

¿A donde va la política monetaria desde la crisis financiera global y qué debe hacerse?

Quo Vadis Monetary Policy since the Global Financial Crisis and What Needs to Be Done?

Mario Seccareccia*

Resumen

La banca central contemporánea está evolucionando lentamente con un número creciente de líderes políticos que exigen que las autoridades monetarias abandonen el mandato de un solo objetivo de combatir únicamente la inflación. Desde la crisis financiera mundial, los formuladores de políticas están considerando un compromiso de objetivos múltiples que incluiría no solo la preocupación por la inflación a medida que se puso de moda desde la década de 1990. Los bancos centrales también deberían tener debidamente en cuenta el problema del desempleo y la distribución del ingreso, así como otras preocupaciones, en su establecimiento de tasas de interés. El artículo analiza la experiencia canadiense, como estudio de caso, para mostrar cómo los regímenes de metas de inflación simplemente persiguen un tipo distinto de política de ingresos con un sesgo implícito de distribución del ingreso contra el ingreso laboral. El artículo también analiza marcos alternativos de política monetaria con reglas precisas de operación de tasas de interés cuyo enfoque sería preservar un objetivo de distribución de ingresos en lugar de una meta de inflación.

Palabras claves: banca central, objetivos de inflación, mandato de objetivos múltiples, distribución del ingreso, tasas de interés-reglas de operación.

JEL Codes: E52, E58, E63, E64

* Profesor Emerito of Economics, University de Ottawa, Ottawa, Ontario, Canada. Traducción del inglés al español por Jesús Sosa, revisión de Wesley Marshall.

Abstract

Contemporary central banking is slowly evolving with an increasing number of political leaders demanding that the monetary authorities abandon a single-goal mandate of solely combating inflation. Since the global financial crisis, policymakers are considering a multi-goal commitment that would include not only concern with inflation as it became fashionable since the 1990s. Central banks should also give due consideration to the problem of unemployment and income distribution, as well as other concerns, in their interest-rate setting. The article looks at the Canadian experience, as case study, to show how inflation-targeting regimes merely pursue a distinct type of incomes policy with an implicit income distribution bias against labor income. The article also discusses alternative monetary policy frameworks with precise interest rate-operating rules whose focus would be on preserving an income distribution objective rather than an inflation target.

Keywords: central banking, inflation targeting, multi-goal mandates, income distribution, interest rate-operating rules

JEL Codes: E52, E58, E63, E64

Introducción

La teoría y la política macroeconómicas convencionales se encuentran en un estado de completa confusión. A medida que terminamos la segunda década del siglo XXI, las declaraciones desesperadas sobre la situación de los que alguna vez fueron todopoderosos formuladores de políticas monetarias provenían de los que anteriormente habían sido algunos de los principales animadores de los bancos centrales. Aquí hay una declaración de dos economistas convencionales bien establecidos, Lawrence Summers, en particular, que ahora han renunciado por completo a la política monetaria, a favor de la política fiscal como instrumento de política macroeconómica único o más importante:

“En un ambiente de estancamiento secular en las economías desarrolladas, la ingenuidad de los banqueros centrales para relajar la política monetaria es exactamente lo que no se necesita. Lo que se

necesita son admisiones de impotencia, para estimular los esfuerzos de los gobiernos para promover la demanda a través de políticas fiscales y otros medios” (Summers y Stansbury 2019).

Aquí hay otra declaración del economista global en Jefe de BNP Paribas que también se queja de la necesidad de modelos más realistas y dice diplomáticamente que los "emperadores" de la política monetaria de hoy no tienen ropa:

“En nuestra opinión, los bancos centrales de todo el mundo enfrentan desafíos sin precedentes. En medio de una mayor incertidumbre geopolítica, vemos que el aparente fracaso de los modelos económicos tradicionales para capturar la realidad actual se ve agravado por la escasa munición política y la creciente preocupación de que los instrumentos disponibles puedan ser incapaces de responder a los *shocks* adversos” (Speranza 2019, p. 1).

Como es bien sabido, desde la crisis financiera mundial (GFC, por sus siglas en inglés) de 2007-2008 y la Gran Recesión de 2008-2009, gran parte de la economía mundial atravesó una profunda recesión económica que fue seguida por una lenta recuperación no vista desde la década de 1930. Esta experiencia sacudió un poco la profesión económica. De hecho, consiguió que muchos economistas de la corriente principal y de diferentes perspectivas heterodoxas pronunciaran las temidas palabras “SS”, “estancamiento secular”, que es una expresión que Alvin Hansen había popularizado originalmente a fines de la década de 1930 (véase Bresser-Pereira 2019). Más recientemente, las tasas de desempleo han experimentado un descenso cíclico y, al menos en el contexto de América del Norte, finalmente han alcanzado niveles no observados desde fines de la década de 1970 (pero relativamente, aún permanecen muy por encima de los niveles muy bajos de desempleo de la era anterior a la 2ª posguerra mundial). A pesar de estos signos de crecimiento, los mercados financieros siguen siendo turbulentos, si no completamente terroríficos, como se puede ver con la reciente crisis en los mercados interbancarios de financiación a un día (Davies y Goldfarb 2019). Parecería, por

lo tanto, que la economía mundial ha entrado en una era de profunda incertidumbre durante la cual los temores recurrentes sobre el futuro reinan a pesar de cualquier noticia económica “buena” (Seccareccia 2019).

Uno solo tiene que mirar la experiencia reciente de Estados Unidos (EU) para ver cómo, por ejemplo, los medios financieros interpretan las reuniones del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de EU., para reconocer cuán tensa se ha vuelto la discusión pública sobre el futuro (Delamaide 2019). A pesar de las bajas cifras actuales de desempleo, el hecho de que, por ejemplo, la tasa de inflación en EU no haya superado en mucho el 2% en los últimos años (con pronósticos que predicen que la tasa de inflación puede seguir bajando por debajo de la meta de inflación), parece atemorizar. Esto se debe a que muchos cuestionan la “credibilidad” de la meta del 2% de la Reserva Federal (Fed) y, aún más, su capacidad para mantener el crecimiento. Uno de estos críticos no es otro que el mismo presidente populista Donald Trump, a quien quizás le gustaría ver las tasas de interés en EU tan bajas como las alcanzadas en Europa, incluso en territorio de tasas de interés negativas (Imbert 2020). La promesa original de Trump y su compromiso político en 2016 para lograr un alto empleo puede verse frustrada por lo que él teme que puedan ser las acciones de la Fed de EU. Como banco central con un “objetivo de inflación” oficial, existe el temor de que la Fed de EU ahora interprete las bajas tasas de desempleo actuales como una señal de una inflación futura más alta que solo puede verificar de manera preventiva subiendo la tasa de interés base del banco central, la tasa de los Fondos Federales, para abortar alguna futura inflación “esperada” aún por materializarse. El rechazo de Trump al razonamiento de la Fed lo ha llevado a cuestionar los fundamentos de la lógica de la Regla de Taylor detrás de la política de metas de inflación (IT)¹

¹ Nota de traducción, IT se refiere a las siglas en inglés de Inflation Targeting.

celebrada durante el último cuarto de siglo, por la cual el banco central actúa sobre dos variables clave en su función de reacción, a saber, la brecha entre la inflación actual y la meta, y la medida del banco central de la brecha de producción (*output gap*). Esta brecha no es un objetivo en sí mismo, como lo vería, por ejemplo, un banquero central keynesiano (comprometido con un alto empleo). Por el contrario, los analistas neoclásicos convencionales lo ven como un objetivo intermedio que predice futuras desviaciones de la inflación de su objetivo final, con estas desviaciones normalmente pronosticadas en función de alguna relación híbrida descrita de la curva de Phillips que descansa en alguna hipótesis de tasa de desempleo “natural”.

Teniendo en cuenta estos diversos debates que se han vuelto cada vez más estridentes en los últimos años, deben parecer bastante confusos para la mayoría de los economistas convencionales. Desde una perspectiva ortodoxa, las economías de América del Norte (al menos al norte del Río Grande), en un nivel muy superficial, parecen haber alcanzado recientemente lo que tal vez pueda describirse como el estado “nirvana” de un banquero central. Es decir, economías que presentan tasas de desempleo relativamente bajas y tasas de inflación bajas, constantes y predecibles con un objetivo cercano al 2%. Sin embargo, existe el temor de que las economías de América del Norte vuelvan a estancarse, como sucedió en 2008-2009 y sucumban a alguna crisis económica, por lo menos al observar algunos de los debates recientes, sobre la curva de rendimiento con pendiente negativa y las amenazas inminentes de una escalada de guerra comercial entre EU y China. A la luz de esto, existe un creciente apoyo político para presionar el botón de “reinicio” de la política monetaria con un creciente deseo de dar mayor peso al desempleo (o la brecha de producción), no como un objetivo intermedio, como se enmarca dentro de la función de reacción de la Regla de Taylor, sino como un objetivo gemelo o “dual” que se logrará junto con el objetivo de la tasa de inflación.

Aquí es donde se manifiesta el creciente apoyo político al cambio de política. Primero, como ya se mencionó, en EU hemos sido testigos de ataques sin precedentes contra la Fed, que incluyeron al presidente de EU llamando a esta última institución “loca” y “fuera de control” durante la serie de alzas en las tasas de interés en 2018. Cuando comparado con el anuncio del ex presidente triunfal de la Fed, Ben Bernanke, de fijar por primera vez un objetivo oficial de tasa de inflación del 2% en 2012, estos ataques de Trump de 2018 contra Jerome Powell ahora han dejado a la Fed algo vulnerable e insegura de lo que realmente está comprometida. Además, este compromiso oficial de un solo objetivo, algunos pueden argumentar, entra en conflicto con el espíritu mismo de la Ley Humphrey-Hawkins sobre el Pleno Empleo y el Crecimiento Equilibrado de 1978, que todavía se supone debe guiar a los tomadores de decisiones de los EU como un marco regulatorio amplio basado en el principio de un doble mandato (Galbraith 2011, Lachs Ginsburg 2012).

En segundo lugar, Nueva Zelanda, que había sido el primer país en adoptar oficialmente un régimen de IT en 1990, en 2018 cambió a un doble mandato al que agregó “maximizar el empleo sostenible” en el mandato central del Banco de la Reserva Federal de Nueva Zelanda. Incluso en Canadá, donde el gobierno federal y el Banco de Canadá se han resistido rotundamente a la idea de un doble mandato desde que este último adoptó un régimen de IT en 1991, por primera vez, también desde 2018, ha habido una disposición a abrir la discusión. Esto implicaría incluir para su consideración en su mandato, entre otras cosas, un posible compromiso con el “pleno empleo” durante su proceso de renovación de mandato en curso desde hace cinco años, que se completará en 2021 (Wilkins 2018). Si bien hoy en día hay cambios significativos en los vientos políticos que presionan a los tomadores de decisiones a nivel internacional para que cambien su enfoque político a favor del alto empleo (o al menos diluyan su enfoque único en la lucha contra la inflación), esto no es una sorpresa. En este artículo, se busca

argumentar que las semillas de este cambio estructural se plantaron realmente durante la Crisis Financiera Global (GFC). En ese momento, el consenso de política macroeconómica se movió primero en apoyo de fuertes estímulos de política fiscal y monetaria para combatir la recesión a través de la estabilización al estilo keynesiano. Al mismo tiempo, los bancos centrales desempeñaron un papel de apoyo crucial para los responsables de políticas fiscales, con las autoridades monetarias recortando rápidamente las tasas de interés a niveles históricamente bajos no vistos desde la década de 1930 y, luego, más o menos manteniendo estas tasas administradas por el banco central en esos mismos niveles bajos.

El propósito de este artículo es evaluar lo que sucedió desde la GFC y discutir lo que hemos aprendido y lo que se puede hacer, especialmente desde que varios bancos centrales latinoamericanos se involucran oficialmente en la política de IT, incluidos Chile desde 1999 y México desde 2001. Esto se realizará principalmente a través de los lentes de la experiencia canadiense con la política de IT como punto de referencia.

Regímenes de metas de inflación y la crisis financiera global (GFC)

Durante la era de la “Gran Moderación”, que tal vez estuvo mejor representada en la descripción de Alan Greenspan de los “trabajadores traumatizados” a fines de la década de 1990 y antes de la GFC, los responsables de la política monetaria parecían haber descubierto lo que los economistas convencionales creían era la piedra angular de la política macroeconómica. Apoyada por el marco teórico del “Nuevo Consenso” en macroeconomía en ese momento con su enfoque único en la lucha contra la inflación, esta política aparentemente había transformado a las economías industriales maduras lejos de lo que podría describirse como una distinta “Edad de Plomo” Robinsoniana. Es decir, estas economías se habían alejado de un período asociado con el aumento del

desempleo, el lento crecimiento y la alta inflación característicos de la era del estanflacionismo de mediados y finales de los años setenta y principios de los ochenta. En cambio, con la política de metas de inflación, estas economías ahora habían alcanzado una cuasi “Edad de Oro” de desinflación y tasas de desempleo decrecientes asociadas con la década de la “Nueva Economía” de 1990 y principios de la década de 2000. A medida que muchos bancos centrales comenzaron a adoptar la política de metas de inflación en varios países industrializados en la década de 1990, había una sensación de confianza en el enorme poder de la política monetaria para lograr lo que parecía ser una era de estabilidad macroeconómica, a medida que estas economías ingresaban al siglo XXI. Dentro del mundo industrializado, el *maestro* que guía al banco central no puede hacer nada malo en prevenir rigurosamente la inestabilidad económica y la crisis. Se creía que tales inestabilidades, durante la década de 1990, ahora se limitaban principalmente a las economías de mercados emergentes de Asia, América Latina y los países de la antigua Unión Soviética y estados satélites, y esto se debió a su supuesta mala gestión monetaria y financiera para permitir a la inflación salirse de control. En su búsqueda de una mayor estabilidad para estos países, la política de IT se volvió atractiva y ofreció una solución rápida a una gran cantidad de países dispares a nivel internacional, incluso América Latina.

Muchos países industriales occidentales que habían adoptado la política de metas de inflación durante la primera ola de adopción en la década de 1990 representaron regiones internacionalmente distintas de estabilidad de largo plazo (al menos superficialmente) para ser emuladas por las economías emergentes antes de la GFC, con salarios y precios aumentando lentamente y más o menos proporcionalmente alrededor de una ruta de crecimiento estable de 2%. De hecho, después de que las tasas de interés reales aumentaron abruptamente a principios de la década de 1980 y se estabilizaron a ese nivel más alto durante la década de 1980, tanto

los salarios reales como las tasas de interés reales mostraron empíricamente un alto grado de estabilidad a lo largo de un camino casi estacionario, ya que las tasas de desempleo cayeron ligeramente. Fue durante este período de la llamada Gran Moderación de la década de 1990 que los regímenes de metas de inflación proliferaron internacionalmente. Sin embargo, a pesar de la expansión de los regímenes de IT, especialmente con su relativo éxito en lograr que los salarios y los precios se desaceleren y se muevan en conjunto, a nadie le preocupaban las implicaciones distributivas de ingresos de este nuevo marco de políticas de IT y sus consecuencias para la viabilidad del crecimiento a largo plazo. Además, igual de importante, nadie prestó seria atención ni entendió el aforismo de Minsky de que la estabilidad (o su percepción) eventualmente da inestabilidad en las economías capitalistas, especialmente en las economías altamente financiarizadas de América del Norte y Europa occidental hasta que fue demasiado tarde cuando el *Wall Street Journal* había anunciado el inicio del “momento Minsky” en agosto de 2007.

Los primeros signos ominosos de la fragilidad del sistema comenzaron a aparecer con la crisis de las puntocom "dot.com" al comienzo del nuevo milenio. Sin embargo, a partir de 2007 con la crisis *subprime*, el colapso financiero se extendió, desde su epicentro en los EU, a través de la economía del Atlántico Norte al convertirse en una crisis financiera internacional totalmente desarrollada en 2008. Esto eventualmente derribó a la mayoría de las economías industriales occidentales y las acompañó el resto del mundo, ya que estas economías colapsaron en una Gran Recesión durante 2009. Independientemente de si estos países eran países de IT (como Canadá y el Reino Unido), o países que no son (como EU en ese momento y los países de la Eurozona), su respuesta macroeconómica fue la misma. Todos siguieron el mismo guión de política macroeconómica al revertir las políticas de larga data y hacer un giro completo de política. Por el lado fiscal, desencadenó un gasto temporal de déficit presupuestario al estilo keynesiano, y

los gobiernos abandonaron su compromiso de presupuestos equilibrados y austeridad fiscal (Seccareccia 2012). Por el lado monetario, inmediatamente después de la crisis, los bancos centrales redujeron rápidamente las tasas de interés y también inundaron los mercados con diversos grados de liquidez del banco central, independientemente de si se denominó flexibilización cuantitativa (QE) como en EU, o si solo necesitaban “disposiciones de liquidez” para mantener tasas de interés bloqueadas en su límite inferior, como en Canadá (Lavoie y Seccareccia 2012). El efecto de todo esto fue un colapso de las tasas base de interés nominales y reales administradas por el banco central.

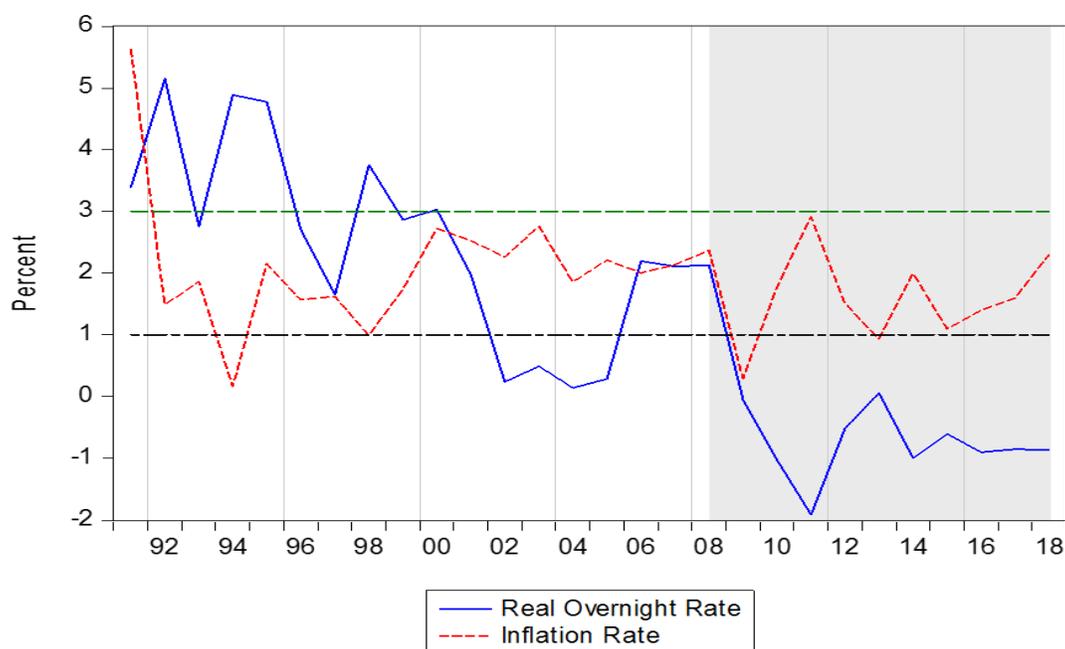
Si tomamos como ejemplo el régimen de metas de inflación en Canadá, es muy evidente que, hasta la crisis financiera, tanto las tasas de interés nominales como las reales habían seguido en gran medida con un retraso la disminución a largo plazo de la tasa de inflación a medida que bajaba hacia el rango objetivo a principios de la década de 1990. Hasta entonces, el banco central seguía lo que se puede describir como una política Wickseliana, como se estableció en la función de reacción de la Regla Taylor en estos regímenes de IT, de elevar las tasas de interés reales cuando la inflación se movía hacia arriba por encima del rango objetivo y recortaba las tasas de intereses cuando la tasa de inflación observada atravesó por debajo del rango objetivo de 1 a 3%. Sin embargo, para 2007-2008, se observa un colapso agudo y repentino de estas tasas interbancarias nominales al caer virtualmente a cero o en territorio negativo en el caso de la tasa real de un día en el caso de Canadá (**Gráfica 1**).

Se traza la evolución histórica de dos variables (**Gráfica 1**) comenzando cuando el Banco de Canadá, a través de un mandato del gobierno canadiense, adoptó por primera vez la política de metas de inflación en 1991, a saber, la tasa ajustada por inflación o real a un día (interbancaria), y la tasa de inflación anual. También se muestra el rango dentro del cual se esperaba que la tasa de

inflación se mantuviera sin provocar un cambio en la tasa a un día. A medida que la tasa de inflación se redujo al comienzo de la era de metas de inflación a principios de la década de 1990, generalmente hubo una caída concomitante en la tasa real a un día, que se había estabilizado justo antes de la GFC a una tasa real de alrededor del 2%. Como se puede ver (**Gráfica 1**), la tasa real a un día se derrumbó después de 2008 y se mantuvo en el rango negativo en aproximadamente -1% durante el resto de la década a pesar de que, con la excepción de 2009, la tasa de inflación se mantuvo dentro de la banda meta.

Gráfica 1

Evolución de la tasa de inflación y la tasa real a un día, Canadá 1991-2018



Fuente: Statistics Canada, Tabla Nos. 176-0048 y 326-0021.

Durante el período posterior a la crisis, el Banco de Canadá mantuvo su posición oficial que mantendría el rumbo y nunca abandonaría la política de metas de inflación. En realidad, sin embargo, la inflación ya no parecía ser el único foco del Banco, como aparentemente fue el caso antes de la crisis de 2007-2008.

Tanto bajo los gobernadores Mark Carney como Stephen Poloz, el Banco mostró mucha preocupación por mantener la recuperación económica al mantener tasas de interés históricamente bajas (representadas en el área sombreada de la Gráfica 1). Estas tasas de interés extremadamente bajas ciertamente no estaban justificadas si el Banco solo estaba monitoreando las fluctuaciones en la tasa de inflación u observando su medida de la brecha macroeconómica de producción como un predictor de la inflación futura esperada, como sugeriría la Regla de Taylor. Es cierto que los temores iniciales de una espiral deflacionaria bien pueden explicar el fuerte corte en la tasa a un día en 2008-2009. El hecho de que la tasa de inflación se recuperó rápidamente y se mantuvo más o menos dentro del rango objetivo de 1 a 3% sería suficiente evidencia *prima facie* de que hubo otros objetivos de política que guiaron las decisiones del Banco de Canadá durante la mayor parte de ese período posterior a 2008 cuando las tasas de interés cayeron y permanecieron persistentemente bajas. Si no, ¿por qué la tasa real a un día no volvió a su nivel positivo anterior a la crisis en torno al cual había estado gravitando justo antes de la GFC? La persistencia de tasas de interés reales negativas en el mercado interbancario, a pesar del hecho de que la tasa de inflación se mantuvo dentro de la banda del 1 al 3% durante la década posterior a 2009 y promedió un poco menos del 2%, es una señal de un cambio estructural de política. Sin embargo, este comportamiento no se limitó solo a Canadá, sino que se observa en todos los países involucrados en la política de IT durante esa época. En un estudio de catorce países con metas de inflación de la Organización de Comercio para el Desarrollo Económico (OCDE) para los cuales había suficientes datos disponibles para las desviaciones de la inflación y sus medidas oficiales de la brecha de producción (y que incluyen dos países de América Latina en nuestra muestra, Chile y México), encontramos que había una ruptura completa de la función de reacción tipo Taylor (Seccareccia y Khan 2019, p. 369). Además, se produjo un cambio autónomo descendente de las tasas de interés

reales a medida que los bancos centrales con metas de inflación recortaron sus tasas a corto plazo después de 2008 en un enorme 3.6% en promedio en relación con su comportamiento establecido del marco de metas de inflación antes de la GFC.

Por lo tanto, si tomáramos el ejemplo de Canadá, el movimiento de la tasa de un día es más consistente con la opinión de que el Banco estaba cumpliendo *de facto* un mandato de política monetaria de objetivos múltiples. En otras palabras, siguió una política monetaria expansiva durante y después de la GFC para estimular el gasto del sector privado a través de tasas de interés reales negativas. Sin embargo, lo hizo no solo para mantener las tasas de interés nominales lo suficientemente bajas y estables como para sostener el crecimiento de la producción del sector privado, sino también por razones de estabilidad macrofinanciera o, más precisamente, para evitar el estallido de la burbuja en el mercado inmobiliario canadiense, que no había sufrido tanto como en EU durante la GFC. Hay muchos ejemplos en Canadá de preocupación sobre la gestión del riesgo macrofinanciero en la decisión de las autoridades monetarias canadienses de establecer sus tasas de interés desde la GFC. Por ejemplo, en un discurso en abril de 2018, el gobernador Stephen Poloz advirtió que los excesivos índices de endeudamiento de los hogares “plantean riesgos para la economía y la estabilidad financiera, y su gran tamaño significa que sus riesgos estarán con nosotros por algún tiempo. Pero hay buenas razones para pensar que podemos continuar manejando estos riesgos con éxito” (Poloz 2018). Esta declaración, entre muchas, parece representar quizás solo una forma indirecta de decir que las tasas de interés no subirán debido a los riesgos macrofinancieros muy graves que afectan al sector de los hogares canadienses debido a los índices de endeudamiento excesivamente altos de los hogares.

La preocupación con otras variables además de la tasa de inflación, pero sin abandonar oficialmente las metas de inflación como el foco principal de la política, a veces se ha denominado “meta de

inflación flexible”, o como lo había expresado Svensson (2009:, p. 1): “La meta de inflación flexible significa que la política monetaria tiene como objetivo estabilizar la inflación en torno a la meta de inflación y la economía real”. Esto implica que a la brecha de producción se le asigna un peso separado también con el propósito de estabilización a corto plazo, a diferencia de sus implicaciones para la inflación futura como en el supuesto estándar de la Regla de Taylor (Macklem, 2014). Desde la GFC, otros objetivos se han introducido en la discusión a pesar del juego de acertijos que se juega para dar sentido a lo que persiguen exactamente como objetivos. Por esta razón, no debería sorprender a los observadores de la política monetaria cuando los políticos exigen que los bancos centrales hagan más que simplemente enfocarse en la tasa de inflación y no abandonar los compromisos de crecimiento o empleo. Los ejemplos del debate que se está llevando a cabo en EU y Canadá e incluso lo que ha sucedido en Nueva Zelanda es una señal de un cambio significativo de política, donde las prioridades están cambiando y se buscan desesperadamente nuevas ideas sobre la forma de enmarcar la política monetaria

La verdadera naturaleza de la política monetaria de Metas de Inflación: una perspectiva histórica alternativa sobre la política de lucha contra la inflación

La política de metas de inflación es el descendiente lineal de un marco de política monetaria que se remonta a los puntos de vista de Knut Wicksell hace más de un siglo, en el que el banco central debía establecer las tasas de interés de tal manera que alcanzara la tasa de inflación deseada (Seccareccia 1998). Como señaló Svensson (2008) antes de la GFC, esto normalmente implicaba: 1) un objetivo de inflación numérico anunciado; 2) un pronóstico de inflación; y (3) un mecanismo a través del cual se puede alcanzar el objetivo de inflación, generalmente en forma de un mecanismo de transmisión de política monetaria definido con precisión, que va

del objetivo la tasa de interés real operativa al resultado de inflación deseado.

Desde finales de la década de 1970 y hasta la GFC, prácticamente todos los bancos centrales tienen una inflación baja como compromiso principal expresado en su función de reacción. Las autoridades monetarias reaccionan a la inflación elevando las tasas de interés en momentos en que la inflación es alta y se acelera y persiguen políticas de tasas de interés más bajas en tiempos de desinflación, incorporados en la función de reacción de la Regla de Taylor discutida anteriormente. Se puede decir que, para la década de 1990, los objetivos de inflación fueron un paso más allá del enfoque Wickseliano al argumentar que la meta oficial también "encierra" las expectativas de inflación a la tasa objetivo. Por lo tanto, la característica adicional es que, cada vez que hay un estado crítico en la tasa de inflación, el banco central no solo está listo para combatir la inflación a través de dosis más altas de tasas de interés, sino también a través de su "credibilidad" y su estrategia de comunicación para anunciar objetivos de inflación, las expectativas de inflación se hacen relativamente rígidas y vuelven automáticamente al ancla de inflación fija anunciada. Por lo tanto, en el ejemplo canadiense descrito (Gráfica 1), a pesar del estado crítico deflacionario durante la GFC, la tasa de inflación se mantuvo estable dentro del rango objetivo entre 1 y 3% y continuó gravitando alrededor del objetivo del 2%. De hecho, durante la década de 1990, esta fue promovida como una de las características atractivas de la meta de inflación para los bancos centrales. Hubo una letanía bien recitada internacionalmente de los defensores de la meta de inflación, quienes se refirieron repetidamente al efecto de "bloqueo" del objetivo preanunciado de inflación. Destáquese solo una referencia en defensa de esta opinión. Refiriéndose al anclaje de las expectativas frente a los choques inflacionarios bajo los regímenes de IT, Bernanke et al. (1999) señalaron varios ejemplos a nivel internacional:

“Vimos este efecto (“bloqueo”), por ejemplo, después de las salidas del Reino Unido y Suecia del mecanismo de tipo de cambio europeo y después de la imposición de Canadá del Impuesto sobre bienes y servicios en 1991. En cada caso, el reinicio de la inflación parece haberse evitado con el anuncio de objetivos de inflación que ayudaron a anclar las expectativas de inflación del público y dar un plan explícito y una dirección a la política monetaria” (Bernanke et al. 1999: 288).

Por lo tanto, a pesar del tipo de cambio y los choques impositivos de las economías británica, canadiense y sueca a principios de la década de 1990, en la cita anterior, los bancos centrales pudieron mantener un estricto control sobre la tasa de inflación mediante una fuerte dosis de política de metas de inflación que ancló las expectativas de inflación al nivel objetivo.

Aquellos que estén familiarizados con las primeras políticas de ingresos de la posguerra en muchos países industrializados para hacer frente al problema de la inflación durante los años sesenta y setenta encontrarían bastante familiar el debate sobre cómo influir en las expectativas de inflación en el contexto de la política de metas de inflación. Esto se debe a que gran parte de la literatura sobre el control de la inflación a través de pautas voluntarias o “guías”, que se remonta a la década de 1960, se ocupó de un problema similar de establecer una norma para la determinación de salarios y precios que luego serviría como un ancla para la formación de precios agregados.

Como se discutió (Seccareccia y Lavoie, 2010), las más conocidas fueron las Guías Kennedy-Johnson de 1962 a 1966 en EU, la Junta Británica de Precios e Ingresos de 1965 a 1970 y, en Canadá, tuvimos la Comisión de Precios e Ingresos que duró desde fines de 1968 hasta 1972. Estas políticas de ingresos de los años sesenta y principios de los setenta antes del primer choque del precio del petróleo de los años setenta fueron bastante similares: todas comunicaban un objetivo para el crecimiento de los precios y los ingresos, y estos últimos a menudo justificados y atados a alguna

norma de crecimiento de productividad a largo plazo. A diferencia de las políticas actuales de IT, que defienden su norma debido a los posibles efectos positivos que el cumplimiento de la norma puede tener para elevar la eficiencia económica y el nivel de vida general, la preocupación política anterior era establecer un ancla de inflación que pudiera justificarse principalmente en el terreno de la distribución del ingreso y consideraciones de equidad resultantes de los efectos distributivos desiguales de la alta inflación.

No discutiremos los éxitos y fracasos de estas políticas de ingresos originales, que se han revisado en otro lugar (Seccareccia y Lavoie, 2010). Sin embargo, dada la historia de los gobiernos experimentando con las políticas de ingresos, uno no debería sorprenderse en absoluto de que el primer intento de implementar objetivos de inflación no se deba a un análisis cuidadoso impregnado en la teoría monetaria neoclásica por economistas del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda. Debido al predominio del monetarismo y las ideas de Friedman, pocos economistas estaban realmente inmersos en la teoría wickselliana en ese momento. Al igual que en América Latina, como señaló Rowe (2010), parecería que en 1990, después de años de lidiar con las consecuencias de una crisis monetaria paralizante durante la década de 1980, el gobierno de Nueva Zelanda simplemente quería implementar una política de ingresos del sector público al tratar de establecer objetivos numéricos en los diversos departamentos del gobierno, incluido el banco central (Fischer 1995, p. 36). En el proceso, surgió la nueva idea de que el banco central y la política monetaria podrían servir como un instrumento estratégico para extender los objetivos numéricos que se imponen a las agencias del sector público a toda la economía de Nueva Zelanda a través de un objetivo de inflación. En ese sentido, se puede decir que, desde su origen, los diseñadores de políticas concibieron la meta de inflación como otro tipo de política de ingresos en el sentido tradicional de una guía que podría modificar las expectativas de inflación. O, según lo declarado por Bernanke et al. (1999) la meta

de inflación en Nueva Zelanda en 1990 “se cronometró menos para promover la desinflación que para prevenir un aumento de las expectativas inflacionarias una vez que la política monetaria comenzó a disminuir” (Bernanke et al. 1999, p. 91). La conexión con el análisis wickselliano siguió más tarde, especialmente cuando otros bancos centrales, como el Banco de Canadá (en 1991) y el Banco de Inglaterra (en 1992), intentaron emular suministrando una justificación teórica más explícita consistente con la teoría monetaria neoclásica recién emergente del "Nuevo Consenso" sobre política monetaria en el momento influenciado por las doctrinas de Wicksell.

Sin embargo, hubo una diferencia fundamental entre las “guías” originales de los años sesenta y los regímenes de IT. Si los movimientos salariales y de precios no cumplían con la norma de inflación, las autoridades monetarias tenían otra herramienta a su disposición. A diferencia de las pautas voluntarias, a través de su función de reacción, el banco central siempre podría desacelerar la economía lo suficiente como para tratar de alinear la tasa de inflación real con el objetivo de inflación. Esto podría lograrse a través de un tipo obligatorio de política de ingresos de miedo al paro a través de la reducción del empleo. En otras palabras, esto se basaría en el miedo, al desacelerar la economía significativamente a través de dosis de tasas de interés reales más altas y un mayor desempleo, es decir, una política de ingresos perversos que aumenta los ingresos de un grupo, los rentistas, mientras que ralentiza el crecimiento de los ingresos, especialmente de los asalariados. A diferencia de las pautas voluntarias, el banco central también puede alcanzar el objetivo de inflación por medios más coercitivos de política de tasas de interés. Por lo tanto, a través de su capacidad de aplicación y control del dispositivo disciplinario de un mayor desempleo, se creía que las metas de inflación serían más eficientes para lograr su objetivo de inflación que las políticas de ingresos tradicionales de la variedad anterior.

Al mismo tiempo, podría alcanzar su tasa de inflación objetivo con la aprobación política del parlamento, pero sin las restricciones legales sobre los derechos sindicales a la negociación colectiva en el mercado laboral y las fuertes disposiciones de aplicación exigidas por las políticas de ingresos obligatorios del tipo implementado por el administración de EU a principios de la década de 1970 bajo Richard Nixon o por el gobierno canadiense a mediados de la década de 1970 y administrado por la Junta Federal de lucha contra la inflación. Estas medidas obligatorias anteriores de establecer el crecimiento salarial máximo se enfrentaron inevitablemente a desafíos políticos y legales de los sindicatos que dificultaban la implementación, como sucedió en Canadá. Esta es la razón por la cual, en la década de 1990, la política de metas de inflación tenía un atractivo tan inmenso en sociedades donde los temores de los rentistas a la inflación se habían apoderado y habían llevado a los gobiernos a experimentar con nuevas estructuras de política institucional que serían políticamente más apetecibles que las formas más antiguas de política de ingresos. La política de IT era ciertamente vino viejo, pero aparentemente mezclado con una bebida nueva más potente en una botella nueva y llamativa. La política de metas de inflación contenía la “zanahoria” antiinflacionaria de influir en las expectativas de inflación en el proceso de negociación salarial, con su directriz o norma voluntaria, similar a la variedad de la década de 1960, así como el “palo”, con la amenaza inminente del banco central de desacelerar la economía mediante una política de creación de desempleo masivo si el objetivo de inflación bien publicitado se vuelve ineficaz para modificar las expectativas de inflación. Fue este atractivo político el que aseguró su rápida adopción en numerosos países, independientemente de si los bancos centrales eran constitucionalmente independientes o no. Pero, ¿esta nueva política de metas de inflación realmente funcionó?

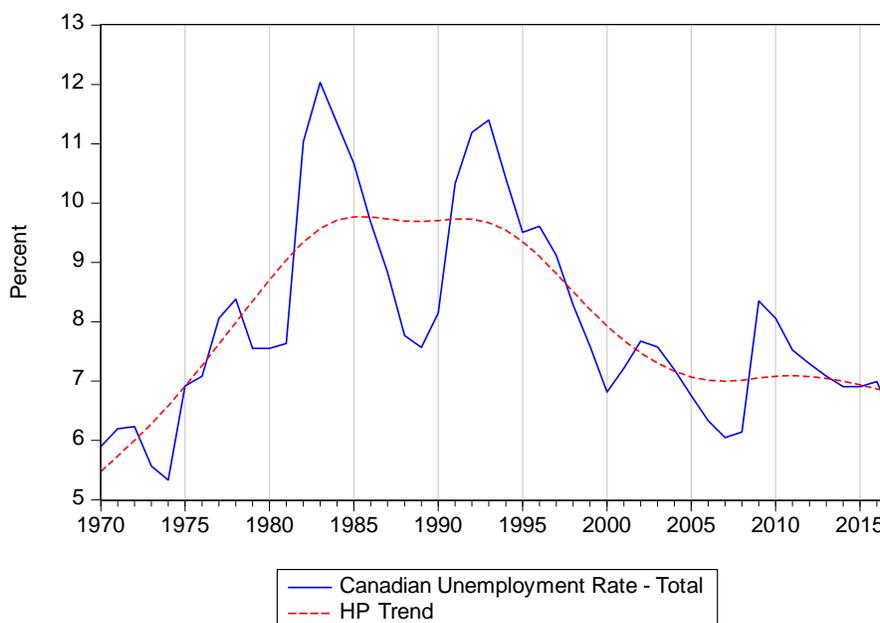
El efecto perverso de distribución de ingresos de la política de metas de inflación

La política antiinflacionaria comenzó ya durante los años del “tratamiento de choque” de Volcker en EU, con los bancos centrales experimentando por primera vez con el monetarismo, que también se reflejó en Canadá y había resultado en tasas de interés reales históricamente sin precedentes que desencadenaron altas tasas de desempleo durante la década de 1980. Sin embargo, este patrón continuó incluso durante los primeros años de metas de inflación, hasta que la política de altas tasas de interés comenzó a disminuir. Si se observa la experiencia canadiense, se ve un fuerte aumento en las tasas de desempleo durante toda esa era de desinflación que precedió a la política de IT pero que continuó durante la década de 1990 hasta que las tasas de interés reales comenzaron a disminuir (Seccareccia 2019).

Como se muestra (**Gráfica 2**), aunque hubo algunas fluctuaciones amplias, especialmente en la década de 1980, la serie sugiere un patrón donde la mayor parte del alto desempleo ocurrió durante esa misma década y durante los primeros años de las metas de inflación en la década de 1990, después de lo cual la tasa de desempleo disminuyó y tocó fondo justo antes de la GFC. Como se muestra (Seccareccia, 2019) y (Seccareccia y Lavoie, 2016), la tasa de desempleo sigue en conjunto los movimientos de la tasa de interés real que favorecieron el aumento de los ingresos del rentista. Por otro lado, este patrón de desempleo se refleja casi a la inversa cuando se observa la relación entre los salarios reales y la productividad. Para capturar esta interacción crítica, hemos utilizado como indicador la proporción del salario real promedio de toda la industria y la productividad laboral promedio.

Gráfica 2

Tasa de desempleo en Canadá, observaciones anuales, 1970-2017

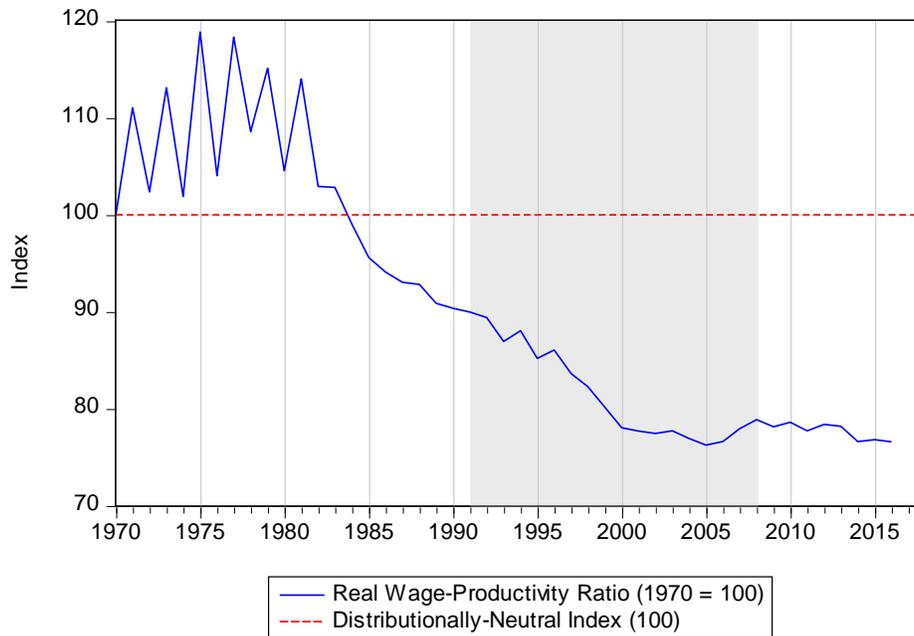


Fuente: OCDE. Stat

Se ha trazado (**Gráfica 3**) el patrón de la relación salario real/productividad comenzando en su índice base de 100 en 1970 y luego seguimos la evolución de esta relación en relación con su línea neutral de distribución de 100 que se muestra en esa gráfica. Si este índice puede tomarse como un indicador útil de la posición de negociación relativa de la mano de obra canadiense, podemos ver los efectos del síndrome del “trabajador traumatizado” de Greenspan durante la mayor parte de los años ochenta y noventa, cuando la tasa de desempleo alcanzó su punto máximo en Canadá. La relación muestra un colapso de la posición de negociación del trabajo que solo se estabilizó un poco y solo se revirtió ligeramente antes y después de la GFC. La introducción de metas de inflación en 1991 simplemente debilitó los ingresos laborales adicionales hasta justo antes de la GFC. Luego se estabilizó algo en la parte inferior, pero no condujo a una inversión significativa de esta relación de “negociación”.

Gráfica 3

Evolución de la relación salario real / productividad, Canadá 1970-2016



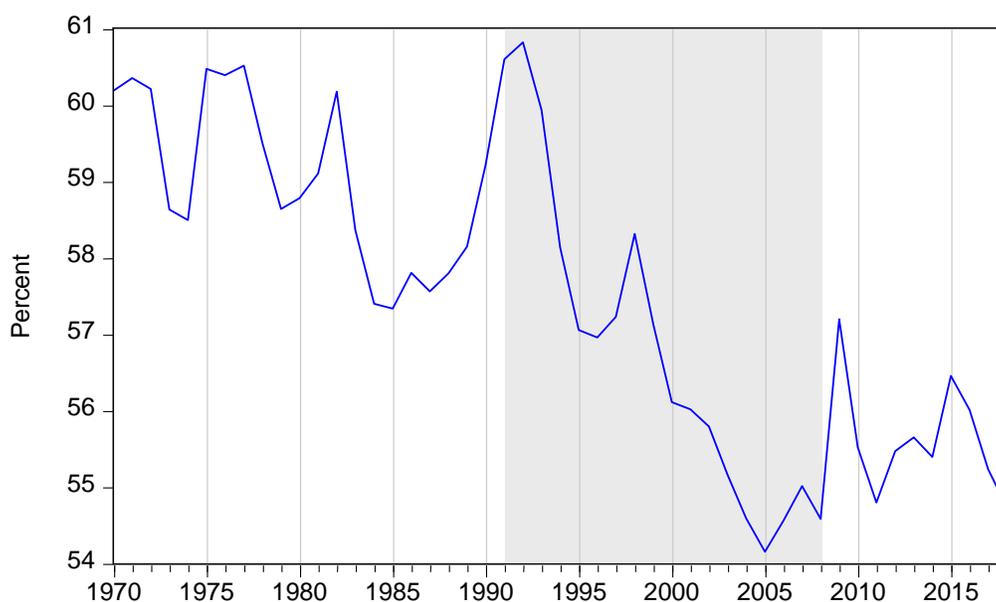
Fuente: Statistics Canada, contenido archivado en: <https://www150.statcan.gc.ca/t1/tbl1/en/tv.action?pid=1410023701>

Aunque se obtuvo de una fuente de datos diferente, la proporción de mano de obra muestra una evolución algo similar (**Gráfica 4**) con una disminución inicial durante la década de 1980 y luego durante la mayor parte de la década de 1990 y principios de 2000. De hecho, se ve un colapso dramático de la participación del ingreso laboral del Producto Interno Bruto (PIB) a lo largo de la era de las metas de inflación solo para tocar fondo justo antes de la GFC y fluctuar en torno a una tendencia relativamente estacionaria desde entonces. Es cierto que otros factores, como la creciente liberalización del comercio, podrían haber debilitado aún más la posición laboral, pero sería innegable que la política monetaria también jugó un papel importante. Esto se debe a que, si el objetivo de inflación es creíble y se considera seriamente en el proceso de negociación colectiva, los salarios monetarios aumentarían en el mejor de los casos con la tasa de inflación esperada. Incluso en un mundo ideal de estado estacionario con

salarios y precios que se mueven en conjunto de acuerdo con un objetivo de inflación de 2%, no existe un mecanismo para que los salarios reales aumenten con el crecimiento de la productividad, incluso durante una era en la que el desempleo ha caído a su nivel más bajo en más de cuarenta años hoy en día. Como se destaca (**Gráfica 4**), los regímenes de IT están sesgados estructuralmente contra el ingreso laboral y son incompatibles con la neutralidad distributiva del ingreso.

Gráfica 4

Compensación laboral total de la economía como % del PIB a precios de mercado, Canadá, 1970-2018



Fuente: AMECO

¿Qué se debe hacer?

A la luz de este sesgo estructural, uno puede entender por qué los gobernantes han planteado preocupaciones sobre los regímenes de IT desde la GFC. Después de más de una década desde la GFC, cuando muchas de las normas y principios establecidos en el área de la política macroeconómica han sido desafiados, especialmente en esta nueva era de estancamiento secular, es hora de una nueva perspectiva que se centre en las crecientes preocupaciones del

mundo moderno, a saber, asuntos relacionados con la justicia económica y la distribución del ingreso. Esto es especialmente cierto en el dominio de la política monetaria, donde existe una completa falta de interfaz entre las teorías que supuestamente guían la política y la práctica real de la política monetaria contemporánea. Como se dijo recientemente (Seccareccia y Lavoie, 2019), queremos hacer un llamado a todos los economistas que siguen insatisfechos con la ortodoxia actual para que abandonen estas teorías Wicksellianas anticuadas ampliamente difundidas entre los banqueros centrales, que carecen de una base real en las economías modernas y a menudo se disfrazan los sesgos políticos y los intereses a los que pueden servir.

Una opción, que ha sido elegida incluso por algunos economistas de la corriente dominante, es abandonar oficialmente o *de facto* la política de IT y adoptar un mandato doble o incluso de objetivos múltiples. Como se discutió anteriormente, algunos bancos centrales, como el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, han tomado esa ruta. Lo mismo ha sucedido en EU, donde la actual administración Trump ha puesto un mayor énfasis en el alto empleo como un objetivo importante, incluso si las tasas de interés nominales a corto plazo deben permanecer permanentemente cerca de cero o incluso por debajo de cero, como en Europa. La idea sería que si la combinación de la política fiscal y monetaria activa pudiera empujar a la economía hacia tasas muy bajas de desempleo de “pleno empleo” que habían sido la norma durante la era posterior a la 2ª Guerra Mundial antes de la década de 1970, los salarios reales pueden comenzar a aumentar una vez más en proporción con el crecimiento de la productividad.

Sin embargo, para lograr ese objetivo, la mayoría de los economistas de la corriente dominante y los banqueros centrales tradicionales se centran en las tasas de interés exclusivamente como un costo cuyo impacto será en los componentes sensibles al interés del gasto agregado en la economía, para quienes la

elasticidad de interés del gasto privado es crítica en la defensa de la política monetaria discrecional como instrumento de estabilización macroeconómica. Pocos economistas convencionales, si los hay, consideran seriamente que la política de tasas de interés afecta directa e indirectamente la dinámica de las macropartes de la distribución del ingreso. En oposición a la corriente dominante, los economistas heterodoxos poskeynesianos argumentarían que el canal del costo de interés del mecanismo de transmisión es menos significativo y efectivo que el canal de distribución del ingreso que afecta la macroeconomía. Como hemos visto, muchos de los problemas que han afectado a las economías financiarizadas modernas han sido consecuencia de los cambios en la distribución del ingreso que se han agravado por la política monetaria discrecional ortodoxa en las últimas cuatro décadas. El uso de la política de tasas de interés como un instrumento contundente para influir en el gasto sensible a los intereses, por ejemplo, para sofocar una burbuja inmobiliaria masiva, como fue el caso en EU justo antes de la crisis de alto riesgo en 2007, podría provocar un daño colateral significativo, lo que podría ser evitado y resuelto mejor a través de una estructura reguladora sólida del sector bancario y a través de medidas selectivas de política fiscal en el mercado inmobiliario. Esta es la razón por la cual algunos economistas heterodoxos generalmente se oponen a la política monetaria discrecional cuando uno reconoce que sus efectos primarios potenciales son desestabilizar la distribución del ingreso si los banqueros centrales tienen el poder discrecional para hacerlo. Lo que necesitamos son mecanismos de política que puedan tratar de reducir las desigualdades y preservar mejor la estabilidad de la distribución del ingreso que no se dejan a la discreción de las autoridades monetarias. Pero, ¿existen mecanismos automáticos disponibles para su consideración?

Una de esas alternativas es buscar lo que a veces se ha denominado una regla de operación de la tasa de interés “estacionado” (Rochon y Setterfield 2007, 2008). Esto implicaría establecer una política

monetaria en piloto automático y dejar todo el trabajo de lograr el pleno empleo y la estabilidad de precios a la política fiscal e incluso a políticas de ingresos basadas en el mercado laboral del tipo, una vez popular durante la década de 1960, que había sido defendida por economistas postkeynesianos. Esto significaría un abandono completo de la política monetaria discrecional para la estabilización económica (como hemos visto con el dominio de la política de metas de inflación tipo Wickselianas) y la adopción de una regla específica de operación automática de tasas de interés. Entre los economistas heterodoxos ha habido varias propuestas de “política de estacionamiento”, de las cuales al menos dos se centran directamente en la preocupación por la distribución del ingreso.

Una regla de Smithin, basada en su interpretación de lo que sucedió a principios de la década de 1970 con tasas de interés reales negativas que condujeron posteriormente a lo que él describió como la “venganza de los rentistas”; John Smithin ha argumentado que los bancos centrales deberían buscar una regla simple de operación de la tasa de interés *real* y "estacionar" la tasa de interés del banco central en ese nivel constante deseado. Esto dejaría la política de estabilización macroeconómica principalmente sobre los hombros de las autoridades fiscales. Smithin (1996, p. 86), ha declarado que el objetivo del banco central debería ser estabilizar las tasas de interés reales después de impuestos a niveles bajos pero aún positivos (por ejemplo, entre 1 o 2%). Aunque no siempre es muy claro, ha argumentado que esto no sería una ruptura importante de la política existente, ya que las tasas de interés nominales aumentarían *pari passu* con la tasa de inflación, pero se estabilizarían a un nivel muy bajo sin margen para una política de tasa de interés real discrecional. El debate sobre cuán baja debería ser esta tasa de interés real ha dado lugar a algunas diferencias con, por ejemplo, Aspromourgos (2011), argumentando también a favor de la regla de Smithin de una tasa real baja pero positiva, pero inferior al rango recomendado por

Smithin. Aspromourgos (2011, p. 642) menciona en cambio un rango de 0.25 a 0.50%. Como se ha argumentado (Lavoie y Seccareccia 2020), uno de los problemas con la regla Smithin, interpretada como una tasa de interés real baja pero aún positiva, es que no hay nada que nos diga qué tan cerca o lejos debería estar de cero la tasa real, sería dar una disminución a largo plazo en la participación del ingreso del rentista. Por ejemplo, ¿qué tan baja debería ser esta tasa de interés de Smithin para el crecimiento de la productividad laboral a largo plazo en una economía?

Una segunda opción de “estacionamiento” se relaciona con mi propio trabajo en colaboración con Marc Lavoie que se inspiró originalmente en la regla de tasa de interés “justa” de Pasinetti, que mantendría una neutralidad distributiva entre los ingresos rentistas y no rentistas a lo largo del tiempo. La idea es que los bancos centrales deberían establecer tasas de interés que tratarían de mantener la estabilidad de los rentistas frente a las participaciones de renta nacional de los no rentistas. Sin embargo, a lo largo de los años, hemos interpretado la regla Pasinetti de dos maneras diferentes: 1) donde la tasa de interés real debería ser igual al crecimiento de la productividad (Seccareccia 2019, y Seccareccia y Lavoie 2016), o 2) donde la tasa nominal debería ser para igualar la tasa de crecimiento de los salarios nominales (Lavoie y Seccareccia 2020). Estas diferentes reglas simplemente establecen abiertamente un principio normativo de neutralidad en la distribución del ingreso: no se debe exigir a un agente económico que pida prestado el equivalente monetario de una hora de tiempo de trabajo que pague más que el equivalente a una hora de tiempo de trabajo un año después. Esto establecería un principio de que el costo intertemporal de los préstamos debería ser cero en términos del tiempo de trabajo que esos fondos corresponderían, o, simplemente, sería una regla de tasa de interés cero en tiempo de trabajo tanto para el prestatario como para el prestamista. La regla Pasinetti ofrece un ejemplo de una solución de “estacionar” (o piloto automático) para guiar la política de tasas de interés que se

regiría por consideraciones económicas y normativas de justicia económica para que las autoridades de política pública puedan centrarse en cuál es la herramienta más importante disponible para lograr el pleno empleo y la estabilización macroeconómica a través de una política fiscal más activa.

Actualmente estamos en una coyuntura histórica: los responsables de la política macroeconómica y los bancos centrales, en particular, pueden abandonar el marco actual de política monetaria de Wicksell que está obsesionado con luchar contra la inflación, independientemente de sus daños colaterales en la sociedad. En cambio, estas autoridades pueden volver a un mandato de objetivos múltiples más equilibrado en el que el crecimiento del empleo y la distribución del ingreso ocupan un lugar central en sus decisiones. Sin estos cambios institucionales, las economías capitalistas modernas se verán afectadas y seguirán afectadas por problemas persistentes de profunda incertidumbre y estancamiento secular.

Referencias

- Aspromourgos, Tony (2011) “Can (and Should) Monetary Policy Pursue a Zero Real Interest Rate, Permanently?”, *Metroeconomica*, Vol. 62, no. 4, pp. 635-655.
- Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2019), “Secular Stagnation, Low Growth, and Financial Instability.” *International Journal of Political Economy*, Vol. 48, no. 1 (Spring): 21-40.
- Davies, Paul J., and Sam Goldfarb (2019), “Fed Injects More into Money Markets after Banks Bid Heavily for Funds: Short-term Funding Spike Raises Hopes for Future Fed Cuts”, *Wall Street Journal* (September 18); <https://www.wsj.com/articles/short-term-funding-spike-raises-hopes-for-fed-cuts-11568807648>
- Delamaide, Darrell (2019), “Powell Parries Inflation Questions, Fed Chair Dispels Notion of Possible Rate Cut.” *Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF) Analysis*, (May);

- https://www.omfif.org/analysis/commentary/2019/may/powell-parries-inflation-questions/#utm_source=omfifupdate .
- Fischer, Andreas (1995), “New Zealand’s Experience with Inflation Targets”, *Inflation Targets*, ed. by L. Leiderman and L.E.O. Svensson, London: Centre for Economic Policy Research, pp. 32-52.
 - Galbraith, James K. (2011), “Policies for Today’s World”, *Boston Review*, (January/February); <https://bostonreview.net/archives/BR36.1/galbraith.php>
 - Imbert, Fred (2020), “Trump Says He ‘Could Get Used to’ Negative Interest Rates as He Knocks the Fed: ‘Love that’”, *CNBC News* (January 22); <https://www.cnbc.com/2020/01/21/davos-2020-trump-says-he-could-get-used-to-negative-interest-rates-love-that.html>
 - Lachs Ginsburg, Helen (2012), “Historical Amnesia: The Humphrey-Hawkins Act, Full Employment and Employment as a Right”, *Review of Black Political Economy*, Vol. 39, no. 1 (March), pp. 121-36.
 - Lavoie, Marc, and Mario Seccareccia (2012), “Monetary Policy in a Period of Financial Chaos: The Political Economy of the Bank of Canada in Extraordinary Times “, *Monetary Policy and Central Banking: New Directions in Post Keynesian Theory*, ed. by L.-P. Rochon and S.Y. Olawoye, Cheltenham, U.K.: Edward Elgar, pp. 166-89.
 - Lavoie, Marc, and Mario Seccareccia (2020), “Macroeconomics and Natural Rates: Some Reflections on Pasinetti’s Fair Rate of Interest”, *Bulletin of Political Economy*, Vol. 14 (forthcoming).
 - Macklem, Tiff (2014), “Flexible Inflation Targeting and ‘Good’ and ‘Bad’ Disinflation.” Bank of Canada (February 7); <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2014/02/remarks-070214.pdf> .
 - Rochon, Louis-Philippe, and Mark Setterfield (2007), “Interest Rates, Income Distribution, and Monetary Policy Dominance: Post Keynesians and the ‘Fair Rate’ of Interest”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 30, no. 1, pp. 13-42.
 - Rochon, Louis-Philippe, and Mark Setterfield (2008), “The Political Economy of Interest Rate Setting, Inflation, and Income Distribution”, *International Journal of Political Economy*, Vol. 37, no. 2 (Summer), pp. 5-25.
 - Rowe, Nicholas (2010), “Money, Central Banks, and Monetary Policy: The Path to Inflation Targeting”, *Introducing Macroeconomic Analysis: Issues, Questions, and Competing Views*, ed. by H.

- Bougrine and M. Seccareccia, Toronto: Emond Montgomery Publications Ltd., pp. 179-87.
- Seccareccia, M. (1998), “Wicksellian Norm, Central Bank Real Interest Rate Targeting and Macroeconomic Performance”, *The Political Economy of Central Banking*, ed. by P. Arestis and M. Sawyer, Cheltenham, UK: Edward Elgar, pp. 180–198.
 - Seccareccia, Mario (2012), “Understanding Fiscal Policy and the New Fiscalism: A Canadian Perspective”, *International Journal of Political Economy*, Vol. 41, no. 2 (Summer), pp. 61-81.
 - Seccareccia, Mario (2019), “From the Age of Rentier Tranquility to the New Age of Deep Uncertainty: The Metamorphosis of Central Bank Policy in Modern Financialized Economies”, *Journal of Economic Issues*, Vol. 53, no. 2 (June), pp. 478-87.
 - Seccareccia, Mario, and Najib Kahn (2019), “The Illusion of Inflation Targeting: Have Central Banks Figured Out What They Are Actually Doing Since the Global Financial Crisis? An Alternative to the Mainstream Perspective”, *International Journal of Political Economy*, Vol. 48, no. 4 (Winter), pp. 364-80.
 - Seccareccia, Mario, and Marc Lavoie (2010), “Inflation Targeting in Canada: Myth versus Reality”, *Macroeconomics, Finance and Money: Essays in Honour of Philip Arestis*, ed. by G. Fontana, J. McCombie, and M. Sawyer, London: Palgrave Macmillan, pp. 35-53.
 - Seccareccia, Mario, Marc Lavoie (2016), “Income Distribution, Rentiers, and their Role in the Capitalist Economy: A Keynes-Pasinetti Perspective”, *International Journal of Political Economy*, Vol. 45, no. 3 (Fall), pp. 200-223.
 - Seccareccia, Mario, and Marc Lavoie (2019) “Central Banks, Secular Stagnation, and Loanable Funds: A Comment on Summers and Stansbury”, Institute for New Economic Thinking Blog, (September 3); <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/central-banks-secular-stagnation-and-loanable-funds>
 - Smithin, John (1996), *Macroeconomic Policy and the Future of Capitalism: The Revenge of the Rentiers and the Threat to Prosperity*, Cheltenham: Edward Elgar.
 - Smithin, John (2007) “A Real Interest Rate Rule for Monetary Policy?”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 30, no. 1, pp. 101-118.

- Speranza, Luigi (2019), *Global Monetary Policy: Shifting Sands for Central Banks*, Markets 360, Strategy and Economics, London: BNP Paribas (October 7).
- Summers, Lawrence H., and Anna Stansbury (2019), “Whither Central Banking?”, Project Syndicate, (August 23), <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-bankers-in-jackson-hole-should-admit-impotence-by-lawrence-h-summers-and-anna-stansbury-2-2019-08>
- Svensson, Lars E.O. (2008), "Inflation Targeting", *The New Palgrave Dictionary of Economics*, (Second Edition) ed. by S.N. Durlauf and L.E. Blume. London: Palgrave Macmillan.
- Svensson, Lars E.O. (2009), “Flexible Inflation Targeting – Lessons from the Financial Crisis.” *BIS Review*, No. 112 (September): 1-9; <https://www.bis.org/review/r090923d.pdf>
- Wilkins, Carolyn A. (2018), “Choosing the Best Monetary Policy Framework for Canada.” Remarks by Carolyn A. Wilkins, Senior Deputy Governor of the Bank of Canada, at the McGill University Max Bell School of Public Policy (November 20): <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2018/11/remarks-201118.pdf>

Recibido 15 diciembre 2019

Aceptado 15 enero 2020