EL EFECTO “CROWDING OUT”

El déficit público es invocado una y otra vez como causante de importantes efectos restrictivos en el suministro de crédito al sector privado por las entidades financieras. **Eugenio Domingo Solans** se ocupa en este artículo de precisar este fenómeno, conocido con la locución inglesa *crowding out*, y analiza los efectos, directos o indirectos, que provoca el desplazamiento del gasto privado como consecuencia del aumento del gasto público.

*Cantaban los niños
canciones ingenuas,
de un algo que pasa
y que nunca llega:
la historia confusa
y clara la pena.*

Antonio Machado
Soledades (1903)

CONCEPTO Y TAXONOMIA

EL término *crowding out* (en castellano, *expulsión* o *desplazamiento*) designa, en general, la sustitución de la actividad económica privada por la pública. En concreto, la idea que subyace detrás del efecto *crowding out* es la posibilidad de que un incremento del gasto público pueda desplazar al gasto privado, bien de forma directa, al competir el sector público y el sector privado por la utilización de unos recursos reales limitados (*crowding out directo* o *real*), bien de forma indirecta, en la medida en que el aumento del gasto público se traduce en un incremento de la renta de equilibrio, ello aumenta la demanda de dinero para transacciones y, supuesto constante el

nivel de la oferta de dinero, el subsiguiente incremento del tipo de interés deprime el gasto privado (*crowding out indirecto* o *financiero*).

Se habla, también, de *crowding out total* y de *crowding out parcial*. En el primer caso, la reducción del gasto privado es de cuantía superior al aumento del gasto público que la ha provocado, por lo que el gasto agregado público y privado disminuye. Si el *crowding out* es parcial, el gasto privado disminuye en menor cuantía que el público, por lo que el gasto agregado aumenta (1). Un concepto semejante al de *crowding out total* es el de *super crowding out* (2).

El fenómeno del *crowding out*, como toda concatenación de causas y efectos, implica la existencia de un período de ajuste. Atendiendo a la duración de dicho ajuste, siguiendo la vieja terminología de Alfred Marshall, se habla de *crowding out a corto plazo* y de *crowding out a largo plazo*.

Sin que ello signifique el más mínimo asomo de esquizofrenia, es usual concebir el efecto *crow-*

ding out como una reacción de los agentes económicos privados a la actuación del sector público, que se supone dirigida al servicio de unos fines e intereses distintos; se habla, por ello, de *crowding out ex-post*. Una corriente teórica — conocida con el nombre de *ultrarracionalidad* — sostiene la idea de que el gasto público es o puede ser sustitutivo perfecto del gasto privado, de suerte que, en su formulación más pura, considera el comportamiento del sector público como una extensión del propio sector privado. Como derivación directa del supuesto de *ultrarracionalidad* — ¿ultraingenuidad? — el *crowding out* se configura como una sustitución *ex-ante* del gasto privado por el público, sin reacciones ni ajustes posteriores. Todo queda en casa. Esta concepción ha dado lugar al denominado *crowding out ex-ante*, llamado, también, en ocasiones estructural o, de nuevo, *directo* (3), usándose en este último caso el calificativo «directo» en un sentido distinto al del *crowding out* directo o real.

Si en una situación de equilibrio alejada del pleno empleo se acepta que el gasto público puede aumentar la inversión privada y, a través de ella, el gasto privado — principio del acelerador —, no sólo no habrá desplazamiento de la actividad privada, sino potenciación de la misma. Surge así el concepto opuesto al *crowding out*, denominado en 1975 por la Oficina Presupuestaria del Congreso de Estados Unidos *crowding in* (4).

El concepto de *crowding out*, como se intuye de la simple lectura de los párrafos anteriores, es una idea teórica sofisticada, que admite mil y una consideraciones e interpretaciones, y que está en la médula de la revisión de la teo-

ría de la política fiscal que se inicia en la década pasada, y que dista de estar concluida.

Pero los conceptos doctrinales, por más sofisticados que sean, adquieren claro significado para el no teórico — en nuestro caso, para el economista práctico o para el financiero — cuando se les despoja del entramado propio del análisis económico (un instrumental sofisticado de análisis, unos supuestos de actuación restrictivos, un lenguaje característico, unas interrelaciones entre variables que se dan por aceptadas y sabidas) y se acierta a conectarlos con los problemas concretos que surgen cada día.

Este es el «secreto del éxito» del concepto de *crowding out*, término que hoy está en los periódicos, en la radio y en la televisión al alcance de personas que nada saben de funciones IS-LM, de efectos riqueza o de ultrarracionalidad. No resulta efectivamente difícil conectar la formulación teórica del efecto *crowding out* con los problemas prácticos que acarrea: el déficit del sector público español — diferencia entre los ingresos y los gastos públicos — puede estar causando problemas de financiación al sector privado por una doble vía, la de la cantidad y la del precio. La de la cantidad, porque si el incremento de las disponibilidades líquidas (oferta de dinero en sentido amplio) es una magnitud fija, los recursos que se destinan a financiar el déficit público se traen de la financiación del sector privado. La del precio, porque la escasez relativa de recursos para la inversión privada elevará los tipos de interés, lo que indudablemente puede desanimar dicha inversión privada. En definitiva, el déficit público puede estar desplazando la actividad privada al re-

ducir la disponibilidad de recursos y, en consecuencia, al elevar los tipos de interés. Así actuaría en nuestro sistema financiero el efecto *crowding out*.

¿MAS QUE UN EFECTO TECNICO?

El uso de la expresión *crowding out* se ha popularizado tanto en España en los últimos años que el lector no avezado en asuntos económicos podría creer que el fenómeno que designa es nuevo. Nada más lejos de la verdad. El propio Keynes ya se refirió a él en 1929 con el nombre de *diversion* (desviación) (5). Más aún, explícita o implícitamente, la cuestión de si la actividad pública desplaza a la actividad privada en lugar de potenciarla está en la base de la secular polémica sobre la deseabilidad de que el Estado asuma más competencias en materia económica (tesis de la mano visible) frente a quienes sustentan que es preferible *laissez faire* (dejar hacer) al sector privado, sin interferencias por parte del sector público (tesis de la mano invisible).

La etiqueta *crowding out* tiene, pues, la virtud de quintaesenciar y actualizar los términos de una vieja polémica en la historia del pensamiento económico. Resulta sorprendente encontrar detrás de un nombre tan técnico un abanico amplio de posturas encontradas, no sólo estrictamente económicas, sino también políticas.

Porque, de quienes no creen en la existencia de *crowding out*, esto es, de quienes no aceptan que la financiación del déficit público inhibe la actividad inversora privada, puede pregonarse su fe en la política fiscal, lo que quiere decir que, a buen seguro, contestarían negativamente a la luctuo-

sa pregunta que los profesores Peacock y Shaw formularon en 1978: «*Is fiscal policy dead?*» (6) («¿Ha muerto la política fiscal?»). Más aún: para ellos, no sólo no ha muerto, sino que la política fiscal «importa» (Blinder y Solow «*Does fiscal policy matter?*») (7) y constituye un eficaz instrumento frente a la crisis. A partir de ahí, resulta inevitable ser etiquetados de «neokeynesianos», decir que se da más énfasis a la generación de empleo que a la lucha contra la inflación, preconizar la defensa de una intervención activa del Gobierno en la economía y, en fin, ser tachados — valga la simplificación — de «izquierda».

Frente a ellos, quienes creen en la existencia de *crowding out* es de suponer que contestarían afirmativamente a la pregunta de Peacock y Shaw, o, cuanto menos, lo harían negativamente a la menos exagerada de Blinder y Solow. Ello les hace defensores de la política monetaria y del equilibrio presupuestario, lo que les valdría ser etiquetados de «monetaristas» y de «liberales» y se afirmarían que dan más énfasis a la contención de la inflación que a la generación de empleo, al tiempo que defienden la menor intervención posible del Gobierno en la economía. Con todo ello — siguiendo con la caricatura —, bien merecen ser tachados de «derecha».

Por fortuna o por desgracia, como enseguida veremos, la cuestión es lo suficientemente compleja y técnica para permitir evitar, cuando se conoce, este maniqueísmo.

UNA POLEMICA RED DE CAUSAS Y EFECTOS

Partiendo de la idea central del déficit público, vamos a ir consi-

derando las distintas alternativas de financiación del mismo, las interrelaciones que surgen entre las diferentes variables económicas y, en último término, veremos si se pone de manifiesto o no la posible presencia de un efecto expulsión.

La primera idea, obvia, es que todo déficit debe financiarse, por uno u otro procedimiento: emitiendo Deuda interior, aumentando el endeudamiento exterior o simplemente incrementando la cantidad de dinero, es decir, generando inflación monetaria, sin considerar el caso extremo de enajenar el patrimonio público. Este sencillo principio, conocido en la literatura económica como *government budget constraint* (*restricción presupuestaria del gobierno*), al incorporarse a los modelos de política fiscal ha permitido perfeccionar enormemente el análisis, partiendo de la idea central de que el multiplicador fiscal del equilibrio IS-LM no es independiente de la forma de financiación del déficit (8).

Consideraremos, en concreto, las tres posibilidades realistas de financiación del déficit público que existen: emisión de Deuda interior, financiación exterior e incremento de la cantidad de dinero.

Si la financiación del déficit público tiene lugar mediante la emisión de *Deuda*, la posible existencia de un efecto *crowding out* depende de tres factores, o, si se prefiere, puede decirse que hay tres puntos críticos entre el vaso y los labios en los que el agua puede derramarse: efecto de la emisión de Deuda sobre el *tipo de interés* y subsiguiente respuesta de la *demand de dinero*, efecto de la posible elevación del tipo de interés sobre el gasto privado,

particularmente sobre la *inversión privada* y posible existencia de *efectos riqueza*.

En principio, hay que suponer que la emisión de Deuda debe conducir a una elevación del tipo de interés, pues aumentará la competencia por la captación de recursos del sistema financiero. Como respuesta al encarecimiento del precio del dinero, pueden liberarse saldos monetarios, es decir, pueden tener lugar reducciones de caja que permitan suscribir la Deuda, esto es, financiar el gasto público, sin detraer fondos destinados al gasto privado. Esta liquidez adicional, antes ociosa pero que ahora entra en el circuito financiero, tenderá a frenar la elevación del tipo de interés. Como señalan A. Blundell-Wignal y J. C. Chouraqui, «las reducciones de caja son el más conocido de los mecanismos que permiten compensar el llamado «efecto expulsión» (...). Un alza en los tipos de interés puede entrañar la sustitución de dinero por títulos» (9). Todo dependerá, en definitiva, de la elasticidad de la demanda de dinero respecto al tipo de interés: cuanto menor sea dicha elasticidad, esto es, cuanto menor sea la respuesta de los agentes económicos reduciendo saldos de dinero ociosos para adquirir Deuda, mayor será el sacrificio de gasto privado que habrá que efectuar y, en definitiva, mayor presencia tendrá el efecto *crowding out*.

La postura clásica o monetarista defiende la idea de que la mencionada elasticidad de la demanda de dinero con respecto al tipo de interés es baja, lo que implica la existencia del efecto expulsión y la ineficacia de la política fiscal, mientras que la posición keynesiana admite una elasticidad alta de la demanda de dinero con res-

pecto al tipo de interés, un bajo *crowding out* y, en definitiva, la eficacia de la política fiscal queda garantizada. En el primer caso, la función de equilibrio en el sector monetario de la economía o curva LM es más bien vertical y, en el segundo caso, horizontal.

Como es sabido, monetaristas y keynesianos sustentan posturas divergentes sobre el efecto que los tipos de interés tienen sobre la inversión privada. Mientras que para los primeros el precio del dinero es un factor determinante del nivel de inversión, bajo la óptica keynesiana y nekeynesiana el tipo de interés no tiene una influencia significativa sobre la inversión, que vendría determinada por otros factores económicos y extraeconómicos. En el primer caso, la elevación de los tipos de interés subsiguiente a la emisión de Deuda debe producir una retracción de la inversión privada (presencia del efecto expulsión), mientras que, desde la perspectiva keynesiana, no puede haber *crowding out*, toda vez que el incremento de los tipos de interés no tiene por qué reducir en el sector privado la inversión o el consumo de bienes duraderos financiados con crédito. Una alta elasticidad de la inversión respecto al tipo de interés da como resultado una función de equilibrio en el sector real de la economía o curva IS más bien horizontal, mientras que de la inelasticidad de la inversión respecto al tipo de interés se deriva, *ceteris paribus*, una función IS más vertical.

La emisión de Deuda pública para financiar el déficit puede producir *efectos riqueza* que modifiquen el comportamiento del gasto del sector privado. La teoría macroeconómica enseña que un incremento de riqueza se traduce en una expansión de la deman-

da de consumo y de los saldos de caja del público.

La primera cuestión que cabe plantearse es si la emisión de Deuda constituye un incremento de riqueza para el sector privado. Está claro, por ejemplo, que la emisión de nuevas acciones por una empresa privada no lo es, porque, si bien es un activo para los suscriptores de la ampliación, es un pasivo para la propia empresa y, por tanto, para el conjunto del sector privado no ha habido incremento neto de riqueza. ¿Debe tener la misma consideración una emisión de Deuda pública? La respuesta es controvertida, y depende, en último término, de la postura que se mantenga sobre la naturaleza de la Deuda pública y los efectos de su emisión sobre los restantes activos. Si he suscrito Deuda, ¿estimularé mi demanda porque tengo una riqueza adicional que me lo permite? O, en cambio, ¿me contendré al pensar que la Deuda de hoy son impuestos de mañana? Más complicado aún: si la emisión de Deuda eleva los tipos de interés, ¿qué pasa con las cotizaciones de los activos alternativos, como los títulos de renta variable? En fin, ¿qué influencia tiene la inflación al erosionar el valor real de los patrimonios?, ¿cómo afecta el factor tiempo?

Los anteriores interrogantes son suficientemente ilustrativos de la polémica doctrinal existente acerca de si una emisión de Deuda pública tiene efectos riqueza y de las reacciones que puede provocar su suscripción (10). Naturalmente, si se considera que la emisión de Deuda no produce efectos riqueza, el nivel de consumo privado y la demanda de dinero se mantendrán constantes y no se producirán ulteriores efectos. Si se admite la pre-

sencia de efectos riqueza, las reacciones subsiguientes son de signo opuesto: por una parte, tendrá lugar un incremento del consumo privado que compensará un posible efecto expulsión producido por otra vía, pero, simultáneamente, el incremento de la demanda de dinero inherente al efecto riqueza elevará los tipos de interés y disminuirá la inversión y el consumo de bienes duraderos en el sector privado. Resulta imposible establecer *a priori* cuál de las dos reacciones opuestas puede prevalecer.

Si para cubrir el déficit se emite *Deuda pública a corto plazo*, con liquidez garantizada por el buen funcionamiento de un mercado secundario — como es el caso de nuestros Pagarés del Tesoro —, la posesión de Deuda equivale a la tenencia de dinero. Es de suponer, en tal caso, que el suscriptor de dicha Deuda liquida disminuirá su demanda de dinero, por lo que puede producirse un exceso de oferta sobre la demanda de dinero, que se traducirá en una disminución del tipo de interés y en la expansión del gasto privado. No se produciría efecto expulsión, sino todo lo contrario. Obsérvese que lo que subyace realmente bajo el fenómeno descrito es un exceso de oferta de dinero, con los consiguientes efectos inflacionistas que del mismo pueden derivarse, por culpa de una deficiente definición de las disponibilidades líquidas. Si a los depósitos a la vista, de ahorro y a plazo se agregan estos títulos líquidos de Deuda pública, u otros semejantes librados por entidades privadas, la cantidad de dinero en sentido amplio del sistema económico será excesiva, por lo que resultará obligado redefinir los objetivos monetarios teniendo en cuenta las nuevas circunstancias.

Una alternativa a la emisión de Deuda pública como medio de financiación del déficit es la *apelación al ahorro exterior*. De entrada, la importación de capital externo implica financiación adicional para la economía, por lo que, lejos de producirse el efecto expulsión, se debería generar un efecto expansivo en el sector privado, alimentado por la liquidez adicional. Sin embargo, hay que tener presente que, una vez definida la cuantía y el crecimiento de la base monetaria, la liquidez adicional que pueda aportar el factor autónomo sector exterior, a través de la entrada de capital extranjero, será compensada discrecionalmente por el Banco emisor, a fin de mantener el nivel de los activos líquidos en el nivel prefijado, de suerte que la cantidad de dinero permanecerá constante.

Pero el anterior análisis es simple en exceso, porque no considera la incidencia que la entrada de capital exterior tendrá sobre el tipo de cambio. En un sistema de cambios flexibles, la entrada de capital producirá una apreciación del tipo de cambio de la divisa nacional, lo que deteriorará la balanza por cuenta corriente, de modo que la expansión inicial implícita en el déficit público se verá desplazada (*crowded out*) al exterior, en forma de menos exportaciones y más importaciones. El estímulo expansivo del sector público se exporta al resto del mundo. Este es el llamado *crowding out por el tipo de cambio* (11).

El anterior razonamiento es un supuesto particular del modelo Fleming-Mundell (12), sobre los efectos multiplicadores de la política monetaria y de la política fiscal en un contexto de tipos de cambio flexibles y de escasa movilidad internacional del capital. Se produce *crowding out* de la

política fiscal — que no de la política monetaria — tan pronto como se levanta la hipótesis de escasa movilidad del capital, en cuyo caso nos encontramos, precisamente, en nuestra línea argumental de financiación del déficit público mediante capital exterior.

Lo anterior significa que todas las críticas efectuadas al modelo de Fleming-Mundell, así como todos los casos en los que se incumplan los supuestos de partida de dicho modelo, pueden conducir a situaciones en las que la financiación exterior del déficit no produzca *crowding out* por el tipo de cambio. Así ocurrirá, por ejemplo, si el tipo de cambio es fijo, o si se acepta, como sugiere Niehans (13), que, aun con tipos de cambio flexibles, el comercio exterior no se ve influido por movimientos a corto plazo del tipo de cambio, sino por cambios a largo plazo o permanentes. Cabría también considerar el juego combinado de los posibles efectos riqueza ligados al superávit de la balanza de capital y al déficit de la balanza corriente, menos probables en el supuesto que contemplamos (14).

Resulta, pues, bastante difícil responder de forma concluyente a la pregunta de si existe *crowding out* cuando el déficit se financia mediante capital exterior. Todo depende del régimen de cambios imperante, del plazo de ajuste que se considere y de cómo jueguen los efectos riqueza. Tras un primer período de ajuste del comercio exterior, es probable que, en un régimen de cambios flotantes, la entrada de capital foráneo produzca un desplazamiento del sector privado por la apreciación del tipo de cambio, desplazamiento que se manifestará a través del deterioro de la balanza por cuenta corriente (más

importaciones y menos exportaciones).

Una última alternativa de financiación del déficit público — sin duda la más heterodoxa y menos recomendable — es la *apelación al Banco emisor* o aumento de la cantidad de dinero del sistema financiero para atender el exceso de pagos sobre los ingresos. Esta fórmula de financiación del déficit se ha usado con profusión en España hasta 1982, hasta el punto de que más del 70 por 100 del déficit se cubría mediante la apelación al Banco de España (15).

Si se admite la lógica del modelo keynesiano en su formulación más simple, la monetización del déficit no debe producir desplazamiento alguno de la inversión privada. Todo lo contrario: el déficit y el incremento de las disponibilidades líquidas que permite financiarlo deben empujar a la demanda agregada y a la producción hacia el pleno empleo. La convexidad respecto al origen de coordenadas de la curva de Phillips es la mejor garantía de que más inflación significa menos desempleo. Pero, a veces, los hechos se empeñan en contradecir a las teorías. La financiación inflacionista del déficit, a medio y largo plazo, inhibe la inversión privada productiva y la generación de empleo, no ya porque se elevan los tipos de interés nominales (si suben los precios, también sube el precio del dinero), sino porque cualquier inversión especulativa promete mayores ganancias, sin complicaciones. Con los precios —semáforos de la economía— distorsionados es impensable una eficaz asignación de recursos.

Cabe pensar, naturalmente, en la monetización del déficit, manteniendo dentro de un objetivo prefijado el crecimiento de la can-

tidad de dinero. En este caso —sin entrar a considerar el hecho de que el objetivo prefijado de crecimiento de las disponibilidades líquidas pueda ser más alto de lo deseable para permitir, precisamente, la financiación del déficit— es evidente que el dinero que se destina a la financiación del sector público se detrae de la financiación privada.

Para complicar más las cosas, cabe preguntarse — como hace el Banco de España — «si la disponibilidad de financiación y las condiciones de ésta han constituido el auténtico factor limitativo de las decisiones de inversión» (16). Aunque para nuestro Banco emisor «resulta improbable una respuesta afirmativa» (17), es evidente que el anterior interrogante admite respuestas de todo signo. En definitiva, este nuevo enfoque de la cuestión implica ampliar considerablemente la perspectiva del análisis, incluyendo en el mismo no sólo las relaciones de causalidad más directas entre déficit e inversión privada, sino todos los factores —económicos e incluso extraeconómicos— que explican la evolución de la inversión.

CONCLUSION

En torno al concepto de *crowding out* se teje, como hemos visto, un laberinto de interrelaciones, de distinto signo e intensidad, que hace muy difícil dar una respuesta concluyente a la cuestión de si el gasto público y, en concreto, el déficit está desplazando a la actividad privada.

Aunque todos gustamos de respuestas claras y definitivas, posiblemente el problema del *crowding out* debe enfocarse de forma menos ambiciosa, limitán-

donos a reconocer, como nos propone el profesor Wilhelm H. Buiter —en párrafo que merece un marco mejor que un pie de página— que «el *crowding out* no es, naturalmente, un fenómeno de todo o nada. El grado de *crowding out* puede definirse como el ratio entre el cambio inducido en la escala de determinada actividad privada en relación con el cambio en la escala de la actividad económica pública que lo causa. El debate sobre el *crowding out*, en otras palabras, se refiere a los signos y magnitudes de los multiplicadores de la política pública» (18). Puestas así las cosas, el paso siguiente no puede ser otro que el que sugiere el profesor Fuentes Quintana, al afirmar que «los efectos *crowding out* constituyen un problema, y su dimensión es una cuestión empírica que debe evaluarse a través del comportamiento económico real observado» (19).

Sea como fuere, con o sin variaciones de la demanda de dinero, con o sin elasticidad de la inversión privada respecto al tipo de interés, con o sin efectos riqueza, con o sin ultrarracionalidad, ..., la realidad es que nos enfrentamos con un déficit público que, según se admite con rara unanimidad entre los economistas, constituye uno de los principales problemas de nuestra economía, al tiempo que la inversión privada —y, con ella, la generación de empleo— sigue deprimida. Entre ambos hechos, una intrincada red de causas y efectos, cada uno de cuyos nudos esconde una controversia. «La historia confusa y clara la pena».

NOTAS

(1) Servicio de Estudios del Banco Urquijo, *Perspectivas Económicas*, enero 1982, pág. 68.

(2) D. A. Currie lo refiere al desplazamiento del sector privado en proporción superior a la de uno por uno, en un supuesto de equilibrio presupuestario. «Monetary and fiscal policy and the crowding-out issue» en M. J. Artis y M. H. Miller (recopiladores), *Essays in fiscal and monetary policy*, Oxford U. P., 1981, pág. 23.

(3) W. H. Buiter, «Crowding out and the effectiveness of fiscal policy», *Journal of Public Economics*, vol. 7, 1977, pág. 311.

(4) B. M. Friedman, «Crowding out or crowding in? Economic consequences of financing government deficits», *Brookings Papers on Economic Activity*, 3, 1978, págs. 593-641. El trabajo está recogido en el volumen *La Deuda Pública*, introducción de José Luis López Otero, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1982, págs. 757-819, especialmente pág. 763.

(5) W. H. Buiter, *Op. cit.*, pág. 309.

(6) *Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review*, núm. 125, junio 1978.

(7) *Journal of Public Economics*, núm. 2, noviembre 1973.

(8) C. F. Christ, «A simple macroeconomic model with a government budget restraint», *Journal of Political Economy*, vol. 76, 1968.

(9) «El efecto expulsión». Trabajo publicado en *L'Observateur de l'OCDE*, que recoge PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 10, 1982, pág. 113.

(10) R. J. Barro, «Are government bonds net wealth?», *Journal of Political Economy*, vol. 82, núm. 5, 1974. Ver también P. Burrows «The government budget constrains and the monetarist-keynesian debate» en S. T. Cook y P. M. Jackson (recopiladores) *Current Issues in Fiscal Policy*, Martin Robertson, Oxford, 1979.

(11) D. Currie, «Stabilisation Policy in an Open Economy», en S. T. Cook y P. M. Jackson (recopiladores) *Current Issues in Fiscal Policy*, *op. cit.*, pág. 110.

(12) J. M. Fleming, «Domestic financial policies under fixed and under floating rates», *International Monetary Fund, Staff Papers*, 9, 1962.

R. A. Mundell, *International economics*, Macmillan, New York, 1968.

(13) J. Niehans, «Some doubts about the efficacy of monetary policy under flexible exchange rates», *Journal of International Economics*, vol. 5, 1975.

(14) D. A. Currie, *op. cit.*, pág. 112.

(15) J. R. Alvarez Rendueles, «Consecuencias financieras del déficit», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, núm. 10, 1982, pág. 89.

(16) Banco de España, *Informe anual 1982*, Madrid, junio 1983, pág. 232.

(17) *Ibidem.*, pág. 232.

(18) W. H. Buiter, *op. cit.*, pág. 309.

(19) E. Fuentes Quintana, «La política presupuestaria del sector público y la estabilidad económica a corto plazo: situación actual», *Hacienda Pública Española*, n.º 57, 1979, página 28.