugar, como se sostivo con frecuencia, o efecto expulsión de carácter real só debería verificarse en condicións próximas ó pleno emprego. En situacións de desemprego —escenario onde precisamente a discusión sobre a eficacia estabilizadora dos es-

<sup>2</sup> Nestas condicións, dificilmente sería xustificable un aumento do gasto público como medida de control da demanda. A súa lóxica habería que buscala, máis ben, nas funcións de *asignación* e *redistribución* do sector público. Non obstante, é un feito xeralmente aceptado que a curva de oferta agregada a curto prazo ten en realidade unha pendente positiva. Polo tanto, se as expansións do gasto público son capaces de alterar, cando menos no curto prazo, o nivel de demanda agregada —isto é, non se produce un *crowding out ex-ante* como o que se deriva da análise dos *novos macroeconomistas clásicos*—, a produción podería elevarse incluso nunha situación de pleno emprego. A duración dos seus efectos sobre a renda real e a proporción na que o estímulo se traduciría en aumento da renda ou da inflación dependerán do lado da oferta (en termos do modelo OADA ámbolos dous aspectos virían dados, respectivamente, pola velocidade coa que se despraza a curva de oferta agregada a curto prazo e a pendente desta). En todo caso, parece oportuno facer un par de precisións terminolóxicas. En primeiro lugar, o output de pleno emprego medra continuamente, polo que en realidade sería mellor falar de *producción potencial* ou *tendencial*. A diferenza entre a produción potencial e a efectiva sería o *output gap* ou *brecha da produción*, que podería ser positiva —situación de desemprego— ou negativa —situación de sobreutilización económica dos factores—. En segundo lugar, o propio concepto de *pleno emprego* presenta problemas á hora de ser definido na práctica con precisión. Por iso, adóitase falar da *taxa de desemprego de desequilibrio* ou da *taxa de paro non aceleradora da inflación* —NAIRU— (ver, por exemplo, Krugman, 1994), que nos estaría indicando aquela taxa de desemprego que vén determinada polos factores *reais* da economía (figurando entre estes a actuación dos sindicatos, as regulacións no mercado de traballo, etc.) e que só pode ser modificada se se instrumentan as *políticas de oferta* adecuadas (Wyplosz e Burda, 1994).

<sup>3</sup> Atendendo á magnitude do efecto, é dicir, fixándonos no tamaño do multiplicador do gasto público respecto á renda nacional, poderíamos distingui-las seguintes posibilidades (Mora, 1984):

- *Crowding out completo ou total*:  $dY/dG = 0$  ou  $d(Y-G)/dG = -1$ . Prodúcese cando a diminución do gasto privado é igual ó aumento do gasto público, permanecendo constante a renda nacional.
- *Crowding out parcial*:  $0 < dY/dG < 1$  ou  $-1 < d(Y-G)/dG < 0$ . Prodúcese cando unha variación do gasto público provoca unha diminución no gasto privado de menor contía, polo que o aumento do gasto público ten efectos expansivos, aínda que limitados, sobre o nivel de renda.
- *Crowding out perverso ou super-crowding out*:  $dY/dG < 0$  ou  $d(Y-G)/dG < -1$ . Indica un desprazamento do sector privado superior ó incremento do gasto público.
- *Crowding in*:  $dY/dG \geq 1$  ou  $d(Y-G)/dG \geq 0$ . Indica unha relación positiva entre os aumentos do gasto público e do gasto privado.

<sup>4</sup> A proporción na que diminuirá o consumo e o investimento privados dependerá da sensibilidade de cada un ós cambios nos prezos e o tipo de xuros, e a incidencia efectiva dos maiores impostos no caso de que se opte por este método de financiamento.

<sup>5</sup> E mesmo é rexeitado de cheo polos economistas poskeynesianos, críticos coa economía de raíz neoclásica. En Anisi (1991) analízase a postura desta corrente de pensamento sobre o efecto expulsión.

tímulos fiscais se fai pertinente—, a economía keynesiana sostén que os incrementos da demanda se traducen en aumentos do nivel de renda en termos reais (efecto *crowding in*). A política fiscal non só non expulsará senón que estimulará o consumo e o investimento privados. Ademais, *ceteris paribus*, a maior demanda en presenza de marxes importantes de capacidade non utilizada ha minora-la necesidade de financiamento das empresas vía conta de resultados<sup>6</sup>.

Sen embargo, este formulamento debe ser á súa vez replicado. Unha situación de infrutilización dos recursos productivos pode vir explicada por unha falta da demanda, por restricións polo lado da oferta ou por unha combinación das dúas. Polo tanto, é preciso distinguir entre as situacións de desemprego atendendo á natureza das súas causas. Loxicamente, as expansións da demanda serían ineficaces, cando non prexudiciais, se os problemas dunha economía se atopasen fundamentalmente no lado da oferta.

A posibilidade de que nunha economía convivan ámbolos dous tipos de desemprego deu pé á construción de modelos macroeconómicos de desequilibrio a curto prazo a partir das contribucións xa clásicas de Barro e Grossman (1971) e, sobre todo, de Malinvaud (1977). Esta é a perspectiva que adopta, por exemplo, o MOISEES (Modelo de Investigación e Simulación da Economía Española). Os seus autores, á hora de especificar as funcións de oferta agregada e emprego, distinguen entre tres grupos de empresas atendendo ó réxime de desequilibrio baixo o que se atopa cada unha: que a demanda sexa escasa (a empresa estaría en *réxime keynesiano* ou de *restricción de demanda*); que a súa reserva de capital sexa escasa, dada a demanda do produto (estaría en *réxime clásico* ou de *restricción de capital*); e, en fin, que a forza laboral de que a empresa pode dispoñer sexa insuficiente, dada a demanda e a súa reserva de capital (situación de *inflación reprimida*) (ver Drèze e Bean, 1990, ou Molinas *et al.*, 1990). É dicir, o output de cada empresa sería:  $Y_i = \min(YD_i, YP_i, YL_i)$ , onde cada unha das tres variables das que depende o output producido pola empresa ( $Y_i$ ) representaría a produción máxima baixo cada un dos tres posibles réximes de desequilibrio. Loxicamente, esta expresión sería tamén válida para o conxunto da economía se tódalas empresas se viran sometidas ó mesmo tipo de racionamento. Dito doutro modo, se no modelo keynesiano tradicional un impulso da demanda se traslada ó nivel de produción a través do multiplicador, que toma a forma:  $M = 1 / 1 - c$  (onde  $c$  é a propensión marxinal ó consumo), no MOISEES o multiplicador dun shock de demanda transformaríase, heurísticamente, en  $M = [(1 / \Pi d) - c]$ , onde  $\Pi d$  sería a proporción de empresas en situación de restricción de demanda. Como as distintas empresas dunha economía nacional poden sufrir un tipo de desequilibrio diferente, non parece razoable supoñer que o conxunto da economía se enfrenta a un único réxime de racionamento cando se trata de fixa-lo rumbo da política económica ou de avalia-los seus efectos.

<sup>6</sup> Nesta liña, un recente estudio de Vallés e Estrada (1995) incide na importancia de distinguir entre as fontes de financiamento externo e interno á hora de analiza-las decisións empresariais sobre novos investimentos. Entre os motivos que aconsellan esa distinción, estes autores salientan o diferente tratamento fiscal dos recursos internos fronte ós recursos financeiros externos e a existencia de información imperfecta no mercado de capitais. Esta última característica fai que o financiamento da empresa e, polo tanto, a súa demanda de investimento, dependa da xeración de recursos internos e das características da propia empresa, xa que estas determinarán o custo e o volume dispoñible de financiamento externo.



En segundo lugar, non só debemos fixarnos nos efectos do gasto público sobre a demanda. A pesar de que é un feito que na meirande parte dos libros de texto a distinción entre gasto corrente e de capital non é unha cuestión central, nos últimos anos veuse recoñecendo de maneira crecente a súa relevancia tanto dende o punto de vista neoclásico —véxanse os traballos pioneiros de Aschauer (1989 e 1989b)—, como dende o keynesiano (Smithin, 1988). Aínda aceptando que polo lado da demanda ámbalas dúas compoñentes poden ter uns efectos similares, polo lado da oferta será considerada a posibilidade de que o investimento público, na medida que incrementa a reserva de capital público, inflúa positivamente sobre a produtividade e o crecemento económico. Como sinalan González-Páramo *et al.* (1993, p. 35) ó estima-la elasticidade do output con respecto ó stock de capital público: "*en línea con la evidencia disponible para otros países, los resultados subrayan la importancia que la distinción entre el gasto público corriente y el de capital tiene para analizar el impacto de la política presupuestaria. La diferenciación entre la inversión pública general y la dedicada a infraestructuras de transportes y comunicaciones ha puesto de manifiesto que no sólo importa la composición del gasto público entre gastos corrientes y de capital, sino que también es relevante la composición de la inversión pública entre inversión en infraestructuras y otro tipo de inversiones*".

Cremos que esta perspectiva contribúe a definir con maior precisión os termos da discusión sobre os efectos da política fiscal, xa que afirmacións tan xenéricas como por exemplo "debe reducirse o nivel de gasto público" ou "o gasto público afoga ó sector privado", carecen de sentido á vista do aquí exposto. Na mesma dirección exprésase García-Milá (1994, p. 175): "*La discusión sobre el impacto del gasto público en la economía ya no se puede ceñir exclusivamente al tamaño del gasto total, o a los efectos de formas alternativas de financiación, ya sea analizando impuestos alternativos o estudiando la conveniencia de modificar el déficit público en épocas de recesión o expansión. Al debate hay que añadirle también la discusión de qué composición debe tener el gasto público, no solamente desde el punto de vista de necesidades y justicia sociales, sino de las repercusiones en el entramado productivo, con todas las consecuencias que eso pueda tener para el crecimiento económico, la creación de empleo, y otros resultados de la economía en su conjunto*". Aínda que subscribimos plenamente a opinión destes autores, cremos necesario insistir en que dentro do gasto corrente se integran algunhas partidas —como as destinadas a educación ou sanidade— de transcendental importancia para a acumulación de capital humano, factor clave para o crecemento e desenvolvemento económicos. Pola contra, algúns gastos en infraestructuras que non sexan posteriormente aproveitadas polo sector privado, poderían parecerse máis a un subsidio ca a un investimento capaz de xerar riqueza.

Á parte do argumento baseado na existencia duns recursos reais limitados, os economistas investigaron outras canles de expulsión do gasto privado. Referímonos, en primeiro lugar, ós sinalados polo propio Keynes (1985). Entre estes, hai que salienta-lo *crowding out* vía *transaccións* ou *crowding out de Hicks*. Se o estímulo fiscal é efectivo, a expansión do nivel de renda ocasionaría un incremento na demanda transaccional de diñeiro que presionaría á alza ó tipo de xuros de equilibrio, agás que o goberno leve a cabo unha política monetaria acomodaticia. A magnitude deste tipo de *crowding out* estaría relacionada inversamente coa elasticidade da demanda de diñeiro respecto ó tipo de xu-

rôs ou, o que o mesmo, a velocidade de circulación do diñeiro. Unha alta elasticidade —unha velocidade de circulación que varíe de forma importante co tipo de xuros— reduciría a incidencia desta vía de expulsión. Algúns autores defenderon que este tipo de *crowding out* debería ser atribuído non tanto ó aumento do gasto público como a unha política monetaria excesivamente restrictiva (Currie, 1981)<sup>7</sup>.

Keynes tamén insistiu no papel das expectativas empresariais ó considera-la continxencia de que un aumento do gasto público minase a confianza dos empresarios sobre o seu futuro económico, afectando negativamente ó investimento privado. O impacto expansivo inicial do programa goberamental podería ser amortecido pola redución da eficacia marxinal do capital ou polo aumento da preferencia pola liquidez, sendo incerto o resultado final dos dous efectos.

A "ultrarracionalidade" dos axentes privados tamén pode se-la causa do *crowding out*. Se o comportamento do sector público se considera como unha extensión do propio sector privado (Domingo Solans, 1984) —isto é, os bens públicos e privados son bos substitutivos (Bailey, 1972)—, as variacións no gasto do primeiro serán compensadas *ex-ante* polo segundo, dando lugar, na súa versión máis extrema, a un efecto de expulsión total. Dito doutra maneira, o ratio combinado de aforros dos sectores privado e público sería máis estable ca calquera deles por separado (David e Scadding, 1974)<sup>8</sup>.

Ó analiza-los efectos inflacionistas dunha política fiscal expansiva ábrese unha nova vía de investigación. Temos que estudia-las consecuencias da inflación sobre o gasto do sector privado. A valoración dos efectos da fiscalidade sobre a inflación esixe diferencia-los efectos de orde macroeconómica dos de natureza microeconómica (Domingo Solans, 1995). Cando falamos dos primeiros débese distinguir, á súa vez, entre o impacto da política fiscal sobre a demanda agregada e a súa incidencia sobre a capacidade productiva a longo prazo —e, polo tanto, sobre os prezos— debido á redución no crecemento da reserva de capital que se deriva da expulsión do investimento privado. No ámbito microeconómico, hai que ter en conta que os impostos poden eleva-los prezos ben directamente —por exemplo, subas nos impostos indirectos—, ben de forma indirecta —a través dos cambios nas decisións dos axentes económicos en materia de aforro, consumo, investimento...—. Tampouco podemos perder de vista as consecuencias da elevación dos tipos de xuros sobre os custos financeiros das empresas e, a través destes, sobre os prezos —sobre todo cando o sector público acode ós mercados de capitais para financia-los seus programas de gasto—.

Como vemos, as canles a través das que a política fiscal inflúe sobre a taxa de inflación son variadas e a súa importancia relativa é unha cuestión basicamente empírica. Ademais, non está nada claro qué parte do aumento dos prezos podería atribuírselle ó gasto *per se* e qué parte ó seu financiamento. Por iso, e a pesar de estar tratando a relación entre a inflación e o gasto privado dentro do epígrafe dedicado ó primeiro, debemos ser conscientes de que ámbolos dous lados do presuposto son responsables das variacións

<sup>7</sup> Para que non existise este tipo de *crowding out*, ó fixa-la taxa de crecemento do diñeiro debería terse en conta o aumento da taxa de crecemento real provocado polo estímulo fiscal. Nas economías actuais, a capacidade de resposta rápida e efectiva dos Bancos Centrais ante calquera síntoma de falta de liquidez no sistema, fai que esta vía de expulsión poida ser descartada.

<sup>8</sup> Sobre estes aspecto é moi recomendable o recente traballo de Argimón (1996).



na taxa de inflación. Por exemplo, cando falamos do aumento da demanda, é obvio que unha expansión do gasto público ten un efecto impacto distinto sobre a demanda agregada se é financiado con impostos, débeda ou diñeiro. Pola súa parte, a existencia dun desprazamento do investimento responsable da redución na taxa de crecemento da reserva de capital da economía, ten que ver, de forma ben complicada, tanto co gasto como coa forma en que se financia. En cambio, só habería que considera-la incidencia dos tributos sobre a actuación dos axentes económicos privados se se opta por esta vía de financiamento. Finalmente, o aumento dos custos financeiros das empresas sería maior, a priori, se se escolle o endebedamento público para financia-las expansións fiscais.

A existencia dunha alta inflación inhibe o investimento privado productivo e a xeración de emprego, non xa porque se elevan os tipos de xuros nominais —se soben os prezos, tamén sobe o prezo do diñeiro—, senón porque calquera investimento especulativo en bens refuxio como o ouro, a terra, etcétera, promete maiores ganancias sen complicacións nin quebracabezas como ocorre co negocio empresarial (Domingo Solans, 1995). Entre as escasas referencias á existencia dunha relación positiva entre a inflación e o investimento privado hai que salienta-la contribución de Tobin (1978). Segundo este, a inflación faría menos atractiva a posesión de diñeiro debido á súa total vulnerabilidade fronte ás elevacións continuas de prezos. Os axentes privados veríanse apuxados a materializa-los seus aforros noutros activos —tanto financeiros como reais—, estimulando o crecemento da reserva de capital da economía. Aínda que este argumento teña a súa lóxica, hai que ter en conta que a inflación provoca unha perda de incentivo para aforrar e, pola contra, fomenta o uso inmediato da renda dispoñible (Gabarda, 1995), polo que a inflación sería máis un acicate do gasto consuntivo ca do investimento. Non obstante, tamén habería que ver en qué medida os efectos negativos da inflación sobre o patrimonio das familias poderían incentiva-lo aforro privado, xa que os individuos poderían procurar restablece-la relación entre o seu patrimonio e a súa renda (OCDE, 1991).

En canto ás consecuencias da inflación sobre os tipos de xuros, é obrigado observar dúas forzas que actúan en sentido contrario —Arestis (1992) e Corona e Díaz (1994)—, bautizadas por Infante e Stein (1976) como *efecto fiscal* e *efecto monetario*. Por unha parte, o aumento dos prezos orixina unha redución da oferta monetaria en termos reais<sup>9</sup>, que conduce a unha elevación dos tipos de xuros reais —o *efecto fiscal*—. Sen embargo, se as expectativas sobre maiores taxas de inflación provocadas polo shock de demanda se transmiten só parcialmente ou/e con atraso ós tipos de xuros nominais, produciríase unha redución nos tipos reais —o *efecto monetario*—. Este daríase sempre e cando non se verifique o *efecto Fisher*, que consiste precisamente na incorporación inmediata e total das previsións sobre os prezos ó custo do diñeiro. Na medida na que predomine o efecto monetario sobre o fiscal —cando menos ata que se axusten os tipos de xuros nominais para recolle-lo cambio nas expectativas— as expansións fiscais xerarían unha rebaixa no custo real do diñeiro, o que impulsaría o gasto do sector privado. Non obstante, con taxas de inflación controladas e mercados financeiros altamente desenvolvidos como os actuais,

<sup>9</sup> Se o aumento do gasto público se monetariza, o crecemento da oferta monetaria presionaríase á baixa —cando menos nun primeiro momento— ós tipos de xuros reais e nominais. A medida que esa redución se traduza nun aumento da demanda e, polo tanto, da produción, os prezos e as expectativas sobre a inflación volverían a subi-los tipos de xuros.

non só se reduce a probabilidade de que se produza esta situación. O formidable volume de información que se move neles e o seu carácter cada vez máis internacional fan que se castigue con gran rapidez e contundencia ás economías nas que aumenta —aínda que só sexa potencialmente— o grao de inestabilidade nominal (Rojo, 1994), dando lugar a primas de risco que de feito chegan a eleva-los tipos de xuros reais. A tiranía dos mercados pode chegar incluso a provocar un *super-crowding out* como resposta a unha expansión fiscal que sexa, cando menos ó seu xuízo, inoportuna.

Tampouco debemos perder de vista que o aumento dos prezos pode afectar ó consumo privado ó minorar tanto a riqueza neta —efecto riqueza indirecto do sector privado— como a renda real dispoñible das familias —debido á vulnerabilidade dos impostos progresivos sobre a renda fronte á inflación—. Se non se aplican os axustes pertinentes, canto maior sexa o nivel de prezos tanto maior será a proporción de renda real pagada en concepto do imposto, fenómeno coñecido na literatura fiscal como *progresividade en frío*. Do mesmo modo, debemos considera-la influencia que exerce a política fiscal sobre a demanda de diñeiro a través dos seus efectos sobre os prezos. Baixo o suposto de que a función de demanda de diñeiro depende da riqueza do sector privado, un aumento dos prezos orixina, *ceteris paribus*, unha redución da riqueza neta do sector privado e, polo tanto, unha contracción da demanda de diñeiro en termos reais, tendencia que se vería reforzada pola influencia do efecto Fisher sobre a composición da carteira de activos dos axentes económicos.

## O FINANCIAMENTO DO GASTO PÚBLICO E O EFECTO *CROWDING OUT*

### O FINANCIAMENTO MEDIANTE IMPOSTOS

No contexto da análise keynesiana básica, unha expansión orzamentaria ( $dG=dT > 0$ ) terá uns claros efectos estimulantes sobre o ritmo de actividade económica. O tamaño do multiplicador do presuposto equilibrado (Haavelmo, 1945), malia que é inferior ó do déficit público, garante que o gasto privado non será expulsado. Non obstante, este resultado vese cuestionado tanto polos argumentos baseados na existencia de efectos *crowding out* asociados ó incremento do gasto *per se*, como polos que se sustentan nas consecuencias do aumento da presión fiscal sobre o comportamento do sector privado. Ó falar destas últimas, hai que diferenciar entre os *efectos microeconómicos* sobre a eficiencia na utilización dos recursos e a distribución da renda e os *efectos macroeconómicos* sobre o nivel de capacidade productiva, emprego, prezos e crecemento. Non obstante, como nos lembran Musgrave e Musgrave (1992), debemos ser conscientes de que todos estes efectos están fortemente interrelacionados. Os efectos distributivos de determinadas medidas orzamentarias dependerán das súas consecuencias sobre a capacidade productiva e o emprego da economía, de igual forma que estas últimas estarán relacionadas cos cambios que se produzan na esfera distributiva.

Con respecto ós primeiros, é ben sabido que tódolos impostos aplicables fan diminuí-lo benestar dos individuos por dous motivos: a *carga directa do imposto* —que sería



igual ó trasvase de recursos do sector privado ó público— e o *exceso de gravame*, *perda do benestar* ou *custo de ineficiencia*—concepto que fai referencia ós efectos distorsionadores do sistema tributario sobre o comportamento dos axentes privados, que resultan gravosos para o contribuínte pero non resultan útiles para a Administración Tributaria—. Tampouco podemos esquecer a diferenza entre *incidencia formal* ou *legal* dos tributos e a súa *incidencia efectiva* ou *económica*.

No plano macroeconómico é preciso distinguir entre os efectos do aumento dos impostos sobre a demanda efectiva —o aumento da presión fiscal reduce a renda dispoñible do sector privado e, polo tanto, a súa capacidade de gasto—, e as súas consecuencias sobre a capacidade productiva dos cambios no esforzo laboral, o aforro e o investimento debidos ás alteracións nos incentivos dos axentes privados. Factores de importancia dificilmente esaxerable a medio e longo prazo xa que, cunha oferta de recursos naturais determinada, a produción potencial futura depende fundamentalmente da taxa de crecemento do factor traballo, a reserva de capital e a velocidade na introducción e difusión das melloras técnicas.

Aínda que calquera imposto aplicable afecta necesariamente ó comportamento do sector privado —todos supoñen un aumento da *carga directa*—, é ben sabido que uns inflúen máis ca outros sobre a capacidade productiva, a eficiencia, o nivel de demanda agregada ou a distribución da renda. Por iso, cando se discute sobre as consecuencias dos aumentos impositivos sobre o gasto privado, é fundamental precisar aspectos como as bases impositivas sobre as que recaerá (beneficios empresariais, rendas de traballo...) ou o poder dos suxeitos pasivos do tributo ou tributos á hora de trasladar a carga do imposto. En definitiva, non é suficiente con atender á magnitude do cambio na recadación tributaria para valoralos seus resultados sobre o gasto do sector privado. O coñecemento dos verdadeiros efectos do aumento dos impostos pasa, necesariamente, polo estudio das súas consecuencias sobre o comportamento dos axentes privados e da súa incidencia real. Estas poderían anular parcial, ou incluso totalmente, o carácter expansivo dos novos programas de gasto, provocando unha expulsión do sector privado aínda en situación de infrutilización dos recursos por falta de demanda.

## O DÉFICIT PÚBLICO

Cando o sector público non é capaz de cubrir tódolos seus gastos mediante o recurso ós ingresos non financeiros —basicamente de natureza tributaria—, xorde inexorablemente o déficit público. Para financiarlo as autoridades poden optar entre a apelación ó Banco Central<sup>10</sup> —financiamento monetario ou non ortodoxo— e o endebedamento público —financiamento con débeda ou ortodoxa—. No que segue, tratámo-lo estudio de ámbalas dúas alternativas.

<sup>10</sup> Chouraqui (1988) contempla a posibilidade de que o déficit público sexa financiado polo sistema bancario privado. Como veremos posteriormente, os seus efectos non serían moi distintos dos do financiamento a través do Banco Central. Sobre as vantaxes e inconvenientes do financiamento non ortodoxo do déficit pode consultarse o manual dos profesores Corona e Díaz (1994).

No modelo keynesiano básico ó que nos referimos anteriormente, o multiplicador do gasto público financiado con diñeiro é máximo, xa que ó aumenta-las disponibilidades líquidas non habería lugar, cando menos a curto prazo, para un efecto *crowding out* orixinado pola suba nos tipos de xuros. Mentres que na situación extrema —no tramo horizontal da curva de oferta agregada— as expansións da demanda se traducirían integralmente en melloras no nivel de ocupación, no resto dos casos a convexidade da *curva de Philips* —xeralmente admitida ata os primeiros anos setenta— aparentemente permitía mercar un maior emprego a cambio dun aumento na taxa de inflación. A aparición de estancamento con inflación —fenómeno que poñía en evidencia o trade-off a longo prazo entrámbalas dúas variables e preparaba o terreo para a chamada 'contrarrevolución monetarista'— e a aceptación do signo negativo na relación entre a taxa de inflación e o crecemento duradeiro e estable a longo prazo fixeron que, dende a chamada *crise do pé-troleo*, tanto as autoridades económicas nacionais coma os organismos internacionais (OCDE, FMI, etc.) se marcasen como obxectivo fundamental o control da inflación (Galindo, 1994), instrumentando unha política monetaria activa que cuestionaba seriamente o financiamento monetario do déficit.

O Banco Central pode compensa-los déficits mediante a concesión de créditos ou a adquisición dunha maior ou menor proporción da Débeda Pública emitida<sup>11</sup>. Neste caso, a base monetaria e a cantidade total de diñeiro medrarán inicialmente na mesma contía, aínda que a medida que transcorra o tempo e as entidades de crédito privadas respondan ó aumento da liquidez incrementando o seu investimento crediticio, tenderá a producirse un proceso de expansión monetaria secundaria a través do mecanismo multiplicador do diñeiro. Se existe unha política monetaria activa que fixa os seus obxectivos en termos de crecemento de certos agregados monetarios, haberá que aplicar medidas compensatorias de drenaxe de liquidez. O Banco Central veráse obrigado a reduci-lo volume de financiamento ó sistema bancario e, se o volume de fondos postos a disposición do sector público é moi importante, terá incluso que restrinxi-la liquidez da banca recorrendo a medidas como a elevación do coeficiente de caixa ou a esixencia de novos depósitos obrigatorios. Se non fosen suficientes as actuacións anteriores terá, en fin, que emitir algún tipo de activo que, pola súa rendibilidade, sexa atractivo para a banca como alternativa á hora de colocar unha parte da súa liquidez (Álvarez Rendueles, 1990).

<sup>11</sup> Como indicamos nunha nota previa, o déficit público podería ser financiado directamente a través das entidades de crédito privadas (en forma de préstamos directos ó Tesouro ou de adquisición de títulos públicos). As consecuencias serían moi semellantes. Sen embargo, a diferenza do que ocorre cando se apela ó Banco Emisor, non se produce un aumento inicial da base monetaria. Como advirte Chouraqui (19988, p. 394), "*el efecto monetario inmediato de un incremento en el déficit público a través de los bancos comerciales depende de que la deuda pública constituya un activo más o sea un sustitutivo para otros activos en la cartera del banco. Si el nivel de otros activos en poder de los bancos no se ve afectado —lo que requiere que éstos puedan modificar la relación entre sus reservas líquidas y sus depósitos— habrá un incremento simultáneo en los dos lados del balance. Consecuentemente, la oferta monetaria crecerá en un importe equivalente (...). Si, por otra parte, los bancos prefieren (ou son obrigados polo Instituto Emisor, engadiriamos nós) manter una relación fija entre sus reservas líquidas y sus depósitos, y no tienen exceso de reservas, la adquisición de otros activos —es decir, el crédito al sector privado— se reducirá por el importe de su nueva adquisición de títulos de deuda pública*". A conclusión de todo isto é que os efectos do financiamento do déficit a través do sistema bancario dependen fundamentalmente, cando menos a curto e medio prazo, da vontade do Banco Central de mante-la estabilidade de prezos.



Polo tanto, aínda que os déficits públicos monetarizados non son necesariamente inflacionistas a curto e medio prazo —a sostibilidade desta política a longo prazo é moi discutible (ver, por exemplo, Rojo, 1985 ou Álvarez Rendueles, 1990)—, o control monetario só pode exercerse restrinxindo o financiamento ó sector privado, o que conduciría a un efecto expulsión. Se se renuncia a aquel, o volume de financiamento non tería por que contraerse, pero o gasto privado sufriría as consecuencias dun aumento na taxa de inflación.

Para restablece-lo equilibrio nas súas finanzas, o sector público tamén pode decidirse pola emisión de débeda pública. Cando se trata de analiza-los seus efectos debemos referirnos, en primeiro lugar, á *hipótese sobre a equivalencia entre débeda pública e impostos*, idea retomada por R.J. Barro nun famoso artigo publicado en 1974<sup>12</sup>. Segundo os defensores da neutralidade da débeda pública, é indiferente, dende o punto de vista dos seus efectos macroeconómicos, o financiamento do déficit público con impostos ou con débeda. Se os axentes económicos privados son capaces de preve-las futuras obrigas tributarias para satisfice-lo pagamento de xuros e a amortización da débeda, aumentarán o seu nivel de aforro actual para facerlles fronte a estas obrigas, compensando o carácter expansivo do déficit. Se non se cumpre a equivalencia ricardiana —ou só o fai parcialmente—, a débeda pública formará parte da riqueza neta do sector privado, polo que ós efectos estimulantes do gasto *per se* habería que engadir-lles os subseguintes efectos riqueza<sup>13</sup>. Ademais, na medida en que o maior endebedamento público non provoque un aumento no aforro do sector privado, competirá coa débeda privada nos mercados de capitais, dando lugar a un efecto *crowding out* de natureza financeira —orixinado tanto pola diminución no volume de recursos a disposición dos prestameiros privados (expulsión vía cantidades), como pola alza no tipo de xuros (expulsión vía custo)—.

Finalmente, hai que referirse ó *efecto crowding out de carteira*. Unha apelación continua do sector público ós mercados de capitais podería chegar a crear crecentes desequilibrios na composición da carteira dos axentes privados, que para subscribir sucesivas emisións de débeda esixirían uns rendementos cada vez maiores, provocando unha presión alcista sobre o custo do diñeiro.

A transcendencia de todos estes efectos depende de maneira fundamental da *política de xestión ou control da débeda pública* que se siga. Se os bonos fosen emitidos a curto prazo e tivesen unha liquidez suficiente como para ser bos substitutivos do diñeiro, reduciríanse as tensións nos mercados financeiros. Non obstante, a existencia destes activos,

<sup>12</sup> Por motivos de brevidade non podemos entrar a discutir esta importante cuestión. Para unha breve revisión histórica da xénese e a evolución desta hipótese pode consultarse, entre outros moitos, o artigo de González-Páramo e Raymond (1987).

<sup>13</sup> Dentro destes efectos riqueza habería que distinguir entre os directos —polo aumento dos activos en mans privadas— de signo positivo, e os indirectos —polo aumento dos prezos e os tipos de xuros— de signo negativo, sendo incerto o resultado neto. Segundo que este sexa positivo ou negativo, as intencións de gasto privado en consumo serán máis altas ou máis baixas, pero tamén o será a demanda de diñeiro. Producirase, daquela, unha situación simétrica á do *crowding out financeiro vía tipos de xuros*. Daquela viamos que canto máis elástica era a demanda privada e menos sensible a demanda de diñeiro con respecto ó tipo de xuros, maior era o efecto *crowding out*. Agora, en cambio, canto máis elevada sexa a elasticidade do consumo privado e máis reducida a do diñeiro con respecto á riqueza, menor será a expulsión.

de características tan próximas ó diñeiro, sería un claro sinal dunha incorrecta definición do agregado monetario controlado polo Banco Central, o que podería erosionar a eficacia dunha política monetaria orientada á estabilidade de prezos (Chouraquí, 1988, p. 398).

## O EFECTO 'CROWDING OUT' NUNHA ECONOMÍA ABERTA

Aínda que ata agora vimos considerando o caso dunha economía pechada, as economías nacionais están vinculadas, en maior ou menor grao, co resto do mundo. Esta relación prodúcese a través de dúas grandes vías que son as dúas caras dunha mesma moeda: o comercio de bens e servizos e as finanzas. Como cabería esperar, a introducción destas relacións complica aínda máis o estudo dos efectos da política fiscal en xeral e do efecto expulsión en particular. Neste sentido, queremos insistir sobre as dificultades de obter regras teóricas que vinculen claramente a política fiscal coa restricción exterior. O feito de que unha mesma política fiscal poida ter resultados distintos dependendo dos desequilibrios internos existentes e a recoñecida importancia das expectativas dos axentes económicos (González-Páramo *et al.*, 1992) a ser precavidos ante os resultados que de seguido se presentan.

Ó reconducir a discusión sobre o efecto de desprazamento ó ámbito dunha economía aberta, atopámonos con que o sector público ten a posibilidade de apelar ó capital estranxeiro para financiar os seus déficits, aliviando así as tensións nos mercados financeiros nacionais. Sen embargo, a necesidade de financiamento exterior pode obrigar a elevar os tipos de xuros desprazando o gasto do sector privado. Ademais, a entrada de capitais exteriores aprecia a moeda nacional, ocasionando unha redución das exportacións netas que empeora a situación da balanza por conta corrente e, en fin, reduce a incidencia do estímulo fiscal. Como é lóxico, a validez e o alcance de todas estas afirmacións varía de forma notable dependendo do sistema de tipos de cambio vixente e do grao de mobilidade internacional do capital. Por iso é preciso repasar, cando menos brevemente, a resposta do sector exterior ás políticas fiscais expansivas nos catro escenarios extremos posibles (tipo de cambio fixo e nula mobilidade do capital, tipo de cambio fixo e mobilidade perfecta de capital, tipo de cambio flexible e nula mobilidade de capital e, por último, tipo de cambio flexible con mobilidade perfecta do capital), tarefa que acometemos de seguido<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> Aínda que na realidade non se adoitan dar as situacións extremas cando falamos do grao de mobilidade de capital, e o máis frecuente é a existencia de sistemas de tipos de cambio comprendidos entre os dous casos límite presentados (un exemplo sería o mecanismo de cambios do Sistema Monetario Europeo), podemos contemplar os distintos escenarios reais como combinacións destes catro "casos puros". Co obxecto de simplificar a análise, ímonos concentrar no estudo de economías de pequeno ou mediano tamaño, isto é, economías cunha influencia sobre as variables macroeconómicas a nivel mundial escasa. Ademais, imos supoñer que a economía sofre un certo grao de desemprego keynesiano, o que implica que, cando menos parcialmente, os aumentos do gasto público se traducirán nun aumento do nivel de renda. A asunción deste suposto permite concentrarnos nas limitacións adicionais que introduce o sector exterior, deixando a un lado as posibles restriccións internas de tipo clásico que poida experimentar a economía. Neste sentido, Viñals (1986) propón un modelo no que se dá conta dos efectos da política fiscal en función tanto do tipo de desemprego predominante (clásico ou keynesiano), coma do carácter transitorio ou permanente dos aumentos do gasto público.



## EFFECTOS DUNHA POLÍTICA FISCAL EXPANSIVA BAIXO UN TIPO DE CAMBIO FIXO E NULA MOBILIDADE DO CAPITAL

Nunha economía aberta, a expansión da renda a consecuencia do aumento do gasto público provocaría un aumento das importacións que, cunha nula mobilidade internacional do capital, non podería ser financiado por un fluxo de capitais en sentido contrario. Como resultado, a moeda do país veríase sometida a presións baixistas, forzando ó Banco Central a intervir no mercado de divisas —mercado moeda nacional— para mante-lo tipo de cambio. Deste modo, endureceríanse as condicións monetarias ata que a balanza de pagamentos volveuse a estar en equilibrio. Ó final de todo o proceso, retornaríase ó nivel de renda inicial, téndose producido un efecto desprazamento total (Currie, 1981). Este é o chamado *mecanismo de axuste automático*. Se o goberno optase por unha esterilización da súa intervención mercando bonos nos mercados nacionais, tarde ou cedo tería que levar a cabo unha política discrecional de axuste para enfriar-la demanda interna (política de redución do gasto), ou ben optar por unha solución máis drástica e inmediata como podería ser unha desvalorización (política de desviación do gasto).

En calquera caso, habería que ter en conta os potenciais efectos inflacionistas da política fiscal que, ó deteriora-la competitividade da economía, agravarían os problemas da balanza de pagamentos e obrigarían a aplicar para a súa corrección políticas de axuste que poderían chegar a provocar un *super-crowding out*.

En resumidas contas, o sector exterior convértese nun claro atranco da política fiscal cando os tipos de cambio son flexibles e non existe mobilidade internacional do capital. Non é só que os déficits públicos deban ser financiados apelando á capacidade de financiamento do sector privado nacional como ocorría cando falabamos de economías pechadas. Agora, a existencia dunha restricción exterior pode imposibilitar calquera esforzo das autoridades por eleva-lo nivel de renda a través do orzamento, aínda en situacións de infrutilizacións dos recursos por falta de demanda.

## EFFECTOS DUNHA POLÍTICA FISCAL EXPANSIVA BAIXO UN TIPO DE CAMBIO FIXO E MOBILIDADE PERFECTA DO CAPITAL

Neste caso<sup>15</sup>, a política fiscal sería moi efectiva. Un shock de demanda traduciríase nunha expansión do nivel de renda —e, polo tanto, das importacións— e do tipo de xuros. Con mobilidade perfecta do capital, o aumento do prezo do diñeiro atraería un volume de capitais estranxeiros superior á necesidade de financiamento exterior, o que provocaría un importante superávit nas contas exteriores e, en fin, xeraría tensións apreciati-vas sobre a divisa nacional mentres se manteña o diferencial nos tipos de xuros. Nestas

<sup>15</sup> Os resultados que presentamos neste epígrafe derivanse da coñecida análise de R. Mundell e M. Fleming que amplía o modelo ISLM de Hicks-Hansen ó caso dunha economía aberta. A pesar das súas recoñecidas limitacións —entre outras, o partir do suposto de prezos fixos ou a non consideración dos efectos das expectativas sobre o tipo de cambio (Parejo *et al.*, 1989)— segue sendo unha referencia obrigada para o estudio da política de estabilización no caso de pequenas economías abertas —e que se enfrontan, polo tanto, a un tipo de xuro mundial dado—. O modelo de Mundell-Fleming parte da hipótese de mobilidade total e perfecta do capital a nivel internacional e é válido para economías con tipos de cambio fixos ou flexibles.

circunstancias, o goberno veríase forzado a aumenta-la oferta monetaria ata o punto no que o tipo de xuros nacional se equiparase ás condicións fixadas nos mercados financeiros internacionais, alcanzándose o equilibrio exterior nun nivel de renda superior ó inicial.

O compromiso de manter un tipo de cambio fixo fai que a cantidade de diñeiro sexa endóxena ó sistema<sup>16</sup>, e os efectos sobre o nivel de renda dunha expansión fiscal corresponderían ó multiplicador keynesiano sinxelo cando non se ten en conta o sector monetario. Este resultado debilítase cando o grao de mobilidade non é total, o que de feito acostuma ocorrer na realidade. Canto menor sexa a mobilidade, maior será o aumento do tipo de xuro necesario para equilibra-la balanza de pagamentos e, polo tanto, maior será o risco de que o gasto do sector privado sexa expulsado. Tampouco podemos esquecernos de que a entrada de capitais estranxeiros ten as súas limitacións, xa que é imposible manter e financia-los déficits por conta corrente indefinidamente ou durante longos períodos de tempo. Antes ou despois, de maneira automática ou discrecionalmente, a economía terá que elimina-lo seu déficit exterior.

Así mesmo, é preciso prestar atención ós posibles efectos riqueza que actuarían sobre a demanda de diñeiro e a función de consumo, provocados tanto pola variación na posición neta de activos estranxeiros en mans do sector privado, coma polos cambios nas dispoñibilidades líquidas derivadas das intervencións no mercado de divisas. Por último, habería que ter en conta os efectos da inflación provocada polo shock de demanda sobre a competitividade da economía (aspecto que, como xa comentamos, non recolle o modelo de Mundell-Fleming).

### **EFFECTOS DUNHA POLÍTICA FISCAL EXPANSIVA BAIXO UN TIPO DE CAMBIO FLEXIBLE E NULA MOBILIDADE DE CAPITAL**

Baixo estas condicións, un estímulo fiscal xeraría un déficit da balanza por conta corrente que tendería a deprecia-la moeda nacional. Ó mellora-la relación de intercambio, aumentarían as exportacións e reduciríanse as importacións ata volver ó equilibrio exterior nun nivel superior de renda. É dicir, a expansión inicial da demanda veríase reforzada polo comportamento do sector exterior. En calquera caso, o aumento da competitividade podería verse reducido polos efectos inflacionistas da política fiscal —xa sexan de carácter directo (pola expansión da demanda) ou indirecto (polo aumento do prezo das importacións)—.

### **EFFECTOS DUNHA POLÍTICA FISCAL EXPANSIVA BAIXO UN TIPO DE CAMBIO FLEXIBLE E MOBILIDADE PERFECTA DO CAPITAL**

A tendencia dos tipos de xuros a subir como resposta ó aumento da demanda atraería ó capital internacional provocando un superávit na balanza de pagamentos que apreciaría

<sup>16</sup> Este é o resultado do chamado *cuarteto inconsistente* (Tugores, 1993), expresión que alude á imposibilidade de manter unha política monetaria autónoma nun contexto de tipos de cambio fixos, liberdade de comercio entre os países e mercados de capitais integrados internacionalmente..



o tipo de cambio da moeda nacional. A consecvente perda de competitividade provocaría unha redución das exportacións netas que trasladaría á economía cara ó nivel de renda e tipo de xuros iniciais. Esta corrección dos desequilibrios exteriores mediante a variación na cotización da divisa nacional é o que se coñece como efecto *crowding out a través do tipo de cambio*. O estímulo fiscal exportaríase ó resto do mundo porque, ó final de todo o proceso, o nivel de renda non tería aumentado. Unicamente se tería producido unha variación na composición da demanda interna a favor do sector público. Non obstante, neste caso a redución no custo das importacións contribuiría a reduci-las presións inflacionistas provocadas polo shock de demanda inicial.

## RESUMO E CONCLUSIÓNS

O efecto *crowding out* é o resultado dun complicado armazón de relacións entre multitude de variables, o que fai que o seu estudio non sexa unha tarefa sinxela. Como vimos, a existencia daquel depende, entre outros factores, do estado da economía —nivel de utilización dos recursos productivos e tipo de desemprego existente—, das condicións que rexen o comportamento do sector exterior —régime de tipos de cambio vixente, grao de mobilidade internacional do capital...—, do tipo de financiamento empregado —impostos, débeda ou diñeiro—, do grao de racionalidade dos axentes privados —neutralidade da débeda, expectativas racionais...—, da composición do gasto público —consumo, investimento en infraestructuras, etc.—. En calquera caso, debemos ser conscientes de que o *crowding out* non é un fenómeno de "todo ou nada" (Buitter, 1977), senón que nos atopamos ante unha cuestión de grao que, en última instancia, debe ser resolta apelando á observación e á análise da evidencia empírica.

Cando efectivamente existe unha expulsión do investimento privado, redúcese a taxa de acumulación da reserva de capital productivo, diminuindo así o potencial de crecemento futuro da renda e o emprego. Este resultado dota de maior relevancia, se cabe, á discusión sobre o efecto *crowding out*. E iso porque, independentemente de que os aumentos do gasto teñan como meta principal a estabilización a curto prazo da economía —caso no que a existencia daquel supón un serio cuestionamento da súa eficacia— ou outro tipo de obxectivo relacionado coas restantes *ramas musgravianas* da facenda pública, importa coñecer cáles son os custos a longo prazo da redución nos niveis de aforo e investimento privados que se poden chegar a producir como resposta á actividade financeira das AA.PP.

## BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ RENDUELES, J.R. (1990): "Política fiscal macroeconómica y déficit público, en E. Albi [dir.]: *La Hacienda Pública en la democracia*, pp. 277-288. Barcelona: Ariel.
- ANISI, D. (1991): *Modelos económicos. Una interpretación de la macroeconomía*. 3ª ed. Madrid: Alianza.

- ARESTIS, P. (1992): "¿Hay crowding out del gasto privado por las acciones públicas?", en Calvo e Galindo [ed.]: *Lecturas sobre política fiscal*, pp. 645-667. Madrid: IEF.
- ARGIMÓN, I. (1996): "El comportamiento del ahorro y su composición: Evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea", *Estudios Económicos*, 35. Banco de España, Servicio de Estudios.
- ASCHAUER, D.A. (1989a): "Does Public Capital Crowd-Out Private Capital?", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 24, pp. 171-188.
- ASCHAUER, D.A. (1989b): "Is Public Expenditure Productive", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 23, pp. 177-200.
- BAILEY, M.J. (1972): *Renta nacional y nivel de precios*. 2ª ed. Madrid: Alianza.
- BARRO, R.J.; GROSSMAN, H.I. (1971): "A General Disequilibrium Model for Income and Employment", *American Economic Review*, Vol. 61, pp. 82-93.
- BARRO, R.J. (1974): "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, Vol. 82, pp. 1.095-1.117.
- BELADI, H.; LYON, K.S. (1989): "Government Expenditures and the ex-ante Crowding Out Effect: An Examination", *Applied Economics*, Vol. 21, N. 10, pp. 1.411-1.420.
- BLINDER, A.; SOLOW, R. (1973): "Does Fiscal Policy Matter?", *Journal of Public Economics*, Vol. 2, pp. 319-337.
- BUITER, W. (1977): "Crowding-Out and the Effectiveness of Fiscal Policy", *Journal of Political Economy*, Vol. 7, pp. 309-328.
- CALVO, B.; GALINDO, M.A. (1990): *La teoría de la política fiscal*. Madrid: Dykinson.
- CALLE, R. (1980): "Los recientes desarrollos en la teoría de la política fiscal: Una síntesis", *Revista de Economía Política*, N. 85, pp. 7-118.
- CALLE, R. (1983): "La eficacia de la política fiscal y los efectos crowding out: Unas consideraciones adicionales", *Revista de Economía Política*, N. 93, pp. 7-44.
- CARVALHO, F. (1994): "The Crowding Out Debate: Old Barrels for Old Wine", *Economies et Sociétés*, Vol. 28, N. 1-2, pp. 171-188.
- CORONA, J.; DÍAZ, A. (1994): *Teoría básica de la hacienda pública*. Barcelona: Ariel.
- CURRIE, D.A. (1981): "Monetary and Fiscal Policy and the Crowding-Out Issue", en M.J. Artis e M.H. Miller [comp.]: *Essays in Fiscal and Monetary Policy*, pp. 12-38. Oxford: Oxford University Press.
- CHOURAQUI, J.D.; BLUNDELL-WIGNAL, A. (1982): "El efecto expulsión", *Papeles de Economía Española*, N. 10, pp. 113-116.
- CHOURAQUI, J.D. (1985): "El déficit público en los países de la OCDE", en E. Fuentes Quintana: *Hacienda Pública: Introducción y presupuesto*, pp. 353-377. Madrid: Rufino García.
- CHOURAQUI, J.D. (1988): "Los déficits presupuestarios, el crecimiento monetario y el fenómeno crowding out", *Papeles de Economía Española*, N. 33, pp. 293-404.
- DAVID, P.A.; SCADDING, J.L. (1974): "Private Saving: Ultrarationality, Aggregation and Denison's Law", *Journal of Political Economy*, Vol. 85, N. 2, pp. 225-249.
- DOMINGO SOLANS, E. (1984): "El efecto crowding out", *Papeles de Economía Española*, N. 18, pp. 398-403.
- DOMINGO SOLANS, E. (1995): "Inflación y política fiscal en España", *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, N. 1-2, pp. 433-443.
- DOMÍNGUEZ DEL BRÍO, F.; CANALS, J. (1985): "Efectos riqueza y crowding out", *Hacienda Pública Española*, N. 92, pp. 17-32.
- DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. (1994): *Macroeconomía*. 6ª ed. Barcelona: McGraw Hill.
- DRÈZE, J.; BEAN, C. (1990): *Europe's Unemployment Problem*. Cambridge, Mass.: MIT Press.



- ERENBURG, S.J. (1993): "The Real Effects of Public Investment on Private Investment", *Applied Economics*, Vol. 25, pp. 831-837.
- FRIEDMAN, B.M. (1978): "¿Crowding-out o Crowding-in?", *Brookings Papers on Economic Activity*, N. 3, pp. 593-654.
- FRIEDMAN, M. (1972): "Comments on the Critics", *Journal of Political Economic*, Vol. 80, pp. 906-950.
- FUENTES QUINTANA, E. (1979): "La política presupuestaria del sector público y la estabilidad económica a corto plazo: Situación actual", *Hacienda Pública Española*, N. 57, pp. 17-35.
- GABARDA, L. (1995): "Ahorro e inflación", *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, N. 1-2, pp. 427-431.
- GALINDO, M.A. ET AL. (1991): "El déficit público: Efectos e implicaciones", *Hacienda Pública Española*, N. 119, pp. 125-137.
- GALINDO, M.A. (1994): *Paro e inflación en Europa*. Madrid: Eudema.
- GARCÍA-MILÁ, T. (1994): "Impacto de la inversión pública en el crecimiento económico", en J. Velarde et al. [ed.]: *El Estado en la economía española*, pp. 173-191. Madrid: Civitas.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M.; RAYMOND, J.L. (1987): "¿Son equivalentes deuda pública e impuestos?: Teoría y evidencia", *Papeles de Economía Española*, N. 33, pp. 365-392.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M. ET AL. (1992): *Teoría de la Hacienda Pública*. Barcelona: Ariel.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M. ET AL. (1993): "Productividad e infraestructuras en la economía española", *Documentos de Trabajo del Servicio de Estudios del B.E.*, N. 9.313.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M. (1994): "Estado de bienestar, crecimiento económico y distribución de la renta", en VV.AA.: *II Xornadas da AGEESP*, pp. 599-635. Santiago de Compostela.
- HAAVELMO, T. (1945): "Multiplier Effects of a Balanced Budget", *Econometrica*, Vol. 13, pp. 311-318.
- INFANTE, E.F.; STEIN, J.L. (1976): "Does Fiscal Policy Matter?", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 2, pp. 473-500.
- KEYNES, J.M. (1985): *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Madrid: FCE.
- KRUGMAN, P. (1994): *Vendiendo prosperidad*. Madrid: Ariel.
- LAGO, S. (1995): *El efecto crowding out: Teoría y evidencia empírica en el caso español*. [Tesiña de licenciatura]. Santiago de Compostela.
- LAIDLER, D. (1980): *La demanda de dinero*. 2ª ed. Barcelona: Antoni Bosch.
- LÓPEZ OTERO, J.L. (1982): "Deuda pública y política fiscal", en J.L. López Otero [ed.]: *La deuda pública*, pp. 537-582. Madrid: IEF.
- MALINVAUD, E. (1977): *Una reconsideración de la teoría del paro*. Barcelona: Antoni Bosch.
- MILLÁN, R. (1991): "Efectos crowding out y expectativas racionales: Una aproximación", *Hacienda Pública Española*, N. 119, pp. 99-109.
- MOLINAS, C. [DIR.] (1990): *MOISEES. Un modelo de investigación y simulación de la economía española*. Barcelona: Antoni Bosch / Instituto de Estudios Fiscales.
- MORA, A. (1984): "El concepto de crowding out y su análisis empírico", *Hacienda Pública Española*, N. 88, pp. 189-194.
- MUSGRAVE, R.A.; MUSGRAVE, P.B. (1992): *Hacienda pública teórica y aplicada*. Madrid: McGraw Hill.
- OCDE (1991): "Déficit presupuestario y efecto expulsión", *Hacienda Pública Española*, N. 119, pp. 179-188.
- PAREJO, J.A. ET AL. (1995): *Curso de Política Económica*. Madrid: AC.
- ROJO, L.A. (1985): "El déficit público", en E. Fuentes Quintana: *Introducción y presupuesto*, pp. 404-415. Madrid: Rufino García.

- ROJO, L.A. (1994): "Las instituciones de Bretton Woods y la globalización de los mercados financieros", *Boletín Económico del B.E.*, (xullo-agosto), pp. 5-12.
- SMITHIN, J.N. (1988): "La composición del gasto público y la eficacia de la política fiscal", *Hacienda Pública Española*, N. 117, pp. 171-179.
- TOBIN, J. (1978): "Government Deficits and Capital Accumulation", en D.A. Currie *et al.* [ed.]: *Contemporary Economic Analysis*, Vol. 2, pp. 207-234. Londres: Croom Helm.
- TUGORES, J. (1995): *Economía internacional e integración económica*. Madrid: McGraw Hill.
- VALLÉS, J.; ESTRADA, A. (1995): "Inversión y costes financieros: Evidencia en España con datos de panel", *Documentos de Trabajo del Servicio de Estudios del B.E.*, N. 9.506.
- VIÑALS, J. (1986): "La política fiscal y la restricción exterior", *Documentos de Trabajo del Servicio de Estudios del B.E.*, N. 8.607.
- WYPLOSZ, C; BURDA, M. (1994): *Macroeconomía: Un texto europeo*. Barcelona: Ariel.

