
APLICACIÓN DE NORMAS PARA LOS DÉFICIT FISCALES

MALCOLM SAWYER*

El artículo analiza el déficit fiscal a partir de los siguientes aspectos: su situación en la época de la segunda guerra mundial; la crítica a la “regla de oro”; la distinción entre el gasto corriente y el gasto de inversión; el cuestionamiento a la idea del “tamaño adecuado” del déficit presupuestario y sus repercusiones en las “políticas de respuesta”; la distribución del ingreso, y la exposición de un enfoque alternativo (basado en el modelo de Godley y Rowthorn) acerca del gasto público.

El autor concluye señalando dos cuestiones. En primer lugar, no hay bases que demuestren la pertinencia de que el déficit presupuestario cubra únicamente el gasto de inversión tal como lo afirma la “regla de oro”; en segundo lugar, una respuesta consistente a dicho déficit debe combinar tres metas: obtener tasas de interés más bajas, estimular la inversión y reducir el ahorro.

APPLICATION OF NORMS FOR FISCAL DEFICITS**

This article analyzes the shortfall in tax revenue on the basis of the following aspects; its situation during the Second World War; criticism of the “golden rule”, the distinction between running expenses and investment expenditure; questioning the ideas of the “right size” of the budgetary deficit and its repercussions on “response policies”; income distribution and a description of an alternative approach (based on the Godley and Rowthorn model) to public

* Profesor-Investigador de la Universidad de Leeds, Reino Unido.

** Traducción del español al inglés: Suzanne D. Stephens Waller.

spending. The author ends by pointing out two issues. Firstly, there is no basis to prove that it is appropriate the budgetary gap should only cover investment spending, as stated in the "golden rule", secondly, a consistent response to this deficit must combine three goals: achieving lower interest rates, stimulating investment and reducing saving.

APPLICATION DE NORMES POUR LES DÉFICITS FISCAUX*

L'article analyse le déficit fiscal à partir des aspects suivants: sa situation à l'époque de la Deuxième Guerre mondiale; la critique de la "règle d'or"; la distinction entre les dépenses courantes et les dépenses d'investissements; la remise en question de l'idée de "dimension adéquate" du déficit budgétaire et ses répercussions sur les "politiques de réponse"; la repartition des recettes et la présentation d'une autre approche des dépenses publiques (basée sur le modèle de Godley et Rowthorn). L'auteur conclut en soulignant deux points. Premièrement, rien ne prouve le bien-fondé de ce qu'affirme "la règle d'or", à savoir que le déficit budgétaire se limite à couvrir les dépenses d'investissement; deuxièmement, une bonne réponse à ce déficit doit combiner trois objectifs: obtenir des taux d'intérêt moins élevés, stimuler les investissements et diminuer l'épargne.

INTRODUCCIÓN

Gran parte de las discusiones sobre política económica en Europa y América parecen estar dominadas por la preocupación por los déficit presupuestarios. En el Tratado de Maastricht se establece un déficit equivalente a 3 % del PIB como uno de los "criterios de convergencia", considerando que en Estados Unidos se discute intensamente la legislación para un presupuesto equilibrado. En este trabajo se hace un examen crítico de una propuesta de norma particular para los déficit presupuestarios, a saber, que la recaudación tributaria cubra el gasto corriente con gastos de inversión, que a su vez se cubran mediante préstamos (lo cual en estos días se llega a calificar como la "regla de oro" de las finanzas públicas, como es el caso del Partido Laborista, 1996). Por tanto, se analiza en qué condiciones el déficit presupuestario debería ser motivo de preocupación. Este trabajo se organiza de la manera siguiente: primero se consideran algunas de las conclusiones sobre los déficit presupuestarios y finanzas públicas a las que se llegó en las discusiones en tiempos de guerra. En la siguiente

* Traducción del español al francés: Charles Allport.

sección se abordan algunas razones que sirven de base para la “regla de oro” y se argumenta que dicha regla parece surgir de una falsa analogía entre el gobierno y el individuo. Se considera entonces la diferencia entre gasto corriente y gasto de inversión y se argumenta que la diferencia crucial debería estar entre el gasto que genera ingreso y el que no lo hace, que de ninguna manera coincide con la diferencia entre gasto corriente y de inversión. Se continúa con una discusión sobre cuáles deberían ser las reglas que se apliquen a las finanzas públicas y una sección en la que se consideran los efectos de los déficit en la distribución del ingreso. Finalmente, se presenta un breve análisis de un enfoque más amplio, que es una opción al que se adopta en este trabajo.

DISCUSIONES EN TIEMPO DE GUERRA

En las discusiones que se llevaron a cabo durante la guerra en preparación del tiempo de paz y que reflejaban el impacto de la *Teoría general*, se reconocía ampliamente que el déficit presupuestario variaría de acuerdo con el ciclo económico (específicamente que en una recesión el gasto no debería recortarse, ni los impuestos elevarse con el fin de “curar” el déficit). Sin embargo, había desacuerdo en cuanto a si podía permitirse un déficit presupuestario permanente. En el documento titulado *White Paper on Employment Policy* (del Ministerio de Reconstrucción, 1944) se afirmaba que

... en la medida en que las políticas propuestas en este documento afectan el equilibrio presupuestario de un año en particular, ciertamente no consideran ninguna opción para el principio de equilibrio presupuestario en un periodo más largo (*White Paper...*, 1944: 25).

También había preocupación por reducir “esa parte de la deuda pública causada por la guerra y que es un peso muerto”. Sin embargo, se señalaba que

... los límites adecuados a los préstamos para el sector público también dependían de la magnitud de la carga de la deuda en relación con la tasa de crecimiento del ingreso nacional. En un país con ingreso creciente se puede permitir que la deuda total crezca en cantidades bastante apreciables sin que se incremente el gravamen proporcional del interés sobre esa deuda (*ibidem*: 25).

El *White Paper* bosquejó la diferencia entre gasto corriente y gasto de inversión, aunque más en términos de que el gasto de inversión del sector público varíe para compensar las fluctuaciones de la inversión del sector privado, y no así el gasto corriente. Al contrario de la posición actual, en que un gasto de inversión mínimo conduce a un rendimiento comercial,

... gran parte del gasto de inversión realizado por las autoridades estatales... tiene probabilidades de ser remunerativo en sentido comercial y se amortizaría a sí mismo. Habrá otros gastos de inversión del sector público en bienes no redituables (por ejemplo, caminos, escuelas, parques, etc.), aunque en las comunidades modernas los préstamos para servicios de este tipo se consideran, dentro de ciertos límites, una práctica normal (*ibidem*: 24).

Como señala Kregel,

El mismo Keynes *jamás* recomendó directamente los déficit gubernamentales como una herramienta de la política de estabilización... y cuando los consideró como medidas temporales demostró, esencialmente, preferir la inversión a los gastos de consumo. (J. Kregel, 1985: 32, cursivas en el original).

Esto se evidencia cuando Keynes dice dudar

que sea prudente acentuar demasiado los mecanismos encargados de que el volumen de consumo fluctúe en detrimento de los mecanismos que modifican el volumen de inversión (Keynes, 1980: 321).

Este punto de vista era esencialmente práctico: él pensaba que sería más fácil para los gobiernos dar preponderancia a sus programas de inversión durante una depresión que persuadir a la gente de que consumiera más. Pero Keynes parecía considerar los gastos de inversión como productores de utilidad:

el mismo hecho de que el gasto de inversión sea capaz de autofinanciarse lo convierte en una mejor opción con respecto al presupuesto y no implica el incremento progresivo de dificultades presupuestarias, que un ajuste del déficit en función del consumo podría acarrear o que, de todos modos, sería acusado de provocar (Keynes, 1980: 321).

Keynes también defiende que

... en los presupuestos de tiempos de paz el canciller que haga una planeación del gasto de inversión general, y la compare con los ahorros probables, para mostrar que el plan general establecido concuerda razonablemente con el requisito de equilibrio, deberá tomar al presupuesto de inversión como ingrediente necesario de su exposición de sus posibles inversiones generales. Si, como podría ocurrir, dos tercios o tres cuartas partes de la inversión total estuvieran bajo auspicios públicos o semipúblicos, la cantidad de gasto de inversión prevista por las autoridades actuaría como factor equilibrante esencial. Este es un cambio muy importante en la presentación de nuestro caso y, sinceramente, espero que lo adoptemos. No tiene nada que ver con financiar el déficit (*ibidem*: 352).

Podría parecer que la balanza se inclina por la inversión en el sector público; sin embargo, para nuestra argumentación tiene mayor importancia que dicha inversión se utilice como elemento de equilibrio, para poner en orden a la totalidad de los ahorros y la inversión (presumiblemente con pleno empleo o por lo menos con un nivel alto de éste). Hasta aquí no se ha dicho qué se entiende por financiamiento del déficit, pero una interpretación sería aquella que involucra la diferencia entre recaudación tributaria y gasto corriente del gobierno. Sin embargo, las propuestas de presupuestos de inversión implicarían que la inversión en el sector público se financiara con la diferencia entre el ahorro del sector privado y la inversión del sector privado (con alto nivel de empleo). En este contexto, podemos citar una carta que en 1944 Meade escribió a Keynes y que dice:

... temo que si el presupuesto se divide en un presupuesto de capital y en un presupuesto ordinario, quedará fortalecida la ortodoxia de un balance anual para el presupuesto ordinario (referido en Keynes, 1980: 318).

Sin embargo, Keynes previó tres fases después de la guerra. La tercera abarcaría el momento en que

... la demanda de inversión estaría tan saturada que no podría llevarse al nivel indicado de ahorros sin embarcarse en costosas e innecesarias empresas, [cuando] sea necesario alentar un consumo prudente y desalentar el ahorro y para absorber un poco el superávit no deseado incrementar el tiempo libre, con más días festivos (que son una maravillosa forma de deshacerse del dinero) y horarios más cortos (Keynes, 1980: 321 y 323).

Kalecki argumentó que el *White Paper on Employment Policy* no “había presentado un programa de pleno empleo duradero basado en una política de déficit presupuestario a largo plazo, o en la redistribución de ingresos” (Kalecki, 1944a: 135). Este autor basó su argumento en la hipótesis de que el nivel de demanda agregada tendería a no alcanzar los requerimientos del pleno empleo. Entonces era necesario que el déficit presupuestario absorbiera las diferencias entre el ahorro del pleno empleo y la inversión, o que los ahorros de aquél se redujeran vía la redistribución del ingreso (de los ricos a los pobres). Kalecki opinaba que la tercera posibilidad lógica —estimular la inversión— tenía sus límites:

La inversión privada se debe impulsar al nivel adecuado para expandir la capacidad productiva de capital en equipo *pari passu* al incremento de la población y la productividad del trabajo” (Kalecki, 1944b: 57).

Sin embargo, no pasó mucho tiempo antes de que viera elevarse la proporción entre capital y rendimiento y el descenso en la tasa de ganancias (en esto Kalecki se equivocó, pues a mayor proporción entre inversión y rendimiento, la proporción capital-rendimiento se eleva al comienzo, pero después se nivela).¹ También argumentaba que

... el papel adecuado de la inversión privada es el de brindar herramientas para la producción de bienes de consumo, y no el de proporcionar suficiente trabajo para emplear toda la mano de obra disponible... Tanto la inversión privada como la pública deben llevarse a cabo sólo hasta el grado en que se consideren útiles. Si la demanda efectiva así generada no logra proporcionar el pleno empleo, el hueco deberá llenarse con un incremento del consumo y no amontonando capital en equipo no deseado, sea público o privado (Kalecki, 1944b: 52-53).

Kalecki también argumentaba que el incremento de la deuda nacional no constituía una carga para toda la sociedad, ya que en su mayor parte se trata de una transferencia interna, y luego señaló que en una economía en expansión la proporción entre deuda e ingreso no necesitaba elevarse si la tasa de crecimiento era lo suficientemente alta (como se analiza más adelante).

Pero si se presentara el problema de una proporción de deuda creciente con respecto al ingreso (y por tanto de pago de intereses sobre el ingreso), Kalecki estaba a favor de aplicar un impuesto anual al capital, de empresas e individuos, el cual aportaría dinero para financiar los pagos de intereses de la deuda nacional y no afectaría "ni al consumo capitalista ni al carácter lucrativo de la inversión".

Varios keynesianos (entre ellos Lerner, 1943, y Domar, 1944) vieron que ante una disminución persistente del gasto de inversión por debajo de los ahorros (con un alto nivel de empleo) se tendría que recurrir a un déficit permanente en el presupuesto gubernamental (a menos que haya un superávit en el comercio exterior equivalente a la inversión extranjera neta que compense el ahorro neto del sector privado). Dichos autores pudieron establecer que en una economía que crece, un déficit permanente en el presupuesto podría ser sostenible (como se analiza más adelante) siempre que la tasa de crecimiento exceda la

1 El cambio en la proporción entre capital y rendimiento es $d(K/Y)/dt = (1/Y) dK/dt - (K/Y) (1/Y) dY/dt$: el primer término a la derecha es la proporción entre inversión neta y rendimiento, y el segundo término es la proporción entre capital y rendimiento por crecimiento del rendimiento. Claramente una elevación de la proporción entre inversión y rendimiento conduce a elevar la proporción capital-rendimiento, si bien la condición para una proporción estable entre capital y rendimiento puede derivarse fácilmente como la igualdad entre los dos términos ubicados a la derecha de la ecuación.

tasa de interés. Pero incluso cuando esa condición no se cumple, el crecimiento de la proporción entre deuda pública e ingresos puede ser relativamente lento (para el caso de una economía sin crecimiento cf. Domar, 1944: 805). Lerner presentó el caso de "Finanzas Funcionales" (con mayúsculas en el original), el cual "rechaza completamente las doctrinas tradicionales de finanzas estables y el principio de tratar de equilibrar el presupuesto en un año solar o en cualquier otro período arbitrario" (Lerner, 1943: 355), así como el ajuste del gasto total para eliminar tanto el desempleo como la inflación.

No importa cuántos intereses haya que pagar por la deuda, no se debe recurrir a los impuestos a menos de que sean necesarios para mantener el gasto bajo y prevenir la inflación. Los intereses pueden pagarse obteniendo más préstamos (Lerner, 1943: 356).

Lerner resume las respuestas de los argumentos contrarios al gasto deficitario diciendo que la deuda nacional no tiene que seguir creciendo, y si lo hiciera, los intereses no tienen que pagarse de los impuestos actuales. Más aún, que el pago de intereses sobre bonos son una transferencia interna.

Estas aportaciones de tiempos de guerra tienen dos elementos de importancia para nuestra discusión. Primero, demuestran una conciencia clara de la relación entre el déficit presupuestario y los ahorros netos del sector privado, pero ninguna idea de que el déficit presupuestario pueda "expulsar" a la inversión del sector privado. Segundo, se establecieron las condiciones para un déficit presupuestario sostenible.

LA EXPERIENCIA DE LA POSGUERRA

Los temores existentes durante la segunda guerra mundial de que al concluir ésta se diera una depresión comparable a la que ocurrió después de la primera no se materializaron (por lo menos no hasta mediados del decenio de los setenta) y los decenios de los cincuenta y sesenta se caracterizaron por pequeños déficit presupuestarios y, ciertamente, frecuentes superávit. En esos dos decenios los gobiernos no sufrieron déficit significativos. Por ejemplo, Grilli *et alia* (1992) presentan estadísticas del déficit básico promedio de 18 países industrializados, más otros países de los que había información disponible para los decenios de los cincuenta y sesenta. En todos los casos, el déficit básico promedio fue cero (de hecho hubo un déficit de 0.01% del PNB en el decenio de los cincuenta y de 0.02% en el de los sesenta), que se convirtió en el promedio total de los déficit (incluidos los pagos por intereses de la deuda nacional) de alrededor de 1.5% del PNB. Los años setenta y ochenta presentan un cuadro muy distinto; el déficit presupuestario básico tiene un promedio de 1.5% en el primer

decenio y de 2.5% en el segundo, mientras que el promedio total de los déficit se elevó apenas por encima de 3% en los años setenta y a más de 6% en los ochenta. En el período en que los déficit presupuestarios eran pequeños, se prestaba mucho más atención al papel que al control que la demanda cumplía en la afinación de la economía, y hasta cierto grado es común que las políticas keynesianas se relacionaran con esta afinación.

Sin embargo, es paradójico que el legado que se percibe de la economía keynesiana desde el comienzo del decenio de los sesenta en adelante sea que coincidió con déficit presupuestarios significativos, mientras que la supuesta era keynesiana no exhibió déficit.

RAZÓN FUNDAMENTAL DE LA "REGLA DE ORO"

Van der Ploeg ofrece una redefinición interesante de la "regla de oro":

... las tasas impositivas deberían suavizarse con el tiempo y debería permitirse que la deuda del gobierno aumente cuando se quiera que el gasto público exceda su nivel permanente. Una guerra o un nivel temporalmente alto de desempleo justifican el endeudamiento del gobierno. Sin embargo, mientras que la inversión pública padezca la tasa de rendimiento del mercado, esto no afecta el nivel permanente del déficit público básico y así se le permite al tesoro pedir préstamos con fines de inversión. Mantener un presupuesto ordinario equilibrado y pedir préstamos sólo para la inversión es lo que se llama con frecuencia la "regla de oro" de las finanzas públicas (Van der Ploeg, 1991: 147).

Así, la "regla de oro" puede aplicarse al ciclo económico reconociendo que durante algunos años (especialmente en presencia de recesión) el requerimiento de empréstitos del sector público será mayor que el que implica la "regla de oro", mientras que en otros años (los de auge) será pequeño.

La razón fundamental para la "regla de oro" es directa y tiene algunos elementos en común con una regla similar para las finanzas personales. Como individuos podemos desear ajustarnos a algo parecido a la regla de oro, por lo menos por uno de dos motivos.

Primero, un individuo desearía evitar la situación de que su gasto corriente siempre exceda su ingreso, pues eso significaría que tendría que pedir cada vez más préstamos y, por lo tanto, pagar cada vez más intereses, lo que finalmente es insostenible (también por la falta de instituciones financieras dispuestas a financiar el déficit continuo). Segundo, cuando los gastos de inversión producen ingresos futuros para el individuo se tiene la esperanza de que el gasto de inversión se pagará, pues se considera que el ingreso adicional futuro compensará sobradamente los costos del gasto de inversión.

El gobierno difiere de un individuo en varios aspectos y usar una analogía entre éste y el gobierno, como argumento, tiene ciertos riesgos. Las formas más importantes en que un gobierno difiere de un individuo son:

- 1) El gobierno vive para siempre; mientras que el individuo no (aunque una corporación sí). Esto significa que la noción de lo que es sostenible difiere. Ya que el gobierno vive para siempre, nunca necesita pagar sus deudas acumuladas. La noción de sustentabilidad es, entonces, que la proporción entre deuda e ingreso no crezca continuamente (y que tampoco aumenten los pagos de intereses relativos al ingreso). Pero la deuda pendiente puede crecer siempre que el ingreso crezca, y de aquí que el gobierno pueda funcionar con déficit, siempre que no cause un crecimiento más acelerado de la deuda que de los ingresos.
- 2) El gobierno puede pedir préstamos a tasas de interés significativamente más bajas, en comparación con las que puede obtener la mayoría (en especial los individuos), y la tasa de interés relevante para el gobierno es la que queda después de los impuestos, ya que representa el costo neto para el gobierno.
- 3) El gobierno tiene la autoridad legal para recaudar impuestos, lo cual respalda su capacidad para pagar préstamos.
- 4) Los gastos de inversión del gobierno (que aquí se distinguen de los realizados por las industrias nacionalizadas) en general no le reditúan ninguna "ganancia" futura. Algunas formas de gasto de inversión (por ejemplo, caminos) pueden mejorar la prosperidad nacional y por consiguiente elevar los ingresos nacionales y las contribuciones tributarias. Pero esto también es cierto para varias formas de gasto corriente, especialmente las que conciernen a educación o a servicios de salud.

La cita anterior sobre la "regla de oro" se refiere claramente al gasto de inversión que reditúa la tasa de rendimiento del mercado. Sin embargo, es bastante ilegítimo usar ese razonamiento para un gasto de inversión que no reditúa de acuerdo con dicha tasa. Cuando el gasto de inversión no conduce a un rendimiento comercial (es decir, un producto total por el que se recibe un pago), entonces desaparece gran parte de la diferencia entre gasto corriente y gasto de inversión: un gasto lo es en el sentido de que debe financiarse, no importa si en el futuro no reditúa ningún ingreso adicional para el gobierno. La única diferencia es que el gasto corriente no crea un activo para el gobierno, mientras que el gasto de inversión sí lo hace (por definición). Esto tendría alguna importancia si el gobierno abandonara todo, ya que podría vender todos sus activos; de otro modo tiene poca importancia.

GASTO CORRIENTE *VERSUS* GASTO DE INVERSIÓN

La distinción en la cuenta pública entre gasto corriente y gasto de inversión es la que se hace entre gasto en bienes y servicios que se "consumen" en el término de un año y el gasto en bienes duraderos. Con frecuencia resulta fácil convertir un gasto corriente en gasto de inversión y viceversa. Es frecuente que en lugar de comprar un bien que podría considerarse como gasto de inversión se contrate el servicio correspondiente al bien, lo que se consideraría un gasto corriente. Hay muchas formas de cambiar el carácter del gasto, de corriente a de inversión (o viceversa), sin provocar impacto significativo alguno en la actividad que se lleva a cabo. En vez de comprar un bien de capital del que se derive una rama de servicios, el bien puede arrendarse. El gasto en pensiones podría capitalizarse si el gobierno comprara el "instrumento" financiero el mismo día de la jubilación de un individuo, lo que reeditaría la pensión que requiere ese individuo como una anualidad y por eso un (futuro) gasto corriente se convierte en un gasto de inversión (presente). De forma similar, gran parte del seguro social (por ejemplo, las prestaciones que se reciben por hijo) podría convertirse en gasto de inversión (es decir que al nacer un hijo se le pague a los padres una gran suma de dinero en vez de hacerlo durante varios años).

Hay una forma distinta, y creemos que más apropiada, de establecer la diferencia entre gasto corriente y gasto de inversión. La distinción que haríamos sería entre las formas de gasto cuyos efectos duran poco y aquellas cuyos efectos son duraderos. Así, el gasto en educación se consideraría (casi) como duradero, ya que la educación que recibe un individuo ejerce sobre él un efecto que dura muchos años. Entonces, prácticamente todo gasto en educación se consideraría de inversión, pues los beneficios de la que se imparte hoy aumentarán después de muchos años.

Para marcar esta diferencia, puede ser útil bosquejar la noción de las inversiones tangibles e intangibles: en términos económicos las primeras incluyen la adquisición de bienes materiales y materia prima que tengan un valor monetario, mientras que las últimas consideran bienes no materiales, como la clientela, el buen nombre, las patentes, etc. El valor total de un negocio depende tanto de sus bienes tangibles como intangibles. Para el gobierno, las escuelas, los hospitales, los caminos, etc., constituyen bienes tangibles, mientras que la impartición de enseñanza y la prestación de los servicios de salud son bienes intangibles. Claro que esto sucede en caso de que la mayoría de esos bienes tangibles sean propiedad del gobierno (aunque en general no tengan un rendimiento directo) y no así los bienes intangibles. En efecto, hasta ahora puede decirse que los bienes intangibles pueden ser propiedad de cualquiera

y que los beneficiarios de ellos serán las personas que reciban educación y servicios de salud, entre otros. Sin embargo, estos bienes intangibles pueden tener un rendimiento indirecto al incrementar el nivel de recaudación tributaria, puesto que la educación y la salud promueven un crecimiento económico más acelerado.

La noción actual de gasto de inversión del sector público se relaciona con la adquisición de bienes de capital por parte del gobierno, le reditúan o no ganancias directas (ciertamente la mayoría de los bienes no lo hacen ya que no producen rendimiento comercial). La noción que se propuso anteriormente se relaciona con la creación de bienes de capital por medio del gasto público, sin importar quién sea el propietario de esos bienes, ni si son tangibles e intangibles. Así, el gasto público en educación crea un "capital humano" para el individuo que la recibe, y del cual fluye una variedad de beneficios para ese individuo como para otros. Algunos de esos beneficios pueden llegar al gobierno en forma de recaudación tributaria elevada; además se cuenta con mayores existencias de capital humano con calidad que le permiten reunir fondos.

Ver el gasto de inversión como un medio de mejorar el crecimiento económico y los impuestos futuros puede ser muy distinto de lo que debería tomarse como gasto de inversión desde la perspectiva de la adquisición, por parte del gobierno, de bienes de capital. Según el primer punto de vista, gran parte de los gastos en educación, capacitación, investigación y desarrollo, en algunas áreas de la atención a la salud, en caminos e infraestructura se considerarían como de inversión. Según la última perspectiva, la compra de equipo militar, edificios y caminos serían los elementos principales del gasto de inversión. En 1995 la formación bruta de capital fijo interno (inversión) por parte del gobierno general estaba sólo por debajo de 12 billones de libras, compartidas aproximadamente en igual proporción por el gobierno central y las autoridades locales, y para el sector público 16.5 billones de libras, y el gasto de inversión en un total (que incluye préstamos de capital al sector privado) de 21.5 billones de libras. La formación neta de capital del gobierno general fue de 8.5 billones de libras. En contraste, si usamos la perspectiva mencionada al inicio de este párrafo, el gasto de inversión incluiría la mayor parte de los gastos en educación y salud, y como tal estaría cercano a los 100 millones de libras por año.

¿CUÁL ES EL TAMAÑO ADECUADO DE UN DÉFICIT PRESUPUESTARIO?

Si no aceptamos que la "regla de oro" guíe las decisiones sobre las medidas que afectan el tamaño del déficit presupuestario, entonces ¿qué regla debemos se-

guir? Hasta ahora, nos hemos concentrado en el déficit presupuestario y dicho poco sobre el tamaño del gasto público y de los impuestos. Para analizar cuál es el tamaño adecuado del déficit presupuestario nos será útil establecer algunas relaciones básicas. El cambio en la deuda nacional es igual a $B + rD$, en donde B es el déficit básico (es decir, la recaudación tributaria menos el gasto que no se debe al pago de intereses); r es la tasa de interés impositiva diferida, y D la deuda nacional. Puede demostrarse fácilmente que la deuda nacional crecerá de acuerdo con el ingreso nacional (y por tanto la proporción entre deuda e ingresos permanece constante) cuando $B + rD = gD$ (siendo g la tasa de crecimiento de los ingresos nacionales). Dividiéndolo por el ingreso nacional resulta: $b + rd = gd$ (donde b es la proporción entre el déficit presupuestario básico y los ingresos y d la proporción entre deuda e ingresos) y podemos señalar que g y r pueden considerarse ambos en términos reales o nominales. Sin embargo, los pagos de intereses se hacen y se registran en términos nominales, y el tamaño de los pagos de interés (relativo, digamos, al ingreso nacional o a otro gasto gubernamental), del que la gente tiene conciencia, está en términos nominales.

La ecuación anterior puede replantearse como $(b + rd)/g = d$, que proporciona una relación entre el déficit gubernamental y la deuda nacional, o como $d = b / (g - r)$, que nos brinda una relación entre déficit básico y deuda nacional (todo expresado en relación con el ingreso nacional). Podemos señalar que siempre que $g > r$, cualquier tamaño de déficit básico conduce a una relación sostenible (no explosiva) entre deuda e ingreso, aunque la proporción de la deuda pueda valer muchas veces lo que vale la proporción del déficit (por ejemplo, $g = 0.004$, $r = 0.003$ nos conduciría a un factor de 100), y los pagos de intereses pueden ser significativos (y tal vez políticamente insostenibles) a un $rb / (g - r)$ que, de acuerdo con el ejemplo previo, significaría que los pagos de intereses equivaldrían a tres veces el déficit presupuestario básico. Además, debemos observar que si $g < r$, ningún tamaño de déficit básico será sostenible, y en la fórmula anterior b tendría que ser negativo (esto es, habría un superávit básico). Pero (presumiblemente por la deuda heredada, por ejemplo la de los tiempos de guerra) todavía existiría una deuda y los pagos de intereses con $d = s / (r - g)$ (donde $s = -b$ es el superávit básico).

Debe observarse que si g se expresa en términos nominales (y por tanto también r), la fórmula $(b + rd) / g = d$ es de alguna manera engañosa (y ésta fue la fórmula que usó la Comisión Europea para justificar las condiciones del Tratado de Maastricht, en el que $b = 3\%$, $d = 60\%$; consistente con 5% de crecimiento nominal que supuestamente se dividía en 3% real y 2% de infla-

ción). Es engañoso en cuanto a que el factor $(1/g)$ depende de la tasa de inflación, y una tasa más alta de ésta daría la apariencia de bajar la proporción de deuda para cualquier déficit presupuestario dado. Pero, por supuesto, con una inflación alta se podría esperar que las tasas de interés, y por tanto el déficit presupuestario, sean más altos. Aunque las cuentas del gobierno se presentan en términos nominales, sería más apropiado hacerlo con un ajuste inflacionario; ello tomaría en cuenta la baja del valor real de la deuda nacional como consecuencia de la inflación.

La fórmula anterior significa claramente que cuando se estabiliza la proporción entre deuda e ingresos, ésta es $(1/g)$ veces el total del déficit presupuestario, y $(1/g - r)$ veces el déficit presupuestario básico. Estas relaciones entre déficit presupuestario y deuda son de largo plazo, basadas en las condiciones de estabilidad de la proporción deuda-ingresos. Como el déficit fluctúa a través del tiempo, y ciertamente lo ha hecho en el pasado, y la deuda ha sido extraída a distintas tasas de interés, en la práctica puede que se requieran cálculos más precisos.

¿Cuál, entonces, debe ser la regla para las finanzas públicas y para cualquier déficit público? Se reconoce ampliamente que el déficit fluctuará en el curso de un ciclo económico; si aceptamos ese punto de vista y enfocamos nuestra discusión en la posición del déficit promedio partiríamos del principio de que el gasto público debería tomarse por su valor social y utilizar los impuestos para financiar ese gasto, y que la estructura impositiva debería reflejar algunos principios de igualdad social. La estructura precisa, tanto como el volumen de gasto público y de impuestos, tendrán implicaciones de demanda agregada, pero las consideramos dadas. Adoptamos la antigua perspectiva keynesiana de que hay que alcanzar el equilibrio entre gasto e impuestos (esto es, el déficit) para proporcionar el nivel más alto de demanda agregada, consistente con las restricciones de la economía. Éstas incluirían la balanza comercial, las presiones inflacionarias y la capacidad y disponibilidad de fuerza laboral.

Entonces surgen varios casos distintos:

- a) Surge un déficit básico, y la tasa de crecimiento del ingreso nacional real es mayor que la tasa de interés impositiva diferida real. En este caso, la proporción entre deuda e ingresos se estabilizará, como hemos indicado. Los pagos de intereses relativos a los ingresos nacionales se estabilizarán en (r/g) veces la proporción entre déficit e ingresos o $(r/g - r)$ veces la proporción entre déficit e ingresos básicos, respectivamente. Es claro que la aparente

carga impuesta por el pago de intereses depende de que el cálculo se realice en términos nominales o reales, aunque lo apropiado es que se haga en términos reales. Los pagos de interés son sólo una proporción del déficit total (ya que r/g es menor que la unidad).

En este contexto, ¿cuál sería un tamaño adecuado de déficit? Se me ocurren tres consideraciones. La primera trata sobre las implicaciones del nivel impositivo, sobre la base de que si es alto puede tener como efecto una falta de incentivos. Sin embargo, esta es una consideración bastante ilegítima en el sentido de que estamos tomando el caso de un déficit básico constante (relativo al ingreso nacional) que es la diferencia entre el gasto público constante (excluidos los pagos de intereses) y los impuestos constantes (ambos relativos al ingreso nacional). Así, la proporción entre impuestos e ingresos nacionales (siendo estos impuestos los que actúan sobre los ingresos que no provienen de intereses) no se eleva (por la suposición de un déficit básico constante). Cualquier pago de intereses incrementados (en su camino hacia el equilibrio) se encontrará con un incremento de empréstitos (que los pagos de intereses involucrados sean crecientes o decrecientes depende de la posición inicial con respecto a la deuda del gobierno).

La carga impositiva registrada se elevaría ya que el impuesto es pagadero sobre el interés de los bonos gubernamentales. También significaría que el ingreso de los que poseen bonos se convertirá en un componente más importante del ingreso nacional: sin embargo, eso es un reflejo de los ahorros y por tanto de la acumulación de riqueza sobre la cual pueda ganarse una tasa de utilidad (cuando se use para financiar la inversión en el sector privado) o de interés.

La segunda consideración es la respuesta de los mercados financieros, ya sea que impongan tasas de interés más altas sobre el gobierno cuando el déficit presupuestario y la deuda se elevan (relativo al ingreso nacional) o que se nieguen a hacer préstamos pasado cierto límite.

En la medida en que los gobiernos, al igual que los individuos, confrontan el "principio de riesgo creciente" (Kalecki, 1937), entonces déficit más altos (relativos al PIB) conllevarían tasas de interés más altas: si supiéramos la relación entre la tasa de interés que tuvo que pagar el gobierno y el tamaño de su déficit presupuestario, podríamos calcular la naturaleza del obstáculo que presentó la condicionante $g-r=0$. En tal caso el mercado financiero tomaría, en efecto, la decisión en lugar del gobierno. Sin embargo, las pruebas que vinculan déficit presupuestarios con tasas de interés son débiles. Por ejemplo, en un

documento más bien hostil a las políticas macroeconómicas keynesianas (y que no responde a la pregunta planteada en el título del trabajo), Cunningham y Vilasuso aceptaron que

... desafortunadamente, los estudios empíricos que examinan la relación entre tasas de interés y déficit fiscales están lejos de ser concluyentes... [y que]... los déficit fiscales, estén o no asociados con altos niveles de interés, es algo que todavía está por resolverse en la literatura económica (Cunningham y Vilasuso, 1994-1995: 190-191).

De la misma manera, “... es problemática la falta de evidencia empírica que apoye la existencia de un nexo entre tasas de interés y déficit presupuestales” (Wyplosz, 1991). Además,

... los resultados empíricos sobre las tasas de interés apoyan el punto de vista ricardiano (de que no hay un efecto de los déficit presupuestarios sobre las tasas de interés reales). Dados estos descubrimientos es notable que la mayoría de los macroeconomistas continúen seguros de que los déficit presupuestarios elevan las tasas de interés (Barro, 1989: 48).

Si bien Barro ha retomado la problemática desde una perspectiva teórica distinta, estos resultados, que apoyan una supuesta ruta de exclusión (es decir, que los déficit presupuestarios elevan las tasas de interés), carecen de sustento empírico.

Además, el gobierno apunta a minimizar el volumen de los préstamos obtenidos por el sector público en los mercados financieros. Probablemente el motivo principal sea que el servicio de la deuda exigirá que se recauden impuestos (en algún momento futuro). De todos modos no hay pruebas que justifiquen la otra razón posible; por ejemplo, que los préstamos que obtuvo el gobierno del Reino Unido en los decenios recientes ha excluido de los mercados de crédito a los prestatarios privados de esa nación. Las gráficas 1 y 2 no revelan una correlación positiva entre nivel de la deuda pública o préstamo con tasas de interés a largo plazo. Estas últimas estuvieron especialmente altas entre 1982 y 1989 cuando ambos, deuda pública y préstamos, eran excepcionalmente bajos (Fleming y Oppenheimer, 1996: 60).

Estas citas son evidencia de una conclusión general: los déficit presupuestarios no elevan las tasas de interés.

La tercera consideración es la presión política para restringir el déficit. La experiencia reciente de Estados Unidos y el Reino Unido es, probablemente, una evidencia por sí misma. Un déficit presupuestario no necesariamente implica la explosión de la relación intereses-ingreso nacional. Keynes subraya una demostración anticipada que hizo Abba Lerner y que resulta ilustrativa de este punto:

... recientemente he leído un artículo de Lerner, bastante interesante, sobre déficit presupuestarios en el cual demuestra que, de hecho, éste no significa un incremento infinito de la deuda nacional, ya que con el correr del tiempo el interés de la deuda previa toma el lugar de la deuda nueva, que de otra manera se requeriría [por supuesto él está pensando en una deficiencia crónica del poder de compra, más que una deficiencia intermitente]. Su argumento es impecable. Pero, Dios salve a cualquiera que trate de hacérselo entender a un hombre común a esta altura de la evolución de nuestras ideas (Keynes, 1980; escrito originalmente en 1944).

- b) Un superávit básico surge cuando la tasa de interés está por debajo de la tasa de crecimiento. No ha habido mucha experiencia respecto a este tipo de resultado. Claramente implicaría que una deuda pública declina hasta llegar a cero. La deuda pública con interés a la baja se reembolsa, y entonces se retira el efectivo. Por supuesto, un gobierno con superávit está en posición de prestar al sector privado y no a la inversa, lo que es más probable que suceda.
- c) La tasa de interés es mayor o igual que la tasa de crecimiento. Ésta muy bien puede ser la situación actual de varios países, incluido el Reino Unido. En este país, si tomamos la tasa de crecimiento subyacente del PIB un poco por debajo de 3% (que es la cifra que el gobierno usa en sus proyecciones de gasto público, que podría ser más bien optimista si se considera que desde 1980 la tasa de crecimiento anual ha sido de 2%), tasas de interés (en valores públicos) cercanas a 8% nominal, inflación de alrededor de 3% y asumimos una tasa impositiva efectiva sobre el interés cercana a 25%, entonces la tasa de interés impositiva diferida real, relevante, estaría cercana a 3%. En la práctica las tasas de interés preimpositivas reales del Reino Unido en el decenio de los ochenta, y lo que va del de los noventa han sido de alrededor de 5%, y la tasa de interés impositiva diferida real de casi 3%.² Asumiendo que esa fuese la norma prevaleciente, entonces cualquier déficit crecerá (mientras se acumulan los pagos de intereses), al igual que la proporción entre deuda nacional e ingresos. El periodo en que el déficit y la proporción deuda-ingresos puede crecer sin causar mayores dificultades, también puede ser significativo (por ejemplo, si el déficit es al principio relativamente pequeño o si la diferencia entre tasa de crecimiento y tasa de interés es pequeña) y las dificultades llegarán tarde o temprano.

² Algunos cálculos sobre este punto han pasado por alto el impuesto que se paga sobre los intereses. Por ejemplo, la OCDE (1996) señala que la diferencia entre el crecimiento del PIB nominal y la tasa de intereses por la deuda del Tesoro es cercana a 1.5%, sin considerar los impuestos sobre los intereses, lo que lleva a falsas conclusiones.

En este caso, hay dos políticas de respuesta relevantes. La primera es tratar de reducir las tasas de interés (y, podríamos agregar, intentar elevar la tasa de crecimiento, pero es más fácil decirlo que hacerlo). Si se considera, como lo estamos haciendo, que las tasas de interés altas son una consecuencia (por lo menos en parte) del empleo de políticas monetarias restrictivas, entonces esto constituye una razón más para bajar las tasas de interés. Sin embargo, también debemos reconocer que los mercados financieros internacionales ponen severas trabas a la capacidad de los gobiernos nacionales para alterar las tasas de interés internas.

Sin duda, la segunda respuesta viene de la razón que justificó la necesidad del déficit: elevar la demanda agregada. Otra forma de explicar este punto es decir que la demanda agregada del sector privado era insuficiente para los niveles de empleo y producción que el gobierno consideró para la economía. Entonces, la respuesta apropiada es buscar formas de reducir el ahorro del sector privado o elevar la inversión de éste (más exactamente, inversiones que generen ganancias) ya que el déficit presupuestario se ve como el reflejo de un exceso de ahorro del sector privado respecto a la inversión (considerando la posición del comercio exterior).

Así, afirmamos que los gobiernos sólo mantienen déficit por razones de demanda agregada. De aquí que si un déficit es insostenible (económica o políticamente), entonces deben encontrarse otros medios de demanda agregada sostenible, como, especialmente, el estímulo a la inversión y la supresión del ahorro. Existen (por los motivos que indica Kalecki, 1944b) límites al estímulo de la inversión, pero sería una opción atractiva en el corto o el mediano plazos. La supresión del ahorro va en contra de la ideología dominante. En el corto plazo, esto podría implicar la remoción de los incentivos tributarios al ahorro, aunque hay muchas dudas sobre la eficacia de éstos para elevarlo (más que cambiar de un lado a otro los ahorros entre los diferentes activos financieros). A largo plazo, probablemente implicaría reducir la importancia de los programas de fondos de pensión, un importante componente de los ahorros. De paso, podríamos subrayar que las consecuencias de tener una población senil, por muchos temida, desde este punto de vista tendría la ventaja de reducir el ahorro neto, puesto que las pensiones, en efecto, frenan el ahorro. Esta exposición sugiere que cualquier regla para los déficit fiscales sólo puede establecerse después de considerar la relación entre la tasa de interés impositiva diferida y la tasa de crecimiento. Cuando ésta excede la de interés, entonces podemos despreocuparnos por la sustentabilidad del déficit básico y concentrarnos en mantener un déficit que asegure el nivel más alto posible de ren-

dimiento y empleo (tomando en cuenta obstáculos como la inflación, la disponibilidad de capacidad y consideraciones sobre el comercio exterior). Cuando la tasa de crecimiento es menor que la de interés (o sólo la supera en grado mínimo), entonces un déficit básico no es sostenible y se debe hacer algo para reducir el ahorro y estimular la inversión.

LOS RENTISTAS Y LA DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS

Se ha reconocido desde hace mucho tiempo que los pagos de intereses por la deuda pública constituyen principalmente una transferencia interna dentro del país (aparte, por supuesto, de los empréstitos pedidos al exterior), y esa observación es la base del argumento que señala que los préstamos contratados por el gobierno no constituyen una "carga para las generaciones futuras". Primero podríamos señalar que si los pagos de intereses se pagan en la práctica con más préstamos, cualquier carga que la generación T ponga sobre la generación $T + 1$ se desplaza todavía más hacia la generación $T + 2$ y así sucesivamente. Un problema en especial que surge en relación con los déficit y la deuda pública se vincula con la distribución del ingreso. Esto lo expresó, por ejemplo, William Beveridge cuando escribió:

... hay buenas razones para saldar el gasto del Estado mientras pueda hacerse con ingresos fiscales corrientes producto de la recaudación de impuestos y no con préstamos. La razón principal es la objeción a incrementar el número y la riqueza de los rentistas... (Beveridge, 1944, pp. 148-149).

Los intereses que paga el gobierno tienden a acumularse en los sectores relativamente ricos (Michl, 1991), y se ha expresado preocupación por que un déficit presupuestario continuo empeore la distribución del ingreso. Pero debe observarse que el gobierno está justamente permitiendo que surjan los ahorros manteniendo un déficit y absorbiendo esos ahorros. Si la inversión fuera mayor, lo que reduciría la necesidad de un déficit presupuestario, los ahorros volverían a surgir y las ganancias fluirían hacia los ricos. En otras palabras, una distribución y un nivel de ingresos dados generarán una distribución particular del ahorro (y por tanto un ingreso de bienes en el futuro), independientemente de la ruta por la cual se logre un nivel de ingresos en particular (aunque debe reconocerse que la composición del gasto puede tener algún impacto en la distribución del ingreso). Si la tasa de interés sobre los bonos de gobierno es menor que la correspondiente a las ganancias, entonces la distribución del ingreso con un déficit presupuestario significativo puede ser menos desigual que aquella con mayor inversión, pero con un déficit presupuestario menor.

También se puede señalar que instituciones tales como los fondos de retiro pueden ser dueñas de una alta proporción de bonos de gobierno. En el Reino Unido, los fondos de retiro y los seguros de vida tenían 133 billones de libras en títulos del gobierno británico y bonos del tesoro (en marzo de 1996) de un total de 262 billones, comparados con los pasivos financieros de 400 billones de libras y obligaciones netas de 250 billones. Con los pagos de intereses de la deuda del gobierno general, de casi 26 billones de libras en 1995-1996, podríamos arriesgarnos a suponer que de 11 a 12 billones se pagaron de los seguros de vida y de los fondos de retiro. De paso cabe señalar que, por lo menos en el Reino Unido, el déficit presupuestario y los pagos de intereses resultantes están actuando como un conjunto de planes de retiro. En 1995 las contribuciones a los fondos de retiro y a las aseguradoras sobrepasaron los 33 billones de libras, de los cuales casi 18 billones se le prestaron al gobierno para financiar el déficit presupuestario; por otra parte, los pagos de intereses, de 11 a 12 billones de libras, pueden compararse con los casi 66 billones que se pagaron como prestaciones de retiro y seguros de vida, contribuciones por 31 billones y primas de seguros de vida que alcanzaron cerca de 36 billones. Se suele marcar la diferencia entre fondos de retiro consolidados y sin consolidar (de pago en plazos), con lo que implícitamente se expresa que los primeros generan ahorro y, por tanto, formación de capital. El punto básico de la teoría keynesiana de que la intención de ahorrar no crea automáticamente el deseo de invertir y acumular capital nos resulta relevante debido a que en efecto los programas de retiro consolidados están generando ahorro y algunos de ellos no encuentran salida en términos de inversión. En un sistema de seguro social, el gobierno estaría cobrando impuestos a quienes trabajan y transferiría los fondos a los que reciben la pensión. En los actuales programas con financiamiento las compañías administradoras de los fondos para el retiro (Afores) toman las contribuciones de los que están trabajando y le prestan dinero al gobierno que, a su vez, paga intereses por préstamos anteriores a las Afores, que, a su vez, cubren los pagos de los jubilados. Así, un programa de retiro consolidado puede generar ahorro pero no elevará por sí mismo la acumulación de capital; más bien elevará la necesidad de que un déficit presupuestario absorba los ahorros y proporcione el interés en el cual se basan las futuras pensiones.

UN ENFOQUE MÁS AMPLIO

El álgebra del déficit presupuestario que aquí se ha utilizado entraña un análisis más bien parcial que se enfoca en el crecimiento de la deuda y no permite ninguna reacción en términos de tasas de interés, no por falta de voluntad del

sector privado de sostener la deuda pública. Si ésta se convierte en parte creciente de la cartera de riqueza, entonces el atractivo (marginal) de sostener la deuda pública disminuye. Esto puede hacer que se reduzca el deseo de ahorrar, que tiene el efecto benéfico de estimular la demanda agregada. Además, puede tener que pagarse una mayor tasa de interés por la deuda pública.

El modelo de Godley y Rowthorn (1994) incorpora aspectos de esta idea y en su análisis hay una proporción (predeterminada) entre riqueza e ingresos para el sector privado y una proporción entre bonos y riqueza que depende de las tasas de interés (exógena) y de inflación; por tanto hay una proporción deseada entre bonos y riqueza. Entonces tiene cierto sentido que el déficit del sector público se restrinja a causa de la proporción entre bonos y riqueza y de la proporción entre deuda no monetaria e ingresos. Pero esta restricción puede ser poco relevante ya que el gobierno no busca mantener un déficit porque sí. Más importante es saber si existe una restricción en el gasto público y si hay otras restricciones en la economía. Sobre lo anterior podemos observar que en el modelo de Godley y Rowthorn una expansión en el gasto público genera un aumento de la producción y por tanto de la recaudación tributaria (y otros cambios), de manera que no hay una explosión en la proporción de deuda-PIB (la cual no depende de que la tasa de crecimiento sea mayor que la tasa de interés). Sobre esto último, los autores mencionados reconocen, como muchos de nosotros lo haríamos, que hay otras restricciones en la economía y que un nivel alto de demanda agregada es una condición necesaria pero no suficiente para lograr el pleno empleo.

Este enfoque más amplio indicaría que puede haber reacciones del sector privado (que surgen de una reticencia a sostener una deuda pública cada vez mayor) que hacen menos restrictivas las condiciones para la sustentabilidad del crecimiento del déficit; menos de lo que parecía en nuestro análisis anterior.

CONCLUSIÓN

El objetivo general de este trabajo ha sido argumentar lo siguiente. Primero, no hay razón para utilizar ninguna "regla de oro" por medio de la cual el déficit presupuestario cubra solamente el gasto de inversión. La razón que se esgrime, que el gasto de inversión puede cubrirse con préstamos porque en el futuro redituará ganancias, sólo se aplica al rendimiento comercial y, por esto, se aplicaría a la inversión en las industrias nacionalizadas o a la devolución de industrias al sector público. Pero no se aplica al vasto volumen de gasto de inversión. Segundo, las preocupaciones sobre el déficit presupuestario deben surgir de los problemas de sustentabilidad y éstos provienen de una

combinación de bajo crecimiento y altas tasas de interés. Una respuesta relevante a cualquier preocupación sobre el déficit presupuestario debería combinar la búsqueda de tasas de interés más bajas, el estímulo de la inversión y la reducción del ahorro.

REFERENCIAS

- Barro, R. (1989), "The Ricardian approach to Budget Deficits", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, pp. 37-54.
- Beveridge, W.H. (1944), *Full Employment in a Free Society*, Londres, Allen and Unwin.
- Domar, E. (1944), "The 'burden of the debt' and the national income", *American Economic Review*, vol. 34, pp. 798-821.
- Flemming, J., y P. Oppenheimer (1996), "Are government spending and taxes too high (or too low)?", *National Institute Economic Review*, julio.
- Godley, W., y R. Rowthorn (1994), "Appendix the dynamics of public sector deficits and debt", en J. Michie (ed.), *Unemployment in Europe*, Londres, Academic Press.
- Grilli, V., D. Masciandaro y G. Tabellini (1992), "Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries", *Economic Policy*.
- Homer, S., y R. Sylla (1983), *A History of Interest Rates* (3a. ed.), New Brunswick, Rutgers University Press.
- Kalecki, M. (1937), "Principle of increasing risk", *Economica*, vol. 4.
- Kalecki, M. (1944a), "The White Paper on Employment Policy", *Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics*, vol. 6.
- Kalecki, M. (1944b), "Three ways to full employment", en Oxford University Institute of Statistics, *The Economics of Full Employment*, Oxford, Blackwell.
- Keynes, J.M. (1980), "Activities 1940-1946 Shaping the Post-War World: Employment and Commodities", *Collected Writings*, vol. 27, Londres, Macmillan.
- Kregel, J. (1985), "Budget deficits, stabilisation policy and liquidity preference: Keynes's post-war policy proposals", en F. Vicarelli (ed.), *Keynes's Relevance Today*, Londres, Macmillan.
- Labour Party (1996), *New Labour, New Life for Britain*, Londres, The Labour Party.
- Lerner, A. (1943), "Functional finance and the Federal debt", *Social Research*, vol. 10, pp. 38-51 (reimpreso en W. Mueller [ed.], *Readings in Macroeconomics*, Publisher, pp. 353-360, (la numeración de las páginas corresponden a la reimpresión).

- Michl, T. (1991), "Debt, deficits and the distribution of income", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 13.
- Ministry of Reconstruction (1944), *Employment Policy*, Cmnd. 6527, Londres, HMSO.
- Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (1966), *Economic Surveys: United States*, París, OCDE.
- Pasinetti, L. (1996), "The social 'burden' of high interest rates", en P. Arestis, G. Palma y M. Sawyer (eds.), *Economic Theory and Economic Policy: Essays in Honour of Geoff Harcourt*, Londres, Routledge.
- Van der Ploeg, F. (1991), "Macroeconomic policy co-ordination issues during the various phases of economic and monetary integration in Europe", en *European Economy, The Economics of EMU, background studies for European Economy*, núm. 44.
- Wyplosz, C. (1991), "Monetary Union and fiscal policy discipline", en *European Economy, The Economics of EMU, background studies for European Economy*, núm. 44.