

Macroeconomía vs. Teoría Monetaria Moderna: Algunas Dinámicas Monetarias y Aritméticas Keynesianas Desagradables¹

Thomas I. Palley

([Real-world economics review](#), issue no. 89, 2019)

Traducción de Enrique A. Bour

Resumen

En el último decenio se ha producido un importante resurgimiento de la creencia en la eficacia de la política fiscal y la corriente principal de la economía está volviendo a las posiciones habituales del keynesianismo de mediados del decenio de 1970. En el marco de ese renacimiento, se está prestando cada vez más atención a la doctrina de la teoría monetaria moderna (MMT), que hace afirmaciones exageradas sobre los costos económicos y la capacidad de la política fiscal financiada con dinero. Los defensores de la MMT afirman ahora que la sociedad puede disfrutar gratuitamente de una serie de grandes programas de gasto gubernamental a través de déficits financiados con dinero, lo que la ha hecho muy popular entre los activistas políticos del progresismo. Este artículo examina la afirmación de la MMT y rechaza la afirmación de que los EE.UU. puedan disfrutar de una masiva y permanente juerga de programas gratuitos que no causen inflación. También muestra que el programa fiscal MMT propuesto implica una deuda económicamente inverosímil y una dinámica de oferta monetaria que probablemente desencadenará inestabilidad financiera.

Palabras clave: Política fiscal, déficit presupuestario, dinámica de la deuda, dinámica de la oferta monetaria

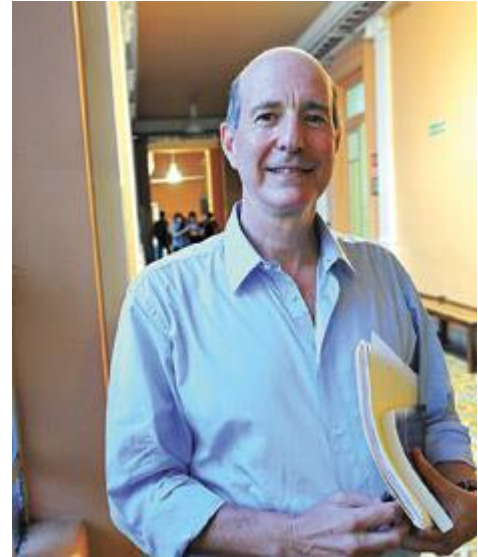
Códigos JEL: E00, E12, E62, E63

1. El resurgimiento de la doctrina fiscal keynesiana

En el último decenio se ha producido un importante resurgimiento de la creencia en la eficacia de la política fiscal. En parte, ese renacimiento ha sido impulsado por la combinación del éxito del estímulo fiscal en la lucha contra la gran recesión de los EE.UU. de 2009 y los desastrosos efectos de la austeridad fiscal en Grecia tras la crisis de la deuda soberana griega de 2009.

¹ Este documento fue preparado y presentado en las reuniones de la Eastern Economic Association celebradas en Nueva York, NY, del 1 al 3 de marzo de 2019. Fue publicado inicialmente como Documento de Trabajo 1910, Post Keynesian Economic Society, abril de 2019.

La teoría económica dominante ha incluido ahora la eficacia de la política fiscal anti-cíclica, aunque en el contexto especial de economías atrapadas en el límite inferior de la tasa de interés nominal cero (Christiano et al., 2011). La doctrina de la austeridad expansiva (Giavazzi y Pagano, 1990), que había florecido en el decenio anterior a la Gran Recesión, ahora ha sido rechazada en gran parte.² Asimismo, se ha abandonado la idea de que el multiplicador del gasto keynesiano es sensiblemente menor que la unidad, y se ha revisado al alza su tamaño. Además, ahora se reconoce que el multiplicador es mayor en épocas de recesión (Batini et al, 2014). Por último, la corriente principal de la profesión está ahora ocupada en replantearse su actitud hacia la deuda pública, reconociendo que puede haber beneficios significativos de actividades del gobierno financiadas mediante deuda y que los altos niveles de deuda son sostenibles a largo plazo si es baja la tasa de interés (Blanchard, 2019). Este último acontecimiento refleja un redescubrimiento de la condición de sostenibilidad de la deuda de Domar (1944) que exige que la tasa de interés sea inferior a la tasa de crecimiento. En efecto, la economía convencional está volviendo a posiciones estándar del keynesianismo de mediados de la década de 1970, propugnadas por economistas como James Tobin y Robert Eisner.



Thomas Palley (nacido en marzo de 1956) es un economista de EE.UU. que se ha desempeñado como analista jefe de la US–China Economic and Security Review Commission. Actualmente es Schwartz Economic Growth Fellow en la New America Foundation.

Como suele ocurrir, se corre el riesgo de que el péndulo oscile demasiado. Por lo tanto, en el marco de la reactivación de la política fiscal, se está prestando mayor atención a la doctrina de la Teoría Monetaria Moderna (MMT) que afirma que la sociedad puede disfrutar de una serie de grandes programas gubernamentales de forma gratuita a través de déficits financiados con dinero, todo ello sin inflación. Eso ha hecho que la MMT sea muy popular entre los defensores de la política progresista.

En otros lugares (Palley, 2015a, 2015b, 2019), he criticado la macroeconomía defectuosa de la MMT que la lleva a hacer afirmaciones exageradas sobre el costo económico y la capacidad de la política fiscal financiada con dinero. Este documento expone

² Todavía existen reservas. Por ejemplo, algunos (Velasco, 2017) siguen sosteniendo que cuando la política fiscal es responsable de la inestabilidad financiera, la austeridad fiscal puede ser expansiva si restablece la confianza financiera. Ese argumento ha sido invocado en favor de la austeridad en Argentina y Brasil. Sin embargo, los datos empíricos son sospechosos tanto para Argentina como para Brasil, y el verdadero problema es la confianza, que se resuelve mejor con otras medidas que "desangrando al paciente" con austeridad.

además la lógica defectuosa de la MMT a través de un ejercicio de aritmética macroeconómica aplicada.

Recientemente, demócratas progresistas han hecho un llamado para una gama de programas que incluyan Medicare para todos, Seguridad Social expandida, matrícula universitaria gratuita y Green New Deal. Hay un mérito significativo en cada una de estas propuestas y todas ellas pueden ser razonablemente argumentadas. Sin embargo, también está la cuestión de cómo se financiarán. Los defensores de la MMT afirman que la financiación no es un problema y que los programas pueden ser financiados imprimiendo dinero sin provocar mayor inflación (Kelton et al., 2018). Sin embargo, una simple aritmética macroeconómica muestra que esta afirmación es completamente inverosímil.

Como es sabido desde hace mucho tiempo por los keynesianos (Blinder y Solow, 1973), la financiación de los déficits con dinero puede ser utilizada para financiar programas cuando la economía está alejada de la frontera de pleno empleo-inflación. Sin embargo, ese espacio será temporal en la medida en que los déficits aumenten la riqueza financiera real y conduzcan automáticamente a la economía al pleno empleo, en cuya instancia habrá una brecha inflacionaria. En una economía estática, una vez que la economía llega al pleno empleo, los responsables políticos se ven obligados a ejecutar un presupuesto equilibrado si quieren evitar la inflación.³ Hay un almuerzo gratuito financiado con dinero mientras la economía esté por debajo del pleno empleo, pero el almuerzo gratuito inevitablemente desaparece. Si los programas son permanentes, al final tendrán que ser pagados con impuestos o generarán inflación.⁴

Además, los programas propuestos no sólo desencadenarán probablemente una alta inflación, sino que también generarán una deuda económicamente inverosímil y una dinámica de la oferta monetaria que podría desencadenar inestabilidad financiera. Financiar el gasto público aumentando la base monetaria es la principal recomendación de política de la MMT. Ahora bien, la base monetaria es en realidad bastante pequeña en comparación con el PIB, lo que limita la capacidad de utilizar esa opción de financiación sin provocar perturbaciones económicas.

2. Un poco de aritmética keynesiana desagradable: impactos macroeconómicos y del déficit presupuestario

La Tabla 1 detalla el costo directo implícito del PIB de Medicare para todos, matrícula universitaria gratuita, y el Green New Deal. Según los Centros de Servicios de Medicare y Medicaid, los gastos sanitarios del sector privado fueron del 8,6% del PIB en

³ Si hay una curva de Phillips keynesiana convencional, la economía experimentará inflación antes de lo que se considera razonablemente un pleno empleo.

⁴ Hay más margen de maniobra en una economía en crecimiento constante, en cuyo caso el déficit puede ser tal que ese stock de riqueza real (W/P) crezca al ritmo del crecimiento de la producción real per cápita. Si se acepta que haya inflación, entonces el déficit puede ser tal que el stock de riqueza nominal crezca a la tasa de crecimiento del producto real per cápita más la tasa de inflación deseada.

2017.⁵ El gasto del sector privado en educación terciaria fue del 1,7% del PIB en 2014.⁶ El Green New Deal no se ha calculado, pero si fuera el equivalente al Plan Marshall costaría 2% del PIB.⁷ En conjunto, esto implica una inyección adicional equivalente al 12,3% del PIB. Si el sector privado ahorra el 10% de los gastos de los que se libera (es decir, atención sanitaria y educación terciaria), habría una fuga de ahorro compensatoria equivalente al 1,0% del PIB. Por lo tanto, la inyección neta adicional es del 11,3% del PIB, que entonces estaría sujeta a un efecto multiplicador del gasto. Suponiendo un multiplicador de 1,5, eso implica un aumento adicional final del 17,0 por ciento del PIB.

Tabla 1 Efecto secundario de las propuestas de políticas

	Porcentaje del PIB
(1) Medicare para todos	8.6
(2) Matrícula univers. Gratuita	1.7
(3) Green New Deal	2.0
(4) Inyección total adicional (= (1)+(2)+(3))	12.3
(5) Ahorro de ayuda (= [(1)+(2)]x0.1)	1.0
(6) Inyección adicional neta (= (4)-(5))	11.3
(7) Incremento adicional final (= (6)x1.5)	17.0

La Tabla 2, muestra un cálculo aproximado del impacto sobre el déficit presupuestario. El déficit presupuestario en el año fiscal 2018 fue del 3,9 por ciento del PIB, al que los programas de política de la MMT añadirían un 12,3 por ciento del PIB. Supo-

⁵ Ver NHE Fact Sheet, <https://www.cms.gov/research-statistics-data-and-systems/statistics-trends-and-reports/nationalhealthexpenddata/nhe-fact-sheet.html>

⁶ Ver Statista.com, <https://www.statista.com/statistics/707557/higher-education-spending-share-gdp/>

⁷ Ver Eichengreen (2010).

niendo una tasa impositiva marginal promedio de 25%, los ingresos tributarios se incrementarían en 4,3% del PIB.⁸ Por consiguiente, el aumento neto del déficit sería de 8,0% del PIB, lo que implicaría un déficit global de 11,9% del PIB.

Tabla 2 Efecto sobre el déficit presupuestario de las políticas propuestas

	Porcentaje del PBI
(1) Déficit de 2018	3.9
(2) Efecto del programa de gasto sobre el déficit	12.3
(3) Ingresos tributarios inducidos (=0.25 x 17.0)	-4.3
(4) Nuevo déficit presupuestario (=(1)+(2)-(3))	11.9

3. Impactos sobre la tasa de desempleo y la inflación

En cuanto al mercado laboral, si suponemos que el coeficiente de Okun es de 0,5, la producción de un 17% adicional del PIB reduciría la tasa de desempleo en 8,5 puntos. Dado que los EE.UU. tienen actualmente una tasa de desempleo del 3,9 por ciento, eso no es posible. La inferencia es que la economía se vería empujada muy por encima del pleno empleo.

Suponiendo generosamente que la tasa de desempleo de pleno empleo sea del 2 por ciento, esto implica que la economía de los EE.UU. aún tiene un 1,9 por ciento de holgura laboral.⁹ Una vez más, utilizando un coeficiente de Okun de 0,5, esto implica que la economía tiene una capacidad excedentaria igual al 3,8 por ciento del PIB.¹⁰

⁸ Según la base de datos FRED del Banco de la Reserva Federal de San Luis, los ingresos federales de los EE.UU. han promediado el 17,2% del PIB en los últimos cinco años (2014-2018). En 2018 fueron el 16,2% del PIB. Por lo tanto, la tasa impositiva promedio es de aproximadamente el 17%. El supuesto de una tasa impositiva marginal del 25 por ciento refleja la presencia de progresividad incorporada al código tributario.

⁹ Algunos pueden argumentar que los EE.UU. tienen más holgura en el mercado laboral debido a sus bajas tasas de participación en el mercado laboral. Sin embargo, la economía estadounidense nunca ha alcanzado el dos por ciento de desempleo en la era de la posguerra, por lo que cualquier holgura no contabilizada ya está incorporada en el supuesto de pleno empleo correspondiente al dos por ciento de desempleo.

¹⁰ La hipótesis de un exceso de capacidad del 3,8% del PIB es generosa en dos aspectos. En primer lugar, supone una tasa de desempleo muy baja de pleno empleo. Segundo, presupone que el coeficiente de Okun se mantiene estable en 0,5. En realidad, es más probable que el coeficiente de Okun se deteriore (es decir, aumente) a medida que la economía se aproxima al pleno empleo debido a la disminución de rendimientos y a la menor calidad de los trabajadores marginales.

En consecuencia, los programas de política propuestos generan un exceso neto adicional del 13,2 por ciento del PIB, que es el aumento adicional (17,0 por ciento) menos la capacidad disponible (3,8 por ciento). El exceso de demanda del 13,2% del PIB en el contexto de una tasa de desempleo del 2% es probable que produzca una alta inflación.

Una forma de prevenir esa inflación sería que la Reserva Federal aumentara los tipos de interés para controlar la inyección adicional. Sin embargo, eso probablemente produciría otra crisis financiera dado el estado de apalancamiento de los balances de hogares y empresas, y debido a la alta valuación de las acciones. También se da el caso de que los defensores de la MMT (Wray, 1998) rechacen utilizar una política de tasas de interés para afinar la economía. En su lugar, recomiendan aparcarse el tipo de interés en cero. Si se adoptara esa política, junto con la recomendación de la MMT de financiar con dinero el programa de políticas, la situación inflacionaria sería aún más grave.

La segunda forma de controlar la inflación sería aumentar los impuestos. En los últimos cinco años, los ingresos federales de EE.UU. han promediado aproximadamente el 17% del PIB. Para compensar el exceso de demanda del 13,2 por ciento del PIB, los ingresos federales tendrían que aumentar un 13,2 por ciento del PIB, lo que constituye un aumento del 78 por ciento en la recaudación de impuestos y tasas federales.

4. Dinámica de deuda y oferta monetaria

Tomando como ejemplo a Taylor (2019), también podemos observar la dinámica de deuda y oferta monetaria que implica el programa fiscal MMT propuesto. Esas dinámicas están gobernadas por la ecuación de movimiento de Domar (1944) para la relación deuda-PIB, que viene dada por

$$(1) \quad g_{\delta} = b + [r_D - g]\delta$$

δ = relación entre deuda y PIB, g_{δ} = tasa de variación de la relación entre deuda y PIB, b = déficit presupuestario como porcentaje del PIB, r_D = tasa de interés real de la deuda pública, g = tasa real de crecimiento. La condición necesaria de estabilidad es $r_D < g$. La tasa de interés debe ser menor que la tasa de crecimiento para que la economía crezca más rápido que la tasa de acumulación de la deuda, evitando así que la deuda abrume la economía.

Actualmente (marzo de 2019), la tasa de interés real de los bonos a largo plazo es de aproximadamente 1 por ciento y la tasa de crecimiento real a largo plazo proyectada por la Reserva Federal es de 1,9 por ciento. Suponiendo que esas tasas permanezcan sin cambios, se cumple la condición de estabilidad de Domar. Según la Tabla 1, si se promulga el programa fiscal MMT, el déficit presupuestario aumentará hasta 11,9 por

ciento del PIB. Conectando esos números en la fórmula de Domar dada por la ecuación (1) y poniendo g_s en cero, se obtiene una relación constante entre deuda e ingresos estatales de 13,2.¹¹

Eso es aproximadamente un aumento de trece veces en comparación con la proporción de la deuda al PIB de 2018. Esa relación es inaudita, lo que demuestra a primera vista que la propuesta de la MMT es financieramente insostenible si se financia exclusivamente con deuda. Teniendo en cuenta que la relación inicial entre deuda y PIB es del 105 por ciento y que la relación entre déficit y PIB es del 11,9 por ciento, la deuda pública crece inicialmente un poco más del 10 por ciento anual y se duplica en aproximadamente 7 años.¹² Es probable que la insostenibilidad se exprese en una crisis financiera, ya que se puede prever que los mercados financieros no estén dispuestos a absorber ese aumento del volumen de deuda pública.

Otra posibilidad en la que hacen hincapié los partidarios de la MMT es que la Reserva Federal monetice todo el déficit. La ecuación de Domar puede utilizarse para analizar lo que sucedería con la relación entre la base monetaria y el PIB. La ecuación viene dada por

$$(2) \quad g_m = b + [r_m - g] m$$

m = relación base monetaria/PIB, g_m = tasa de cambio de la relación base monetaria/PIB, r_m = tasa de interés real de depósitos en la Reserva Federal (es decir, la tasa de los fondos federales). La condición necesaria de estabilidad es $r_m < g$. Suponiendo una tasa de interés real del 0,5% sobre el dinero, se cumple la condición de Domar y la relación base monetaria/PIB se estabiliza finalmente y no explota.¹³ Introduciendo los números, la relación base monetaria a largo plazo con respecto al PIB se estabiliza finalmente en 8,5.

Según la Reserva Federal de San Luis, a fines de 2018 la base monetaria era 3,4 billones de dólares, lo que arrojaba una relación entre base monetaria y PIB de 0,17. Por lo tanto, la financiación monetaria del programa MMT implica un aumento final de 50 veces en la relación de base monetaria con respecto a la relación de 2018. Dada una relación inicial entre base monetaria y PIB de 0,17 y una relación entre déficit y

¹¹ Taylor (2019) es más optimista acerca de la dinámica de la deuda y afirma que el ratio de deuda de steady state se establece en 5,6. Esto se debe a que asume una menor tasa de interés real de los bonos a largo plazo del 0,5 por ciento y una mayor tasa de crecimiento real del 2,5 por ciento. Estos dos números son probablemente inconsistentes, especialmente dado su implícito marco de expansión Keynesiano impulsado por la demanda. Lo más importante es que muestran la importancia crítica de las hipótesis paramétricas para el análisis de la dinámica de la deuda al estilo de Domar.

¹² El PIB en 2018 fue de aproximadamente 20,5 billones de dólares. Una relación déficit-PIB del 11,9 por ciento implica un déficit presupuestario real de 2,4 billones de dólares. La relación deuda-PIB a fines de 2018 era del 105 por ciento, lo que implica una deuda real de 21,5 billones de dólares. Utilizando esas cifras, la tasa de crecimiento inicial implícita de la deuda es, por lo tanto, del 11,2 por ciento.

¹³ La tasa actual de los fondos federales es de aproximadamente 2,5 por ciento, y el objetivo de inflación de la Reserva Federal es de 2 por ciento. Suponiendo que a largo plazo la Reserva Federal alcance su objetivo de inflación y la tasa de fondos federales no cambie, implica una tasa de interés del 0,5 por ciento sobre el dinero.

PIB de 11,9, la oferta monetaria crece inicialmente a un ritmo del 70% anual y se duplica en un plazo de 1,2 años.

A primera vista, esa dinámica de la oferta monetaria es aún más inverosímil desde el punto de vista económico que la dinámica de la deuda implícita en la financiación mediante endeudamiento. Es casi seguro que desencadenarán una elevada inflación tanto en los mercados de activos como en los mercados de bienes, además de provocar una importante depreciación inflacionaria y desestabilizadora de los tipos de cambio.

El resultado final es que la estabilidad matemática del cociente de deuda o del de la oferta monetaria no es suficiente para lograr viabilidad económica. Para ello se requiere que los mercados estén dispuestos a aceptar las trayectorias y coeficientes dinámicos que implica la dinámica de Domar para la deuda y la oferta monetaria. Desafortunadamente, la dinámica implícita hace inverosímil la aceptación del mercado del programa fiscal de la MMT. Esto, a su vez, se conecta con la crítica teórica de la MMT (Palley, 2015a, 2015b, 2019) que sostiene que la MMT no tiene en cuenta esas consideraciones. Ese fracaso se debe a que la MMT es sólo un marco de contabilidad convencional y carece de contenido de comportamiento.

5. Los peligros políticos de la MMT

El interés de los activistas políticos y los medios de comunicación en la MMT llega en un momento de nueva confianza política entre los demócratas del progresismo, como se refleja en la escala y la ambición de los programas políticos propuestos. Después de cuarenta años de dominio neoliberal de la política social y económica, esa escala y ambición es bienvenida. Sin embargo, existe un grave peligro político de que los progresistas demócratas acepten las afirmaciones de la MMT de que esos programas se pueden conseguir gratis imprimiendo dinero.

Al hacer esto se corre el riesgo de salpicar el proyecto del progresismo como económicamente inverosímil incluso antes de que haya despegado. Incluso si se evita ese escollo, las recomendaciones de financiación de la MMT inevitablemente pondrán al proyecto progresista en un dilema. Si se lleva a cabo, el resultado será una inflación significativamente más alta y un déficit presupuestario masivo, cuya combinación probablemente también desencadenará una nueva crisis financiera. Otra posibilidad es que para evitar ese resultado se requieran enormes aumentos de impuestos y gravámenes que dejen a los progresistas políticamente vulnerables, tanto a las acusaciones de mendacidad política como a la reacción de los votantes contra aumentos impositivos forzosos y sorprendidos.

Los peligros políticos inherentes a la MMT están sucintamente capturados por Max Sawicky (2019):

"Una historia que enfatiza el gasto público ilimitado, además de ser falaz, impresionará a la mayoría de la gente ya sea por su mal humor o por su arcano..."

Cualquier gobierno progresista existente que llegue al poder bajo tales ilusiones está obligado a decepcionar a sus constituyentes... una teoría monetaria políticamente evasiva no debería ser la base de un movimiento progresista".

6. Conclusión: La MMT es una base defectuosa para la política macroeconómica del progresismo

En resumen, la aritmética keynesiana antes mencionada rechaza la afirmación de la MMT de que los EE.UU. pueden disfrutar de un programa masivo permanente financiado con dinero que no cause inflación. Para evitar la inflación, tal programa requerirá impuestos y gravámenes para financiarlo. Los keynesianos han reconocido desde hace tiempo que los déficits financiados con dinero pueden ser usados para financiar programas cuando la economía está lejos de la frontera de pleno empleo e inflación. Sin embargo, esa opción de financiación es temporal en la medida en que esos déficits generan hechos que, en última instancia, impulsan la economía hacia el pleno empleo. Además, la propuesta de la MMT de financiar el déficit de esos programas, ya sea con dinero o con bonos, genera resultados financieros económicamente inverosímiles. El argumento a favor de programas progresistas se basa en sus propios méritos, los cuales deberían constituir su fundamento político. La financiación de esos programas debería basarse en una macroeconomía plausible, que la MMT manifiestamente no puede proporcionar.

Referencias

- Batini, M., Eyraud, L., Forni, L., y Weber, A. (2014) "Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Forecasts." Fiscal Affairs Department, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Blanchard, O. (2019) "Public debt and low interest rates". Discurso presidencial ante la Asociación Económica Americana, enero. https://www.aea-web.org/aea/2019conference/program/pdf/14020_paper_etZgfbDr.pdf
- Blinder, A.S. and Solow, R.M. (1973) "Does fiscal policy matter?" *Journal of Public Economics*, 2, pp. 319-337.
- Christiano, L., Eichenbaum, M., and Rebelo, S. (2011) "When is the government spending multiplier large?" *Journal of Political Economy*, 119 (1) (February), pp. 78-121.
- Domar, E. D. (1944) "The burden of debt and national income." *American Economic Review*, 34 (4), pp. 798-827.
- Eichengreen, B. (2010), "Lessons From the Marshall Plan." *World Development Report 2011*, Background Case Note, <http://documents.worldbank.org/curated/en/907961468155715855/pdf/620420WPoLesso0BOX0361475BooPU-BLlCo.pdf>.

- Giavazzi, F. and Pagano, M. (1990) "Can severe fiscal contractions be expansionary?" In O.J. Blanchard and S. Fischer (eds.) *NBER Macroeconomics Annual*, 5, MIT Press, pp. 75-111.
- Kelton, S., Bernal, A., and Garlock, G. (2018) "We Can Pay for a Green New Deal." *Huffington Post*, November 30.
- Palley, T. I. (2015a) "Money, Fiscal Policy, and Interest Rates: A Critique of Modern Money Theory." *Review of Political Economy*, 27(1) (2015), pp. 1-27.
- Palley, T. I. (2015b) "The Critics of Modern Money Theory (MMT) Are Right." *Review of Political Economy*, 27(1), pp. 45-61.
- Palley, T. I. (2019) "What's Wrong With Modern Money Theory (MMT): A Critical Primer." FMM Working Paper No. 44, Institute for Macroeconomics, Dusseldorf, Germany, March.
- Sawicky, M. (2019) "The Best Way To Argue Against PAYGO." *In These Times*, January 4.
- Taylor, L. (2019) "Macroeconomic Stimulus À la MMT." Commentary, Institute for New Economic Thinking, April 30.
- Taylor, L. (2019) "Macroeconomic Stimulus À la MMT." Commentary, Institute for New Economic Thinking, April 30. <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/macroeconomic-stimulus-%C3%AO-la-mmt>.
- Velasco, A. (2017) "Can Fiscal Contraction Ever Boost Growth?" *Project Syndicate*, June 1.
- Wray, L.R. (1998) *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Cheltenham, U.K.: Edward Elgar.