

# La política monetaria del dinero endógeno. Vino nuevo en odres viejos.

Oscar de Juan\*

Universidad de Castilla-La Mancha

## Resumen

Un nuevo paradigma en política económica (enfocado al “control directo de la inflación”) se ha impuesto entre académicos y autoridades monetarias. Parafraseando una parábola evangélica podríamos caracterizarlo como “vino nuevo en odres viejos”. La síntesis neoclásica, pertrechada con algunas ideas de la escuela de expectativas racionales, suministraría los “odres”. El “nuevo vino” se refiere a la *naturaleza endógena del dinero*. ¿Serán estos viejos odres suficientemente elásticos como para hacerse al nuevo vino?. En este artículo pretendemos explorar el significado y consecuencias del dinero endógeno para la política monetaria, tanto cuando está orientada a controlar la inflación como a impulsar el crecimiento. Lo haremos contrastando el nuevo paradigma monetario con el postkeynesiano que ha venido refiriéndose al carácter endógeno durante más de cuarenta años.

**Palabras clave:** Postkeynesianismo, dinero endógeno, crecimiento, inflación, expectativas.

**Clasificación JEL:** E 52

## Abstract

A new paradigm in economic policy (the so called “inflation targeted”) has gained the support of most academics and practitioners. Using a gospel parable, it can be characterized as “new wine into old wineskins”. The “old wineskins” are the neoclassical synthesis strengthened by some ideas of the rational expectation school. The “new wine” refers to the *endogenous nature of money*. Will the “old wineskins” be elastic enough to accommodate the new wine?. In this paper we are going to explore the significance and consequences of endogenous money for monetary policy, either when it is aimed at curbing inflation or at driving output growth. We shall contrast the new monetary paradigm with the postKeynesian one, which has been talking about endogenous money for more than forty years.

**Key words:** Postkeynesianism, endogenous money, growth, inflation. expectations.

**JEL classification:** E 52

\* El artículo fue escrito durante una estancia de investigación en la Universidad de Cambridge (Cambridge Centre for Economic and Public Policy). El autor agradece (sin implicarles en los resultados) las observaciones realizadas por Phillip Arestis, John McCombie y Charles Goodhart. Cambridge, marzo 2004.



## **1.- Introducción:**

### ***¿Dos paradigmas teóricos con una misma política económica?***

¡Por fin llegó el consenso! ¡Por fin podemos hablar de un nuevo consenso macroeconómico y de una política monetaria del consenso!. El nuevo paradigma se conoce también como “inflation targeting”, u “objetivo directo de inflación”. El objetivo de la política monetaria ha pasado a ser único: mantener la inflación a unas tasas relativamente bajas, previamente anunciadas. El instrumento también se ha simplificado al máximo: la manipulación del tipo de interés básico o interés de intervención al que el Banco Central (BC) suministra reservas líquidas a la banca comercial. Para que esta política sea efectiva se requiere que el BC tenga credibilidad y ello se consigue procurando su independencia política, plena transparencia y plena responsabilidad. Se requiere además que la autoridad monetaria esté sometida a unas reglas estrictas de comportamiento. La más conocida de todas es la regla de Taylor que recomienda al BC elevar el tipo básico cuando la inflación actual rebasa el objetivo previsto o cuando aparece una “brecha de output” capaz de generar tensiones inflacionistas en un futuro cercano.

La política monetaria del consenso (PMC) se estrenó a inicios de los noventa en varios países de la Commonwealth británica: Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido, y Australia. Por su simplicidad y éxitos iniciales ganó pronto la aceptación de otros países. España la adoptó en el año 1995 coincidiendo con la ley que concede plena autonomía a España. Hoy día son más de cuarenta países cuyos bancos centrales dicen perseguir un “objetivo directo de inflación”. Entre ellos se podría incluir a la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y al Banco Central Europeo (BCE), aunque ellos mismos no se den tal denominación. Prueba de ello es que la popularidad de la regla de Taylor se debió a la precisión con la que reflejaba el comportamiento de la Fed. El BCE se separa de la regla pues persigue una inflación baja (entre el 0 y el 2%), y no una tasa concreta. De todas maneras, la autoridad monetaria europea ha admitido recientemente (conferencia de prensa del 8 mayo 2004)

su deseo de acercarse a la tasa del 2% a fin de preferir tanto la inflación como la deflación.

El consenso del que hablamos se ha producido a todos los niveles. Consenso territorial, en la medida que participan países de todas las latitudes, dimensiones y nivel de desarrollo. Consenso entre los economistas académicos y los agentes responsables de la política económica. Consenso entre diferentes corrientes teóricas.<sup>1</sup> La PMC descansa en la síntesis neoclásica-keynesiana que empezó con el modelo IS-LM (equilibrio en el sector real y monetario) para acabar en el modelo OA-DA (equilibrio oferta agregada – demanda agregada). El consenso se concreta en dos ideas. (1) A corto plazo dan la razón a Keynes: las oscilaciones de la demanda afectan al output y a los precios (y pueden ser corregidas por la política monetaria). (2) A largo plazo, sin embargo, la razón está de parte de la genuina tradición neoclásica (modelo de equilibrio general de Walras con las aportaciones monetaristas de Friedman). Concluyen que la economía acabará creciendo a la tasa natural de empleo (o paro) que no puede ser afectada por la política monetaria (a largo plazo el dinero es neutral)<sup>2</sup>. La aportación de la nueva economía clásica o escuela de expectativas racionales también es crucial. De ellos proviene la idea de que la inflación puede reducirse rápidamente y sin coste alguno (en términos de desempleo) si las autoridades monetarias gozan de la credibilidad adecuada<sup>3</sup>.

Lo sorprendente del caso es que las nuevas ideas de la PMC, eran antiguas ideas postkeynesianas, críticos acérrimos del modelo IS-LM y del monetarismo. Ya el Informe Radcliffe (1959) advirtió acerca de la imposibilidad de controlar los agregados monetarios y se recomendó al Banco de Inglaterra que centrara la atención en los tipos de interés. Kaldor, uno de los artífices del Informe, vislumbró que la raíz de los problemas estaba en el carácter endógeno del dinero (Kaldor, 1970). Desde la escuela franco-italiana del “circuito” se había venido insistiendo en ideas

1) Para una visión de conjunto sobre la práctica y fundamentos teóricos de la nueva política económica véase Loayza & Soto, 2002.

2) Hablaremos indistintamente de la “tasa natural de paro” y de la “NAIRU” (non accelerating inflation rate of unemployment”). En realidad existen diferencias significativas. La “tasa natural de paro” es un concepto monetarista que considera todo el desempleo como “voluntario”. La NAIRU es un concepto nekeynesiano que admite el carácter involuntario del desempleo.

3) Entre los trabajos que más han contribuido a fijar los fundamentos al nuevo paradigma de política monetaria citaremos los siguientes: Kydland y Prescott (1977), Barro y Gordon (1983), Taylor (1993), Bernanke y Mishkin (1997), Clarida, Galí y Gertler (1999) y Svensson (1999).

similares <sup>4</sup>. Las bases de la economía postkeynesiana podrían resumirse en tres puntos.

(1) *Inestabilidad y estancamiento de la producción y el empleo.* El capitalismo es un *sistema limitado por el lado de la demanda*. A tenor del *principio de la demanda efectiva* introducido en los años treinta por Keynes y Kalecki (Keynes, 1936; y Kalecki, 1943), el nivel de producción de equilibrio en un momento dado no depende de la capacidad productiva existente ni de la población activa disponible, sino que se ajusta a la demanda esperada. Será, concretando más, un múltiplo de nivel de la demanda autónoma esperada para el período analizado. Generalizando y dinamizando dicho principio, podemos concluir que la tasa de crecimiento de la economía dependerá de la tasa de crecimiento de la demanda autónoma. Si la demanda autónoma es realmente tal, no podemos esperar que crezca a la tasa potencial. En sistemas limitados por el lado de la demanda (como caracteriza Kornai (1979) al capitalismo, la tendencia será a crecer por debajo de la plena capacidad y muy por debajo del pleno empleo. Sus altibajos serán amplificados por los mecanismos del multiplicador y el acelerador generando ciclos.

(2) *Inflación.* El nivel general de precios en un momento dado y su evolución a lo largo del tiempo (esto es, la tasa de inflación) se explican, fundamentalmente, por las presiones en los costes. Las empresas fijan sus precios cargando un margen de beneficio a los costes primarios. Entre ellos se incluye el coste laboral unitario y el coste de las materias primas importadas (uno de cuyos elementos es el tipo de cambio)<sup>5</sup>. El margen de beneficio que cargan las empresas ha de ser suficiente para ganar la tasa de beneficio general (en proporción al capital fijo invertido). En principio, este margen subirá cuando aumenta el poder monopolista de las empresas de una rama y cuando se supera cierto umbral de capacidad productiva. La forma de fijación de precios hace que la inflación sea otra de las tendencias endémicas del sistema.

4) Minsky (1974) es otra de las primeras contribuciones postkeynesianas donde se enfatiza la fragilidad financiera del capitalismo. De todas maneras, habremos de esperar a finales de los ochenta para encontrar las obras donde la naturaleza endógena del dinero aparece como idea vertebradora de toda la teoría y política monetaria. Las más completas son las de Moore, 1988; Wray, 1990 y Lavoie, 1992. Desde una posición diferente pero compatible con la postkeynesiana, la escuela franco-italiana del "circuito" ha desarrollado la idea del dinero endógeno. Véanse las contribuciones de Cartelier, Graziani, Parguez y Schmitt en el libro editado por Deleplace y Nell (1996). Las implicaciones para la política monetaria derivadas del carácter endógeno del dinero han sido exploradas en un número monográfico del *Journal of Post Keynesian Economics* (2002) y por Arestis y Sawyer (2004).

5) Las compras intermedias de bienes producidos dentro del país pueden integrarse en el coste laboral unitario a modo de "trabajo indirecto". Esto no puede hacerse con las materias importadas.

(3) *Dinero endógeno y fragilidad financiera*. Mientras que en la PMC el dinero aparece como un mero *residuo*, los postkeynesianos se han preocupado de dar una explicación profunda y detallada del significado del *dinero endógeno*. El dinero es “credit driven and demand determined”; los depósitos (o dinero bancario) evolucionan paralelos al crédito indispensable para mover un sistema productivo con inevitables desfases temporales. En un sistema de reservas fraccionadas, como el actual, el BC acomoda la base monetaria (o dinero legal) a los requerimientos de los bancos. De no hacerlo pueden generarse tensiones en los mercados financieros que afectarán negativamente a la inversión y, por tanto, al ritmo de crecimiento. En este sentido se dice que el dinero es “no neutral”, que tiene efectos duraderos sobre la economía real. La endogeneidad del crédito y del dinero es una de las causas de la fragilidad financiera cuyos efectos sobre la economía real también pueden ser significativos.

Volvamos a la política monetaria del consenso. Utilizando una parábola evangélica podemos caracterizarla como “vino nuevo en odres viejos”. Los “odres viejos” se refieren al modelo macroeconómico de la síntesis neoclásica, pertrechado con algunas ideas de la escuela de expectativas racionales. El vino nuevo sería la endogeneidad del dinero que, como acabamos de ver, tampoco puede presumir de ser una idea novedosa en la historia del pensamiento económico. El problema es si estos odres serán lo suficientemente elásticos como para hacerse con el nuevo vino. La advertencia evangélica es clara:

“Nadie remienda con paño nuevo un vestido viejo, pues el remiendo nuevo tiraría de lo viejo y el rasgón se haría mayor. Ni echa vino nuevo en odres viejos, pues el vino reventaría los odres y se perderían ambos. El vino nuevo se echa en odres nuevos” (Marcos, 2, 22).

En este artículo pretendemos explorar el significado de la endogeneidad del dinero y sus implicaciones para la política monetaria. La lista de “implicaciones” aparece resumida en las conclusiones. El texto principal se estructura en dos grandes secciones (con varios apartados) donde se analizan las posibilidades de la política monetaria para doblegar la inflación e impulsar el crecimiento. A lo largo de la exposición se mantiene un diálogo entre el nuevo consenso macroeconómico y la vieja tradición

postkeynesiana. Comprobaremos que ambas tienen lecciones que enseñar y que aprender.

## **2.- Estabilidad de precios ¿Puede la política monetaria doblegar la inflación?**

No hace falta convencer a nadie de que la autoridad monetaria debe preocuparse por mantener la capacidad adquisitiva del dinero. ¡Ningún padre puede desentenderse de las criaturas que trae al mundo!. Las diferencias de opiniones aparecerán en la fijación del umbral a partir del cual la inflación pasa a considerarse peligrosa o en la forma de dirimir los conflictos de objetivos que pueden surgir (el dilema “inflación – crecimiento económico” presente en la curva de Phillips). Dejando de lado concordancias y discrepancias, la cuestión clave es si es posible doblegar la inflación con los medios convencionales de la política monetaria. Analizaremos tres: control de los agregados monetarios, manipulación de la demanda agregada a través del tipo de interés y el “efecto anuncio” de un objetivo de inflación.

### **2.1.- Dinero e inflación. La futilidad del control de los agregados monetarios y la necesidad de controlar la liquidez y solvencia del sistema financiero.**

Los monetaristas lo tienen (o lo tenían) muy claro. “La inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario”, afirmó categóricamente Milton Friedman (1970). La causa de la inflación estribaría en el crecimiento excesivo de la oferta monetaria y el remedio consistiría en frenar su crecimiento. Para explicar su teoría, Friedman expuso el conocido ejemplo del helicóptero. Si el gobernador de la Reserva Federal estadounidense empieza a imprimir dólares y lanzarlos desde un helicóptero, las personas que los recojan tendrán un exceso de liquidez que lo gastarán en todo tipo de bienes y servicios, de activos reales y financieros, provocando una elevación generalizada de los precios. No creo que ningún economista (postkeynesianos incluidos) pudiera rebatir en

sus propios términos esta idea, pero ... ¿se ha visto alguna vez algo parecido?. Para encontrar algún caso asimilable habríamos de acercarnos a países en vías de desarrollo donde gobiernos en bancarota imprimen dinero para pagar los intereses de la deuda, las pensiones o los sueldos de los funcionarios. A partir de un momento el público pierde la confianza en ese tipo de dinero fácil y su poder adquisitivo se desploma. No es de extrañar que los economistas neoclásicos hayan basado sus estudios empíricos en episodios de hiperinflación de los países en vías de desarrollo. Pero ni siquiera en ese caso son capaces de encontrar el incremento proporcional que predice el monetarismo. En un primer momento la creación de dinero se acelera sin que la inflación aumente proporcionalmente; al final del proceso la inflación se dispara por más que se modere la creación de dinero (Arce, 2002).

En el nuevo paradigma de política monetaria se ha perdido el fervor por el control de los agregados monetarios. Eliminarlo completamente del análisis costará tiempo. De una u otra manera se continúa repitiendo que a largo plazo la inflación es un fenómeno monetario y que los agregados monetarios contienen información sobre inflación futura. Esto es particularmente claro en el Tratado de Maastrich que diseña las competencias y modus operandi del BCE. El control de los agregados monetarios figura como "primer pilar" de la política monetaria europea (el crecimiento anual de M3 se ha fijado en el 4,5%). La inclusión de esta cláusula se explica por la insistencia del Bundesbank. Éste había practicado durante muchos años la política monetarista y podía mostrar en Alemania un registro histórico inmaculado, en lo que al control de la inflación se refiere. Pero por poco que se repasen los hechos, se comprenderá que el éxito de la política antiinflacionista alemana radica en otro lugar. Los objetivos monetarios dejaron de conseguirse en más de la mitad de los años, sin que ello influyera para nada en el comportamiento de los precios.

Una vez que se entiende el carácter endógeno del dinero resulta evidente que es éste quien se adapta al crecimiento del PIB nominal (producción y precios), y no a la inversa. En los episodios de inflación siempre podrá apreciarse una fuerte correlación entre aumento de la cantidad de dinero y de los precios, pero el orden de causalidad es el inverso del concebido por los monetaristas.

Queda, sin embargo, una pregunta por contestar. La facilidad de expansión del dinero-crédito, ¿no puede llevar a un exceso de emisión con los consiguientes peligros de inflación e inestabilidad financiera?. La pregunta estuvo en primera línea del debate público en la década de 1820, cuando el Banco de Inglaterra empezaba a emitir dinero-papel sin respaldo en oro. La posición dominante (la *currency school* en la que se afiliaban autores tan importantes como David Ricardo) señalaron que la única manera de evitar una expansión crediticia inflacionista era evitar la creación de dinero por los bancos (fijar un coeficiente de reservas bancarias del cien por cien). Thomas Tooke lideró la posición contraria (*banking school*) introduciendo por primera vez la idea de que el dinero es endógeno (Tooke, 1826). La historia le ha dado la razón. Tras casi dos siglos de experiencia podemos afirmar hoy que el secreto para mantener “escaso” y “valioso” el dinero-papel y el dinero-crédito ha estado en el “autocontrol” ejercido a todos los niveles. Las empresas y familias conocen el coste y los riesgos que conlleva el pedir prestado dinero y restringen voluntariamente sus solicitudes. Los bancos se percataron pronto de los riesgos de insolvencia de los prestatarios y del riesgo sistémico generado en las recesiones económicas donde se producen quiebras en cadena. Aunque el negocio bancario consiste en prestar dinero, y aunque apenas existen límites para ese fin, los bancos comerciales restringen el crédito voluntariamente.

Por su parte los bancos centrales se han tomado con sumo cuidado la supervisión de la liquidez y la solvencia del sistema bancario. No podía ser de otra manera, pues de ello depende la viabilidad del sistema financiero. El carácter endógeno del dinero no dispensa a los bancos centrales de revisar, día a día, las necesidades de liquidez acomodando las demandas que llegan por unos canales y compensando la liquidez que entra de forma autónoma por otros (digamos, por las exportaciones e inversiones financieras extranjeras). Otra función no menos importante es la de regular y supervisar la solvencia del sistema bancario. En un mundo donde el coeficiente de liquidez (reservas bancarias / depósitos) ha caído a niveles muy bajos, la verdadera restricción para los bancos radica en el coeficiente de capital (capital propio / créditos, ponderados en función de su riesgo).

## **2.2.- Tensiones de demanda y presiones de costes. ¿Pueden doblarse aumentando el tipo de interés de intervención?**

En el nuevo consenso de política monetaria el objetivo del BC es único: (mantener la inflación en la tasa deseada). Otro tanto cabe decir del instrumento: elevar el tipo de interés de intervención cuando los indicadores de inflación señalan que estamos sobrepasando el umbral autorizado, o cuando se aprecia una brecha de output que hace presagiar tensiones inflacionistas de demanda en un futuro cercano. Desde el punto de vista postkeynesiano la confianza en este instrumento es mucho menor. Para aclarar las cosas habría que empezar distinguiendo dos tipos de inflación. Aunque ambas acaban reflejándose en un aumento de costes y precios el origen de las presiones es diverso.

(1) *Las inflaciones por presiones directas en los costes* implican un conflicto distributivo directo en el reparto del valor añadido. Pensemos una situación como la vivida en los años setenta. Los países productores de petróleo se organizaron para restringir la oferta de petróleo y consiguieron, por dos veces consecutivas, cuadruplicar los precios de petróleo. A pesar de la recesión económica y el desempleo generado, los sindicatos españoles persiguieron y consiguieron incrementos del salario nominal superiores al de la productividad, que fueron rápidamente trasladados a los precios. El resultado fue una espiral precios salarios que llegó al 27% en el mes de junio de 1977. O pensemos en las posibilidades de inflación sectorial documentadas por Baumol (1966). En los "sectores innovadores" los trabajadores consiguen incrementos salariales en línea con las mejoras en la productividad laboral, por lo que no hay que temer brotes inflacionistas. Los sindicatos, sin embargo, tratarán de extender tales incrementos salariales a los trabajadores de los restantes sectores, incluidos aquellos donde las ganancias de productividad son difíciles de obtener. El resultado no puede ser otro que una inflación de costes. La PMC no puede enfrentarse a una inflación de costes propiamente dicha. Elevar los tipos de interés en situaciones de "estanflación" sería peligroso, provocaría una asfixia financiera de empresas cuya viabilidad requiere de la renovación de créditos. El desempleo pasaría a ser masivo. La única esperanza para la PMC es confiar que en el medio plazo los shocks de oferta se cancelen mutuamente.

(2) La inflación por tensiones de demanda implica un intento de crecer por encima de las posibilidades del sistema (la tasa potencial o tasa garantizada, como la denominó Harrod). En esa etapa alcista del ciclo al disminuir el desempleo queda fortalecida la posición de los sindicatos para solicitar incrementos del salario nominal superiores al de la productividad. Si el margen de beneficio se mantiene uniforme subirán los precios. Es posible que este margen también aumente pues la sobreutilización de la capacidad productiva indica un exceso de demanda y da pie para elevar los precios sin riesgo a perder clientela. En estas circunstancias, ¿basta una elevación del tipo básico fijado por el BC para frenar la inflación?. La respuesta depende de la elasticidad de la demanda agregada a los tipos de interés. Los estudios empíricos concluyen que es más bien baja. El efecto solo sería apreciable en la inversión privada, lo cual no deja de ser preocupante. A menor inversión, menor capacidad de crecimiento económico y mayores posibilidades de que en el futuro cualquier tensión de demanda se traslade a los precios. Arestis-Sawyer (2004, cap. 4) resume la evidencia empírica en las siguientes cifras:

“the effects of interest rate changes on the rate of inflation are rather modest. A one percentage point change in interest rates is predicted to lead to a cumulative fall in the price level of 0,42 per cent in one case and 0,76 per cent in the other, after five years. The rate of inflation declines by a maximum of 0,21 percentage points”.

La “Paradoja de Gibson” pone el dedo en la llaga al llamar la atención de la coincidencia de etapas de inflación con etapas de altos tipos de interés (Rochón y Vernengo, 2001, Introducción). Nadie debiera extraer conclusiones teóricas de este tipo de coincidencias. Pero sí invitan a formular hipótesis sobre una posible relación positiva entre tipos de interés y precios, en determinadas circunstancias. Fontana y Palacio-Vera (2002), sugieren que los intereses son costes y los empresarios pueden trasladarlos a los precios como trasladan los incrementos salariales. La asimilación no es del todo apropiada pues los salarios afectan por igual a todas las empresas de una rama, mientras que la carga de intereses suele ser muy diferente dependiendo del sistema de financiación seguido. Sí sería adecuada, empero, en ramas fuertemente oligoplizadas. Otra posibilidad es que los trabajadores soliciten incrementos salariales

cuando aprecien que los intereses que han de pagar por la vivienda han crecido significativamente. En el estudio empírico sobre deuda pública, tipos de interés e inflación, Bell (2004) concluye que en los países donde el Estado se encuentra muy endeudado (donde, el cociente "deuda pública / PIB", supera el 60%) se aprecia una relación positiva entre tipos de interés e inflación. Al parecer las mayores rentas de propiedad provenientes del gobierno inciden en consumo privado y en los precios.

La conclusión de esta sección es claramente pesimista. La nueva política monetaria centrada en el control del tipo básico de interés puede hacer bien poco para frenar los brotes inflacionistas, máxime si provienen del lado de los costes. Por supuesto, este jarro de agua fría no va a apagar el gran entusiasmo de los artífices de la PMC. Nunca la tasa de inflación había estado tan baja y controlada como en la década en que se lleva practicando la nueva política monetaria. La pregunta que habría que hacer es: ¿estos brillantes resultados se deben a la eficacia en el control del tipo de interés o son, más bien el resultado de una década caracterizada por una estabilidad excepcional?. Parece prematuro juzgar la PMC por unos resultados de paternidad incierta. La prueba de fuego llegará cuando se acumulen tensiones similares a las registradas en la década de los setenta. Martín y Rowthorn, en un estudio citado por *The Economist* (2004), atribuyen a la PMC parte del éxito. Es posible, dicen, que la década haya sido más estable porque la nueva política monetaria ha contribuido a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos. En el mismo sentido se pronuncian Castelnuovo, Altimari y Rodríguez-Palenzuela (2003): la PMC ha conseguido anclar las expectativas de inflación en los quince países que analizan. El tema merece una mayor atención y le dedicaremos la siguiente sección.

### **2.3.- Elemento psicológico en la inflación. Eficacia del "efecto anuncio".**

En el nuevo paradigma de política monetaria conocido también como *inflation targeting*, el primer paso consiste en *anunciar un objetivo de inflación*, que suele cifrarse en tasas del 2 ó 2,5%. Este anuncio actúa como un *ancla nominal* que limita la discrecionalidad del BC y el peligro de que se instrumente para conseguir logros electoralistas a corto plazo (digamos aumento del

empleo), en detrimento de la eficiencia económica a largo plazo (asociada a una aceleración de la inflación) <sup>6</sup>. El nuevo consenso macroeconómico parte de la existencia de una curva de Phillips vertical que marca el nivel natural de empleo de la economía. Ese nivel es compatible con diferentes tasas de inflación. Para pasar a una más baja no hace falta un gran sacrificio en términos de empleo. Basta con que el BC practique la política monetaria adecuada y goce de la credibilidad necesaria para convencer a los agentes económicos de que las medidas van a ser eficaces.

Los economistas postkeynesianos apenas se han preocupado por analizar la importancia que puede tener el “efecto anuncio”. Para ellos, el origen de la inflación está en las presiones de los costes (directas o indirectas) y sería ingenuo tratar de eliminarlas con anuncios de buenas intenciones. A nuestro entender, estos postkeynesianos ignoran el *elemento psicológico o subjetivo* que existe en todo proceso inflacionista. Este elemento es el que explica que en ausencia de tensiones en la demanda o presiones en los costes, la inflación sea positiva. En materia de inflación, como en otros muchos campos de la economía, las profecías se cumplen por el mero hecho de creer en ellas. Si los sindicatos confían que en ausencia de perturbaciones imprevisibles, la inflación se mantendrá en el 2% y solicitan incrementos salariales por ese porcentaje, el objetivo inflacionista tiene muchas posibilidades de cumplirse. Si piensan que la inflación será como mínimo la del año pasado (digamos el 10% resultante de una elevación del precio del petróleo), ese será el resultado... a no ser que se les convenza que se trató de una perturbación puntual y que es posible volver a la tasa tradicional del 2%.

Adviértase que esta estrategia antiinflacionista, basada en el efecto anuncio, es compatible con diferentes teorías económicas y estrategias de política. Posiblemente los economistas postkeynesianos la aceptarían si la asociaran con la política de rentas que, entre ellos, suele gozar de buena prensa. Es una manera simple y eficiente de conseguir lo mismo. En la *política de rentas* tradicional el gobierno sentaba en torno a la misma mesa a representantes de la patronal y de los trabajadores para convencerles de que la

6) En la literatura económica este peligro se conoce como *time inconsistency* o *dynamic inconsistency*. Como hemos avanzado, esta es una de las contribuciones de la escuela de expectativas racionales a la PMC (Kydland y Prescott, 1977; Barro y Gordon, 1983).

inflación podía moderarse sin merma del salario real y de los márgenes de beneficios. La colaboración que les pedía era que circunscribieran sus demandas “nominales” a la tasa de inflación deseada y posible. Con el anuncio de la tasa de inflación por el BC, el gobierno evita el trámite de la concertación social, trámite que ha demostrado ser útil en circunstancias excepcionales, pero conlleva excesivos costes políticos y excesiva incertidumbre, para practicarla de forma regular.

### **3.- Crecimiento estable de la producción y el empleo. ¿Hasta dónde dan de sí los tipos de interés?.**

#### **3.1.- Planteamientos desde la política monetaria del consenso.**

Como venimos diciendo, el nuevo consenso macroeconómico centra la política monetaria en un único objetivo: el control de la inflación. Detrás de esta propuesta subyace la idea de que la economía es inherentemente estable, que tiende a la senda de crecimiento de plena capacidad y pleno empleo. Las fluctuaciones de la producción y el empleo son efecto de “shocks” externos y aleatorios que es de esperar se compensen mutuamente en el medio plazo. La política monetaria no debiera utilizarse para corregir las fluctuaciones de la producción, ni menos para promover el crecimiento de forma regular. Se trataría de una empresa imposible pues el dinero, a largo plazo, es neutral. Sería, por otra parte, una medida contraproducente en la medida al crear conflictos de objetivos para la autoridad monetaria, que acabarían erosionando la credibilidad de su compromiso antiinflacionista. Las siguientes citas de Taylor y Goodhart exponen con claridad estas ideas.

“First, there is substantial theoretical support and empirical evidence demonstrating that there is no long-run trade-off between the level of inflation and the level of unused resources in the economy –whether measured by the unemployment rate, the capacity utilization rate, or the deviation of real GDP from potential

GDP. Monetary policy is thus neutral in the long run: An increase in money growth will have no long-run impact on the unemployment rate; it will only result in an increase in the inflation rate" (Taylor, 1998, pp. 29-30).

"The key result of this line of analysis is that a central bank should have a single, measurable and quantifiable primary policy objective, to wit the rate of inflation. Hence accountability and visibility are enhanced. There are not trade-offs; no discretionary judgements between competing objectives" (Goodhart, 2002/2003, p. 95).

En la práctica, esta puridad metodológica se quiebra con relativa frecuencia. Hay bancos centrales (como la Fed) que admiten abiertamente la necesidad de estimular la economía en épocas de recesión, sin importar la causa a la que obedece. El BCE y, en general, todos los comprometidos con la PMC se resistirían a intervenir en una crisis de oferta, donde la recesión suele combinarse con una inflación de costes. Por el contrario, en las típicas fluctuaciones de demanda, la regla de Taylor lleva a rebajar el tipo de interés de intervención cuando se aprecia una recesión sin tensiones inflacionistas. Lo que ningún participante de la PMC propondría es una actuación continuada para estimular el crecimiento económico.

### **3.2.- Planteamientos postkeynesianos. ¿Y si se fijara el interés de intervención lo más bajo y estable posible?**

En la versión postkeynesiana, como ya hemos indicado, el capitalismo aparece como un sistema inherentemente inestable. Ya no se trata sólo de "perturbaciones externas e incontroladas" sino de una actitud conservadora del empresario - inversor que le lleva a invertir por debajo del ahorro de plena capacidad (y muy por debajo del ahorro de pleno empleo). La economía tenderá a crecer por debajo de la tasa garantizada generando las consabidas fluctuaciones. ¿Qué puede hacer la política monetaria en estas circunstancias?. La mayoría de autores postkeynesianos defienden la combinación de políticas monetarias y fiscales agresivas, a fin de contrarrestar las fluctuaciones de la demanda a lo largo del ciclo.

La propuesta que vamos a someter a consideración del lector es algo diferente. Coincidimos con la PMC y los postkeynesianos en que el principal instrumento en manos de la autoridad monetaria es

la manipulación del tipo básico de interés. Y proponemos que el BC *mantenga el interés de intervención lo más bajo y estable posible*. En lugar de utilizar el tipo básico como un *hacha de guerra*, sugerimos que se utilice como un *ancla* que cree condiciones favorables para un crecimiento estable y eficiente, esto es, una tasa lo más cercana posible a la plena capacidad y el pleno empleo. No se trata de una propuesta novedosa. Puede decirse que es una de las conclusiones fundamentales de la *Teoría general del empleo, el interés y el dinero* (Keynes, 1936, cap. 24). Aunque los economistas keynesianos y postkeynesianos se han decantado por una actuación más discrecional sobre los tipos de interés, tampoco faltan propuestas similares a la que acabamos de formular.

“This analysis suggests a monetary policy which is rather different from that implied by the ‘new consensus’ analysis. Since the impact of interest rate manipulation is uncertain and unpredictable, as well as ineffective, this would suggest that interest rates should be kept as low as possible to avoid undesirable distributional effects” (Arestis y Sawyer, 2004, cap. 7).

Detrás de esta propuesta laten varias preocupaciones. La primera es la dificultad de controlar la demanda agregada con manipulaciones del tipo de interés. ¿Conocemos con seguridad el momento del ciclo en que nos encontramos?. ¿Llegarán a tiempo los efectos de la política monetaria?. Son preguntas antiguas que nunca han logrado una solución clara. El carácter endógeno del dinero hace todavía más inciertos los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Tampoco podemos confiar que una estrategia de intereses bajos sea un impulso fundamental para el crecimiento económico. El principal determinante de la inversión no es el tipo de interés sino las expectativas del crecimiento de la demanda y el grado actual de utilización de la capacidad productiva. El tipo de interés no influye tanto en las decisiones de inversión, como en el ritmo de ejecución de esas decisiones. Una elevación del tipo de interés sobre su nivel convencional retrasará algunos proyectos de inversión. Ese tipo de retrasos e incertidumbres son los que se evitan con una política de intereses bajos y estables. Se trata de no añadir dificultades adicionales a las ya de por sí complicadas decisiones del empresario-inversor. (De Juan, 2004).

Donde realmente tienen impacto los cambios en el tipo de

interés (y generalmente lo hacen en sentido desestabilizador) es en los mercados financieros. Hay que tener en cuenta que el tipo de interés es una variable distributiva y una tasa de descuento. Pequeñas oscilaciones en el tipo de interés generan enormes plusvalías o minusvalías en bolsa, y alimentan comportamientos especulativos. Hoy día, la principal preocupación de los operadores financieros no es otra que la de anticipar el comportamiento del Fed, del BCE, y el BC de su país, y adelantarse a la evolución previsible de los mercados. Los más optimistas han sugerido que la política de tipos de interés, lejos de desestabilizar los mercados financieros debiera servir para controlarlos. El presidente de la Fed (Alan Greenspan) les ha dado pie para ello. En 1996 llamó la atención de la “exhuberancia irracional” que mostraba la Bolsa y elevó algún punto adicional el interés de intervención. Desde mediados del año 2001 el problema era el opuesto y no dudó en rebajar los tipos de interés a niveles históricamente bajos. Goodhart (2002/2003) y McCombie (2004) han estudiado el tema enfatizando las dificultades de la operación: hay demasiados objetivos para un solo instrumento. Palley (2003) advierte que la PMC no sólo es incapaz de controlar los posibles desórdenes financieros sino que crea situaciones de *riesgo moral*. Para nosotros, todas estas dificultades nos reafirman en la propuesta original de mantener el tipo básico tan bajo y estable como sea posible.

### **3.3.- Objeciones.**

El lector habrá advertido nuestra existencia en comportamientos “posibles”. No siempre será posible ni conveniente mantener constante el tipo de intervención a unos niveles decididamente bajos. En recesiones profundas puede tener algún impacto rebajar el tipo de interés todavía un poco más. En presencia de tensiones inflacionistas asociadas a una explosión del crédito, donde está claro que los empresarios tratan (en vano) de crecer por encima de la tasa potencial, puede ser útil elevar momentáneamente el interés de intervención. La depreciación del tipo de cambio puede obligar a lo mismo. Si estas actuaciones se conciben “como excepciones que confirman la regla”, pueden cumplir su papel. A continuación analizaremos diversas objeciones que cabe hacer a la propuesta de tipos de interés bajos y estables, considerando si son excepciones válidas.

***Primera objeción: ¿no provocará movimientos arbitrarios del tipo de interés real y una asignación ineficiente de recursos?***

La objeción nos la planteó Charles Goodhart en el Congreso "New Monetary Policy" (Cambridge, Marzo 2004). Puede refutarse con tres argumentos. (1) Tampoco la PMC se preocupa por estabilizar el interés real (esto es, el que resulta de restar al interés nominal la tasa de inflación). (2) No existe un tipo de interés real que marque un equilibrio a largo plazo y tenga el atributo de eficiencia. Lo más que existe es un "interés convencional", el que ha regido en el pasado reciente y se espera que prevalezca en el futuro. (3) El interés convencional puede ser influido por la política monetaria, basta con que el BC mantenga su tipo básico un período de tiempo prolongado. Pero no hemos de esperar que el interés de mercado esté bajo el control absoluto del BC. El tipo de interés de mercado (digamos el de los créditos preferenciales a un año) lo fijan los bancos multiplicando el interés de intervención del BC por un "margen de beneficio". Este margen ha de ser lo suficientemente alto para cubrir los costes operativos y la remuneración "normal" al capital bancario. La remuneración "normal" está asociada a riesgos "normales". Si éstos aumentan es de esperar que la banca eleve el margen y los tipos. Al final de una etapa de auge cabe esperar un aumento del tipo de interés (nominal y real) por el excesivo apalancamiento de las empresas. Otra tanto ocurre al inicio de las recesiones donde los riesgos de impagos por quiebras en cadena de los prestatarios suben alarmantemente. Las expectativas de una mayor inflación elevarán también el interés aplicado por los bancos, por más que el BC mantenga el suyo constante.

***Segunda objeción: ¿no generará tensiones inflacionistas?***

La objeción fue planteada por Wicksell, ya en 1898. El economista sueco cuenta como uno de los pioneros de la teoría del dinero endógeno. En su modelo de "sistema crediticio puro" demuestra que los bancos pueden crear todo el dinero que se necesite para la producción y el comercio. El tipo de interés nominal pasa a ser un *fenómeno monetario*, susceptible de ser influenciado por una política monetaria persistente. Por el contrario, el tipo de interés real permanece ligado a la tasa de beneficio. A largo plazo, concluye, ambos han de coincidir. De no ser así se desencadenarían fuerzas centrífugas que harían inviable el sistema. Si el tipo de

interés monetario se fija por debajo de este valor de equilibrio las empresas desearían invertir muy por encima del ahorro generado por el sistema, desencadenándose un “proceso acumulativo de inflación” (lo que hoy denominamos “espiral inflacionista”).

La objeción de opinión de Wicksell puede ser rebatida en dos direcciones. La primera respuesta es que la endogeneidad del dinero es incompatible con la existencia de un tipo de interés natural, determinado por las fuerzas reales de la economía (digamos el tipo de beneficio), que marca el equilibrio a largo plazo y al que se asocian ciertas propiedades de eficiencia. La regla de Taylor, en la medida que se apoya en la idea wickselliana de una tasa natural de interés, merece la misma consideración<sup>7</sup>. La segunda respuesta es que Wicksell ignora el problema de la demanda efectiva. A Keynes le aprovechó la idea wickselliana del interés como fenómeno monetario. A Wicksell le hubiera aprovechado el principio keynesiano de la demanda efectiva. Si los empresarios tienen problemas para vender la producción actual a sus precios normales (costes de producción que incluyen el beneficio “normal”), ¿qué incentivo van a tener para aumentar la capacidad productiva?. No invertirán por más que los bancos les ofrezcan crédito a un interés nulo. Las decisiones de inversión, como ya hemos dicho, dependen del crecimiento esperado de la demanda; el tipo de interés afecta sólo al ritmo de ejecución de esas inversiones.

### **3.4.- Tercera objeción. ¿No forzaré una depreciación de la moneda?.**

Esta última objeción puede ser puesta en boca de otro gran pionero en temas monetarios, Irwing Fisher. En su libro de 1930 explica convincentemente que el tipo de interés es un fenómeno internacional. Si la movilidad internacional de capitales es alta los *tipos reales de interés* deberían igualarse entre países por lo que las diferencias entre los tipos nominales quedarán explicadas por las diferentes tasas de inflación. La hipótesis de la *paridad de intereses* no es más que una ampliación de esa idea. Las diferencias internacionales de los tipos de interés se asocian al riesgo de

7) El mensaje subyacente en la regla de Taylor es que en ausencia de brechas de output o inflación, el BC debiera fijar el tipo de intervención de manera que se igualara con la tasa natural de interés (más la tasa de inflación aceptada). La tasa natural de interés y la tasa natural de desempleo representan las fuerzas del lado de la oferta en la PMC, actúan como unas “barreras inflacionistas”.

depreciación que está positivamente relacionado con el diferencial inflacionista (si bien ahora quedan abiertas las puertas a otros factores de riesgo) <sup>8</sup>.

La verificación empírica de las diferentes versiones de paridad de intereses dista de ser concluyente. (Lavoie, 2000). Opinamos, sin embargo, que en temas de tanta complejidad, donde el orden de causalidad es difícil de precisar, no conviene cargar las tintas en los estudios econométricos forzosamente limitados. Intuitivamente la hipótesis parece razonable; se trata de una extensión de la "ley de precio" al tipo de interés sobre préstamos en dinero <sup>9</sup>. A consecuencia de ella, la autonomía de la política monetaria nacional queda restringida. La autonomía es prácticamente inexistente para pequeñas economías abiertas, a quienes no les queda más remedio que tomar como un dato el tipo de interés internacional. Para espacios amplios y relativamente autárquicos, como es el caso de la Unión Europea o los Estados Unidos, la autonomía de la política monetaria es mayor, aunque tampoco plena. Por más que los consejeros del BCE presuman públicamente de gestionar su política monetaria con independencia de la cambiaria, en la práctica no es así <sup>10</sup>. Ningún BC puede desentenderse del poder adquisitivo de su moneda que tiene una dimensión nacional (estabilidad de precios) y otra internacional (estabilidad cambiaria). Si se descuidara las circunstancias le obligarían a prestar la máxima atención. Las depreciaciones crónicas generan una desconfianza en la moneda que forzará a pagar tipos de interés más altos para obtener créditos. Implican también un riesgo inflacionista, pues las materias primas importadas (cuya elasticidad precio suele ser baja) han de pagarse más caras <sup>11</sup>.

8) Desde un punto de vista postkeynesiano, Rochón y Vernengo (2001, capítulo 12) han llamado la atención sobre el hecho de que tanto el tipo de interés como el tipo de cambio son variables distributivas de carácter "convencional". No existe un valor único de equilibrio determinado por fuerzas reales, sino que el equilibrio puede alcanzarse en diferentes niveles y una política monetaria persistente puede contribuir a forjar esas convenciones.

9) No debe ser una mera casualidad que el euro se depreciara un 30% frente al dólar en el primer año de su existencia, cuando el tipo de interés básico del BCE era inferior al aplicado por el Fed. Ni que se apreciara un 50% desde marzo 2001 a marzo 2004, período en que el interés de intervención en Norteamérica ha estado significativamente por debajo del aplicado por el BCE.

10) En la Unión Europea, la política cambiaria está encomendada al Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN).

11) Los países más grandes y más desarrollados (como los Estados Unidos y la Unión Europea) han dado prioridad a la regla de Taylor, que expresamente rechaza la consideración de los movimientos en el tipo de cambio. Los países más pequeños y más abiertos (Canadá, sobre todo) han preferido utilizar los índices de condiciones monetarias donde el tipo de cambio ocupa un lugar privilegiado.

La conclusión que podemos extraer, es que, para ser plenamente eficaz, la política monetaria de bajos intereses requiere de cierta coordinación internacional. "Consenso" sería una palabra más apropiada. Consenso sobre la conveniencia de mantener el tipo básico lo más bajo y estable posible, y libertad para que cada país analice sus "posibilidades".

## 4.- Conclusiones.

La consideración endógena del dinero es un elemento compartido por tanto por el nuevo consenso macroeconómico como por la vieja tradición postkeynesiana. ¿Es asimilable por ambos paradigmas teóricos?. ¿Es compatible con la política económica que predicán?. Al inicio de este artículo albergábamos algún temor de que tal vez se estaba echando "vino nuevo en odres viejos", con el consiguiente peligro de perder ambos. A medida que hemos ido avanzando en nuestra investigación estos temores se nos han ido confirmando. La incompatibilidad resulta manifiesta en el nuevo consenso macroeconómico, aunque también hemos apuntado algunos planteamientos postkeynesianos que convendría reformular. En esta sección resumiremos las implicaciones para la política monetaria que se derivan del carácter endógeno del dinero.

1. Si el dinero es endógeno la pretensión monetarista de control de los agregados monetarios resulta inviable, como intuyeron los postkeynesianos hace medio siglo y hoy día aceptan casi todos. El dinero es "credit driven and demand determined". El BC viene obligado a acomodar la demanda de dinero-crédito si no quiere poner en peligro la viabilidad del sistema financiero. De lo contrario se resentiría la inversión y el crecimiento del sistema. Por este motivo cabe rechazar la hipótesis monetarista de la *neutralidad del dinero*, hipótesis que continúa presente en los planteamientos a largo plazo del consenso macroeconómico. Subrayaremos también que la endogeneidad del dinero no implica la pasividad de política monetaria. El BC debe velar continuamente por la liquidez y solvencia del sistema bancario.

2. Si la cantidad de dinero se determina endógenamente, el tipo de interés aparecerá como una variable "exógena", como un "fenómeno monetario" susceptible de ser influido por el BC. El BC

fija el interés básico o de intervención, el cual influye en la posición de la parrilla de intereses vigentes en los mercados financieros. El control no es absoluto: cuando se agravan los riesgos de inflación o de impago, el interés de mercado puede elevarse por más que el BC se empeñe en mantener constante el tipo básico. Lo que resulta incompatible con la teoría del dinero endógeno es la existencia de un interés determinado por las fuerzas reales de la economía (digamos por el tipo de beneficio), un interés real que marcaría el equilibrio a largo plazo y que tendría unas propiedades de eficiencia económica. Esto es lo que hay detrás de la “tasa natural de interés” sugerida por Wicksell y recuperada en la regla de Taylor (pieza decisiva en la PMC).

3. La endogeneidad del dinero refuerza el principio de la demanda efectiva, esto es la hipótesis de que las economías capitalistas están limitadas por el lado de la demanda. Este principio explica la baja elasticidad de la demanda agregada a cambios en los tipos de interés. Las decisiones de inversión, por citar el elemento clave, dependen fundamentalmente del crecimiento esperado en la demanda. Cambios en el tipo de interés sólo influyen (y no demasiado) en el ritmo de ejecución de las decisiones de inversión. Así las cosas no cabe esperar un impacto significativo de las políticas basadas en el control de la demanda agregada a partir de la manipulación del tipo de interés. Dificilmente podrán controlarse por este procedimiento las fluctuaciones de los precios (como propone la PMC) o las fluctuaciones de la producción y empleo (como pretenden los postkeynesianos).

4. La endogeneidad del dinero descarta, salvo casos excepcionales, las inflaciones de origen monetario y facilita la explicación de la inflación por tensiones de demanda o por presiones en los costes. Manipular el tipo de interés básico para doblegar los brotes inflacionistas es poco eficiente cuando la inflación proviene de tensiones en la demanda y resulta contraproducente cuando las presiones emanan de los costes.

5. En la explicación de los procesos inflacionistas no hemos de olvidar el componente subjetivo o psicológico que se traduce en unas “expectativas de inflación”. Este componente es el que explica la existencia de tasas de inflación positivas en

ausencia de tensiones en la demanda o presiones en los costes. *El anuncio de un objetivo de inflación* puede contribuir a anclar esas expectativas inflacionistas. Es una idea clave de la PMC sugerida por la escuela de expectativas racionales. Pero esta idea es compatible con otras teorías económicas, en particular con la teoría postkeynesiana que resalta la inflación de costes. El anuncio de un objetivo de inflación vendría a sustituir a la política de rentas, la cual se reservaría para circunstancias especialmente complejas.

6. En el artículo hemos observado la baja capacidad estabilizadora (tanto en lo que concierne a la producción como al nivel general de precios) de la política de manipulación del tipo de interés. También hemos constatado la inestabilidad que genera dicha práctica en los mercados financieros. Todo ello nos ha llevado a una propuesta radical: *el BC debe mantener el interés básico lo más bajo y estable posible*. Frente a los artífices de la PMC y la mayoría de los economistas postkeynesianos, proponemos que el tipo de interés se utilice como *un ancla en lugar de un hacha de guerra*. La propuesta está sometida a algunas restricciones, la más importante deriva del peligro de inestabilidad cambiaria.

## Bibliografía:

ALLINGTON, N. y MCCOMBIE, J. (2004): "Asset pricing and monetary policy", Trabajo presentado al Congreso *"New monetary policy: implications and relevance"*, Cambridge, 18-20 de Marzo de 2004.

ARCE, O. (2002): *Seignorage and inflation*, Tesis Doctoral. Universidad de Burgos.

ARESTIS, P. y SAWYER, M. (2004): *Re-examining monetary and fiscal policies in the 21st century*, Edward Elgar, Cheltenham (UK).

BAUMOL, W. (1966): "The fiscal crisis of the cities", *American Economic Review*.

BARRO, R. y GORDON (1983): "A positive theory of monetary policy in a natural rate model", *Journal of Political Economy*, v. 91, págs. 589-610.

BELL, S. (2004): "The relationship of public debt to monetary policy outcomes". Trabajo presentado al Congreso *"New monetary policy: implications and relevance"*, Cambridge, 18-20 de Marzo de 2004.

BERNANKE, B.S. y MISHKIN, F.S. (1997): "Inflation targeting: a new framework for monetary policy?", *NBER Working Paper*, n. 5893.

CASTELNUOVO, E.; ALTIMARI, S. y RODRÍGUEZ-PALENZUELA, D. (2003): "Definition of price stability, range and point inflation targets: the anchoring of long-term inflation expectations", *ECB Working Paper* n. 273. (Documento disponible a través de la SSRN electronic paper collection: <http://www.ecb.int/pub/wp/ecbwp273.pdf>)

- CLARIDA, R. GALÍ, J. y GERTLER, M. (1999): "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective" *Journal of Economic Literature*, XXXVII.
- DE JUAN, O. (2004): "Paths of accumulation and growth", *Review of Political Economy*, v. 16, n.4 (en prensa).
- DELEPLACE, G. y NELL, E. J. (eds) (1996): *Money in motion: the post Keynesian and Circulation approaches*, Macmillan, London.
- FONTANA, G. y PALACIO-VERA, A. (2002): "Monetary policy rules. What are we learning?", *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 24, n.4 págs. 547-568.
- FRIEDMAN, M. (1970): "The counterrevolution in monetary theory". First Wincott Memorial Lecture, 1970. Reimpreso como capítulo 3 en FRIEDMAN, M. GOODHART, C. (2003): *Money, inflation and the constitutional position of the Central Bank*, London, The Institute of Economic Affairs.
- FISHER, I. (1930): *The theory of interest*, Macmillan, New York.
- GOODHART, C. (2002): "The constitutional position of the Central Bank", *The Thirty-second Wincott Lecture*, 2002. Reimpreso como capítulo 4 en FRIEDMAN, M. GOODHART, C. (2003): *Money, inflation and the constitutional position of the Central Bank*, London, The Institute of Economic Affairs.
- JOURNAL OF POSTKEYNESIAN ECONOMICS (2002): v. 24, n. 4. (Monográfico sobre: "Política Monetaria").
- KALDOR, N. (1970): "The new monetarism", *Lloyds Bank Review*, July, págs. 1-17.
- KALECKI, M. (1939): *Essays in the theory of economic fluctuations*, Russel & Russell, New York.
- KEYNES, J. M. (1936): *The general theory of employment, interest and money*, Macmillan, London.
- KORNAI, J. (1979): "Resource constrained versus demand-constrained system", *Econometrica*, v. 47, n.4, págs. 801-819.
- KYDLAND, F. E. y PRESCOTT, E.C. (1977): "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, págs. 473-491.
- LAVOIE, M. (1992): *Foundations of Post-Keynesian Economics*, Edward Elgar, Cheltenham (UK).
- LAVOIE, M. (2000): "A post Keynesian view of interest rate parity theorems", *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 23, n. 1, págs. 163-179.
- LOAYZA, N. y SOTO, R. (Eds) (2002): *Inflation targeting: design, performance, challenges*, Central Bank of Chile, Santiago.
- MINSKY, H. (1975): *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York.
- MOORE, B. J. (1988): *Horizontalist and verticalist: the macroeconomics of credit money*, Cambridge University Press, Cambridge (UK).
- PALLEY, T.I. (2003): "A post Keynesian framework for monetary policy: Why interest rate operating procedures are not enough". Trabajo presentado al Congreso "Economic Policies: Perspectives from Keynesian Heterodoxy", Dijon, France 14-16 de noviembre 2002.
- RADCLIFFE REPORT (1959): *The working of the monetary system*, CMND 827, August.
- ROCHÓN, L.P. y VERNENGO, M. (Eds.) (2001): *Credit, interest rates and the open economy*, Edward Elgar, Cheltenham (UK).
- SCHUMPETER, Joseph A. (1912): *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, Munich, Verlag Dunker & Humboldt. Traducción inglesa en 1934: *The theory of economic development*, Harvard University Press, Cambridge (MASS).
- SVENSSON, L.E.O. (1999): "Inflation targeting as a monetary policy rule", *Journal of Monetary Economics*, v. 43, págs. 607-654.
- TAYLOR, J. B. (1993): "Discretion versus policy-rules in practice", *Carnegie Rochester conference Series on Public Policy*, v. 39, n. 4, págs. 195-214.

TAYLOR, J. B. (1998): "Monetary policy guidelines for employment and inflation stability", en SOLOW, R. y TAYLOR, J. B. (1998): *Inflation, unemployment and monetary policy*, The MIT Press, Cambridge (MA), Capítulo 2.

THE ECONOMIST (2004): "A smoother ride", *The Economist*, 20 de Marzo, pág. 106.

TOOKE, T. (1826): *Considerations of the state of the currency*, John Murray, London.

VERNENGO, M. (2001): "Foreign exchange, interest and prices: the conventional exchange rate", en ROCHÓN, L.P. y VERNENGO, M. (Eds.) (2001): *Credit, interest rates and the open economy*, Edward Elgar, Cheltenham (UK).

WICKSELL, K. (1898): *Gelzings und Guterpreise*. Traducción inglesa en 1936: *Interest and prices*, Macmillan, New York.

WRAY, L. R. (1990): *Money and credit in capitalist economies*, Edward Elgar, Cheltenham (UK).

