

# La eficacia de la política fiscal y los efectos «crowding-out»: Unas consideraciones adicionales

RICARDO CALLE SAIZ

Catedrático de Hacienda Pública  
y Derecho Fiscal

«El más severo ataque teórico sobre la potencia de la política fiscal ha procedido de aquellos economistas que hacen especial hincapié en los efectos monetarios y/o riqueza de la intervención fiscal. Consideran el análisis basado en un modelo keynesiano simple e ingenuo, al centrarse solamente en los impactos iniciales e ignorar otras consecuencias que puedan compensar los estímulos fiscales. Este debate, analizado principalmente en el contexto de una restricción presupuestaria, resalta la naturaleza de la división entre monetaristas y neo-keynesianos.» (A. T. PEACOCK y G. K. SHAW: *Is Fiscal Policy Dead?*)

«El *crowding-out* puede ser de tipo directo, según el cual hay un desplazamiento directo de la producción privada por los bienes y servicios ofrecidos públicamente; o puede ser un *crowding-out* financiero indirecto. En este último caso, el incremento en el gasto público eleva la renta, la demanda de los saldos para transacciones y, a menos que exista una expansión monetaria acomodaticia, aumenta el tipo de interés. El alza de los tipos de interés deprime la sensibilidad-interés de los gastos del sector privado directamente; y dado que también disminuye el valor del mercado del *stock* existente de títulos públicos, que son parte de la riqueza neta del sector privado, disminuirán también los gastos privados, incluso aunque no sean sensibles a los cambios en los tipos de interés. Verdaderamente, estos efectos riqueza perversos pueden ser tan fuertes que una política fiscal aparentemente expansiva puede reducir el nivel de la renta nacional.» (S. T. COOK y P. M. JACKSON: «Prologue», en *Current Issues in Fiscal Policy*.)

«Existen obviamente medidas alternativas de política fiscal cuyo efecto *crowding-out* no es el mismo. Pocos economistas admitirían hay un efecto *crowding-out* completo de carácter directo sobre el gasto privado por el gasto público, y pocos negarían, asimismo, la posibilidad de que este efecto se produzca en la realidad. Dicho en menos palabras: los efectos *crowding-out* constituyen un problema, y su dimensión es una cuestión empírica que debe evaluarse a través del comportamiento real observado. Se trata de efectos que deben contabilizarse al elaborarse los modelos económicos, y esos efectos deben estimarse al propugnar y tratar de aplicar medidas concretas de política fiscal.» (E. FUENTES: *La política presupuestaria y la estabilidad económica*.)

## 1. CONSIDERACIONES PREVIAS

En un trabajo que publicamos en 1980 sobre los recientes desarrollos en la teoría de la política fiscal (REVISTA DE ECONOMÍA POLÍTICA, mayo-agosto, págs. 7-118) hacíamos especial referencia a los trabajos de Blinder-Solow, Carlson-Spencer, Artis y Taylor, pero sobre todo al de W. H. Buitter, por entender que ofrecía una taxonomía del *crowding-out* realmente sugestiva al diferenciar el *crowding-out* directo e indirecto, a corto y a largo plazo. Seguimos remitiendo al contenido de nuestro trabajo, por entender que, a nivel elevado, sigue reflejando exhaustivamente la problemática del *crowding-out*. No obstante, pensábamos entonces, y lo seguimos haciendo ahora, que se echaba en falta un trabajo que sintetizase esta problemática, laguna que al ser cubierta por D. A. Currie, en su aportación *Monetary and Fiscal Policy and the Crowding-out Issue* (1), creemos que concede utilidad ofrecer al estudioso la síntesis de su aportación que, indudablemente, complementa el apartado tercero de nuestro trabajo anteriormente citado. Una matización se impone por nuestra parte; nos referimos al convencimiento de que, al profundizar en el trabajo de este autor, estamos evitando que pase desapercibido entre nosotros su esfuerzo científico, como por desgracia sucede con otros muchos trabajos de esta naturaleza.

Dicho lo anterior, insistir en que Currie intenta ofrecer una síntesis de la literatura teórica referente a la relativa eficacia de la política fiscal y monetaria y a la cuestión con ella relacionada del *crowding-out* de los gastos del sector privado (o, más específicamente en determinados contextos, de la inversión privada) por los gastos públicos. Como reconoce este autor, el debate sobre el *crowding-out* tiene, por supuesto, una larga historia, pero ha alcanzado una particular relevancia en la pasada década en el contexto del debate monetarista-keynesiano. Un conjunto de estudios empíricos han intentado determinar la importancia del *crowding-out*, tanto a corto como a largo plazo, pero los problemas de contemplar los posibles canales a través de los cuales puede operar el *crowding-out* exige un esfuerzo adicional, que Currie, añadimos nosotros, ha realizado al profundizar sobre los cuatro importantes temas:

---

(1) Publicado en *Essays in Fiscal and Monetary Policy*. Edited by M. J. ARTIS y M. H. MILLER. Oxford University Press, 1981, págs. 12-38.

a) La razón fundamental para que se produzca *crowding-out* (efecto cuyo contenido se colige fácilmente de las citas con que iniciamos este trabajo) es la existencia de restricciones reales, ya sea como consecuencia de falta de capacidad o de trabajo, sobre la expansión de la producción real en la economía. En consecuencia, los economistas como los monetaristas, que adoptan el mecanismo de inflación mayores expectativas-exceso de demanda, por lo que la economía tiende naturalmente hacia la plena utilización de los recursos (sujeta a la incertidumbre y a restricciones informales), naturalmente creen en el *crowding-out* a largo plazo. Desde este punto de vista, los efectos expansivos a corto plazo de la política fiscal se alcanzan a costa de una permanentemente más elevada tasa de inflación. Un punto de vista contrario es el sustentado por aquellos economistas que rechazan este enfoque neoclásico de la forma como actúa la macroeconomía en favor del basado en el enfoque de la negociación de la determinación de los salarios y de rendimientos a escala en la producción creciente e incluido el progreso técnico. Desde esta perspectiva, la política fiscal puede tener efectos expansivos a corto plazo sin mayor inflación al aumentarse el nivel de capacidad y utilización del trabajo; a más largo plazo, los efectos pueden mantenerse impulsando la rentabilidad y la inversión, y llevando a la economía a un más alto esquema de crecimiento. Pues bien, D. A. Currie no discute los méritos de esas posiciones, sino que simplemente deduce sus implicaciones para el debate *crowding-out*.

b) En adición a la existencia de restricciones reales sobre la expansión de la producción, el efecto *crowding-out* puede generarse como consecuencia de que se produce una variedad de efectos-riqueza resultantes de cambios fiscales (éstos surgen de la financiación de cualquier déficit resultante y de variaciones inducidas en los precios). Sin embargo, es importante retener que al menos que el *crowding-out* deba ocurrir necesariamente como consecuencia de las restricciones sobre la expansión de la producción real en la economía, tal *crowding-out* realmente resulta de una elección inadecuada de la política monetaria. En expresión de este autor, «si la política fiscal y monetaria actúan deseablemente en tándem, esta forma de *crowding-out* no es necesario que se produzca. La atención se ha centrado sobre ello en la literatura existente como consecuencia de una tendencia a examinar los efectos de la política

fiscal no acompañada por algunas variaciones monetarias acomodaticias. Mientras que esto puede ser significativo para el debate teórico entre monetaristas y keynesianos, esto no tiene un gran interés desde la perspectiva de la política, excepto para ayudar a establecer la combinación apropiada entre instrumentos monetarios y fiscales» (2).

c) Aunque una gran parte de la literatura no distingue entre los efectos a medio y a largo plazo de los déficits fiscales financiados por títulos y las variaciones fiscales de un presupuesto equilibrado, los efectos son totalmente distintos. Esto se aplica tanto a una economía cerrada como a una economía abierta. Por esta razón es necesario distinguir las políticas que generalmente se consideran conjuntamente bajo el rótulo general de política fiscal.

d) Los efectos a largo plazo de la política fiscal son totalmente sensibles a pequeñas variaciones en la especificación teórica del modelo, particularmente con respecto a las ecuaciones de comportamiento del sector privado. Esto hace difícil alcanzar firmes conclusiones teóricas referentes incluso a los efectos cualitativos de la política fiscal sin evidencia de esos aspectos empíricos, algunos de los cuales están sin resolver. En consecuencia, Currie analiza en qué áreas es necesaria la evidencia empírica.

## 2. LA POLÍTICA FISCAL Y LA POLÍTICA MONETARIA EN UNA ECONOMÍA CERRADA Y EN UNA ECONOMÍA ABIERTA

Se han descrito hasta aquí los cuatro temas básicos que aborda D. A. Currie en un excelente trabajo, según pensamos. En un intento de concretar más la línea argumental que desarrolla este autor, destaquemos que es posible distinguir cuatro ideas básicas:

- 1) Precisar los conceptos e hipótesis básicas de partida.
- 2) Analizar los efectos riqueza en los macro-modelos.
- 3) Examinar la política fiscal y la política monetaria en una economía cerrada.
- 4) Considerar la política fiscal y la política monetaria en una economía abierta.

---

(2) Véase D. A. CURRIE: *Monetary and Fiscal Policy...*, op. cit., pág. 13.

Ad. 1) Hemos de concretar los conceptos e hipótesis en que se basa Currie para poder diseñar el alcance de su aportación científica. El punto de partida concierne a algunas precisiones a las definiciones usuales de política fiscal y política monetaria. Por lo que respecta a la definición de política monetaria, existe una elección compleja. En este trabajo se entiende que la política monetaria constante significa el mantenimiento de niveles dados (o tipos de variación) de un agregado monetario elegido adecuadamente. Esto lleva a elegir entre una definición estrecha de dinero  $M_1$ , incluyendo solamente efectivo en circulación y depósitos bancarios a la vista, y una definición amplia ( $M_3$ ) incluyendo todos los depósitos bancarios. Dado que la política monetaria se define usualmente en términos de una definición más amplia, Currie considera este caso en su trabajo. Con esta definición, los cambios fiscales, que modifican los tipos de interés y por tanto las tendencias de efectivo del sector privado no bancario, requieren operaciones compensadoras de mercado abierto si la política monetaria ha de mantenerse constante.

Dicho lo anterior, y por lo que se refiere a la política fiscal, es común en la literatura definir a ésta como variaciones en el gasto público o en los parámetros fiscales que no se reflejan en cambios en la oferta monetaria (o desviaciones de los cambios que en otro caso se hubieran producido). Sin embargo, y entendemos que muy acertadamente, Currie observa lo siguiente: «Esta categorización no es la adecuada para nuestras propuestas, dado que sitúa a la política fiscal financiada por títulos en la misma categoría que la política fiscal de un presupuesto equilibrado.» Es decir, que dado que los efectos de esos dos tipos de política son totalmente diferentes, es necesario distinguir claramente entre los dos. En consecuencia, Currie identifica a la política fiscal pura con la política del presupuesto equilibrado, mientras que las variaciones fiscales financiadas por dinero o por títulos se refieren explícitamente como tales (3). Pues bien, para hacer adecuadamente la distribución en-

---

(3) La utilización del término «déficits fiscales financiados por títulos» es algo ambigua. En este trabajo, Currie lo emplea en el sentido de significar un déficit fiscal no acompañado de una variación en la política monetaria. Si la política monetaria constante es definida con respecto a un amplio agregado monetario, de ello se sigue que los títulos deben ser emitidos no solamente para financiar el déficit fiscal, sino también para compensar cualquier aumento de la oferta de dinero (definido ampliamente) consiguiente al aumento inducido en los tipos de interés. Si los títulos fueran emitidos solamente para

tre la política fiscal y la monetaria, se supone que las variaciones en los costes del servicio de la deuda pública —se deriven de cambios en el tipo de interés o de variaciones en la deuda en circulación—, son compensadas por modificaciones en otras transferencias gubernamentales al sector privado. De otro modo, los cambios en la política monetaria alterarán los tipos de interés y los pasivos gubernamentales en circulación que devengan un interés y, por tanto, modificarán la posición de la política fiscal alterando las transferencias netas al sector privado. En definitiva, Currie adopta el supuesto mencionado en este trabajo, excepto cuando explícitamente señala lo contrario.

Dos observaciones finales. La primera es que es evidente que la utilidad del análisis de la política fiscal del presupuesto equilibrado puede depender del tipo de problema objeto de análisis. Es por supuesto para Currie no muy útil suponer un presupuesto equilibrado en cada momento de tiempo, dado que requiere una capacidad por parte del gobierno para ajustar sus gastos públicos o los tipos de gravamen continuadamente para mantener el equilibrio entre los ingresos públicos y los gastos. Claramente, los mecanismos institucionales para realizar tal política no existen en la práctica. Sin embargo, del medio al largo plazo, existe mucha mayor flexibilidad en la política fiscal y, por tanto, el análisis de la política fiscal del presupuesto equilibrado adquiere un significado práctico. Es también de interés porque permite una comparación entre los efectos de la política del presupuesto equilibrado y los de variaciones fiscales financiadas por títulos. La segunda es que, excepto cuando se explica lo contrario, se supone que los parámetros fiscales son fijados en términos reales. Esta es, por supuesto, una simplificación que puede ser cuestionada, dado que, con un sistema fiscal progresivo, los tipos efectivos de gravamen varían automáticamente con el nivel de precios (y, como consecuencia de los *lags*, con la tasa de inflación). Nuevamente, sin embargo, hay un amplio campo para que el ajuste de la política tenga en cuenta estos efectos a medio y largo plazo, y dado que este supuesto parece predominar en la literatura existente, es el que acepta Currie.

---

financiar el déficit, los déficits fiscales financiados por títulos se acompañarán necesariamente por una variación en la política monetaria tal como se define en este caso.

Ad. 2) Otra tarea importante desarrollada por Currie es examinar los efectos riqueza en los macro-modelos, como previa al análisis de la política fiscal y de la política monetaria en una economía cerrada y en una economía abierta. Y es que los citados efectos-riqueza pueden, en principio, entrar en las relaciones de comportamiento que especifican precisamente el comportamiento del sector privado en cada mercado distinguido en un macro-modelo. En este sentido, solamente se consideran los efectos riqueza que operan en los mercados de bienes y de activos y se dejan de lado tales efectos en los mercados de trabajo. O dicho de otra manera, se preocupa Currie de la especificación adecuada de las funciones del gasto del sector privado y de demanda de activos, matizando lo siguiente: «La especificación consistente de los macro-modelos de flujo-stock se ha discutido ampliamente por Brainard y Tobin y May. En los modelos de tiempo continuo, los efectos riqueza a través de las funciones de demanda de activos netos deben necesariamente sumar la unidad, expresando la tautología de que el sector privado debe mantener su riqueza neta en los activos existentes. El equilibrio en un momento de tiempo está determinado por el equilibrio conjunto de los mercados de bienes y de activos, para valores dados de las variables exógenas y predeterminadas (que incluyen los stocks de los activos existentes). Este equilibrio también determina el excedente neto del sector privado y, por tanto, la tasa de adquisición de activos financieros netos en un momento dado. El flujo de ofertas de estos activos netos determina los tipos de activos que son adquiridos y, en consecuencia, la forma en que los stocks de activos varían a lo largo del tiempo; y las variables endógenas, incluyendo los precios de los activos y la renta, cambian a lo largo del tiempo de tal forma que hacen que el sector privado esté dispuesto a absorber los aumentos de riqueza en esta composición predeterminada. En este proceso, los efectos riqueza operan en los mercados activos, pero también en los mercados de bienes: mientras que el sector privado debe mantener su riqueza actual en los activos existentes, puede plantear modificar sus tendencias de riqueza a lo largo del tiempo, cambiando sus planes de ahorro y sus flujos de gastos (si esto cambiará, de hecho, su nivel de riqueza o, en lugar de ello, modificará el equilibrio de flujo de una forma tal que haga que el sector privado se contente con mantener su riqueza existente, de-

pende de la especificación de otros sectores, en particular de la restricción presupuestaria del gobierno y de la balanza de pagos)» (4).

Justificado por qué se toman en cuenta los efectos riqueza en los mercados de bienes y de activos, las principales ideas a retener son:

— La necesidad de modificar el análisis IS/LM por la inclusión del nivel de riqueza neta del sector privado real en las funciones de demanda de dinero y de gasto. Para llegar a esta conclusión, Currie desarrolla una importante línea argumental, que analizamos seguidamente. El modelo estándar IS/LM considera un mercado de bienes, un mercado de dinero y un mercado de títulos (implícito) y no incluye el efecto-riqueza en las funciones de demanda de dinero y de gasto. La función de demanda de títulos (implícita), por consiguiente, tiene una elasticidad-riqueza de la unidad, implicando que el sector privado desea absorber cualquier adquisición neta de activos en la forma de títulos. En la medida en que el gobierno financia su déficit por emisiones de títulos, no se produce perturbación en el equilibrio de flujos. Pues bien, es necesario retener que, para Currie, una característica no realista de esta especificación es que la relación renta-riqueza neta del sector privado puede variar sin límite, sin cambio alguno en los gastos del sector privado. Entonces, el análisis IS/LM sugiere que puede mantenerse un equilibrio de flujos —con un déficit presupuestario del gobierno y la correspondiente adquisición de títulos por el sector privado— a pesar del nivel creciente de las tenencias de títulos por el sector privado.

Es indudable que esto puede evitarse, y para ello basta incluir un efecto-riqueza en una o en ambas de las funciones de demanda de dinero y de gasto, teniendo en cuenta al respecto lo siguiente: un efecto-riqueza en la función de demanda de dinero significa que una adquisición continua de títulos (sin ningún cambio consiguiente en la oferta monetaria) puede producirse solamente con un equilibrio del mercado de dinero (y por tanto del mercado de bienes) variando establemente. Sin embargo, sin la inclusión de un efecto riqueza en el mercado de bienes, es todavía posible que varíe sin límite la relación renta-riqueza neta del sector privado: si el gobierno se financia con una relación títulos-dinero correspondiente

---

(4) Véase D. A. CURRIE: *Monetary and Fiscal Policy...*, op. cit., págs. 15-16.

a la relación de los efectos-riqueza en las funciones de demanda de dinero y de títulos, no es necesario que se produzca una perturbación en el equilibrio de flujos. En definitiva, la condición formal es que:

$$\frac{\dot{h}}{\dot{b}} = \left( \frac{\eta_w^h}{\eta_w^b} \right) \left( \frac{h}{b} \right)$$

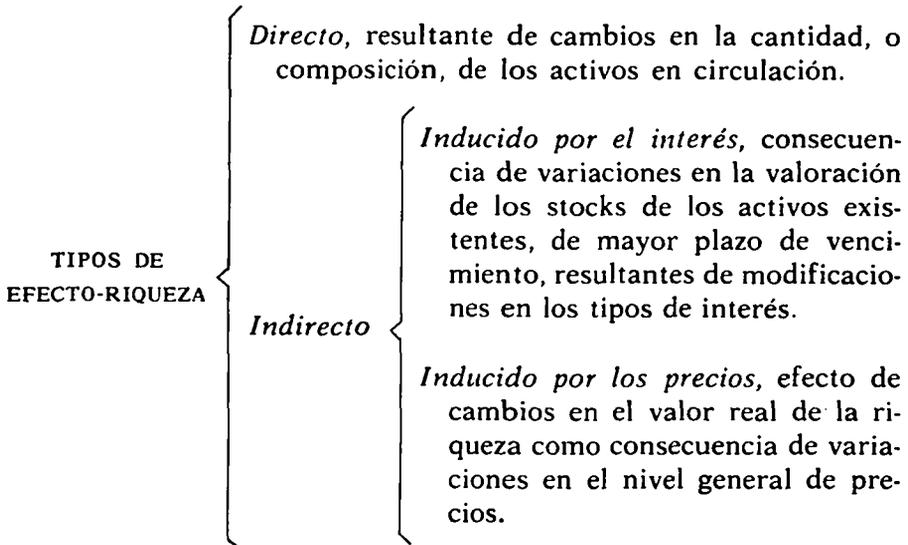
donde  $h$  es el stock de dinero y  $b$  el stock de títulos. Por su parte,  $\eta_w^b$ ,  $\eta_w^h$  representan las elasticidades riqueza en las funciones de demanda de títulos y dinero, respectivamente. Pero aparte de esta condición formal, lo importante es que la inclusión de un efecto-riqueza en la función de gasto evita el anterior problema descrito: un aumento en el nivel de riqueza induce al sector privado a incrementar sus gastos, por lo que es posible un equilibrio de flujos invariable solamente con un nivel invariable de riqueza.

— Las anteriores consideraciones —que sugieren que el análisis general IS/LM debe modificarse por la inclusión del nivel de riqueza neta del sector privado real en las funciones de demanda y de gasto— (5), plantean inmediatamente el problema de qué activos incluir en la riqueza neta del sector privado. Poca duda suscita la inclusión en la base monetaria (en cuanto no devengue interés) y el stock de capital. Mayores dificultades surgen cuando se cuestiona la inclusión en la riqueza neta de activos que devengan un interés gubernamental. Se arguye frecuentemente —señala Currie— que tales activos no deben entrar en la riqueza neta, dado que los pagos de los cupones de los títulos públicos tienen un valor actual neto igual a la correspondiente obligación impositiva futura descontada, que debe soportarse por el sector privado. Este argumento ultrarracional es de particular importancia en el planteamiento de Currie, dado que, como él mismo reconoce, gran parte del análisis falla si los títulos tienen una ponderación de precisamente cero en la riqueza neta del sector privado, pero tiene una permanente validez si la ponderación no es cero, no importando lo pequeña que sea

(5) Una especificación alternativa que se utiliza frecuentemente es incluir la diferencia entre los niveles de riqueza actual y deseada a largo plazo. Pero esta especificación es equivalente a la que propone Currie.

tal ponderación (6). Los argumentos de por qué los títulos públicos deben computarse, al menos en parte, en la riqueza neta se han expuesto por Grice, Tobin y el mismo Currie. Pues bien, teniendo en cuenta los argumentos teóricos esgrimidos, y en función de la evidencia referente a los efectos riqueza sobre los gastos, Currie supone que se computan los títulos públicos, aunque sólo sea en parte, en la riqueza neta, desbaratando en consecuencia los argumentos de ultrarracionalidad (7).

— Es claro de lo expuesto que cualquier cambio en la riqueza neta del sector privado real generará efectos-riqueza en los mercados de activos o bienes. De ahí que sea conveniente analíticamente distinguir entre diferentes causas de variaciones en la riqueza. A tal efecto cabe distinguir:



(6) Como destaca Currie, para desbaratar el argumento ultrarracional es suficiente con que un individuo que tenga títulos no sea ultrarracional; esto plantea el aspecto más general de la dependencia del comportamiento ultrarracional de las acciones de los demás y, por tanto, la posibilidad de formas múltiples de comportamiento ultrarracional.

(7) Un argumento adicional, ofrecido por Pesek, Saving y Patinkin, es que los depósitos bancarios a la vista deben formar parte de la riqueza neta. Este aspecto no es esencial, y Currie no adopta una postura. Es claro que en la medida en que la postura de estos autores sea válida, los efectos-riqueza resultantes de la expansión monetaria se incrementarán.

Profundicemos sobre los anteriores efectos, comenzando por los *efectos-riqueza directos*, que pueden resultar de la financiación de déficits fiscales o de superávits, o de operaciones de mercado abierto. Como precisa Currie, el análisis de estos efectos depende de la definición de renta adoptada. En consecuencia, si los títulos se excluyen de la riqueza neta, los déficits o superávits públicos solamente tienen efectos-riqueza directo en la medida en que son financiados por creación de base monetaria, mientras que una expansión monetaria a través de una operación de mercado abierto aumenta la riqueza neta, por lo que los efectos de la política monetaria son intensificados por un efecto riqueza directo. En la medida en que los títulos se computen en la riqueza neta, los efectos riqueza directos de la política monetaria son reducidos, mientras que los déficits fiscales financiados por títulos tienen también efectos riqueza directos (8). Si los depósitos bancarios a la vista se incluyen en la riqueza neta, la política monetaria continuará teniendo efectos riqueza directos, dado que una expansión monetaria puede esperarse que genere una expansión múltiple de los depósitos a la vista que supera la retirada de títulos. Similarmente, los efectos riqueza asociados con déficits o superávits fiscales serán mayores cuanto más sea el recurso a la financiación por base monetaria.

Existen, en adición al efecto riqueza directo, los *efectos riqueza indirectos*, con dos modalidades. Una de ellas, el efecto riqueza inducido por el interés, se deriva de la revalorización de las acciones y obligaciones de interés fijo de mayor plazo de vencimiento resultante de variaciones en el nivel general de los tipos de interés. Un efecto indirecto adicional puede resultar de cambios en el nivel de demanda. Si el nivel aumentado de la demanda eleva la rentabilidad esperada y realizada, como consecuencia del más elevado nivel de utilización de la capacidad, el valor de las acciones se elevará, aumentándose, por tanto, el nivel general de riqueza. Finalmente, el efecto riqueza inducido por los precios modifica la riqueza neta del sector privado real vía variaciones en el nivel general de precios, que altera el valor real de los pasivos gubernamentales definidos nominalmente (9).

---

(8) Si el argumento Pesek, Saving y Patinkin no se tiene en cuenta, la política monetaria no tiene efectos riqueza directos cuando los títulos se contabilizan totalmente en la riqueza neta.

(9) Es importante la evidencia empírica de Currie en la línea de demostrar la existencia de efectos riqueza sobre los gastos del sector privado. Véa-

Ad. 3) El siguiente paso es analizar la eficacia relativa de la política fiscal y monetaria en una economía cerrada, tomando como punto de partida el planteamiento a corto plazo en el contexto del tradicional modelo IS/LM y adicionando, progresivamente, otras complejidades en el análisis. Inicialmente se supone que los cambios fiscales son de la variedad de un presupuesto equilibrado, mientras que las variaciones monetarias se derivan únicamente de las operaciones de mercado abierto, por lo que se puede hacer abstracción de las interconexiones entre la política fiscal y la política monetaria que se derivan de la financiación de los déficits fiscales. Con posterioridad se abandona esta restricción para analizar los diferentes efectos a largo plazo de cambios fiscales de un presupuesto equilibrado y de variaciones fiscales financiadas por títulos.

La exposición general de la relativa eficacia de la política fiscal y monetaria se realiza en el contexto del análisis IS/LM. En ausencia de efectos riqueza de cualquier tipo, la eficacia relativa de las dos políticas depende de la dimensión relativa de las elasticidades-interés de las funciones de gasto del sector privado y de demanda de dinero: a) una elasticidad de gasto elevada reduce la eficacia absoluta de la política fiscal, dado que aumenta el grado en que el estímulo fiscal es compensado por el incremento inducido en los tipos de interés, reduciendo los gastos del sector privado; en cambio, aumenta la eficacia de la política monetaria al elevarse el efecto de un cambio dado en los tipos de interés sobre la demanda total; y b) una elasticidad-interés reducida de la demanda de dinero aumenta la elevación en los tipos de interés que acompaña a un estímulo fiscal dado y, por tanto, reduce la eficacia de la política fiscal; en cambio, se incrementa la eficacia de la política monetaria al aumentar el cambio en los tipos de interés resultante de una variación dada en la oferta monetaria. En consecuencia, cuanto mayor sea la relación de la elasticidad del gasto respecto a la elasticidad de la demanda de dinero, mayor será la eficacia relativa de la política monetaria respecto a la política fiscal. Pues bien, y como señala D. A. Currie, este análisis ofrece el más simple argumento posible para el *crowding-out* por razones monetarias. La política fiscal expansiva no acompañada por una expansión monetaria in-

---

se, también, J. W. GRICE: «Wealth Effects and Expenditure Functions: A Survey of the Evidence», en *Essays in Fiscal and Monetary Policy*, op. cit., páginas 39-65.

duce a un aumento en los tipos de interés y a una caída en la sensibilidad-interés de los gastos del sector privado, limitando los efectos expansivos del estímulo fiscal. Tal compensación será solamente parcial, sin embargo, excepto en cualquiera de los casos extremos de una función de demanda de dinero inelástica respecto al interés totalmente o una función de gasto elástica respecto al interés infinitamente, ninguno de los cuales recibe algún apoyo empírico (10).

Incluyamos ahora los efectos riqueza en las funciones de gasto y de demanda de dinero del sector privado. Ello modifica algo el análisis anteriormente realizado, según se expone seguidamente:

— No se producen efectos riqueza directos en la medida en que se acepte la definición de riqueza neta comprendiendo los pasivos gubernamentales en circulación de todos los tipos. Sin embargo, en la medida en que los títulos se computen solamente en parte en la riqueza neta o en la medida en que se computa la demanda de depósitos bancarios, la política monetaria será acompañada por un efecto riqueza directo, que aumenta tanto la eficacia absoluta como relativa a corto plazo de la política monetaria.

---

(10) Esta forma de *crowding-out* puede ser objeto de una doble matización. En primer lugar, los gastos públicos no asumen un papel privilegiado en el argumento: un aumento en la demanda del consumidor puede *crowd-out* (desplazar) a la inversión del sector privado; o, en una economía abierta sin perfecta movilidad del capital, un aumento de las exportaciones puede tener el mismo efecto. En segundo lugar, parece más apropiado notar, particularmente para objetivos de política, que esta forma de *crowding-out* puede adscribirse más a una política monetaria restrictiva que a una política fiscal expansiva. La política monetaria acomodaticia, compensando la elevación inducida en los tipos de interés por un grado de expansión monetaria, permite que se den los plenos efectos expansivos de la política fiscal. En ausencia de restricciones reales sobre la producción, no es necesario que ocurra *crowding-out*. Un aspecto a retener concierne a la apropiada definición de renta en la función de demanda de dinero. Si se adopta una definición estrecha de dinero, es apropiado suponer que la demanda de dinero está basada en consideraciones de transacciones, por lo que debe utilizarse una medida antes de la imposición de la renta. Con definiciones más amplias, sin embargo, las consideraciones riqueza son más importantes, por lo que la demanda más amplia de dinero puede estar más influida por la renta después del impuesto. En este caso, la política fiscal expansiva de un presupuesto equilibrado tenderá a amortiguar (e, incluso, para valores extremos de los parámetros a invertir) la elevación en los tipos de interés, porque los tipos de gravamen aumentados tenderán a reducir la demanda de dinero. Este factor tenderá a disminuir la magnitud del *crowding-out* con una política monetaria constante.

— De mayor significado es el efecto-riqueza inducido por el interés, operando sobre los gastos privados y sobre la demanda de dinero (11). En concreto: *a*) un amplio efecto riqueza sobre los gastos del sector privado reduce la eficacia a corto plazo de la política fiscal, dado que los efectos expansivos son parcialmente compensados por la elevación inducida en los tipos de interés y la consiguiente disminución de los gastos en respuesta a los más bajos precios de los activos y a la reducción de la riqueza del sector privado; y *b*) con un amplio efecto riqueza sobre la demanda de dinero, un estímulo fiscal induce a una caída en la riqueza del sector privado vía disminución de los precios de los activos, y ello, a su vez, tiende a reducir la demanda de dinero, compensando en parte el aumento en la demanda de dinero resultante de los efectos expansivos del estímulo fiscal en el mercado de bienes. Consecuentemente, los tipos de interés se elevan menos, por lo que los efectos compensación de la disminución de la elasticidad-interés de los gastos se reduce y la política fiscal tiene mayores efectos expansivos. Los argumentos inversos se aplican a la política monetaria. De ello se sigue que un amplio efecto-riqueza sobre los gastos del sector privado reduce la eficacia absoluta y relativa a corto plazo de la política fiscal, y aumenta la de la política monetaria, mientras que un amplio efecto-riqueza sobre la demanda de dinero tiene efectos opuestos.

— Un efecto riqueza indirecto adicional puede resultar de variaciones en el nivel de la demanda. Si el nivel incrementado de la demanda eleva las expectativas de beneficios como consecuencia de un más elevado nivel de utilización de la capacidad, el valor de las acciones se elevará. Esto se añadirá a los efectos expansivos de la política fiscal y de la política monetaria si el efecto expansivo del efecto riqueza en el mercado de bienes prepondera sobre el impacto contractivo del efecto riqueza en el mercado monetario; en otro caso, se compensarán en parte los efectos expansivos. Para la política fiscal, este efecto indirecto, por tanto, actúa en la dirección opuesta a la del efecto-riqueza inducido por el interés, mientras que para la política monetaria los dos efectos-riqueza operan en la misma dirección.

---

(11) Esto se comprende fácilmente adicionando las elasticidades-interés de las respectivas funciones y puede, por tanto, ser incorporado al análisis IS/LM simplemente modificando la pendiente de las dos curvas.

— La política fiscal y la política monetaria pueden también producir efectos riqueza vía variaciones inducidas de los precios y cambios consiguientes en el nivel de la riqueza real. En ausencia de efectos riqueza, un aumento en el nivel de precios endurece las condiciones del mercado monetario vía una oferta monetaria real reducida y, por tanto, lleva a un aumento en los tipos de interés y a una reducción de la demanda total. Un efecto riqueza en el mercado de bienes refuerza este efecto contractivo, porque el aumento en el nivel de precios y la reducción asociada en los precios de los activos disminuye el valor real de la deuda (definida nominalmente) en manos del sector privado y, por tanto, disminuirán los gastos. Un efecto riqueza en el mercado monetario disminuye este efecto contractivo, dado que la caída en la riqueza real reduce la demanda real de dinero, y, por tanto, desciende la necesaria elevación de los tipos de interés para restaurar el equilibrio en el mercado monetario. Como antes, el efecto neto de los dos efectos riqueza depende de sus efectos relativos sobre la demanda: el efecto contractivo de un aumento de precios vía el efecto riqueza en el mercado de bienes puede ser más grande o más pequeño que el efecto expansivo del efecto riqueza en el mercado monetario. Sin embargo, incluso si el efecto neto de los efectos riqueza es expansivo, la reducción en la oferta real de dinero necesariamente asegura que el efecto neto de un aumento de precios es contractivo. En consecuencia, en la medida en que la política monetaria o la política fiscal expansiva eleva el nivel general de precios a corto plazo, la eficacia absoluta de ambas políticas se reduce, pero no existen poderosas razones por las que su eficacia relativa deba ser alterada.

Dos últimas reflexiones de Currie antes de finalizar este análisis de los efectos impacto de las políticas fiscal y monetaria. La primera es que existe un efecto adicional que no se considera en el contexto del análisis IS/LM. Si se abandona el supuesto de un nivel de precios (o de salarios monetarios) fijo, se hace necesaria una consideración explícita del impacto de los cambios de política sobre las expectativas inflacionistas, incluso en un análisis de los efectos impacto. Si el aumento en los gastos públicos o en la oferta monetaria aumenta las expectativas inflacionistas directamente a corto plazo, pueden producirse varios efectos. Por una parte, el aumento de las expectativas inflacionistas actúa para compensar el aumento en los tipos de interés nominales resultante de la política fiscal ex-

pansiva, por lo que el aumento en los tipos de interés reales se reduce. Realmente, si las expectativas de precios son suficientemente sensibles a los cambios de política, el tipo de interés real puede incluso reducirse a corto plazo. Similarmente, la política monetaria expansiva se reflejará en una más amplia disminución en los tipos de interés reales que lo que ocurriría en ausencia de esas expectativas inflacionistas inducidas. Dado que la inversión del sector privado (y otros gastos sensibles al interés) dependerán del tipo de interés real, más que del nominal, esto aumentará los efectos expansivos tanto de la política fiscal como de la política monetaria. Contra esto debe fijarse el efecto de tipos reales anticipados más bajos de rendimiento de los activos monetarios y no monetarios definidos nominalmente. Si las tendencias por parte del sector privado de estos activos son relativamente insensibles (en términos reales) al tipo de rendimiento, por lo que el sector privado decide mantener el valor real de tales activos, entonces el aumento resultante en los porcentajes de ahorro tenderá a compensar, y puede incluso en casos extremos invertir, los usuales efectos expansivos de las políticas fiscal y monetaria. Sin embargo, en la medida en que el stock real deseado de activos definidos nominalmente se reduzca como resultado de un más bajo rendimiento real, el aumento en los porcentajes de ahorros será mitigado por el intento del sector privado de debilitar esas tendencias de activos. Dadas esas fuerzas divergentes, es difícil alcanzar firmes conclusiones *a priori* referentes a la influencia de las expectativas de precios sobre la eficacia de la política fiscal y de la política monetaria.

La segunda reflexión de Currie es que, en su análisis, hace abstracción de los *lags* o desfases en los efectos de los instrumentos de política, *lags* que pueden afectar a las consideraciones sobre los efectos a corto plazo de las políticas fiscal y monetaria (12).

Después de haber realizado las referencias a corto plazo es necesario examinar los efectos a más largo plazo de las políticas fiscal y monetaria (centrándose por el momento en los cambios fiscales del presupuesto equilibrado), debiendo considerar los efectos de las variaciones de precios y del stock de capital. Como señala Currie, el efecto de las variaciones de precios es captado en algún grado en casi todos los modelos econométricos. Entonces, los amplios mode-

---

(12) Véase D. A. CURRIE: *Monetary and Fiscal Policy...*, op. cit., pág. 23.

los keynesianos han incorporado generalmente alguna forma de relación Curva de Phillips, que garantiza que más altos niveles de demanda inducidos por las políticas fiscal o monetaria se reflejan en algo más elevadas tasas de inflación, al menos después de que los efectos definitivos sobre los precios de la reducción de los costes unitarios se han producido completamente. La implicación de esto es que los efectos expansivos sobre la producción de un aumento de una vez para siempre de los gastos públicos o de la oferta monetaria deben necesariamente ser erosionados a largo plazo: la elevación del nivel de precios endurece progresivamente las condiciones monetarias hasta que los efectos expansivos iniciales son finalmente compensados totalmente, volviendo en último extremo la economía a su nivel inicial de demanda. Por tanto, los aumentos en el gasto público necesariamente desplazan a los gastos del sector privado sobre una base uno por uno. Sin embargo, la relevancia de esto para los objetivos de política es limitada; dado que el horizonte temporal sobre el que se produce tal efecto *crowding-out* es extremadamente largo, por ello las políticas fiscal o monetaria expansivas estimulan el nivel de producción y empleo durante un período de cinco a diez años. Además, como para el simple caso IS/LM de precios fijos, el *crowding-out* que se produce en tales modelos se deriva esencialmente de la política monetaria restrictiva. Si las autoridades están dispuestas a aceptar una más elevada tasa de inflación a cambio de un mayor nivel de demanda, asegurado por una más rápida tasa de expansión monetaria, tales modelos predicen que más altos niveles de producción y empleo son sostenibles permanentemente. Entonces, en ausencia de restricciones sobre la expansión de la producción real, el *crowding-out* se produce solamente como consecuencia de una combinación inapropiada de política fiscal y política monetaria.

Ahora bien, es importante retener el siguiente comentario de Currie: «El anterior argumento omite los efectos de más altas tasas de inflación sobre las expectativas de precios y, por tanto, a su luz, sobre la determinación de precios y salarios. Si este efecto es solamente parcial, como en el modelo NIERS, por lo que el conflicto a largo plazo entre desempleo e inflación es mayor que a corto plazo, pero no vertical, entonces el argumento todavía se mantiene. Una imagen diferente surge de aquellos modelos que incluyen una Curva de Phillips vertical a largo plazo, por lo que las expectativas de

precios se mantienen a través de la determinación de precios y salarios sobre una base de uno por uno... En tales modelos, las ganancias permanentes en la producción son insostenibles. Las ganancias temporales en la producción se obtienen solamente a costa de una permanentemente más alta tasa de inflación, y las variaciones definitivas en la política fiscal o en la política monetaria no generan ganancias acumulativas en la producción a largo plazo. Esto limita considerablemente el alcance de cualquier forma de política de ordenación de la demanda, que según este punto de vista debe reducirse a mantener la posición adecuada de la política a largo plazo, junto, quizá, con algunos cambios racionales a corto plazo para acelerar el ajuste hacia el equilibrio a largo plazo. En este caso, el efecto *crowding-out* se produce necesariamente como consecuencia de restricciones reales sobre la producción en la economía. Esto contrasta con los casos anteriores, donde el efecto *crowding-out* se deriva solamente de una inapropiada combinación de política fiscal y política monetaria» (13).

Dicho lo anterior, destacar, por otra parte, que los cambios inducidos en la intensidad capital de la producción modifican el análisis de la eficacia a largo plazo de la política fiscal y monetaria. Un estímulo fiscal, no acompañado por una expansión monetaria, eleva necesariamente la tasa real de interés a largo plazo, de igual forma que la presión ascendente sobre los precios endurece las condiciones del mercado monetario. Si se supone una adecuada función de producción neoclásica, el aumento en los tipos de interés real inducirá a largo plazo a una reducción del capital, disminuyendo, por tanto, los niveles de producción. Este argumento sugiere que la política fiscal disminuye el nivel acumulativo y a largo plazo de la renta nacional. Se obtiene, así, una forma de *super-crowding-out*, según el cual los gastos públicos desplazan a los gastos del sector privado sobre una base superior a la de uno por uno. (Este resultado es específico a la política fiscal de un presupuesto equilibrado, dado que los efectos a largo plazo de los déficits fiscales financiados por títulos son totalmente distintos.) En cambio, la política monetaria reduce la tasa de interés real a largo plazo elevando el porcentaje de activos financieros monetarios respecto a los no monetarios, e induce por tanto a una intensificación del capital. En

---

(13) Véase D. A. CURRIE: *Monetary and Fiscal Policy...*, op. cit., páginas 24-25.

consecuencia, en un mundo como éste, un aumento en la oferta monetaria eleva el nivel acumulativo y a largo plazo de la producción. Sin embargo, y nos interesa mucho destacar este aspecto con Currie, es necesario hacer diferentes cualificaciones a este argumento:

*Primera:* Con una amplia definición de dinero, la demanda de éste puede depender de la renta después de la imposición. En este caso, el *crowding-out* resultante de un aumento en el gasto público compensado por impuestos es reducido como consecuencia de los efectos desalentadores de los más elevados tipos de gravamen sobre la demanda de dinero.

*Segunda:* Los cambios en los tipos de gravamen pueden influir sobre la oferta de trabajo y determinación del salario. En teoría, por supuesto, los tipos de gravamen pueden afectar a la oferta de trabajo en cualquier dirección, dependiendo de la inclinación de la curva de oferta de trabajo del individuo. Sin embargo, tipos marginales de gravamen más elevados pueden tender sistemáticamente a reducir la oferta de trabajo de los miembros marginales de la fuerza de trabajo, tales como las mujeres casadas, aumentando, por tanto, el *crowding-out* resultante de la política fiscal del presupuesto equilibrado.

*Tercera:* Puede argüirse nuevamente que esta forma de *super-crowding-out*, derivado de los cambios en la intensidad del capital, resulta de una combinación inapropiada de política: la política monetaria acomodaticia, que mantiene el nivel de los tipos de interés real, evita cualquier variación en la intensidad del capital como un efecto de la política fiscal y, por tanto, reduce la posibilidad de *super-crowding-out*.

Con todo, un problema más serio que detecta Currie es que este enfoque de los efectos a largo plazo de la política fiscal y de la política monetaria se basa en el punto de vista del comportamiento del mercado de trabajo que subyace en la versión neoclásica de la Curva de Phillips vertical a largo plazo. Un punto de vista diferente surge de los análisis basados en un enfoque de negociación del mercado de trabajo, en el que las negociaciones salariales se determinan por el objetivo de salarios reales después de la imposición no moderado sensiblemente por la situación de la demanda

en el mercado de trabajo, y los precios se fijan por un margen sobre los costes unitarios. Un análisis de este tipo sugiere que una expansión de la producción reduce las presiones sobre los beneficios y los precios al aumentar las remuneraciones netas y satisfacer, en consecuencia, las aspiraciones salariales. Si la inversión responde a una mayor rentabilidad, el resultado puede ser, por tanto, un aumento sostenido en la producción. Sin embargo, la política fiscal de un presupuesto equilibrado puede no ser un medio muy efectivo de conseguir esta expansión: aunque aumente el nivel de la demanda, el incremento acompañante en los tipos de gravamen tenderá a compensar los efectos beneficiosos asociados. Una más elevada carga fiscal sobre los salarios aumentará las presiones para conseguir, como compensación, salarios antes de la imposición más elevados, mientras que más altos impuestos sobre los beneficios se oponen al aumento de la inversión. Desde esta perspectiva, la política fiscal con tipos de gravamen invariables (y, por tanto, requiriendo una financiación deficitaria) es probable que sea más efectiva.

Quedan por examinar los efectos de un estímulo fiscal financiado por títulos. El efecto impacto de un estímulo de esta naturaleza es, por supuesto, cualitativamente (aunque no cuantitativamente) idéntico al de un cambio presupuestario equilibrado (a menos que el sector privado prediga sucesivamente la política futura de financiación del gobierno y sus consecuencias, una posibilidad que Currie no tiene en cuenta). Sin embargo, en un análisis a medio y largo plazo, es necesario considerar las implicaciones de la financiación del resultante déficit presupuestario del gobierno. En este caso, el análisis a largo plazo depende críticamente de si la emisión de títulos públicos tiene un efecto contractivo o expansivo sobre el nivel de la demanda total; es decir, de si el efecto contractivo de la nueva emisión de títulos en el mercado monetario prepondera sobre el efecto expansivo vía efecto riqueza en el mercado de bienes. Si el efecto neto es contractivo, entonces la emisión de títulos para financiar el déficit presupuestario resultante de un aumento en el gasto público generará una caída en la producción, una disminución en los ingresos impositivos, una ampliación del déficit presupuestario y la necesidad de una más amplia emisión de títulos públicos. En este caso, si se mantiene el estímulo fiscal inicial, se produce una inestabilidad acumulativa y un grado incluso creciente

de *crowding-out* de los gastos del sector privado. En la práctica, el estímulo fiscal será o neutralizado o acompañado de una expansión monetaria. Entonces, el estímulo fiscal inicial no puede sostenerse sin una expansión monetaria de acompañamiento. Similarmente, una expansión monetaria de una vez por todas, por medio de operaciones de mercado abierto, es insostenible sin cambios fiscales de acomodación, si ha de evitarse la inestabilidad acumulativa. Esto es así porque los efectos expansivos de tal política eleva los ingresos impositivos y crea un superávit presupuestario, que debe entonces ser financiado por compra de títulos. Bajo las mismas condiciones, tales compras se reflejarán en un aumento adicional de la demanda, un incremento también adicional en los ingresos impositivos, un creciente superávit presupuestario y un mayor volumen de compras de títulos. En definitiva, si no se quiere que se produzcan amplias e indefinidas expansiones o contracciones de la demanda total, la política fiscal y la política monetaria deben necesariamente actuar de acuerdo a largo plazo, y la cuestión de la eficacia relativa de las dos políticas es ociosa. Sin embargo, si la financiación por títulos es expansiva en sus efectos, son posibles entonces posiciones independientes de la política fiscal y monetaria. En este caso, los efectos a largo plazo de la política fiscal son expansivos, mientras que los de la política monetaria son compensados. El nivel de producción real y renta a largo plazo será determinado por la restricción presupuestaria del gobierno y la necesidad de equilibrio presupuestario a largo plazo. Entonces, el nivel de renta a largo plazo está determinado totalmente por los parámetros fiscales de la restricción presupuestaria del gobierno y la política monetaria no tiene papel que desempeñar en su determinación. El multiplicador fiscal a largo plazo está determinado por la inversa del tipo impositivo marginal, por lo que los efectos multiplicadores a largo plazo de la política fiscal son más amplios que a corto plazo. En contraste con la política fiscal de un presupuesto equilibrado, los déficits financiados por títulos, si son estables, no generan *crowding-out* incluso a largo plazo.

El panorama de estabilidad de los déficits financiados por títulos (y de las variaciones de mercado abierto en la oferta monetaria) es mucho más problemático cuando se incorpora una curva de Phillips vertical a largo plazo, con el supuesto asociado de que el desempleo tiende hacia su nivel natural a largo plazo, pues el logro

de un equilibrio a largo plazo requiere un presupuesto gubernamental equilibrado a largo plazo. Para que esto suceda, un aumento en el gasto público financiado por títulos debe inducir a una correspondiente elevación en los impuestos vía un aumento en la renta real a largo plazo. Dado que el desempleo se supone que tiende hacia su nivel natural a largo plazo, esto puede ocurrir solamente vía intensificación del capital. Pero la presión alcista sobre los tipos de interés real motivada por el aumento en el gasto público y la emisión de títulos hace más probable que el capital se reduzca y que se produzca una inestabilidad a largo plazo. Sin embargo, y una vez más, esta forma de inestabilidad se deriva de una elección inapropiada del método de financiación: puede demostrarse que la financiación mixta por dinero y por títulos no necesita plantear problemas de estabilidad. En suma, esta forma de mecanismo inflacionista refuerza la principal lección para la formulación de la política de que la política monetaria debe acomodarse a la posición de la política fiscal (o viceversa) si ha de evitarse la inestabilidad a largo plazo.

Ad. 4) Procede analizar finalmente los efectos de la política fiscal y de la política monetaria en una economía abierta, suponiéndose como punto de partida que se considera una economía que es pequeña en relación al resto del mundo y omitiendo los efectos «segunda vuelta», según los cuales cuando los cambios internos influyen sobre las condiciones económicas del resto del mundo, éste reacciona entonces devolviéndolos a la economía nacional. Dicho lo anterior, cabe diferenciar dos hipótesis: tipos de cambios fijos (y supuestos alternativos sobre la movilidad del capital) y tipos de cambio flotantes.

a) *Efectos de las políticas fiscal y monetaria bajo un tipo de cambio fijo y con nula movilidad del capital.*

En este caso, el análisis es similar al de una economía cerrada, excepto en que es necesario tener en cuenta los cambios de riqueza que se producen vía balanza de pagos y las variaciones en la competitividad de los bienes producidos internamente respecto a la producción extranjera. Dejando de lado por ahora los cambios en la competitividad, nos centraremos, siguiendo como hasta aquí a

Currie, en los efectos-riqueza. La política monetaria expansiva, en su efecto impacto, llevará a un aumento en el nivel de demanda vía una disminución en los tipos de interés y un incremento en el nivel de importaciones. En consecuencia, los efectos impacto serán similares a los del caso de una economía cerrada, aunque de más pequeña magnitud, dado que una parte del efecto expansivo se canalizará hacia más elevadas importaciones y, por tanto, mayor demanda de bienes extranjeros que de bienes nacionales. Sin embargo, el déficit comercial resultante llevará a una subsiguiente disminución de riqueza del sector privado, que modificará a lo largo del tiempo este impacto inicial. En ausencia de esterilización de los efectos de la balanza de pagos sobre el stock de dinero interno, esta disminución de la riqueza tomará la forma de una disminución gradual en el stock de dinero. El consiguiente endurecimiento de las condiciones monetarias internas conducirá a una caída en los gastos del sector privado, reduciendo, por tanto, el déficit comercial. Eventualmente, el saldo comercial volverá a cero, por lo que el nivel de importaciones, y por tanto de la renta, debe estar en sus niveles iniciales.

En definitiva, los efectos de la política monetaria con tipos de cambio fijos son compensados a largo plazo por los subsiguientes ajustes monetarios y el estímulo sobre la demanda es totalmente exportado a largo plazo al resto del mundo vía cambios en la riqueza. Como consecuencia de la disminución de la riqueza, los tipos de interés deben descender a largo plazo en relación a sus niveles iniciales en orden a que la demanda total permanezca invariable. En consecuencia, los gastos elásticos al interés, como la inversión, se estimularán a costa de gastos sensibles a la riqueza, como el consumo. El nivel de stock monetario en el equilibrio final en relación con nivel inicial (antes de la compra de títulos en el mercado abierto) depende de la condición de si las emisiones de títulos son expansivas o contractivas por sí mismas. Si son expansivas, entonces la reducción del stock de títulos en circulación ejerce un efecto contractivo (en relación al equilibrio inicial), que debe ser compensado por un aumento en el stock monetario. Si son contractivas, el stock monetario en el equilibrio a largo plazo estará por debajo de sus niveles iniciales. Pero, alternativamente, las autoridades monetarias pueden esterilizar los efectos monetarios del déficit comercial por compras de títulos compensatorias, por lo que la disminu-

ción de la riqueza toma la forma de un descenso en la riqueza financiera no monetaria del sector privado. Si las emisiones de títulos son expansivas por sí mismas, entonces los efectos serán similares (aunque no idénticos, a los analizados anteriormente). La disminución de la riqueza reducirá la demanda total, disminuyendo el déficit comercial. Dado que la oferta monetaria es mayor como resultado de las operaciones iniciales de mercado abierto, los tipos de interés se reducirán nuevamente; pero como el descenso en la riqueza toma la forma de riqueza no monetaria, más que monetaria, la caída inducida en los tipos de interés será mayor que antes. Por tanto, si las emisiones de títulos son expansivas, la esterilización dará un mayor impulso a los gastos privados elásticos al interés a costa de los gastos sensibles a la riqueza. Sin embargo, señala Currie, si la financiación por títulos es contractiva en sus efectos, entonces la inestabilidad acumulativa se continúa si se aplican políticas de esterilización; la disminución de la riqueza no monetaria resultante del déficit comercial inicial elevará el nivel de la demanda, induciendo a un deterioro adicional de la balanza comercial, una mayor disminución de la riqueza, y así continúa el proceso. Entonces, el tipo de inestabilidad, apuntado para una economía cerrada, que puede resultar de la financiación por títulos de los déficits del gobierno, se aplica similarmente a la financiación de la balanza de pagos en una economía abierta. La inestabilidad es más probable cuanto mayor el efecto riqueza sobre la demanda de dinero, que por tanto sugiere una mayor posibilidad de inestabilidad si la política monetaria constante se define respecto a una amplia definición de dinero, tal como  $M_3$ , que respecto a una estrecha, tal como  $M_1$ .

En contraste con la política monetaria, los efectos de los cambios fiscales de un presupuesto equilibrado bajo un régimen de tipo de cambio fijo (y dejando de lado todavía la competitividad relativa) dependen básicamente de la especificación de la función de importación. Currie distingue dos supuestos:

— Se parte, según uno de ellos, de que cada componente de la demanda final tiene el mismo contenido de importación, por lo que las importaciones dependen de la renta nacional. En este caso, los efectos a largo plazo de la política fiscal son similares a los de la política monetaria. El efecto impacto de un estímulo fiscal de un presupuesto equilibrado es elevar la demanda interna y generar un

déficit comercial. En ausencia de esterilización, la consiguiente disminución de dinero endurece las condiciones monetarias progresivamente hasta que la balanza de pagos vuelva al equilibrio. Esto requiere que las importaciones vuelvan a su nivel inicial, y dada la especificación asumida de la función de importación, lo mismo es cierto de la renta nacional. A largo plazo, por tanto, los efectos expansivos se exportan totalmente, y los gastos del sector privado con *crowded-out* sobre una base uno por uno. El mismo argumento se aplica cuando ocurre la esterilización, si se supone que la financiación por títulos es estable. Si no lo es, se producirá inestabilidad acumulativa, como para el caso de la política monetaria.

— Si los gastos públicos se dirigen hacia los bienes producidos internamente con bajo contenido de importaciones, entonces los efectos pueden ser diferentes. En este caso, un aumento del gasto público (en el supuesto de presupuesto equilibrado) puede generar un superávit comercial a corto plazo, a pesar de la expansión de la demanda interna (esto ocurre como consecuencia de la caída resultante en la propensión media a importar cuando el gasto público con bajo contenido de importación desplaza a otros gastos). El superávit comercial lleva a una adquisición de riqueza por el sector privado; si este aumento en la riqueza tiene un efecto expansivo (ya sea porque toma la forma de mayores tenencias de dinero o, si se produce esterilización, porque la financiación por títulos es estable), entonces el nivel de la demanda se eleva, tendiendo, por tanto, a eliminar el superávit. A largo plazo, por consiguiente, la política fiscal de un presupuesto equilibrado tiene efectos expansivos permanentes sobre la economía interna, mientras que ejerce un efecto contractivo, vía cambios en la riqueza, sobre el resto del mundo. Todavía puede producirse un parcial *crowding-out*, dado que una propensión a importar no nula del gasto público significa un aumento en las importaciones atribuible al gasto público y, por tanto, una disminución compensadora en los gastos privados a largo plazo para mantener el equilibrio comercial. Solamente en el supuesto extremo e hipotético de contenido de importación nulo del gasto público no se produce *crowding-out*. Como anteriormente, si se produce la esterilización y la financiación por títulos es inestable, entonces se produce una inestabilidad acumulativa, en este caso toma la forma de una continua contracción de la demanda interna y un mayor superávit comercial. Este análisis, señala Currie, se

complica cuando se tienen en cuenta los ajustes-precio inducidos. En este supuesto, el aumento inicial en la demanda puede generar incrementos de precios, y por consecuencia, una posición comercial inicial más débil y un efecto menos expansivo sobre la economía interna. A largo plazo, algún aumento de precios inducido tenderá a deprimir la demanda y este proceso de ajuste se interacciona con los ajustes riqueza analizados anteriormente. Eventualmente, debe establecerse un nivel constante de competencia relativa, por lo que la tasa de inflación es cero (o, más generalmente, igual a la que prevalece en el resto del mundo). Si hay alguna forma de relación monótonica entre la tasa de inflación y el nivel de la demanda en el mercado de trabajo, entonces esto requiere que las condiciones del mercado de trabajo deben volver a largo plazo a su posición inicial. En ausencia de intensificación del capital, el nivel de producción volverá a largo plazo a su nivel inicial, la riqueza y la competencia relativa se ajustan para asegurar que esto es consistente con el equilibrio en los mercados de bienes y financieros. En consecuencia, la política fiscal necesariamente desplaza a los gastos privados sobre la base de una vez por todas. Bajo capital se reflejará en un *super-crowding-out* como resultado de la política fiscal, mientras que una intensificación del capital asegura que el *crowding-out*, si se produce, será sólo parcial. Con una función de producción neoclásica que se comporta adecuadamente, una intensificación del capital puede derivarse solamente de una caída en la tasa de interés. Esto es más probable que resulte de una política monetaria expansiva que de la política fiscal, que ejerce una presión inicial alcista sobre los tipos de interés. Es también más probable con esterilización, dado que el drenaje de riqueza resultante del saldo inicial del déficit de pagos motivará una presión hacia abajo de los tipos de interés, reduciendo meramente la relación de riqueza no monetaria y monetaria. En cambio, sin esterilización, los tipos de interés tenderán a elevarse. En consecuencia, y lo importante a retener, es que con un estímulo fiscal y no-esterilización, por ejemplo, el resultado más probable es una reducción a largo plazo en el nivel de producción combinada con alguna pérdida de competencia relativa.

b) *Efectos de la política fiscal y monetaria bajo un tipo de cambio fijo y movilidad del capital.*

Se han analizado hasta aquí los efectos de la política fiscal y monetaria bajo tipos de cambio fijo y nula movilidad del capital. Procede examinar ahora los efectos de la movilidad del capital bajo tipos de cambio fijos, incorporando en el análisis, como hace Currie, las implicaciones de los ajustes riqueza vía cuenta de capital de la balanza de pagos. El efecto impacto de tales ajustes se reconoce generalmente que modifican el análisis de los efectos impacto de la política fiscal y monetaria. Cuanto mayor sea el grado de movilidad del capital, mayor la extensión en que los cambios en los tipos de interés resultantes de la política fiscal y monetaria se derivarán de flujos inducidos de capital monetario. Entonces, la política fiscal expansiva inducirá a entradas de capital que compensan la presión alcista sobre los tipos de interés, aumentando, por tanto, los efectos impacto expansivos. La política monetaria, en cambio, induce a salidas de capital, reduciendo la caída en los tipos de interés y, por tanto, los efectos expansivos de la política. Los efectos de esos movimientos de capital sobre los tipos de interés pueden ser compensados por esterilización, pero cuanto mayor sea el grado de movilidad del capital, más difícil la ejecución de tales políticas. En el caso extremo de perfecta movilidad del capital, la política fiscal tiene su máximo efecto impacto, mientras que la política monetaria está totalmente anulada a corto plazo.

En otro orden de ideas, y al analizar los efectos a largo plazo de la política con movilidad del capital, es importante distinguir los diferentes efectos de las cuentas corrientes y de capital sobre las tendencias de riqueza del sector privado. La posición riqueza neta del sector privado se altera solamente vía déficits o superávits de la cuenta corriente, y no está afectada por las transacciones de la cuenta de capital. Sin embargo, la composición de la cartera del sector privado (en particular, la relación entre riqueza monetaria y no monetaria) está influida por la totalidad de la balanza de pagos, junto con las políticas de esterilización adoptadas por las autoridades. En el caso extremo de perfecta movilidad del capital, cuando la esterilización es imposible, los ajustes vía la cuenta de capital asegurarán que el sector privado está en un equilibrio de su cartera a los tipos de interés predominantes en el mundo. En esas circuns-

tancias, la política monetaria es solamente útil para influir sobre la cantidad de títulos públicos mantenidos por tenedores extranjeros y sobre el nivel de las reservas exteriores, y es incapaz de influir sobre el nivel de la producción interna a corto o largo plazo.

Los efectos a largo plazo de la política fiscal bajo condiciones de perfecta movilidad del capital con un tipo de cambio fijo son similares a los existentes bajo nula movilidad del capital, con la diferencia de que, con tipos de interés fijos a nivel mundial, no puede ocurrir ni intensificación ni descenso del capital. En consecuencia, si se adopta un punto de vista neoclásico a largo plazo, la producción debe necesariamente volver a su nivel inicial, o más generalmente, en el contexto de una economía en crecimiento, a su esquema de crecimiento inicial. Entonces, la competitividad relativa debe permanecer invariable para mantener el equilibrio externo si las importaciones dependen de la renta nacional, o debe reducirse (por lo que los precios internos deben aumentar) si el gasto público tiene un más bajo contenido importador que la media. Los ajustes en el nivel y composición de la riqueza aseguran que esta posición es consistente con el equilibrio en los mercados de bienes y activos. Para que se alcance el equilibrio en el mercado de bienes, el nivel de riqueza debe caer de forma que los gastos del sector privado son reducidos suficientemente para compensar el estímulo fiscal de la demanda. Si no se producen cambios en la competitividad a largo plazo, las variaciones en la riqueza pueden producirse solamente vía la cuenta corriente que debe estar en déficit acumulativo sobre el modelo de ajuste, dado que la tasa de variación de la riqueza del sector privado es igual, en este caso, al superávit de la cuenta corriente. Para que se mantenga el equilibrio en el mercado monetario, el stock de dinero debe reducirse para compensar la disminución en la demanda de dinero resultante del descenso de la riqueza. En ausencia de cualquier intento parcial de esterilización, la variación en la oferta monetaria es igual al superávit total de la balanza de pagos (igual a la suma de las cuentas corrientes y de capital) que debe, por tanto, reflejar un déficit acumulativo, por lo que las reservas exteriores se reducen como un resultado del proceso de ajuste. Pero si el gasto público tiene una propensión a importar diferente a la media, el consecuente cambio en los precios internos influirá sobre el nivel de la riqueza real y tenencias

monetarias respecto a las anteriores variaciones vía balanza de pagos. En este caso, no pueden deducirse simples resultados referentes al déficit externo acumulativo.

Como acertadamente destaca Currie, la consideración de los pagos de intereses en la cuenta corriente modifica algo esta conclusión. Dado que la política fiscal lleva a una entrada de capital monetario del extranjero, se incrementa la carga por intereses en la cuenta corriente. Esto sugiere que es necesaria alguna mejora en la cuenta comercial a largo plazo para compensar esto. Si las condiciones del mercado de trabajo y la ausencia de una reducción del capital significa que la producción no puede cambiar a largo plazo, esto puede conseguirse solamente aumentando la competitividad o reduciendo los precios. Según este argumento, la política fiscal (utilizada de forma aislada de otras políticas de cambio como una devaluación) llevará a una caída en los precios, producida por un efecto contractivo acumulativo del nivel de producción. En consecuencia, aunque no se produce un *super-crowding-out* a largo plazo, esto se observará en el proceso de ajuste. Pero este argumento, aunque válido para el caso estático, puede no aplicarse cuando se tiene en cuenta el crecimiento y la inflación. En este caso, los flujos de capital se producirán en el equilibrio a largo plazo para mantener y expandir el valor real de las carteras. Como consecuencia de ello, el estímulo fiscal incrementará estas entradas de capital a largo plazo y, por tanto, permitirá un empeoramiento de la cuenta comercial. Si este efecto prepondera sobre el efecto de los pagos de interés, la política fiscal llevará a un aumento de los precios a largo plazo.

No obstante, es importante contrastar entre los efectos a largo plazo de cambios en el presupuesto equilibrado y otros tipos de política fiscal. Como destaca Currie, hasta ahora se ha supuesto que el presupuesto gubernamental se mantiene en equilibrio. Con carácter general, un aumento en el gasto público no compensado por aumentos impositivos llevará a largo plazo a una posición en la que el déficit presupuestario es igual al déficit de la cuenta corriente si no se presentan problemas de inestabilidad. Tal posición no será sostenible, por supuesto, porque requiere una evidente disminución de las reservas exteriores; son necesarios cambios de política para alterar esto, dado que no operan fuerzas endógenas en el sector privado para modificar la situación. Este equilibrio a

largo plazo, cuando el déficit de la cuenta corriente externa se iguala al déficit presupuestario público, puede alcanzarse vía diferentes mecanismos de ajuste. Y Currie razona así: si los ajustes de precios no se tienen en cuenta, un aumento en el gasto público debe inducir una suficiente elevación en la producción interna si ha de obtenerse la estabilidad, por lo que el déficit externo se deriva de un aumento en el nivel de la demanda inducido por los ajustes riqueza (la inestabilidad puede producirse, por supuesto, si la adquisición de riqueza por parte del sector privado es en forma de títulos, y el efecto contractivo de esto vía mercado monetario supera a los efectos expansivos en el mercado de bienes). Alternativamente, el ajuste puede producirse vía un incremento en el nivel interior de precios, generando una caída en la competitividad externa y un deterioro a la cuenta corriente externa suficiente para compensar el déficit gubernamental. En general, los ajustes se realizarán a través de ambas vías. Como consecuencia de que las variaciones de la renta motiva cambios en el nivel de los ingresos impositivos, cuanto mayor es el grado en que los ajustes se realizan vía un aumento en la producción, más pequeño el déficit presupuestario de equilibrio y, por tanto, más pequeño el deterioro en la cuenta externa. Inversamente, cuando mayor es la medida en que el ajuste se realiza a través de un aumento de los precios y una pérdida de competitividad, más elevado el déficit externo resultante y el grado en que los efectos expansivos de los déficits fiscales son exportados al resto del mundo. Desde una perspectiva neoclásica a largo plazo, el resultado más probable de déficits fiscales financiados por títulos es un incremento en los tipos de interés y una menor intensidad de capital, llevando a una caída en la producción real a largo plazo. En este caso, el deterioro resultante en la cuenta externa llevará a un aumento de precios y excederá en magnitud al aumento en el gasto público. Sin embargo, y como en el caso de una economía cerrada, esta forma de *super-crowding-out* puede evitarse por una política financiera mixta orientada a estabilizar los tipos de interés (14).

---

(14) Véase D. A. CURRIE: *Monetary and Fiscal Policy...*, op. cit., pág. 33.

c) *Efectos de la política fiscal y monetaria con tipos de cambio flexibles y con nula y alta movilidad de capital.*

Señalar simplemente que el análisis de la eficacia de la política fiscal y monetaria con tipos de cambio flexibles y nula o limitada movilidad de capital es similar al de una economía cerrada, siendo el efecto de las variaciones de la demanda sobre la cuenta externa compensado por variaciones en los términos de comercio resultantes de variaciones en el tipo de cambio y de las modificaciones inducidas en los precios internos. En el caso de tipos de cambio flexibles y alto grado de movilidad de capital, las conclusiones mantenidas se basan en la idea de Flemming y Mundell de que los efectos de la política monetaria sobre la demanda total se intensifican cuando aumenta la movilidad de capital mientras que los de la política fiscal se reducen, afirmaciones que se están cuestionando recientemente, demostrándose que es perfectamente posible para la política fiscal tener un intensificado impacto bajo perfecta movilidad de capital con tipos de cambio flexibles, mientras que la política monetaria tiene un impacto reducido, y ello se considera así si el efecto riqueza sobre la demanda de dinero es significativo al permitir el cambio en la velocidad del dinero (15).

### 3. UNAS CONCLUSIONES SIGNIFICATIVAS

Si después de lo expuesto se nos pidiera que resaltásemos las ideas fundamentales a tener en cuenta para valorar la eficacia de la política fiscal y de la política monetaria en función de los efectos *crowding-out*, destacaríamos las siguientes:

1) En *ausencia de efectos riqueza* de cualquier tipo (directos e indirectos), la eficacia relativa de las políticas fiscal y monetaria depende de la dimensión relativa de las elasticidades-interés de las funciones de gasto del sector privado y de demanda de dinero. De forma que una elasticidad de gasto elevada reduce la eficacia absoluta de la política fiscal, dado que aumenta el grado en que el estímulo fiscal es compensado por el incremento inducido en los

---

(15) Véase D. A. CURRIE: *Monetary and Fiscal Policy...*, op. cit., páginas 34-37.

tipos de interés, reduciendo los gastos del sector privado; en cambio, aumenta la eficacia de la política monetaria al elevarse el efecto de un cambio dado en los tipos de interés sobre la demanda total. Por supuesto, una elasticidad-interés reducida de la demanda de dinero aumenta la elevación en los tipos de interés que acompaña a un estímulo fiscal dado y, por tanto, reduce la eficacia de la política fiscal; por el contrario, se incrementa la eficacia de la política monetaria al aumentar el cambio en los tipos de interés resultante de una variación dada en la oferta monetaria. *En consecuencia, cuanto mayor sea la relación de la elasticidad del gasto respecto a la elasticidad de la demanda de dinero, mayor será la eficacia relativa de la política monetaria respecto a la política fiscal.*

2) Si se incluyen los efectos riqueza en las funciones de gasto y de demanda de dinero del sector privado, se modifican las conclusiones en la siguiente forma:

— No se producen efectos riqueza directos (es decir, los resultantes de cambios en la cantidad, o composición, de los activos en circulación) en la medida en que se acepte la definición de riqueza neta comprendiendo los pasivos gubernamentales en circulación de todos los tipos. Sin embargo, en la medida en que los títulos se computan solamente en parte en la riqueza neta o en la medida en que se computa la demanda de depósitos bancarios, la política monetaria será acompañada por un efecto riqueza directo, que aumenta tanto la eficacia absoluta como relativa a corto plazo de la política monetaria.

— De mayor significado es el efecto riqueza inducido por el interés, operando sobre los gastos privados y sobre la demanda de dinero. En concreto, un amplio efecto riqueza sobre los gastos del sector privado reduce la eficacia a corto plazo de la política fiscal, dado que los efectos expansivos son parcialmente compensados por la elevación inducida en los tipos de interés y la consiguiente disminución de los gastos en respuesta a los más bajos precios de los activos y a la reducción de la riqueza del sector privado. Por otra parte, y con un amplio efecto riqueza sobre la demanda de dinero, un estímulo fiscal induce a una caída en la riqueza del sector privado vía disminución de los precios de los activos, y ello, a su vez, tiende a reducir la demanda de dinero, compensando en parte el

aumento en la demanda de dinero resultante de los efectos expansivos del estímulo fiscal en el mercado de bienes. Consecuentemente, los tipos de interés se elevan menos, por lo que los efectos compensación de la disminución de la elasticidad-interés de los gastos se reduce y la política fiscal tiene mayores efectos expansivos. Los argumentos inversos se aplican a la política monetaria. De ello se sigue que un amplio efecto riqueza sobre los gastos del sector privado reduce la eficacia absoluta y relativa a corto plazo de la política fiscal, y aumenta la de la política monetaria, mientras que un amplio efecto riqueza sobre la demanda de dinero tiene efectos opuestos.

— Un efecto riqueza indirecto adicional puede resultar de variaciones en el nivel de la demanda. Si el nivel incrementado de la demanda eleva las expectativas de beneficios como consecuencia de un más elevado nivel de utilización de la capacidad, el valor de las acciones se elevará. Este se añadirá a los efectos expansivos de la política fiscal y de la política monetaria si el efecto expansivo del efecto riqueza en el mercado de bienes prepondera sobre el impacto contractivo del efecto riqueza en el mercado monetario; en otro caso, se compensarán en parte los efectos expansivos. Para la política fiscal, por tanto, este efecto indirecto actuará en la dirección opuesta a la del efecto riqueza inducido por el interés, mientras que para la política monetaria los dos efectos-riqueza operan en la misma dirección.

— La política fiscal y la política monetaria pueden también producir efectos riqueza vía variaciones inducidas de los precios y cambios consiguientes en el nivel de la riqueza real. En ausencia de efectos riqueza, un aumento en el nivel de precios endurece las condiciones del mercado monetario vía una oferta monetaria real reducida y, por tanto, lleva a un aumento en los tipos de interés y a una reducción de la demanda total. Un efecto riqueza en el mercado de bienes refuerza este efecto contractivo, porque el aumento en el nivel de precios y la reducción asociada en los precios de los activos disminuye el valor real de la deuda (definida nominalmente) en manos del sector privado y, por tanto, disminuirán los gastos. Un efecto riqueza en el mercado monetario disminuye este efecto contractivo, dado que la caída en la riqueza real reduce la demanda real de dinero y, por tanto, desciende la necesaria elevación de los tipos de interés para restaurar el equilibrio en el mercado mone-

tario. Como anteriormente, el efecto neto de los dos efectos riqueza depende de sus efectos relativos sobre la demanda: el efecto contractivo de un aumento de precios vía el efecto riqueza en el mercado de bienes puede ser más grande o más pequeño que el efecto expansivo del efecto riqueza en el mercado monetario. Sin embargo, incluso si el efecto neto de los efectos riqueza es expansivo, la reducción en la oferta real de dinero necesariamente asegura que el efecto neto de un aumento de precios es contractivo. En consecuencia, en la medida en que la política monetaria o la política fiscal expansiva eleva el nivel general de precios a corto plazo, la eficacia absoluta de ambas políticas se reduce, pero no existen poderosas razones por las que su eficacia relativa deba ser alterada.

3) Hasta aquí se han realizado las referencias al corto plazo. Ahora es necesario examinar los efectos a más largo plazo de las políticas fiscal y monetaria. Cabe diferenciar los siguientes:

### 3.1. *Cambios fiscales de un presupuesto equilibrado: efectos de la variación de los precios y del stock de capital*

a) El efecto de las variaciones de precios es captado en algún grado en casi todos los modelos econométricos. Entonces, los amplios modelos keynesianos han incorporado generalmente alguna forma de relación Curva de Phillips, que garantiza que más altos niveles de demanda inducidos por la política fiscal y monetaria se reflejan en algo más elevadas tasas de inflación, al menos después de que se han producido completamente los efectos definitivos sobre los precios de la reducción de los costes unitarios. La implicación de esto es que los efectos expansivos sobre la producción de un aumento de una vez para siempre de los gastos públicos o de la oferta monetaria deben necesariamente ser erosionados a largo plazo: la elevación del nivel de precios endurece progresivamente las condiciones monetarias hasta que los efectos expansivos iniciales son finalmente compensados totalmente, volviendo en último extremo la economía a su nivel inicial de demanda. Por tanto, los aumentos en el gasto público necesariamente desplazan a los gastos del sector privado sobre una base uno por uno. Sin embargo, la relevancia de esto para los objetivos de política es limitada; dado que el horizonte temporal sobre el que se produce tal efecto

*crowding-out* es extremadamente largo, por ello las políticas fiscal o monetaria expansivas estimulan el nivel de producción y empleo durante un período de cinco o diez años. Además, como para el simple caso IS/LM de precios fijos, el *crowding-out* que se produce en tales modelos se deriva esencialmente de la política monetaria restrictiva. Si las autoridades están dispuestas a aceptar una más elevada tasa de inflación a cambio de un mayor nivel de demanda, asegurado por una más rápida tasa de expansión monetaria, tales modelos predicen que más altos niveles de producción y empleo son sostenibles permanentemente. Entonces, en ausencia de restricciones sobre la expansión de la producción real, el *crowding-out* se produce solamente como consecuencia de una combinación inapropiada de la política fiscal y la política monetaria. El anterior argumento omite los efectos de más altas tasas de inflación sobre las expectativas de precios y, por tanto, a su vez, sobre la determinación de precios y salarios. Si este efecto es solamente parcial, todavía se mantiene el argumento. Una imagen diferente surge de aquellos modelos que incluyen una Curva de Phillips vertical a largo plazo, por lo que las expectativas de precios se mantienen a través de la determinación de precios y salarios sobre una base de uno por uno. En tales modelos, las ganancias permanentes en la producción son insostenibles. Las ganancias temporales en la producción se obtienen solamente a costa de una permanentemente más alta tasa de inflación y las variaciones definitivas en la política fiscal o en la política monetaria no generan ganancias acumuladas en la producción a largo plazo. Esto limita considerablemente el alcance de cualquier forma de política de ordenación de la demanda, que según este punto de vista debe reducirse a mantener la posición adecuada de la política a largo plazo, junto, quizá, con algunos cambios racionales a corto plazo para acelerar el ajuste hacia el equilibrio a largo plazo. En este caso, el efecto *crowding-out* se produce necesariamente como consecuencia de restricciones reales sobre la producción en la economía. Esto contrasta con los casos anteriores, donde el efecto *crowding-out* se deriva solamente de una inapropiada combinación de política fiscal y política monetaria.

b) Los cambios inducidos en la intensidad-capital de la producción modifican el análisis de la eficacia a largo plazo de la política fiscal y monetaria. Un estímulo fiscal, no acompañado por una ex-

pansión monetaria, eleva necesariamente la tasa real de interés a largo plazo de igual forma que la presión ascendente sobre los precios endurece las condiciones del mercado monetario. Si se supone una función de producción neoclásica, el aumento en los tipos de interés reales inducirá a largo plazo a una reducción del capital, disminuyendo, por tanto, los niveles de producción. Este argumento sugiere que la política fiscal disminuye el nivel acumulativo y a largo plazo de la renta nacional. Se obtiene así una forma de *super-crowding-out* según el cual los gastos públicos desplazan a los gastos del sector privado sobre una base superior a la de uno por uno. En cambio, la política monetaria reduce la tasa de interés real a largo plazo elevando el porcentaje de activos financieros monetarios respecto a los no monetarios, e induce, por tanto, a una intensificación del capital. En consecuencia, en un mundo como éste, un aumento en la oferta monetaria eleva el nivel acumulativo y a largo plazo de la producción. A este argumento cabe hacer diferentes matizaciones que modulan en buena parte las conclusiones alcanzadas.

### 3.2. *Efectos de un estímulo fiscal financiado por títulos*

El efecto impacto de un estímulo fiscal financiado por títulos es cualitativamente, aunque no cuantitativamente, idéntico con carácter general al de un cambio presupuestario equilibrado. Sin embargo, en un análisis a medio y largo plazo, es necesario considerar las implicaciones de la financiación del resultante déficit presupuestario del gobierno. En este caso, el análisis a largo plazo depende críticamente de si la emisión de títulos públicos tiene un efecto contractivo o expansivo sobre el nivel de la demanda total; es decir, de si el efecto contractivo de la emisión de títulos en el mercado monetario prepondera sobre el efecto expansivo vía efecto riqueza en el mercado de bienes. Si el efecto neto es contractivo, entonces la emisión de títulos para financiar el déficit presupuestario resultante de un aumento en el gasto público generará una caída en la producción, una disminución en los ingresos impositivos, una ampliación del déficit presupuestario y la necesidad de una más amplia emisión de títulos públicos. En este caso, si se mantiene el estímulo fiscal inicial, se produce una inestabilidad acumu-

lativa y un grado incluso creciente de *crowding-out* de los gastos del sector privado. En la práctica, el estímulo fiscal será o neutralizado o acompañado de una expansión monetaria. Entonces, el estímulo fiscal inicial no puede sostenerse sin una expansión monetaria de acompañamiento. Similarmente, una expansión monetaria, de una vez por todas, a través de operaciones de mercado abierto, es insostenible sin cambios fiscales de acomodación, si ha de evitarse la inestabilidad acumulativa. Esto es así porque los efectos expansivos de tal política elevan los ingresos impositivos y crean un superávit presupuestario, que debe ser financiado por compra de títulos. Bajo las mismas condiciones, tales compras se reflejarán en un aumento adicional de la demanda, un incremento también adicional en los ingresos impositivos, un creciente superávit presupuestario y un mayor volumen todavía de compras de títulos. En definitiva, si se quiere que no se produzcan amplias e indefinidas expansiones o contracciones de la demanda total, la política fiscal y la política monetaria deben necesariamente actuar de acuerdo a largo plazo y la cuestión de la eficacia relativa de las dos políticas es ociosa. Sin embargo, si la financiación por títulos es expansiva en sus efectos, son posibles entonces posiciones independientes de la política fiscal y monetaria. En este caso, los efectos a largo plazo de la política fiscal son expansivos, mientras que los de la política monetaria son compensados. El nivel de producción real y renta a largo plazo será determinado por la restricción presupuestaria del gobierno y la necesidad de equilibrio presupuestario a largo plazo. Entonces, el nivel de renta a largo plazo está determinado totalmente por los parámetros fiscales de la restricción presupuestaria del gobierno y la política monetaria no tiene papel que desempeñar en su determinación. El multiplicador fiscal a largo plazo está determinado por la inversa del tipo impositivo marginal, por lo que los efectos multiplicadores a largo plazo de la política fiscal son más amplios que a corto plazo. En contraste con la política fiscal de un presupuesto equilibrado, los déficits financiados por títulos, si son estables, no generan *crowding-out* incluso a largo plazo. El panorama de estabilidad de los déficit financiados por títulos es mucho más problemático cuando se incorpora una Curva de Phillips vertical a largo plazo, en el supuesto asociado de que el empleo tiende hacia su nivel natural a largo plazo, pues el logro de un equilibrio a largo plazo requiere un presupuesto guberna-

mental equilibrado a largo plazo. Para que esto suceda, un aumento en el gasto público financiado por títulos debe inducir a una correspondiente elevación en los impuestos vía un aumento en la renta real a largo plazo. Dado que el desempleo se supone que tiende hacia su nivel natural a largo plazo, esto puede ocurrir solamente vía intensificación del capital. Pero la presión alcista sobre los tipos de interés real motivada por el aumento en el gasto público y la emisión de títulos hace más probable que el capital se reduzca y que se produzca una inestabilidad a largo plazo. Sin embargo, y una vez más, esta forma de inestabilidad se deriva de una elección inapropiada del método de financiación: puede demostrarse que la financiación mixta por dinero y por títulos no necesita plantear problemas de estabilidad. En suma, esta forma de mecanismo inflacionista refuerza la principal lección para la formulación de la política de que la política monetaria debe acomodarse a la posición de la política fiscal (o viceversa) si ha de evitarse la inestabilidad a largo plazo.

4) La eficacia de la política fiscal y de la política monetaria en una economía abierta, diferenciando entre tipos de cambios fijos y flotantes y supuestos alternativos sobre la movilidad del capital, hay que valorarla en los siguientes términos: si existen restricciones reales sobre la expansión de la producción, el campo a largo plazo para la política fiscal o monetaria expansiva es poco relevante, por lo que el *crowding-out* a largo plazo es inevitable. Si esas restricciones no existen, existe siempre una combinación apropiada de política fiscal y monetaria (y tipos de cambio, si se considera que son ajustables) que permite una expansión sostenida de la producción incluso a largo plazo. En consecuencia, el *crowding-out* surge de una elección inapropiada de los instrumentos de política, entre otras causas. Enfatizar que, al menos a largo plazo, los efectos de la política fiscal y de la política monetaria dependen de los subsiguientes ajustes riqueza y precios, siendo imprescindibles las investigaciones empíricas al respecto.