

# La demanda agregada permanente y la política fiscal

José VILLACÍS GONZÁLEZ  
Profesor de Macroeconomía  
Universidad San Pablo CEU  
villacis.fhm@ceu.es

## RESUMEN

La política fiscal exige el dominio manual y plástico del presupuesto. Este dominio implica el control omnipotente de la res publica. Como creemos en la existencia de Leviathan y es evidente que es ingobernable, nace muerta cualquier posibilidad práctica de política fiscal. Mejor y más extremo que Leviathan es nuestra concepción mecanicista del Estado como una Máquina impersonal, amoral y autónoma. Nadie la domina. En lo sucesivo hablaremos de La Máquina para invalidar la posibilidad práctica de la política fiscal.

En general la política fiscal busca el control del presupuesto: impuestos y gastos públicos para manipular la demanda agregada y mediante ella lograr los objetivos de crecimiento del PIB, pleno empleo y/o el control de la inflación. Significa que el Estado juega como un comprador o influyendo en otros compradores para influir en los productores. No es deseable esta sustitución porque el comportamiento de los consumidores sigue una ruta social y psicológica estable que determina una demanda permanente que sirve de guía a los productores. La conducta del Estado ni es permanente ni es estable sino errática y provoca trastornos en el sistema en mucho mayor proporción que soluciones.

Las manipulaciones presupuestarias inciden inevitablemente en el mercado monetario: cantidad de dinero y tipos de interés. Estas incidencias son indeseadas y neutralizan las supuestas logros de una política fiscal. Las actividades monetarias compensadoras se cruzan con las fiscales y desconciertan el mercado de bienes.

**Palabras clave:** La Máquina, demanda permanente, presupuesto pasivo, oferta monetaria relativa, interés permanente.

## Aggregate permanent demand and tax policy

## ABSTRACT

A tax policy entails a manual and plastic control of the budget. Such control requires an omnipotent management of public matters (res publica). We believe in the existence of Leviathan and it is obvious that Leviathan is ungovernable, thus any practical possibility of conducting a tax policy is born dead. An even better and more extreme idea than that of Leviathan is our mechanistic concept of the State as an impersonal, amoral and autonomous Machine. No one controls it. From here on we will speak of The Machine in order to invalidate the practical possibility of conducting a tax policy.

In general, tax policies seek to control the budget: control public taxes and expenditure in order to manipulate aggregate demand and by doing this achieve GDP growth goals, full employment and/or control inflation. It means that the State plays the role of a buyer or influences other buyers to further influence producers. Such replacement is not wanted because the consumers' behavior follows an stable social and psychological path that determines a permanent demand, which producers use as a guide. The State's behavior is neither permanent nor stable but erratic, and it causes trouble in the system in a much larger proportion than it offers solutions.

Budget manipulations have an impact on the monetary market: the amount of money and interest rates. Such impacts are not wanted and neutralize the supposed accomplishments of a tax policy. Offsetting monetary activities intersect with fiscal activities and disconcert the goods market.

**Keywords:** The Machine, permanent demand, passive budget, relative money supply, permanent interest.

**SUMARIO** 1. Introducción. 2. Ideologías y fantasmas. 3. Leviathan o La Máquina. 4. La serenidad del mercado y la demanda agregada permanente. 5. La cuestión fiscal, la renta permanente y la demanda permanente. 6. La actuación en los márgenes y la integración parcial. 7. La política fiscal y la demanda agregada permanente. 8. El acelerador. 9. El mercado monetario. 10. El interés permanente. 11. Los calendarios. 12. Conclusión.

## 1. INTRODUCCIÓN

El poder político es la capacidad de actuar en los asuntos del Estado. Es una capacidad legal y una realidad de fuerza que se reúnen en el poder ejecutivo. Básicamente el poder se resume en la posibilidad de advertir las necesidades de la Administración y de la nación y por tanto de realizar el gasto público que satisface esas necesidades<sup>1</sup>. Establece el nivel de impuestos que financian el gasto público. En definitiva se entiende que el Ejecutivo confecciona el presupuesto lo que implica que puede modificarlo según intereses políticos y económicos. El otro lado del poder del Ejecutivo es la ejecución o aplicación del presupuesto en el ámbito nacional. Esta explicación sirve para entender que los tecnócratas pueden elaborar a su voluntad el presupuesto, lo calculan y el resto, la Administración lo ejecuta. Esta es la política fiscal. Veremos que el político es dominado, cuando no domado, por fuerzas externas e internas, a las que llamamos Leviathan que es sin quererlo quien crea el presupuesto como una tempestad crea el desorden.

La macroeconomía ha servido de abundante instrumental a los técnicos para que construyan la ingeniería fiscal. La pieza principal es el multiplicador de la renta y, de esta forma, multiplicando el gasto público por un lado, y los impuestos desmultiplicando por otro, se logra matemática e inexorablemente expandir la producción, la renta y el empleo, o por el contrario, enfriar a la economía<sup>2</sup>. Por lo tanto la política fiscal no solamente es infalible, sino además precisa. Se olvida que antes que el multiplicador la economía nace de los homínidos que sienten el acoso de la adrenalina, tienen instinto y cerebro y se aquietan con la certidumbre, con los hechos permanentes. Nada es permanente ni regular en la actividad financiera pública. Cuando aumenta el gasto público y/o disminuyen los impuestos los empresarios no producen mayor cantidad de bienes sino que elevan los precios. Los multiplicadores no multiplican la renta real sino la renta nominal.

<sup>1</sup> El propósito inicial de Hobbes cuando llegó al continente fue convertir a la ciencia política en una ciencia objetiva como la física. Sus primeros contactos los hizo con físicos europeos. De aquí surge la idea de fuerza o mejor de vector fuerza que define a Leviathan.

<sup>2</sup> Los multiplicadores representan una magnitud mecanista inercial de la realidad económica. Es una matemática inexorable sencilla, matemática y falsa cuya existencia ha engañado a los economistas.

Cualquier situación presupuestaria discrecional o automática, provoca trastornos en el mercado monetario. Los déficit, sea cual sea su financiación, o bien los superávit provocan movimientos en la oferta monetaria y en los tipos de interés no planeados o involuntarios. Estos efectos se cruzan con los fiscales y desconciertan el mercado de bienes, especialmente a la inversión. Las actuaciones monetarias destinadas a oponerse a estos efectos indeseados provocan efectos defensivos en los sujetos económicos y hacen fracasar a la política monetaria.

Los calendarios de diagnósticos, planificación, actuación y los efectos en la política monetaria y en la política fiscal son diferentes o no simétricos. Estos efectos discontinuos en el tiempo de cada una de las políticas suscitan mareas que unas veces son contradictorias y otras veces se solapan en los movimientos del dinero o de la renta. La discontinuidad de las ondas de los efectos en la demanda y en la oferta enloquecen el mercado por el lado del consumo, de la inversión y por el lado de la producción.

Desde cualquier punto de vista se puede afirmar que no existe la ingeniería fiscal. La política presupuestaria es solamente un pulcro aunque irreal juego académico.

## 2. IDEOLOGÍAS Y FANTASMAS

El Estado no existe. La idea que se tiene del Estado es de omnipotencia, casi sentimental, y evoca la figura eterna del gran padre que solucionará nuestros problemas. Lo hemos inventado para arreglar temas como la educación, la sanidad, las pensiones, etc... La Gran Depresión fue un *especial* fracaso de los mecanismos de mercado, un infarto monetario, que por su naturaleza fue excepcional, y nada nos indica que por eso debamos renunciar a la creencia de los mecanismos de mercado<sup>3</sup>. La aparición del libro de Keynes: *La Teoría General...* supuso la compensación de la debilidad de la demanda agregada por el aumento del gasto público, y se interpretó además, como una forma de movilizar el ahorro inmóvil, capturando deuda pública. Con el tiempo las atribuciones sociales y emocionales que se atribuyen al Estado encontraron justificación en el gasto público.

Se justificó a partir de esas fechas, la intervención del Estado en la economía con el nombre específico de política fiscal, y se admitió como remedio lo que es un veneno, el déficit presupuestario. Y fue *La Teoría General...* el arsenal analítico que suministraba instrumentos a la teoría de la política fiscal. El principal instrumento fue el multiplicador de la renta.

El Gran Padre podría solucionar los problemas macroeconómicos, en especial los generados por la desocupación.

---

<sup>3</sup> El crack del año 29 significó el derrumbe de la bolsa y provocó el pánico. Los sujetos acudieron a los bancos a retirar su dinero y algunos quebraron. Los bancos sobrevivientes aumentaron sus reservas y la oferta monetaria disminuyó. Los créditos se volvieron difíciles. En resumidas cuentas se infartó una parte del circuito monetario —el ahorro—, y disminuyó la oferta monetaria. Keynes lo intuyó y demostró que era necesario aumentar el gasto público como sea. Fue un remedio excepcional en una circunstancia excepcional. El error fue creer que esta operación a corazón abierto para contruir un *by-pas*, era válida para cualquier país en cualquier época.

Por esas fechas, y sobre todo, en los años cuarenta, la humanidad conmovida por el horror de la segunda guerra mundial y por la pervivencia mental de la gran depresión quiso fabricar un mundo mejor. El sistema de la seguridad social y la sanidad pública fue el principal edificio de ese nuevo mundo. Se extendió también a la educación universal y a otras esferas de la cultura y de las necesidades sociales como la vivienda. En esa extensión de la sala de baile social intervenía el Estado como protagonista económico en la provisión de esas actividades sociales y económicas. Se consideró de *facto* como buena esas actividades sin preguntarse si podrían ser aportadas espontáneamente por el sector privado.

Esas actividades económicas, de las cuales la política fiscal es la principal, y las sociales y culturales son excusas para la intervención del Estado y de los políticos en el ring del poder. Es un boxeador sin contrincante aunque con árbitro. Pocas veces en la historia se ha visto un poder tan extenso y omnipotente en el Estado, que en el fondo, no lo diferencian de las dictaduras socialistas. No lo diferencian porque en la dictaduras se impone la fuerza abiertamente expuesta y en las democracias occidentales la fuerza ideológica implícitamente impuesta. Es de mayor intensidad la segunda dictadura porque es psicológica, desde dentro, y desde allí se derrama hacia fuera<sup>4</sup>.

El político se beneficia de ese poder que puede utilizar en su provecho. Lo importante es saber que también padece de este poder y que disfruta de este padecimiento. Esto quiere decir que carece de posibilidad para cambiar la orientación política y social de sus intervenciones. Es muy difícil aumentar los impuestos aunque sea para salvar al prójimo de las enfermedades, o reducir los gastos de educación, o los gastos de defensa. En Europa ningún político se atrevería a decir que desea reducir los gastos sanitarios. El político recibe órdenes de la sociedad, y éstas del ideario del pasado, del subconsciente cultural y social, de la ideología instalada en los pueblos, que le imponen su dictadura férrea sin que pueda hacer nada para liberarse.

En otras palabras el político, esto es el poder ejecutivo, no elabora su presupuesto. Puesto que no elabora el presupuesto no existe política fiscal.

Que no elabore el presupuesto no quiere decir que no influya en la economía de la misma forma que la lluvia riega los campos e influye en la agricultura sin que signifique que haya una política de riego.

### 3. LEVIATHAN O LA MÁQUINA

*La Civitas* —El Estado—, está compuesto por personas: políticos y burócratas principalmente de diversas profesiones que realizan múltiples actividades y que tienen distintos objetivos. Lo forman organismos de diversas funciones que realizan alianzas débi-

---

<sup>4</sup> Esta es la dictadura de la ética o de los juicios de valor. No existen criterios objetivos para evaluar la ética y los juicios de valor. no obstante los trabajos de Rawls o los de Harsanyi. La más eficaz de las dictaduras es la que se impone con criterios de valor preestablecidos socialmente e indiscutibles.

les y poderosas, luchan y se oponen, y de toda esa inmensa complejidad resulta la actividad pública. Admitiendo esta realidad ¿quién puede afirmar que el ejecutivo gobierna? De que todo ese proceso resulta una dirección única o una toma de decisiones homogénea.

Lo que llamamos actividad humana es otra cosa porque su sentido es la producción y la satisfacción de las necesidades humanas, guiados por la mano invisible. La cuestión se pervierte en la actividad pública cuando por un proceso misterioso, se cree y se hace creer, que el político deja de ser un *homo* egoísta, un *homo* económico y se transforma en un *homo* social<sup>5</sup>. La gran aportación la hizo Hobbes cuando explicó y describió a Leviathan. Los hombres cedieron su libertad para proteger su libertad, un pacto por el que crearon el gran monstruo. Es un concepto físico. El poder en la política es un idea que viene de la física. Es un criterio objetivo simple. De miles de vectores humanos e institucionales resulta un vector final, suma de los anteriores que es la fuerza de Leviathan. No hay cerebro, no hay pensamiento, y no hay voluntad. Exclusivamente hay acción y energía, como una corriente marina o un terremoto<sup>6</sup>.

Nuestra aportación de *La Máquina* es un extremo más radical e impersonal que el de Leviathan. *La Máquina* es la versión de una teoría mecanicista del Estado. En él teclean millones de dedos, unos solos, otros alianzados, y otros contradiciendo las órdenes anteriores. Resulta un mensaje que no nace de un cerebro pero que escriben sin saber qué, aunque sí para qué. La energía eléctrica es el egoísmo y la ambición, que es instantánea y energética, no acompañadas de producción en este caso. La *pantalla* es el disfraz de las conductas humanas que pudorosos no manifiestan sus verdaderas intenciones. Tiene muy parecido con la superestructura marxista o las conductas alógicas de Pareto e incluso con el subconsciente de Freud. En nuestro trabajo la pantalla es la ideología y los fantasmas, explicados en el apartado anterior: la política fiscal y las actividades sociales y culturales.

Las imágenes de la pantalla es el resultado del tecleado en el ordenador *La Máquina*, del cual el Estado es solamente la carcasa, una estructura o una maqueta<sup>7</sup>.

Tanto si trabajamos con Leviathan como si lo hacemos con *La Máquina*, la concepción del Estado es mecánica e impersonal. El papel del poder ejecutivo es casi nulo en la confección de los impuestos y en el del gasto público. El presupuesto es tecleado por multitud de dedos como son las herencias ideológicas y fantasmales, las fuerzas sindicales, el mismo poder ejecutivo, la oposición política, los grupos bancarios, la industria, la tecnoestructura de Galbraith, los servicios secretos, las fuerzas militares, las alianzas políticas militares e internacionales, etc. . . En nuestra concepción de

<sup>5</sup> El homo economico de Adam Smith no es irreductible pero sí definido, sin embargo el homo social es de determinación ambigua. Lo prueba que los impuestos no se recauden pacíficamente sino violentamente.

<sup>6</sup> En gran parte la concepción de *La Máquina* es la de fuerza que gobierna a las actividades humanas y en mayor medida a las actividades sociales. La idea de *La Máquina* implica complejidad, energía para su funcionamiento y el resultado de algo que es *diferente* de los elementos que lo componen. Ese resultado son los trajes y demás ornamentaciones ficticias con que parecen, en nuestro ejemplo del ordenador, en la pantalla. Que duda cabe que esa fuerza se ejercita en parte con el pretexto de la política fiscal.

<sup>7</sup> Formalmente el Estado es una armadura institucional y legal en un Estado de Derecho. En sí mismo no es la fuerza que Hobbes atribuye al Estado. Los dedos tecleadores están fuera de *La Máquina* e imprimen su mensaje y su fuerza. Puesto que se encuentran fuera no podemos afirmar que los impuestos y gastos públicos, las *voluntas* supuestas del Estado sean política fiscal.

*La Máquina* hay más dedos que en los dedos de Leviathan, pero también hay menos o ninguna voluntad. El presupuesto se hace solo de la misma forma que las cuatro fuerzas de la naturaleza gobiernan los átomos y los astros sin intervención humana. Nada más lejos de una planificación de un cálculo o de la toma de decisiones del departamento financiero de una empresa. En el presupuesto los pensionistas desean mantener la capacidad real de sus pensiones, los consumidores pagar pocos impuestos, los militares mayores gastos, la insidiosos servicios de inteligencia trasladar la información interesada para venderla a los poderosos, los banqueros financiar a los políticos, los industriales vender bienes al Estado.

No hay cálculo, ni plan, ni una voluntad del ejecutivo autónoma. Existe la aritmética en sus dos operaciones simples de sumar y restar. No existe política fiscal, y probablemente nunca ha existido.

Sin embargo podemos afirmar que los vectores fuerza o los dedos tecladores quieren hacer un presupuesto porque intuyen adecuado una política fiscal. Ocurrió cuando las fuerzas empresariales, políticas y militares en la Gran Depresión, después de intuir, mejor que comprender, *La Teoría General...* desearon gastar porque movilizaban el ahorro muerto. Ha pasado en el Tratado de Maastrich en Europa —dedos de una mano poderosa—, que obligó a los países a reducir el déficit público y a mantener la independencia del Banco Central respecto del ejecutivo.

Los siguientes apartados explicarán que los intentos del ejecutivo para realizar una política fiscal estarán destinados al fracaso porque chocarán con la voluntad y la fuerza de otros grupos. Y, aunque los logren vencer, esto es, suponiendo que puedan realizar la política fiscal, carecen de habilidad para realizarla. Y aún suponiendo que posean sabiduría y habilidad, sus instrumentos, los impuestos y el gasto público, son toscos y *per se* violentos. No lo olvidemos, un ciego con enfermedad de parkinson nunca podrá convertirse en un cirujano cardiovascular, ni King Kong podrá jugar al billar.

#### 4. LA SERENIDAD DEL MERCADO Y LA DEMANDA AGREGADA PERMANENTE

El mercado es la institución donde se sacian las necesidades humanas. Los productores maximizan su beneficio atendiendo estas necesidades. Esta actividad productora exige la exploración continua de esas necesidades que suelen ser constantes y de poca variación en el corto plazo. La brújula del productor y por tanto del nivel de empleo y de la renta, es la demanda que le indica cuándo, cuánto y en que forma producir y ofrecer. Los navegantes se orientan por la brújula que se guía por un vector fuerza electromagnético que es constante y los productores por la la constancia y la serenidad de la demanda agregada. Es razonable pensar que la constancia de la demanda agregada es necesaria porque genera un soporte de expectativas razonables en los productores<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> En un sentido real la oferta agregada no existe *a priori* sino que se va contruyendo a medida que va siendo arrastada por la demanda agregada permanente. Existe por otra parte una conexión entre las empresas suministradoras de inputs a las empresas productoras bienes finales. Todas dependen de la estabilidad de la demanda agregada permanente.

¿En qué nos basamos para demostrar que la demanda agregada es constante? En su mayor componente que es el consumo que depende de factores sociales, culturales y por supuesto del nivel de renta. Esta demanda es constante demostrada teórica y empíricamente a corto y largo plazo. La demanda de capital o inversión parece ser que es irregular y caprichosa. Depende de las expectativas racionales que se mezclan con el estado de ánimo empresarial. Pero esta afirmación no es totalmente cierta como creen los estudiosos de la macro. La inversión en reposición que compensa o cubre la depreciación, sí que es constante y es una proporción muy estable del volumen del stock del capital. Esta inversión es tan segura, que incluso podría decirse que no depende de la voluntad del empresario ya que se debe mantener, no sea que el empresario quiera destruir su equipo capital. Otra cosa es la inversión neta que es variable. Pero si hacemos intervenir nuestra idea de la demanda agregada constante, la inversión neta es una proporción de la variación periódica de esa demanda agregada<sup>9</sup>.

La demanda exterior neta, exportaciones menos importaciones, es doble. Las importaciones suelen ser estables y dependen de la renta pero no influyen directamente en la producción. Las exportaciones pueden ser inestables y no dependen del nivel de renta nacional. Ambas las excluimos de nuestra consideración.

Nos queda el gasto público y los impuestos, ya que ambos influyen directamente en la producción y la renta. Su análisis es de enorme importancia porque justificará en gran medida a la política presupuestaria. Por ahora no entramos en la consideración de si es posible o no la política fiscal. Exclusivamente reflexionamos sobre el efecto que tiene el presupuesto sobre el mercado, en especial sobre la demanda agregada.

El gasto público atiende la demanda de los funcionarios, de las herencias sociales, sanitarias y culturales, que dado un nivel de civilización son constantes incluso a largo plazo. Es cierto que hay variaciones en ciertos componentes del gasto público como pueden ser los gastos militares, pero una vez instalados permanecen constantes. Los gastos en pensiones, por ejemplo, suelen variar pero lentamente a lo largo de los años. La ley de Wagner justifica esta constancia en el gasto público, y no es forzado pensar que esta constancia exista también con mayor razón en el corto plazo<sup>10</sup>. En este sentido y con otras argumentaciones intervinieron Musgrave y las hipótesis de Peacock y Wiseman. En general los gastos públicos pertenecen a una parte o categoría permanente de la demanda agregada permanente.

---

<sup>9</sup> La estabilidad de la demanda agregada se refuerza con el criterio de la renta permanente por tres motivos: primero porque el consumo es muy estable, prácticamente lineal si depende de la renta permanente. Segundo porque el desgaste por el uso y/o el paso del tiempo, dado un volumen de capital, es lógicamente estable y proporcional. Tercero por que el mecanismo del acelerador existe si se admite la renta permanente y su permanente variación.

<sup>10</sup> Nos preocupa básicamente analizar que el gasto público es una parte importante de la demanda agregada en los tiempos modernos, y que esa parte es a corto plazo constante, y a largo plazo su crecimiento es estable también. En los últimos tiempos se ha frenado una vez que ha llegado al gigantismo. Nos valen las afirmaciones de Wagner, los estudios de Musgrave y la hipótesis de Peacock y Wiseman sin que entremos en su composición orgánica o sus causas. Sin embargo para su explicación es válida la integración universal que hacemos en nuestra versión mecanicista de *La Máquina*.

Los impuestos influyen en la demanda agregada permanente dado un nivel de renta. Su efecto sobre la renta es recíproco y contribuye a estabilizarla (sin afirmar que esta estabilización sea *buena o mala*). La cuestión es conocer si su efecto sobre la demanda agregada es constante y provoca una permanencia en esa demanda. La respuesta es positiva. Para empezar el ejecutivo no tiene mucha capacidad para recoger muchos o pocos impuestos porque estos dependen por una parte de la renta y por otra de la voluntad de los contribuyentes. Aproximadamente es lo que explicó Laffer<sup>11</sup>.

Puesto que los impuestos sobre la renta principalmente, regularizan la renta, entonces la demanda agregada que depende de la renta, también se vuelve regular. Si el ejecutivo modifica los tipos impositivos es cierto que varía la renta disponible *transitoria* y puede que varíe también, aunque no en la misma proporción, la demanda agregada. ¿Pero esta información es comprendida por los empresarios como una demanda permanente? Es casi seguro que las expectativas racionales se verán alteradas y los empresarios no se fíen necesariamente de esta variación transitoria. En este caso los stocks disminuirán o aumentarán en mayor intensidad que habrá variaciones en la producción<sup>12</sup>.

Los impuestos generales, sin variaciones fiscales, son condicionantes monetarios y psicológicos que regularizan la demanda agregada.

Dada la existencia del sector público y del presupuesto en un sistema económico a lo largo del tiempo, su existencia provocará una permanencia o regularidad en la demanda agregada. Y su actividad no desorienta al mercado en el sentido de que la uniformidad de la demanda agregada es una guía para la actividad generadora de producción y de renta.

Debemos advertir que la existencia del presupuesto no indica necesariamente que capacite al sistema en la senda potencial máxima de crecimiento económico, que es otra cuestión.

Queda pendiente la cuestión monetaria. En principio mientras no se diga lo contrario, la actividad presupuestaria neutral y el déficit financiado por el sector privado, no altera la oferta monetaria. Si como hemos visto la actividad presupuestaria regulariza a la demanda agregada, derivadamente, la demanda de dinero, concretamente la demanda transaccional sería también constante. Y, puesto que, en principio el mercado monetario es constante o regular, el precio del dinero, el interés, experimentaría pocas variaciones. Y, la inversión neta que depende en parte del horizonte de un tipo de interés permanente, se animará o no se perturbará.

---

<sup>11</sup> En este punto recordamos que a Laffer le preocupaba la influencia de una disminución de impuestos empujara a los individuos a aumentar sus horas trabajadas. Pero creemos que por otra parte influye también en la demanda agregada y en la renta, aunque este no fuera el inicial propósito de Laffer.

<sup>12</sup> La teoría de las expectativas racionales se centró en la actitud juiciosa y expectante frente a la inflación, y derivadamente en los efectos defensa frente a las políticas monetarias. Pero fácilmente se puede aplicar a nuestros propósitos de definir una demanda permanente. A estos efectos nos hacemos la siguiente pregunta: ¿no es cierto que quien demanda bienes ofrece dinero? luego la demanda agregada es una versión inteligente de la oferta monetaria. ¿Qué oferta monetaria? la oferta monetaria permanente que estará relacionada directamente con la versión de Friedman de la velocidad estable de la circulación del dinero.



## 5. LA CUESTIÓN FISCAL, LA RENTA PERMANENTE Y LA DEMANDA PERMANENTE

En este apartado suponemos que es posible confeccionar un presupuesto y realizar una política fiscal. La actuación fiscal se ejerce por la modificación deliberada en los *márgenes* de los impuestos y/o de los gastos, sobre un presupuesto determinado. Quiere decir que no todo el presupuesto entra en juego en la política fiscal sin que ello no signifique que todo el presupuesto influya en la actividad económica. El presupuesto es el plan político del grupo político y, como tal, el ejecutivo lo cumple y tal ejecución no implica que esté realizando una política fiscal necesariamente. Ese es el *presupuesto pasivo* que tiene poca o ninguna variación ni cuantitativa ni orgánica año tras año, ya que las demandas sociales y políticas sólo varían en el largo plazo. El presupuesto pasivo no juega en la política fiscal. Lo importante es que la influencia del presupuesto pasivo, que por su naturaleza es estable, afecta permanentemente en la renta permanente y derivadamente en la demanda permanente. Este es el tema que analizamos. *Sobre* ese presupuesto pasivo de confección mecánica administrativa el ejecutivo *monta* sus actuaciones fiscales que son las modificaciones en los *márgenes* de los impuestos y/o de los gastos públicos. Esta sí es la política fiscal.

La macro analiza primero la renta permanente y después su comportamiento en el consumo. Hasta aquí contemplamos la *casi* totalidad de la demanda agregada y la bautizamos como permanente. Para que esto sea cierto la renta debe admitirse como permanente, y a su vez, para que a nuestros efectos haya una renta permanente los sujetos económicos en general deben considerar transitorias las actuaciones fiscales. Antes de continuar, no afirmamos que las perturbaciones fiscales sean las únicas causas de perturbaciones transitorias. Determinada la renta permanente la demanda agregada nace regular y permanente y el mercado es regular. La demanda agregada permanente, insistimos orienta a los productores en la producción general de bienes.

Si se produce una variación de impuestos discrecional, nada en principio hace esperar que sea permanente ni la actuación ni sus efectos. Es cierto que la renta transitoria varía, por ejemplo, pero los sujetos pueden defenderse de ella de varias formas, posponiendo el consumo, por ejemplo, o pidiendo préstamos. Se puede esquivar las restricciones de liquidez. Además hay bienes que no se resisten a disminuir como son los de consumo de primera necesidad, el capital en inversiones de reposición (compensadores del consumo de capital fijo), y no digamos el working capital. Los bienes de primera necesidad, que son una parte considerable en el consumo, son rebeldes a disminuir o aumentar con las variaciones de la renta. Las inversiones en reposiciones son obligadas e inevitables en una empresa que no desee desaparecer. Las economías modernas industrializadas son muy densas en capital. Son elevadas y complejas catedrales que continuamente demandan cuidados de mantenimiento, esto es, inversiones en reposición constantes. Las empresas requieren working capital para el cotidiano funcionamiento de la empresa y este gasto es inflexible en general con los vaivenes temporales de la demanda. Podemos decir que, en general, la demanda agregada tiende a ser estable sino la incomodan.

Un aumento del gasto público ejerce un innegable primer golpe en la demanda agregada. El mismo gasto es una parte de la demanda agregada que provocará una res-

puesta en la producción y el empleo. El socorrido ejemplo de las obras públicas o de una guerra explica estas respuestas. La cuestión consiste en conocer dos cuestiones: la primera si esos gastos públicos van a persistir en el mismo volumen y en los mismos sectores económicos. No creemos que esto sea posible porque exige controlar y manipular a la Administración del Estado en todo tiempo, lugar y sector, y según vimos es casi imposible. Queremos saber en segundo lugar, si sus efectos son perdurables. La realidad es que sus efectos son explosivos como una detonación o el encendido de una motocicleta. Logran arrancar la producción transitoriamente y el empleo en sectores específicos y aún es posible que se derramen en otras áreas de la economía. Pero una vez que desaparece la causa inicial, el golpe inicial, la llama se extingue. Queremos decir que no produce efectos de encendido en la renta permanente y por consiguiente en la demanda permanente. Una vez más comprobamos que las perturbaciones fiscales transitorias, que llamamos generosamente como política fiscal, producen efectos transitorios, aunque tengan vocación de duraderos. Y, estas variaciones transitorias de la renta y de la demanda, no engendran efectos constantes en la producción y el empleo.

Al fin al cabo el secreto de una economía es el proceso metabólico por el que el dinero se transforma en producción.

## 6. LA ACTUACIÓN EN LOS MÁRGENES Y LA INTEGRACIÓN PARCIAL

Nuestras conclusiones del apartado anterior, sobre la escasa participación de la política fiscal en la renta y demanda permanente, se refuerzan cuando analizamos los efectos integrados de los impuestos y gastos públicos. La integración parcial se refiere a los efectos de los impuestos y gastos públicos conjuntos y exclusivamente, sin tener en cuenta por ahora los efectos en el mercado del dinero.

La política fiscal, sobre un presupuesto *pasivo*, significa una actuación sobre los márgenes del presupuesto: una variación de los impuestos y/ o una variación del gasto público. Llamamos presupuesto pasivo, insistimos, a la partida de ingresos y gastos con que el Estado recibe en el cumplimiento de sus compromisos sociales y políticos, que no significan una actuación fiscal deliberada. Los efectos integrados pueden tener las direcciones racionales o irracionales sobre la demanda agregada. Las racionales actuarán en una dirección y las irracionales en direcciones opuestas, ambos sobre la demanda agregada. Contaremos con las racionales que son los impuestos y gastos en el mismo sentido sobre la demanda agregada: reducción de impuestos y aumento del gasto público. O bien aumento de impuestos y reducción de gastos. Daremos respuesta a su efecto, si lo tienen, sobre la renta y la demanda agregada permanente.

Trataremos a una política fiscal expansiva. La reducción de los impuestos provoca inmediatamente un aumento de la renta disponible y un arranque potencial en las compras. Para que tenga lugar los sujetos deben pensar que es continuado o permanente, pero aún así pensamos que, aunque no lo crean, habrá una fracción que se va al consumo y, por qué no, a la inversión en working capital. En subperiodos después, dentro del periodo de reducción de impuestos, este efecto estimulador sobre la demanda agregada disminuirá. No es de esperar que las empresas alteren aumentando

sus planes de producción. No se fían que ese aumento de compras vaya a ser permanente. En ese período se producirá un aumento simultáneo del margen del gasto público que es un aumento directo e instantáneo de la demanda agregada porque es parte de la demanda agregada. Por el efecto multiplicador, la renta empieza a expandirse por oleadas convergentes de la demanda agregada. Se produce una secuencia de ventas e ingresos en este efecto expansivo. Esta expansión es sectorial que debería más o menos extenderse globalmente ¿Pero significa que los empresarios en cadena aumentan la producción y el empleo? Mejor sería preguntarnos si esta expansión se verá ayudada, además, por los estímulos de la demanda agregada provocados por la disminución de impuestos.

Esta expansión provocada por la política fiscal de integración parcial de la renta y de la demanda, es transitoria, y lo que tratamos de ver es si provoca efectos en la producción, la renta y el empleo. Dos argumentos limitan los efectos teóricos de la política fiscal:

1.º Los consumidores trasladarán parte de estos aumento en la adquisición transitoria de activos financieros y otras formas de ahorro. Como hemos visto habrá un pequeño efecto inducido en el consumo que claudicará pronto, ya que una política fiscal es siempre por naturaleza transitoria.

2.º Los empresarios responderán al primer estallido ofreciendo sus stocks. Ante sucesivos efectos responderán aumentando la producción aunque no es seguro que lo hagan aumentando en la misma proporción el empleo (ley de Okun). Para aumentar la producción, su vez, echarán mano del stocks de sus recursos productivos transitorios, o sea del working capital, que tienen en sus fábricas. En general podemos afirmar que no variarán la base de los planes estratégicos de las empresas ante los efectos expansivos de la renta porque en definitiva son transitorios por su propia naturaleza y porque se piensa que son transitorios.

Luego queda pendiente la pregunta ¿Cómo se explica la magnitud del multiplicador de la renta? Es cierto que habrá una cadena de gastos, pero éstos son atendidos por aumento de los precios en mucho mayor medida que por aumentos en la oferta real. Queremos decir que aumenta la renta nominal mucho más que la producción real. Igualmente decimos de la renta y con menos vigor del empleo. Si esta política fiscal integrada provoca expansiones en la renta y en la demanda real transitoria no muy acusadas, sus sucesivos efectos son menos intensos. Por lo tanto podemos afirmar que, si la demanda agregada permanente arrastra a la producción y el empleo, la política fiscal integral no es operativa porque influye poco en la renta y demanda transitoria.

## 7. LA POLÍTICA FISCAL Y LA DEMANDA AGREGADA PERMANENTE

Vamos a partir de dos situaciones: Una en que la política fiscal es prevista. Otra en que es, de principio a fin, imprevista.

Podremos admitir que la política fiscal sólo produce efectos transitorios en la renta y la demanda agregada, y que éstos efectos transitorios provocan pocas respuestas

en la producción, la renta y el empleo. Queremos preguntarnos si las perturbaciones transitorias son o no imprevistas, porque si lo son la política fiscal es una realidad sorprendente.

Los consumidores y los inversores no responderán a las variaciones de la renta transitoria si saben que es transitoria. Pero si existe una variación de la renta transitoria y además inesperada, positiva por ejemplo, es muy probable que aumente la demanda agregada que ya no tendrá ese efecto sorpresa necesariamente sobre el productor. ¿Las actuaciones fiscales son inesperadas? Si la respuesta es afirmativa todavía nos queda un largo camino que va desde su anuncio, su autorización por el legislativo, su aplicación y por último el maremoto de sus efectos. La actuación fiscal sigue un larguísimo proceso institucional y legal que va desde el diagnóstico del mal, el proceso político intrínseco del presupuesto y su aplicación. Se producirá un efecto aviso y un efecto de defensa en el sistema. En definitiva, si las actuaciones fiscales en el margen son inesperadas como sino, sus efectos sobre la renta no son insospechados, sino previstas y hasta cierto punto esperadas y por tanto su impacto sobre la producción y el empleo son escasos y breves.

Incluso podemos afirmar que el sistema: los consumidores, inversores y los oferentes, se defienden ante esas actuaciones alterando en sentido contrario sus actuaciones. Pero a pesar de todo no queremos ser tan radicales y concluimos diciendo que hay efectos breves y explosivos que afectan más a la renta nominal que a la real, y además, transitoriamente.

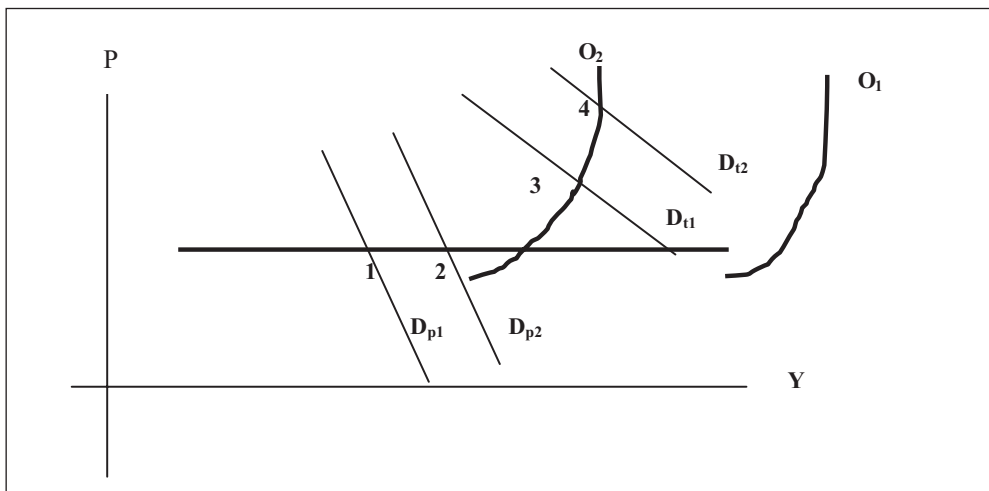
Hagamos un ejercicio de ciencia ficción. Supongamos que el proceso institucional y legal de la vida del presupuesto e incluso que su aplicación se redujese a un instante. Nos preguntamos: ¿qué pasaría? Por supuesto que el impacto sobre la renta y la demanda serían inesperadas. La cuestión es responder si son transitorias. Responderemos desde los dos lados: desde el lado de la disminución de los impuestos y desde el aumento del gasto público. Cedemos nuestra rigidez argumental en la disminución de los impuestos porque la sorpresa de obtener una renta disponible insospechadamente mayor se traducirá en un mayor aumento de la demanda agregada, que además, tendrá un carácter global y no necesariamente sectorial. Este aumento afecta a la producción y al empleo. Pero no lo afectará mucho porque a no ser que se repita periodo tras periodo, actuación casi imposible, no generará unas expectativas razonables. En particular las inversiones no serán ni mucho menos automáticas.

Un aumento del gasto público inesperado provocará sorpresas agradables en los empresarios. Pero como venimos argumentando, tardará mucho tiempo en consolidarse como una demanda permanente y siempre que se repita continuamente en volumen y sectorialmente el bombeo del gasto público. No habrá un efecto aviso, como en el caso anterior, ni un efecto defensa, pero si una respuesta en forma de aumentos en los precios y en la producción real. El aumento de los precios será desigual y será mayor en los sectores donde se multiplica la renta nominal y por lo tanto en la economía en general se alterarán los precios relativos.

Hemos afirmado en los apartados 2 y 3, sobre la imposibilidad de que el ejecutivo controle a *La Máquina* o a Leviathan y por tanto que realice una política fiscal. En la aplicación de los márgenes en la política fiscal es difícil, cuando no irrealizable, que esta actuación se mantenga durante periodos de tiempo sucesivos que permitan creer que sean permanentes. Es necesario que se crea permanentes en las expectativas empresariales para que se defina un creencia en una renta y en una demanda permanente. Pero nadie creerá

en una actuación homogénea continua en la actividad beligerante del presupuesto ni es deseable que ocurra por sus potentes y aberrantes efectos sobre la estabilidad económica.

Representación gráfica



El paso desde el punto 1 al 2 se produce por variaciones de la demanda agregada permanente que provocan en los empresarios una respuesta positiva en términos de producción y renta. Por el contrario el paso desde el punto 3 al 4 son debidos a variaciones de la demanda agregada transitoria (política fiscal) que inducen respuestas desconfiadas y cómodas en los empresarios en términos de aumento de precios, pero no de producción y empleo. La curva de oferta agregada  $O_2$  con desocupación y desempleo es similar en forma a la  $O_1$  de pleno. En otras palabras, la economía se comporta aberrante como si se encontrara en pleno empleo. Los empresarios pueden producir más pero no lo hacen.

La oferta agregada o sea la producción y la renta son creadas por la demanda agregada en mayor proporción por su estabilidad que por su tamaño. En este sentido podemos establecer una relación aproximada e intuitiva entre producción y demanda de la siguiente forma:

$$O = f(D' / \sigma_d^2)$$

Siendo  $O$  la oferta agregada real,  $D'$  la media aritmética de la demanda y  $\sigma_d^2$  la varianza o desviación de la demanda respecto a su media aritmética.

**8. EL ACELERADOR**

El modelo del acelerador relaciona a la inversión del periodo con las variaciones de la producción. La inversión es un componente de la demanda agregada y por tanto justifica su tratamiento. La inversión, se dice, es caprichosa y voluble. No obstante es posible añadir dos condicionantes para su ejercicio: el nivel del interés y la existencia

del ahorro en el sistema. Pero aún así, la inversión que es un matrimonio prácticamente sin divorcio, amarra al empresario con su equipo capital por vida, y se manifiesta independiente en ocasiones de estos dos condicionantes.

El modelo del acelerador ata en corto la conducta inversora del empresario con las variaciones de la producción. Es preferible decir que la inversión depende de variaciones de la renta y de las ventas, que son correlativos en gran medida a variaciones en la producción. Ésta, la producción, genera rentas, la cual induce a las ventas y a los beneficios de las empresas, y, por tanto, la anterior correlación es muy explicable. Los beneficios, que en algunas versiones pueden no ser condicionante de la inversión, en nuestra explicación sí que juega junto con las variaciones de la producción. El modelo del acelerador es además *muy limpio* porque puede ser independiente del coste del capital<sup>13</sup>.

Creemos que el acelerador funciona en gran medida dependiente de las variaciones de la renta y de la demanda permanente ya que implica un horizonte de tiempo considerable. Una inversión, insistimos, es un matrimonio doble para la eternidad: uno con el nuevo equipo capital y otro con el banco al que periódicamente habrá de devolver la deuda con sus intereses. Es muy lógico pensar que esta inversión se hará de acuerdo con un horizonte de expectativas formado a lo largo de una experiencia pasada larga, en otras palabras, de variaciones consideradas como permanentes en la producción y en la renta, y más o menos en la demanda. Si la versión de Milton Friedman del consumo en función de la renta permanente es cierta, con muchísima más razón lo será la inversión que dependa de la renta y la demanda permanente. Al fin al cabo un error en el consumo de un amo de casa en un fin de semana, es trivial, cuyo coste en el hogar es a lo sumo una bronca, no es lo mismo un error en la inversión. El modelo del acelerador es cierto solamente si consideramos a la renta y demanda permanente. Un abaratamiento del crédito intenso y un aumento transitorio y además inesperado de la demanda no lanza al empresario a inversiones, que por su naturaleza aspiran a eternidad.

Si la política fiscal afecta como hemos visto a la renta transitoria y derivadamente a la demanda temporal, nos preguntamos si influirá en la inversión. La respuesta es negativa, afirmación que mantenemos incluso sin contar sus efectos perversos en el mercado monetario. ¿Los empresarios pueden, además, considerar como permanentes a las actuaciones fiscales? No la consideran permanentes. Sabemos además, que las actuaciones fiscales por el lado del gasto público, son sesgadas en sectores y áreas geográficas muy concretas. Estas actuaciones inflamables y transitorias no impulsan al empresario a realizar inversiones. El modelo del acelerador se vuelve inoperante porque las inversiones no se producen ante las variaciones de la producción y de la renta que son casi siempre transitorias. Las únicas variaciones de la demanda que hará el empresario

---

<sup>13</sup> El modelo del acelerador es muchísimo más estable y mecánico cuando las ventas o los beneficios se producen en el largo plazo de forma constante. Estas variaciones implican la existencia de un horizonte de demanda agregada permanente estable. Su combinación explica la dinámica económica en el modelo de Samuelson, que no determina un nivel de estable ni de renta y de demanda agregada permanente. Podemos objetar que no en todos los periodos se produce el acelerador ya que las inversiones son lentas y muy cuestionables por los empresarios por su coste y larga amortización financiera. Añadimos que los impactos sobre la renta no son necesariamente reales sino nominales, y a la larga la renta real puede ser más estable que como lo sugiere Samuelson.

ante variaciones de la renta y de la demanda agregada transitorias serán en working capital destinadas a aumentar la producción que necesariamente serán transitorias.

La otra inversión, la inversión en reposición, es inevitable, necesaria y ni siquiera depende de las expectativas empresariales. Depende de la vida de la empresa a no ser que quede destruida por el consumo del capital fijo. Es proporcional al volumen de capital que mantienen las empresas. En las economías industriales modernas es una proporción prácticamente fija de volumen de capital mantenido y por tanto es una fuerza continua que determina la constancia de la demanda agregada permanente. Franca-mente no creemos que la política fiscal tenga nada que ver con este tipo de inversión.

## 9. EL MERCADO MONETARIO

### 9. 1. INTRODUCCIÓN

El mercado monetario se encontrará influido por las variaciones de la demanda y de la oferta de dinero, ambas provocadas por la política fiscal. Esta actividad influirá en la demanda de dinero que tocará a la demanda agregada transitoria y no sabemos si a la permanente. También alterará, en unos casos a la oferta de dinero, que influirá según las premisas de las que partamos en la demanda agregada. Y ambas, la demanda y la oferta de dinero determinan unívocamente al tipo de interés que tiene mucha influencia en la inversión.

La actividad fiscal, cualquiera que sea, va indisolublemente unida al mercado monetario. Por razones de método las separamos. En este mercado analizaremos por separado, y luego íntegramente, a la demanda y a la oferta del dinero.

### 9. 2. LA OFERTA MONETARIA

#### 9. 2. 1. DÉFICIT Y OFERTA MONETARIA TOTAL

La oferta monetaria se ve afectada según se produzca déficit o superávit presupuestario. Contemplaremos a los déficit. A su vez, según como sean financiados los déficit así se verá alterada la oferta monetaria. En los casos en que los déficit son financiados por el banco central o por el sector exterior, habrá un aumento en la oferta monetaria. En el primer caso por la fabricación de nuevo dinero, y en el segundo por una entrada de divisas que se transforma en una expansión de la base monetaria nacional. Si se acepta nuestra idea de que los presupuestos son aleatorios y también el margen de las posibilidades del poder ejecutivo de manipularlos, la creación de dinero son también aleatorias sin que tengan nada que ver con una política monetaria racional<sup>14</sup>. Si también

---

<sup>14</sup> El problema político o los dedos que manipulan el ordenador, en nuestra *Máquina*, también manipulan la máquina impresora del dinero sin que tenga nada que ver con la política monetaria. Aquí se produce una invasión de las necesidades sociales y políticas sobre los criterios técnicos monetarios.

aceptamos la posibilidad de realizar una política fiscal, éstas no son permanentes como no es permanente la posibilidad de manejar un presupuesto. Por lo demás, se sabe que cuando no hay independencia del banco central respecto al ejecutivo, éste impone su dictadura sobre la máquina impresora de dinero, y los déficits se financian con increíble facilidad. Es la raíz primera y última de las hiperinflaciones<sup>15</sup>. A continuación los gastos públicos crecen irresponsablemente porque se sabe que siempre podrán beber del manantial inagotable del dinero.

Cuando son financiados por el sector exterior entra nuevo dinero en la magnitud del déficit que no tiene nada que ver tampoco con la magnitud de dinero que se deba crear para financiar el PIB, en el entendimiento de una política monetaria racional. Además, en un futuro, habrá que devolver ese dinero adquiriendo divisas con moneda nacional, provocando casi siempre un desplome en la cotización de la moneda nacional<sup>16</sup> (*efecto tequila*).

Las conclusiones que obtenemos en estos casos de financiación son:

1. El crecimiento del dinero es irregular.
2. El crecimiento del dinero es abundante.

Por lo tanto es difícil que el mercado configure unas expectativas sobre una oferta monetaria estable, permanente y no sorpresiva. Los caudales monetarios que suministrarán fuerza a la demanda agregada son irregulares y en términos reales bajos (debido a la inflación), provocando irregularidad y debilidad a la demanda agregada. Por el lado monetario no se pueden establecer una constancia en la demanda agregada.

### 9. 2. 1. DÉFICIT Y OFERTA MONETARIA RELATIVA

En el caso que se financien por el sector privado la oferta monetaria permanece constante, pero circunstancialmente *desviada*. Esto significa que habrá un desvío continuo del ahorro hacia el sector público, que priva al sector privado de su financiación. ¿Por qué hay un desvío continuo? Porque el déficit de un periodo garantiza el déficit del periodo siguiente. Si suponemos una política fiscal expansiva manifestada por un déficit, en los periodos siguientes será necesario emitir más deuda pública para devolver la deuda principal unido a sus intereses. Habrá una constante desviación del ahorro hacia el sector público, si bien la oferta monetaria permanece constante. Esta

---

<sup>15</sup> La creación incontrolada de dinero provocada por la monetización del déficit aumenta intensamente la demanda monetaria de saldos líquidos por motivos transaccionales. Los individuos y sobre todo el sector público, toda la comunidad en general, clama urgentemente por la creación de dinero para mantener la capacidad de pago. Los gastos públicos deben aumentar en términos de inflación y el déficit aumenta y se producirá una continua creación de dinero e inflación. La renta nominal y la demanda agregada nominal, ambas siempre transitoriamente variarán periodo tras periodo y será imposible definir un horizonte estable de demanda agregada permanente.

<sup>16</sup> En un mercado perfecto, de sabiduría total y de información automática, los individuos ya conocen el futuro descenso en los tipos de cambio y su influencia en la demanda agregada externa. Esto confirma que no es posible definir una demanda estable cuando el déficit es financiado por el sector exterior.



*desviación* del ahorro produce un efecto muy parecido a la reducción de la oferta monetaria real en el sector privado.

En estos casos es preferible trabajar con los porcentajes entre oferta monetaria total y ahorro desviado al déficit ( $M/\text{déficit}$ ), como medida del caudal monetario que riega al sector privado. A medida que los déficit se repitan este coeficiente será menor y entendemos que la oferta monetaria relativa será menor. En este punto nos debemos plantear las siguientes cuestiones: Dado un déficit provocado o discrecional ¿estamos seguros que los siguientes déficit son también provocados o más bien inducidos? En un gran porcentaje serán inducidos o no provocados. A comprobar esta afirmación nos ayuda la regla aritmética del interés compuesto acumulativo. Suponiendo la existencia de déficit continuos se produce una disminución constante de la oferta monetaria relativa (decrecimiento temporal del coeficiente:  $M/\text{déficit}$ ). Esta disminución priva al sector privado de la financiación necesaria, en particular, a la inversión que disminuye. Varios argumentos podrían oponerse a esta idea. Una es que la oferta monetaria real y total no se contrae sino que permanece constante, y la otra es que el efecto expulsión de la inversión (que veremos más adelante), no es radical al ciento por ciento. A esa crítica se levanta nuestro argumento de la oferta monetaria *desviada* ( $M/\text{déficit}$ ) que es mejor que la oferta monetaria total para entender su efecto en el mercado de bienes<sup>17</sup>.

El problema no es que solamente disminuya este coeficiente de oferta monetaria relativa sino que lo hace irregularmente. La parte de la oferta monetaria *libre*, que es la total menos la desviada, corre irregularmente hacia la demanda agregada que también lo hace irregularmente.

Los avances irregulares de la demanda se interpretan en el mercado como avances transitorios que no garantizan una constancia. Son encrespamientos transitorios del gasto que tratan de ocultar el río constante de la demanda agregada permanente. Puesto que la oferta de producción de bienes reales responde, en un horizonte de expectativas racionales, a la demanda agregada permanente, no hace caso a las variaciones transitorias del gasto.

### 9. 3. DÉFICIT Y LA DEMANDA DE DINERO TRANSACCIONAL

Los efectos en la demanda de dinero derivados de la política fiscal son igualmente variados y arrítmicos que en la oferta del dinero. Consideremos los casos de los déficit financiados por el banco central o por el sector exterior. Tanto sin son debidos a una disminución de los impuestos y/o a un aumento del gasto público, se produce un efecto multiplicador de la renta que provoca un aumento en la demanda de dinero por motivos transaccionales, y por qué no, también en la especulativa. Antes de tocar el mercado de dinero en este apartado 9, tratamos los efectos puramente fiscales, y sabemos por estos efectos, que la renta se multiplica en mayor proporción nominal,

---

<sup>17</sup> La oferta monetaria desviada es posible que se produzca de forma regular, y por tanto de forma regular también la financiación del déficit. Nos inclinamos a pensar que esta regularidad se produce normalmente en el caso del déficit del presupuesto pasivo sin ninguna beligerancia de la actividad fiscal. En este caso habrá una demanda agregada permanente, siempre inferior a la potencial si no hubiera déficit.

que realmente. El caso es que en cualquier caso si la renta aumenta lo hace siempre nominalmente lo que se traduce en que los sujetos económicos necesiten de mayores saldos monetarios para pagar sus transacciones monetarias. Cuando los déficit son financiados con nuevo dinero esa demanda *tiende* a ser saciada por esa peculiar financiación, que no necesariamente es debida a una política monetaria beligerante.

El caso es el mismo que si el déficit es financiado por el sector privado. La demanda de dinero aumenta por dichos efectos multiplicativos sobre la renta. Pero si consideramos la oferta monetaria *relativa* ( $M/DF$ ), que a nuestro juicio se contrae, habrá una mayor demanda de dinero tras una escasa oferta relativa de dinero. En este caso el argumento también es válido si admitimos a la oferta total o absoluta de dinero que sabemos que es constante.

## 9. 4. EL EFECTO SOBRE EL TIPO DE INTERÉS

### 9. 4. 1. INTRODUCCIÓN

Uniendo las consecuencias de la política fiscal sobre la oferta y sobre la demanda de dinero determinamos el tipo de interés. En este punto nos encontramos con capacidad para entender sus efectos sobre la producción y la renta.

De todas los argumentos hasta aquí escritos el que consideramos de mayor peso es el del tipo de interés permanente.

### 9. 4. 2. DÉFICIT Y EL EFECTO YO-YÓ DEL TIPO DE INTERÉS

En el caso de los déficit financiado con nuevo dinero se enfrentan, por una parte, una caudalosa e incontrolada creación de dinero con una demanda de dinero por motivos transaccionales que varía de acuerdo con calculados pero imprevistos efectos multiplicadores de la renta. Los dos lados de la tijera: la oferta monetaria y la demanda no solamente tienen diferentes fuerza, sino diferentes ritmos, o sea que sus efectos se producen en distintos tiempos. Es muy improbable, por no decir imposible, pensar que ambas tasas de crecimiento sean exactamente iguales. Los aumentos en la demanda de dinero hemos dicho que tienden a ser satisfechos por la mayor cantidad de dinero. Si esto es así, el alquiler del dinero, o interés, tendería a mantenerse constante, a bajar o a subir. Cualquier cosa es posible y de cualquier forma imprevisible. En definitiva este efecto de montaña rusa, incluso si la montaña rusa es de línea descendente, no fija en el horizonte empresarial unas expectativas razonables<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Nos referimos al interés nominal diciendo de él que es variable. Si considerásemos el tipo de interés real la variación sería aún mayor porque la variación de los precios y de los saldos monetarios no solamente son diferentes sino asincrónicos. Volviendo al tipo de interés nominal es imposible que sea estable porque, por más manuable y precisa que pueda ser una política monetaria, es prácticamente imposible que suministre una oferta monetaria en la misma cantidad y en el mismo ritmo que crece la demanda de dinero.

En el caso del déficit financiado por el sector privado podemos contemplarlo desde dos métodos no muy distintos: uno es el tradicional monetarista que dice que la oferta monetaria permanece constante, y otro, que hemos indicado que dice que la oferta monetaria *relativa* (provocada por el *efecto desvío*) disminuye. Aceptamos para todos los déficit sea cual sea su financiación, los efectos de diversos ritmos en la demanda de dinero que, en el caso del enfoque tradicional, produce un aumento en el precio o alquiler del dinero. En nuestro caso de la *oferta relativa* este efecto sería aún más intenso, lo que encarece los préstamos y expulsa a la inversión. Si a este efecto perverso de encarecimiento del crédito se une este efecto *yo-yó*, se nubla cualquier posibilidad de configurar un horizonte de expectativas racionales<sup>19</sup>.

Si el consumo significa un acto de *comprar y olvidar* por su escasa trascendencia y aún así depende de la renta permanente, qué decir de una boda planteada en principio para toda la vida como es una inversión. Es una boda con guardián incorporado que es el banco al que hay que devolver ese préstamo en un largo plazo que baila columpiado por ese tipo de interés errático. Podemos afirmar que la oferta agregada y la demanda agregada permanente dependen en gran medida del interés real permanente en muchísima mayor medida que el tipo de interés real absoluto<sup>20</sup>. Queremos decir que, aunque exista un tipo de interés que descienda bien por el déficit financiado por nuevo dinero como por una política monetaria compensatoria, en las inversiones influye más el interés permanente. Habrá que saber cuál es el interés permanente.

## 10. EL INTERÉS PERMANENTE

Si admitimos que la actividad fiscal en el margen provoca distorsiones en la demanda agregada, debemos anular su actividad, y una vez anulada dejar intervenir al mercado monetario en libertad. El crecimiento de la producción real exige el incremento en el pago de rentas y dicho incremento posibilita que la mayor demanda pueda adquirir esa mayor producción. En una secuencia dinámica se producirá una mayor demanda de dinero transaccional y simultáneamente una mayor oferta monetaria en saldos reales que la satisfagan (que necesariamente no reducirán el interés a cero).

---

<sup>19</sup> Es preferible un tipo de interés permanente y ligeramente alto, que otro que descienda arrítmicamente a niveles muy bajos. Cuando el interés sube y baja como un *yo yó* desconcierta a los prestamistas y a los prestatarios y se entorpece el suministro de créditos. Los estudios de Benjamín Friedman que demostró la estrecha relación entre el PIB y el volumen de créditos que superaba esta relación (1983), a la que existía entre volumen de dinero y PIB. Esta idea también la expusieron los profesores Ben Bernanke y Mark Gertler en su estudio sobre la mediación financiera (1983-1988). Estos trabajos sobre el interés y sobre la mediación financiera así como el origen de la macroeconomía, se encuentran magistralmente descritos por el economista español Germán Bernácer (Alicante 1883-1965) entre el año 1916 y 1926.

<sup>20</sup> El interés y la mediación financiera que tanto influyen en el PIB, vienen enormemente influidos por la cantidad de deuda pública acumulada. Dado una cantidad de activos financieros de nueva emisión en el mercado financiero, la deuda pública acumulada roba disponibilidades monetarias a esos activos. Este argumento no es exactamente el mismo que el de la deuda pública del periodo o déficit del periodo. La deuda pública acumulada puede saturar el mercado financiero e impedir el traslado del ahorro a la inversión, traslado que es racionado por el interés.

Para que ese crecimiento monetario provocado por las autoridades monetarias genere unas expectativas racionales óptimas debe ser constante y sobre todo regular y proporcional a una tasa esperada y moderada de crecimiento real. Pues bien, el interés permanente será aquél que iguale esa demanda de dinero con esa oferta monetaria, ambas causas y provocadas por el crecimiento real y moderado de la producción.

La realidad es que cuando se fija la oferta monetaria de forma fija, el tipo de interés suele bailar según el efecto *yo-yó*. Este efecto adverso confirma nuestras sospechas de los efectos negativos de la política fiscal<sup>21</sup>. Si el tipo de interés sube y baja es debido a que tiembla un lado o ambos de la tijera: la oferta monetaria y/o la demanda de dinero transaccional. La primera por la financiación de los déficit y la segunda por los efectos multiplicadores de la renta intrínsecos a la política fiscal. Este efecto *yo-yó* genera una angustiada incertidumbre en los prestamistas y en los prestatarios-inversores. Éstos últimos no sabrán a ciencia cierta si podrán devolver los préstamos con unos intereses erráticos. Los prestamistas por otro lado se verán acosados por las expectativas inciertas sobre el tipo de interés y por el acoso permanente del eterno prestatario que es el sector público que desvía el ahorro continuamente. Los prestamistas son también prestatarios como es el caso de los bancos, y se mostrarán remisos a distribuir generosamente el crédito. Es muy probable que lo racionen, y cuando esto ocurre, como decía Ben Bernanke y Gertler, se frena la producción.

Pero es posible que las autoridades quieran y puedan mantener un tipo de interés permanente que es lo que en definitiva importa. Puesto que se trata de un alquiler o un precio, las autoridades deberán actuar desde el otro lado del estanque variando la oferta monetaria. Y si la varían podrán inundar el huerto o lo podrán secar con lo que se pierde el control discrecional de la oferta monetaria. Es más o menos lo que quiso decir Poole en el año 1970, pero de lo que no estamos seguros es que genere, según la percepción monetarista, siempre inflación. Puede producirse depresión si disminuye la oferta monetaria.

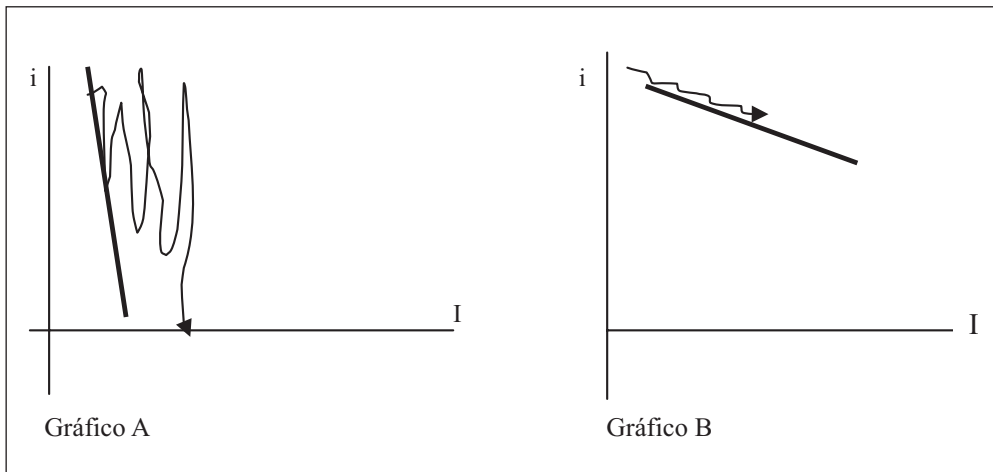
Si es el caso del déficit financiado por el sector privado el tipo de interés aumentará. Las autoridades monetarias intervendrán para hacerlo disminuir mediante una política de suministro de oferta monetaria. En este caso es cierto que se provocará una inflación. En el caso de un déficit financiando con nuevo dinero puede darse el caso opuesto porque haya más dinero que demanda, al menos en un corto plazo. Esta es una situación donde paradójicamente los saldos reales del sistema sean escasos, aunque las autoridades lo aprecien como abundante. Las autoridades monetarias realizarán una política monetaria contractiva y provocarán una contracción en la producción.

---

<sup>21</sup> Fue el empresario Lee Iacocca que fue Director general de Chrysler Corporation el que criticó duramente el efecto *yo yó*. Todo lo que digamos sobre la malignidad del efecto *yo yó*, es poco. Afirmó que su efecto negativo sobre la industria era mucho más grave que unos tipos de interés altos. Era *imposible-dijo-planificar en esas condiciones*. Sus palabras en su libro *Iacocca Biografía de un Triunfador*, son (pp 420 edición española) : *Pero por perjudiciales que sean los tipos del 20%, lo, peor es el denominado efecto yo yó .Desde el 6 de octubre de 1979 al mismo mes de 1982, los intereses subieron (o bajaron) en ochenta y seis ocasiones, o sea en razón de una fluctuación cada 13,8 días*. En estas palabras descansamos nuestro argumento sobre el tipo de interés permanente que es preferible que sea ligeramente alto a que sea bajo pero discontinuo y errático. Esta afirmación se encuentra en mi artículo citado *La Oferta Agregada Como Función de la Demanda Agregada Permanente*.

Si admitimos como importante la constancia en un tipo de interés *adecuado y permanente*, la política fiscal evita esa permanencia. Pero, si intervienen las autoridades monetarias para evitarlo, provocan mareas incontroladas en la oferta monetaria, y éstas afectarán imprevisiblemente sobre la producción y la renta.

Representación gráfica



En el gráfico A el interés ha bajado a niveles mucho más bajos que en el gráfico B pero de forma desigual —efecto *yo-yó*—. Sin embargo en el gráfico A la respuesta de la inversión es débil y de mayor elasticidad en el gráfico B. Los empresarios confían en el presente y en el futuro en un interés permanente estable en el gráfico B que motiva una mayor confianza en la inversión.

Podemos establecer una dependencia o relación funcional entre la inversión y el tipo de interés de la siguiente forma:

$$I = f(\hat{i}/\sigma_i^2)$$

Siendo  $\hat{i}$  una media del tipo de interés y  $\sigma_i^2$  la varianza o desviaciones de esa media del tipo de interés.

## 11. LOS CALENDARIOS

La política fiscal tiene su calendario, sus efectos monetarios tienen otro calendario, y la política monetaria compensatoria también actúa con cronos propio. Un calendario es una agenda que se eslabona en el tiempo y marca por tanto unas expectativas también temporales en la demanda. Este proceso será sólo temporal e influirá por tanto en la demanda agregada transitoria (de forma imprevista) y no en la permanente, y en el largo plazo no influirá en la producción.

La política fiscal se enmarca en un proceso institucional complejo dentro de un marco legal. Habrá que diagnosticar el mal: recesión y/o inflación, preparar un plan presupuestaria mediante procesos de ida y vuelta dentro de cada unidad administrativa, hasta elaborar el *gran documento* presupuestario, luego deberá ir al legislativo para su aprobación y su nacimiento como ley, y por último aproximadamente un año después de empezar su cálculo, se ejecutará. La actuación fiscal es gigantesca, movida por mil manos, como un juego de billar en el que intervengan miles de jugadores. : consumidores, inversores, bancos y la bolsa, con infinidad de bolas: numerosos impuestos y gastos públicos. La mesa puede estar inclinada o no: déficit, superávit o equilibrio presupuestario. Es difícil apostar quién ganará porque no existen un criterio de expectativas racionales. Lo grave es que es un juego *sobre la marcha*. Queremos decir que en billar habría que hay que esperar que se paren las bolas para jugar. Desde que en se diagnostica o diseña el presupuesto hasta que empieza el juego: la ejecución fiscal, la disposición de las bolas habrá variado. Y habrá que pegar con el palo a esas bolas que se mueven. Es un juego imposible. El calendario, *su* calendario, habrá caducado su propósito. Qué decir de sus efectos monetarios que se producen después del calendario fiscal, obstruyendo los objetivos iniciales: control de la inflación y/o aumento de la producción.

Imaginemos que simultáneamente a estos efectos monetarios perversos, se realiza una política monetaria activa compensatoria: variación de la oferta monetaria, disminuyéndola cuando el déficit es financiado con nuevo dinero o aumentándola cuando es financiado por el sector privado. La política monetaria tiene su calendario que no se coordina con la ejecución fiscal. La variación de los saldos reales provoca, en una primera fase, ajustes en la portfolio y hacen variar los precios de los activos y de los tipos de interés. En una segunda fase los tipos de interés distintos influyen en la demanda agregada y ésta en una tercera fase, influye en la producción (si es que la influye). Esta cadena de nexos en las fases de la política monetaria se subordina también al efecto causa, que es la política fiscal. Estos calendarios descoordinados en el tiempo es el último argumento teórico que explica el fracaso de la política fiscal. La descoordinación de los calendarios de la política monetaria y de la fiscal, tanto en su diseño, como en su aplicación, no permiten definir una demanda agregada permanente por parte de los empresarios.

## 12. CONCLUSIÓN

Creemos en la existencia de la demanda permanente que nace de la renta permanente friedmariana y por qué no también de Modigliani. La renta permanente implica un cálculo intuitivo y racional de esa renta en un largo plazo intuitivo. Lo que nos importa es la reacción en general de la producción, de la renta, del empleo y/o de estabilidad de los precios ante la demanda agregada. La actividad productiva, en particular la inversora, implica un coste y un riesgo considerable, que se salva si la estimación de la demanda agregada se estima permanente con *ansias de eternidad*. Las variaciones de la demanda transitorias se atienden transitoriamente con variaciones en el stocks de producción. Las economías domésticas y las empresas se comportan de

forma natural de manera estable o sea con deseos de permanencia. La demanda de consumo es la de mayor cuantía, y además es muy estable. La demanda de capital para inversión en reposición es proporcional al equipo capital y se comporta de forma regular, capítulo que dedica poco interés la macro. Otra cosa es la inversión neta de la que se dice que es voluble. No lo sería tanto si existiese un tipo de interés que fuera permanente y estable. Esta inversión, además, depende de la variación de la renta o de la producción, o mejor de la variación de las ventas, relación que explica el acelerador. Es preferible decir que la inversión neta depende de la variación permanente de las ventas o de la renta. Nada hay más cierto que decir que la producción depende de la demanda permanente, la cual depende casi totalmente de la renta permanente. Es preferible desear en los empresarios un estado de ánimo uniforme sin nervios que un *animal spirit empresarial*.

Para que la política fiscal pueda ser explicada y evaluada conviene hacernos la siguiente pregunta ¿pueden realmente mandar los políticos? Sacamos a la luz la existencia de Leviathan o de *La Máquina*, que afirma que el estado es una fuerza mecánica, impersonal y poderosa que no puede ser gobernada por el político, y que por lo tanto imposibilita la confección de un presupuesto. Esta negación descarta de raíz la existencia de la política fiscal. Nuestro segundo punto de partida supone la posibilidad teórica de la política fiscal pero no de su éxito. Esta actividad supondría la actividad beligerante del ejecutivo o político sobre los márgenes presupuestarios: variación de los impuestos y/o de los gastos públicos, sobre un presupuesto neutral anterior o presupuesto inercial que llamamos *presupuesto pasivo*. El presupuesto pasivo es la integración de los impuestos y gastos del Estado derivado de las necesidades ordinarias, sociales y culturales de una sociedad que repite inercialmente un presupuesto anterior sin la actividad discrecional de la actividad fiscal.

Tanto la manipulación de los impuestos como del gasto público no puede ser constante en el tiempo ni en cantidad, ni sectorialmente, y ni siquiera en una dirección macroeconómica. Es esencialmente irregular, y por tanto sus efectos, incluso los estudiados teórica y separadamente (impuestos y gastos) generan sobresaltos en la renta y derivadamente en la demanda agregada. Estos sobresaltos nada tienen que ver con la demanda agregada permanente que contemplan los empresarios. Ésta es la conclusión principal, los efectos desiguales y arrítmicos en la demanda agregada. Los multiplicadores que estudiamos, que lo centramos básicamente en los déficit, multiplican la renta nominal pero no la real, lo que quiere decir que provocan aumentos en los precios.

## BIBLIOGRAFÍA

- ABEL, Andrew B. (1798): Empirical Investment Equations: An Integrative Framework, in *On the State of Macroeconomics*. Número 12. Amsterdam: North Holland.
- AZARIADIS, C. (1975): A Reexamination of Natural Rate Theory, *American Economic Review*, 71: 946-60.
- BARRO, Robert J. (1977): Unanticipated Money Growth and Unemployment in the United States, *American Economic Review*, 67: 101-15.

- (1980): A Capital Market in an Equilibrium with Restricted Borrowing. *Economterica*, 48: 1393-417.
- (1980): Federal Deficit Policy and the Effects of Public Debet Shocks, *Journal of Money, Credit and Banking*, 12; 747-62.
- BERNÁCER, Germán (1916): *Sociedad y Felicidad*. , Edit. Beltrán. Madrid (Books).
- (1922): *La Teoría de las Disponibilidades*. Madrid. Barcelona. (Article).
- (1925): *El Interés del Capital*. Edit. Lucentum. Alicante. (Books).
- (1945): *La Doctrina Funcional del Dinero*. Edit. Consejo Superior de Investigaciones Científicas. Madrid (Books).
- BLINDER, Alan (1979): *Economic Policy And the Great Stagflation*, New York Academic Press.
- BLINDER, Alan S., y FISHER (1981): Inventories, Rational Expectations, and the Business Cycle, *Journal of Monetary Economics*, 8: 277-304.
- BAUMOL, William (1952): The Transaction Demand for Cash: An Inventory Theoritic Approach. *Quarterly Journal of Economics*, 66 noviembre.
- BAUMOL, William James Tobin (1956): The Interest Elasticity of Transactions Demand for Cash. *Review of Economic and Statistics*, agosto.
- CAGAN, Phillips (1956): The Monetary Dinamics of Hiperinflation, en *Studies in the Quantity Theory of Money*, editado por Milton Friedman. Chicago:University of Chicago Press.
- FELDSTEIN, Martin (1980): Comments on A Competitive Theory of Fluctuations and the Feasibility and Desirability of stabilization Policy, En *Rational Expectations of the Gram-lich Study*, *Brooking Papers on Economic Activity*, 1: 167-168.
- FEIGE, E. (1964): *The Demand for Liquid Assets: A Temporal Cross-Section Analysis* (Englewood Cliffs, N. J. :Prentice-Hall).
- FISHER, I. (1911): *Purchasing Power of Money* (New York:Mc Millan).
- FRIEDMAN, M. (1956): The Quantity Theory of Money;A Restatement, en M. Friedman (Edi.) *Studies in the Quantity Theory of Money* (Chicago:Univeristy of Chicago Press).
- FRIEDMAN, M. (1957): *A Theory of the Consumption Function* (Princeton, N. J.: Princeton Univeristy Press for the NBER).
- FRIEDMAN, M. Interest (1966): Rates and the Demand for Money, *Journal of Law and Economics*, 9.
- FRIEDMAN, M. (1968): The Role of Monetary Policy, *American Economic Review*, 58:1-17.
- GROSSMAN, S., y Joseph E. STIGLITZ (1981): Information and Competitive Stock Prices, *American Economic Review*, 66 246-53.
- HALL, Robert E. (1976): The Phillips Curvew and Macroeconomic Policy. , in the *Phillips Curves and Labor Markets*, editado por Karl Brunner y allan H. Meltzer. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy number 1. Amsterdam: North Holland.
- HAYEK, F.A. (1945): The Use of Knowledge in Society, *American Economic Review*, 35: 519-30.
- HICKS, J. R. (1935): A Suggestion for Symplifying the Theory of Money. *Economica*, 2 (february).
- KEARL, James (1979): Inflation, Mortgagges, Houssing, *Journal of Political Economy*, 87: 1115-38.
- KEYNES, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York:Harcourt, Grace and World.
- (1923): *A Tract on Monetary Reform* (London Mc:Millan).
- (1930): *A Teatrise on Money* (London and New York:Mc Millan).



- KLEIN, B. (1974): The Competitive Supply of Money, *Journal of Money, Credit and Banking*, 6 (noviembre), 423-454.
- KUHN, Thomas S. (1970): *The Structure of Scientific Revolutions*. 2.º Edición. Chicago: University of Chicago Press.
- KYDLAND, Finn E. y EDWARD C. PRESCOTT (1977): Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, 85: 473-91.
- (1980): A Competitive Theory of Fluctuations and the Feasibility and Desirability of Stabilization Policy, en *Rational Expectation and Economic Policy*, editado por Stanley Fisher. Chicago:Chicago:National Bureau of Economic Research.
- LAIDLER, D. (1966): Some Evidence of the Demand for Money, *Journal of Political Economy*, 74 (febrero), 55-68.
- (1968): The Permanent Income Concept in a Macroeconomic Model, *Oxford Economic Paper*, 20 marzo, 11-23.
- (1973): Expectations, Adjustment, and the Dynamic Response of Income to Policy Changes, *Journal of Money, Credit and Banking*, 4 (february), 157-172.
- LINTNER, John (1965): The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investment in Stocks Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economic and Statistics*, 47:13-37.
- LUCAS, Robert E. Pr. (1972): Expectations and the Neutrality of Money, *Journal of Economic Theory*, 4:103-24.
- (1973): Some International Evidence on Output-Inflation Trade-offs, *American Economic Review*: 326-34.
- (1975): An Equilibrium Model of the Business Cycle, *Journal of Political Economy*, 83:113-44.
- (1976): Econometric Policy evaluation: A Critique, in *The Phillips Curve and Labor Markets*, editado por Karl Brunner y Allan Meltzer. Amsterdam: North Holland.
- (1977): Understanding Business Cycles, in *Stabilization of the Domestic and International Economy*, editado por Karl Brunner y Allan Meltzer. Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy. Amsterdam: North Holland.
- (1978): Unemployment Policy, *American Economic Review*, 68: 353-7.
- (1980): Methods and Problem in Business Cycles Theory, *Journal of Money, Credit and Banking*, 12: 696-715.
- (1980): Rules, discretion and the Roles of the Economic Advisor, in *Rational Expectation and Economic Policy*, editado por Stanley Fisher. Chicago:National Bureau of Economic research.
- LUCAS, R. E. Jr. y T.J. SARGENT (1978): After Keynesian Macroeconomics, in *After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment*. Federal Reserve Bank of Boston Conference, vol. 19, Boston:Federal Reserve Bank, pp. 49-72.
- LOCKE, J. (1692): *Some Considerations of the Consequences of the Lowering of Interest and Raising the Value of Money*. Edit. London.
- MCCALLUM, Bennet T. (1976): Rational Expectations and the Natural Rate Hypothesis: Some Consistent Estimates, *Econometrica*, 44:43-52.
- (1980): Rational Expectations and Macroeconomics Stabilization Policy, *Journal of Money, Credit and Banking*, 12: 716-46.
- MATTHEWS, R. C. O. (1963): Expenditure Plans and the Uncertainty Motive for Holding Money, *Journal of Political Economy*, 71(june), 201-218.
- MAYER, Thomas (1978): *The Structure of Monetarism*. New York:Norton.

- MELTZER, Allan (1978): *Monetarism, Keynesian and Quantity Theories*, in *The Structure on Monetarism*, editado por Thomas Mayer. New York:Norton.
- MEYER, P. A. y NERI, J. A. (1975): *A Keynes-Friedman Money Demand Function*, *American Economic Review*, 65(septiembre), 610-623.
- MISHKIN FREDERIK S. (1978): *Efficient- Market Theory:Implications for Monetary Policy*, in *Brookings Paper on Economy Activity*, editado for Okun y G. L. Perry. Vol. 3, pp 707-68.
- (1981): *Are Market Forecast Rational?*, *American Economic Review*, 71:293-306.
- (1981): *Monetary Policy and Long Term Interest Rates:And Efficient Market Approach*, *Journal of Monetary Economics*, 7:29-55.
- MODIGLIANI, F. BRUMBERG, R. E. (1954): *Utility analysis and the Consumption Function:An Interpretation of Cross-Section Data*, en K. K. Kurihara, *Pos-Keynesian Economics*, Londres, George Allen&Unwin.
- MUSGRAVE, R. A. (1939): *The Voluntary Exchange Theory of Public Economy*, en *Quarterly Journal Economy*.
- (1959): *The Theory of Public Finance*, Londres, McGraw-Hill.
- MUTH, John F. (1960): *Optimal Properties of Exponentially Weithted Forescast*, *Journal of the American Statistical Association*, 55: 299-306.
- (1961): *Rational Expectations an the Theory of Price Movements*, *Econometrica*, 29:315-35.
- NELSON, C. R. y G. W. SCHWARTZ (1977): *On Testing Hypothesis That the Real Rate of Interest Is Constant*, *American Economic Review*, 67: 478-86.
- NERLOVE, Marc (1958): *Adaptative Expectations and Cobweb Phenomena*, *Quarterly Journal Economy*, 73:227-40.
- OAKESHOTT, Michael (1962): *Rationalism in Politics*. New York:Basic Books.
- OKUN, Arthur M. (1981): *Prices and Quantities*. Washington D. C.: The Brooking Institution.
- PATINKING, Don (1965): *Money, Interest, and Prices; an Integration of Monetary and Value Theory*, 2.º edition. New York:Harper&Row.
- PHELPS, Edmund S. (1970): *The New Microeconomics in Employment and Inflation Theory*, edition by Phelps. New York: Norton.
- PHELPS, Edmund S., and John B. TAYLOR (1977): *Stabilizing Properties of Monetary Policy Under Rational Expectations*, *Journal of Political Economy*, 84:163-90.
- PHILLIPS, A. W. (1958): *The Relation Between Unemployment and the Rate Of Change of Money Wage Rates in the United Kindgdom, 1861-1957*, *Economica*, 25: 283-94.
- PRESCOTT, Edward C. (1977): *Should Control Theory Be Used for Economics Stabilization?*, in *Optimal Policies, Control Theory and Technology Exports*, editado por Karl Brunner y Allan Meltzer. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. Amsterdam: North Holland.
- RADNER, Roy (1979): *Rational Expectations Equilibrium: Generic Existence and the Information Revealed by Price*, *Econometrica*, 47:655-78.
- SAMUELSON, Paul A. (1965): *Foundations of Economic Analysis*, New York: Atheneum.
- (1972): *Proof Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*, in *The Collected Scientific Paper of Paul A. samuelson*, edited Robert Merton, vol. 3. Cambridge, Mass: Mass: M. I. T. Press
- SARGENT, Thomas J. (1976): *The Observational Equivalence of Natural and Unnatural Rate Theories of Macroeconomics*, *Journal of Political Economy*, 84: 631-40.
- (1978): *Estimation of Dynamic Labor Demand Echedules Under Rational Expectations*, *Journal of Political Economy*, 86: 1009-44.

- (1979): *Macroeconomic Theory*. New York: Academic Press.
- (1981): Interpreting Economic Times Series, *Journal of Political Economy*, 89:213-48.
- (1981): The Ends of Four Big Inflations, National Bureau of Economic Research, Conference paper number 90.
- SARGENT, Thomas and NEIL WALLACE (1975): Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule, *Journal of Political Economy*, 83:241-54.
- SHEFFRIN, Steven M. (1979): Unanticipated Money Growth and Duput Fluctuations, *Economic Inquiry*, 17: 1-13.
- (1983): *Rational Expectations*. Cambridge University Press, Cambridge, England.
- TOBIN, James (1966): Money and Economic Growth, *Econometrica*, 33:671-84.
- (1977): How Dead is Keynes?, *Economic Inquiry*, 15: 459-68.
- (1981): The Monetarist Counter-Revolution Today-An Appraisal, *Economic Journal*, 91: 29-42.
- VILLACÍS, José (1987): Política Monetaria y Fiscal: Una Paradoja de los Subrogados del Dinero. In *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*. Volumen XXXVII, number 191 (septiembre-octubre). Madrid.
- (1989): Consecuencias Fiscales Heterodoxas en una Economía en Desocupación. In *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*. Volumen XXXIX. Number 199 (enero-febrero). Madrid.
- (1990): La Política Fiscal No Existe. In *Revista de Derecho Financiero y Hacienda Pública*. Volumen XL-Number 205 (enero febrero). Madrid.
- (1992): La Oferta Agregada como Función de la Demanda Agregada Permanente. In *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*. Volumen XLII-Número 219 (mayo-junio). Madrid.
- Máquina. *La Superación de Leviathan*. (books) Editorial Dykinson. Madrid.