

Ensayos Económicos | 76

Mayo de 2021

**Un ensayo sobre política monetaria y distribución del ingreso:
una perspectiva heterodoxa**

Louis-Philippe Rochon y Mario Seccareccia



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Ensayos Económicos es una revista editada por la Subgerencia General de Investigaciones Económicas

ISSN 1850-6046
Edición electrónica

Banco Central de la República Argentina
San Martín 235 / Edificio San Martín Piso 7, Oficina 701 (C1003ABF)
Ciudad Autónoma de Buenos Aires / Argentina
Tel.: (+5411) 4348-3582/3814
Email: ensayos.economicos@bcra.gob.ar
Página Web: http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Ensayos_economicos.asp

Fecha de publicación: Mayo de 2021

Diseño de tapa e interior | Gerencia Principal de Comunicación y Relaciones con la Comunidad, BCRA
Diagramación | Subgerencia General de Investigaciones Económicas, BCRA

Ensayos Económicos está orientada a la publicación de artículos de economía de carácter teórico, empírico o de política aplicada, y busca propiciar el diálogo entre las distintas escuelas del pensamiento económico para contribuir a diseñar y evaluar las políticas adecuadas para sortear los desafíos que la economía argentina enfrenta en su proceso de desarrollo. Las opiniones vertidas son exclusiva responsabilidad de los autores y no se corresponden necesariamente con la visión institucional del BCRA o de sus autoridades.

Esta revista apoya el acceso abierto a su contenido bajo el principio de que la libre disponibilidad de la investigación para el público estimula un mayor desarrollo global del intercambio de conocimiento. Para facilitar una mayor difusión y utilización, los artículos se encuentran bajo la licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0 Internacional.



Esta licencia permite copiar y redistribuir el material en cualquier medio o formato, y transformar y construir a partir del material original, mientras no sea con fines comerciales, se mencione el origen del material de manera adecuada, brindando un enlace a la licencia e indicando si se han realizado cambios, y se distribuya bajo la misma licencia del original.

Un ensayo sobre política monetaria y distribución del ingreso: una perspectiva heterodoxa

Louis-Philippe Rochon

Laurentian University, Canadá

Mario Seccareccia*

University of Ottawa, Canadá

Resumen

La política monetaria no suele asociarse con la desigualdad en la distribución del ingreso y la riqueza. Sin embargo, desde la Crisis Financiera Global de 2007-2008, la corriente principal ha centrado lentamente su atención en el vínculo entre los cambios en la tasa de interés y la distribución del ingreso/riqueza. Por supuesto, los economistas post-Keynesianos, y los heterodoxos en general, han sido conscientes de esta relación por varias décadas. En este documento, deseamos explorar más profundamente esta relación y enfocarnos en los mecanismos de transmisión directos e indirectos, en particular, para revelar la verdadera naturaleza de una política monetaria de metas de inflación como una política que, *de facto*, afecta la distribución del ingreso de largo plazo. Finalmente, deseamos discutir estos puntos de vista, brevemente, también en el contexto de economías abiertas, como es el caso de economías en desarrollo y emergentes, como Argentina.

Clasificación JEL: E12, E24, E43.

Palabras clave: distribución del ingreso, política de ingresos, política monetaria, tasas de interés.

* Louis-Philippe Rochon es profesor de economía en la Laurentian University (Canadá) y editor en jefe de *Review of Political Economy*. Mario Seccareccia es profesor emérito de la University of Ottawa (Canadá) y editor del *International Journal of Political Economy*. Las opiniones expresadas en este trabajo son de los autores y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: lprochon@laurentian.ca, Mario.Seccareccia@uottawa.ca.

A primer on monetary policy and income distribution: a heterodox perspective

Louis-Philippe Rochon

Laurentian University, Canada

Mario Seccareccia

University of Ottawa, Canada

Summary

Monetary policy is not often associated with income and wealth inequality. Since the 2007-8 global financial crisis, however, the mainstream has slowly turned its attention to the link between changes in the rate of interest and income/wealth distribution. Of course, post-Keynesians, and heterodox economists in general, have been aware of this relationship for many decades. In this paper, we wish to explore further this relationship and focus on the direct and indirect transmission mechanisms, in particular in order to reveal the true nature of an inflation targeting monetary policy as a *de facto* long-term incomes policy. Finally, we wish to discuss these views briefly also in the context of open economies, as is the case of developing and emerging economies, such as Argentina.

JEL: E12, E24, E43.

Keywords: income distribution, incomes policy, interest rates, monetary policy.

1. Introducción

La conducción de la política monetaria ha experimentado cambios aparentemente interesantes en la última década, desde la Crisis Financiera Global (CFG). Por un lado, parecería que los bancos centrales están relajando su estricto cumplimiento de las metas de inflación pero, por otro lado, sobre una base puramente teórica, los cambios parecerían ser muy menores.

Por ejemplo, Nueva Zelanda, el primer país en comprometerse con la adopción de metas de inflación en 1990, actualmente ha adoptado oficialmente un mandato dual. De hecho, tres décadas después de ser pionero en la nueva política, en 2019, el banco central de Nueva Zelanda anunció que estaba abandonando una política estricta de objetivos de inflación para tener como objetivo también el de alcanzar el nivel de máximo empleo.

En los Estados Unidos, la Reserva Federal ha adoptado oficialmente el modelo FAIT: *Flexible Form of Average Inflation Targeting*, mientras que en el Reino Unido, el Banco de Inglaterra introdujo en marzo de 2021, facilidades crediticias al sector privado, mediante las cuales, el Banco ofrecía financiamiento a plazo para pequeñas y medianas empresas, “ofreciendo tramos de financiación de bajo costo para los prestamistas en función del volumen de sus préstamos a la economía real” (Ortlieb, 2020), un proyecto que desde entonces se ha expandido a Australia, Taiwán y Nueva Zelanda.

Pero a pesar de estos cambios, hay temas persistentes. Por ejemplo, siempre se acepta la relación inherente entre la política monetaria y la inflación: la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario o de política monetaria, a pesar de un mandato flexible o dual. En segundo lugar, los bancos centrales nunca parecen dejar de lado su creencia en una tasa de interés natural. En tercer lugar, sigue existiendo una “división del trabajo” ampliamente prescrita: se considera que los bancos centrales son los únicos capaces de generar una inflación baja y estable, mientras que la política fiscal es evitada estricta y cuidadosamente, excepto en tiempos de crisis. Por lo tanto, a pesar de los cambios recientes, en lo que respecta a la inflación, todavía nos enfrentamos a un marco de política caracterizado por el dominio de la política monetaria que ha quedado del monetarismo. Como ha observado correctamente Lavoie (2006, p. 167), se trata simplemente de “vino viejo en una botella nueva”.

Cabe señalar que la política de metas de inflación (MI) se adoptó en gran medida como resultado de dos fallas: por un lado, el fracaso del objetivo de controlar la oferta monetaria y, por otro, el hecho de que la tasa natural de desempleo ya no se considerara inalterable. Según Davidson (2006, p. 690): “Una ‘tasa natural de desempleo’ en constante cambio se convirtió, por lo tanto, en un objetivo móvil imposible de alcanzar para un banquero central. Si la tasa natural de desempleo puede variar con el tiempo, entonces se debe abandonar el objetivo de una tasa específica de desempleo para controlar la inflación”.

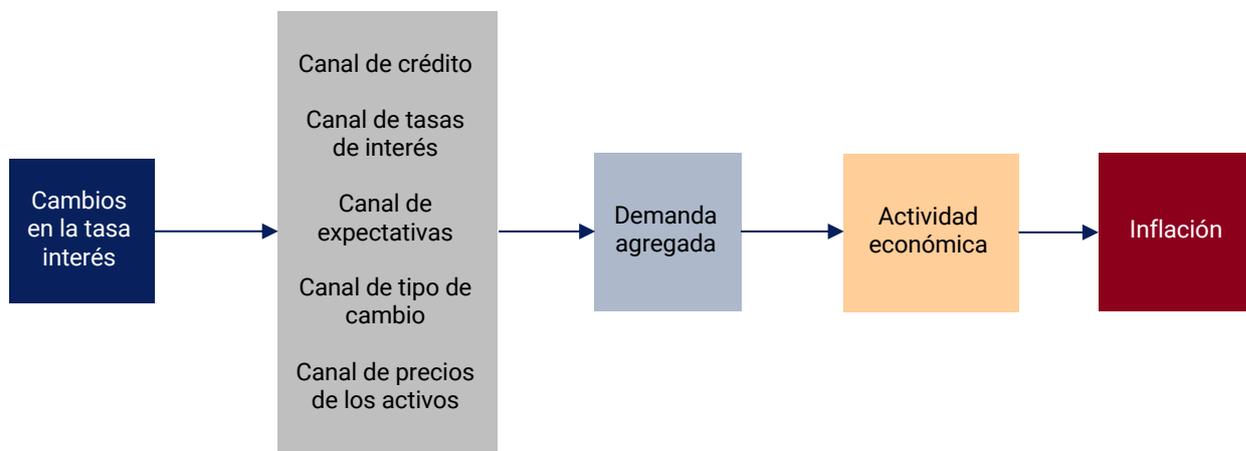
En este trabajo, y con el espíritu de los cambios en la comprensión o implementación de la política monetaria como se discutió anteriormente, queremos contribuir a una nueva forma de entender la política monetaria, o al menos a la forma en que se transmiten los cambios en la tasa de interés a

la economía en general. En otras palabras, queremos enfatizar un nuevo mecanismo de transmisión que opera a través de la distribución del ingreso, en el que cambios en la tasa de interés podrían impactar en la demanda agregada a través de la distribución funcional del ingreso. Además, dentro de esa discusión general, abordaremos también la verdadera naturaleza de las metas de inflación y cómo se relaciona con la discusión general sobre la distribución del ingreso a manos de los banqueros centrales.

2. Mecanismos de transmisión y política monetaria

La teoría dominante de la política monetaria ha explicado tradicionalmente cómo la política monetaria impacta en la actividad económica a través de una serie de mecanismos o canales de transmisión, en el contexto de una política de "sintonía fina". Estos se representan a continuación en el Gráfico 1.

Gráfico 1. Canales de transmisión de la política monetaria



Fuente: Elaboración propia.

De una forma u otra, todos enfatizan a la tasa de interés como un costo (costo de prestar o pedir prestado, costo de las importaciones). Por ejemplo, un aumento en la tasa de interés de referencia afectará a otras tasas a lo largo del espectro y, por lo general, aumentará el costo de los préstamos, lo que provocará una desaceleración de la actividad económica, mientras que una disminución de las tasas de interés tenderá a reducir el valor de la moneda nacional y, por lo tanto, encarecerá las importaciones. Este enfoque quedó claro en los llamados modelos del Nuevo Consenso, representados por un formato de tres ecuaciones: una curva IS, una curva de Phillips y una regla de Taylor donde la tasa de interés está definida por los bancos centrales en su búsqueda de fijar una tasa de acuerdo con una meta de inflación y una tasa de interés natural. Aquí, la lógica es muy clara: los cambios en las tasas de interés deben impactar en la actividad económica a través del consumo o la inversión que, a su vez, impacta en el desempleo y finalmente en la inflación. Esto requiere curvas bien comportadas y significativamente elásticas. A su vez, estas curvas deberían, al menos en teoría, ayudar a la economía a tender hacia una meta de inflación, con mínimos costos para la economía en general.

El problema, por supuesto, surge cuando estas relaciones se rompen y amenazan los argumentos fundamentales de la política monetaria, con el resultado de que *“Es una cadena de eventos larga e incierta desde un ajuste en la tasa de interés controlada por el banco central hasta un cambio deseado en la tasa de inflación”* (Arestis y Sawyer, 2003, p. 5). Puede haber, como nos dice Keynes, *“bastantes deslices entre la copa y el labio”*. Esta es, por supuesto, una cuestión empírica. Pero hay indicios empíricos de que esta relación IS tan codiciada es problemática. Por ejemplo, según Cynamon, Fazzari y Setterfield (2013, p. 13):

“El mecanismo de transmisión de la política monetaria al gasto agregado en los modelos del Nuevo Consenso se basa en la sensibilidad del consumo a la tasa de interés. Sin embargo, es difícil encontrar evidencia empírica de que los hogares efectivamente aumenten o disminuyan el consumo significativamente cuando cambian las tasas de interés. Algunos autores han generalizado el vínculo para incluir la inversión privada (ver Fazzari, Ferri y Greenberg, 2010 y las referencias proporcionadas allí), pero también ha sido difícil demostrar empíricamente una elevada elasticidad de la inversión a la tasa de interés”.

Para Sharpe y Suarez (2015, p. 1):

“Gran parte de la investigación empírica ofrece evidencia mixta, en el mejor de los casos, de efectos sustanciales de las tasas de interés sobre la inversión. [Nuestra investigación] encuentra que la mayoría de las empresas afirman que sus planes de inversión son bastante poco sensibles a las disminuciones de las tasas de interés y solo algo más sensibles a los aumentos de las tasas de interés”.

Asimismo, Krugman (2018) llega a una conclusión similar:

“Es un pequeño y sucio secreto del análisis monetario que los cambios en las tasas de interés afectan a la economía principalmente a través de su efecto en el mercado inmobiliario y el valor internacional del dólar (que a su vez afecta la competitividad de los productos estadounidenses en los mercados mundiales). Cualquier efecto directo en la inversión privada es tan pequeño que es difícil incluso verlo en los datos. Lo que impulsa dicha inversión son, en cambio, las percepciones sobre la demanda del mercado”.

En cuanto a la curva de Phillips, el consenso general parecería ser ahora que su relación se ha roto empíricamente en las últimas tres décadas. Según Borio (2017, p. 2): *“la respuesta de la inflación a una medida de la ‘holgura’ del mercado laboral ha tendido a declinar y a ser estadísticamente no diferente de cero. En otras palabras, la inflación ya no parece responder suficientemente a la rigidez de los mercados laborales”*. Por su parte, Solow (2018, p. 423) llegó a una conclusión similar y argumenta que *“la pendiente de la curva de Phillips en sí se ha vuelto más plana, desde la década de 1980, y ahora es bastante pequeña... no existe una tasa natural de desempleo bien definida, ni estadística ni conceptualmente”*.

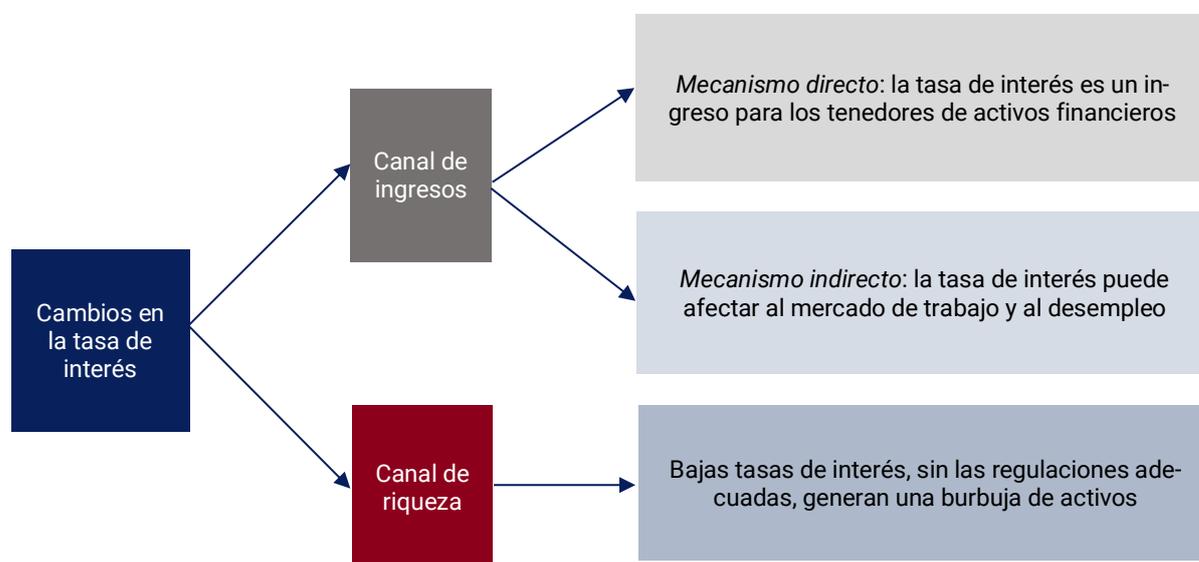
La conclusión que podemos extraer es que el modelo convencional que se basa tanto en una relación IS robusta como en una curva de Phillips se ha roto, primero teóricamente y ahora, de una manera concluyente, empíricamente. Esto tiene implicancias importantes para la teoría monetaria convencional. De hecho, según Davies (2017): *“Sin la curva de Phillips, toda la complicada parafernalia que sustenta la política del banco central, de repente, parece ser muy inestable. Por esta razón, la curva de Phillips no será abandonada a la ligera por los hacedores de política”*.

El resultado es que esta creencia equivocada en los mecanismos de transmisión tradicionales, o lo que Rochon (2017) ha llamado la “Búsqueda del Santo Grial”, ha convertido una política monetaria de *“sintonía fina”* en un instrumento de política contundente. Una política de MI lleva a los bancos centrales a adoptar una serie de aumentos crecientes en las tasas de interés hasta que finalmente la economía colapsa. Al final, surgen una serie de preguntas: 1) ¿Qué tan efectiva es la política monetaria para regular la actividad económica y la inflación?; 2) ¿Existe otra forma en la que los cambios en la tasa de interés puedan afectar a la actividad económica?; 3) ¿Cuál es, entonces, la verdadera naturaleza de una política de MI? A estas preguntas nos referiremos en las siguientes secciones.

3. El canal de distribución del ingreso

Como hemos discutido anteriormente, el éxito de la política monetaria es limitado. En esta sección y en las siguientes trataremos la naturaleza de la política monetaria, o más bien, la naturaleza dual de las tasas de interés, y cómo los cambios en ellas afectan a la distribución del ingreso y de la riqueza entre las distintas clases sociales. Deseamos argumentar que este mecanismo de distribución del ingreso/riqueza es un canal importante a través del cual la política monetaria afecta a la actividad económica. Hay dos formas en que la política monetaria puede afectar la distribución del ingreso y de la riqueza: (i) a través del canal del ingreso; y (ii) a través del canal de la riqueza. Estos se muestran en el Gráfico 2 a continuación.

Gráfico 2. El canal de distribución del ingreso de la política monetaria



Fuente: Elaboración propia.

El canal del ingreso se puede dividir en un canal directo y uno indirecto. El canal directo comienza con la noción de que las tasas de interés no deben considerarse simplemente como un costo de endeudamiento, sino que también son un ingreso para quienes poseen activos que devengan intereses. Podemos llamarlos receptores de ingresos por inversiones o rentistas: individuos cuyos ingresos no se derivan del trabajo, sino simplemente de poseer diferentes clases de activos financieros, como bonos del gobierno y de empresas. Es cierto que algunos individuos pueden estar recibiendo tanto un ingreso laboral como un ingreso por inversiones, ya sea directamente o mediante contribuciones acumuladas a un fondo de pensiones. Sin embargo, dada la tasa de ahorro actual de la mayoría de los hogares en Norte América, solo aquellos en el quintil más alto de los grupos de ingresos pueden realmente ahorrar y vivir suficientemente bien con esos ahorros acumulados. Además, fuera del sector sindicalizado, la mayoría de las personas mayores en las economías desarrolladas deben depender principalmente de transferencias gubernamentales directas, o subsidios, en forma de Programas de Seguro para la Vejez que no dependen de la política de tasas de interés.

Ante este hecho, los cambios en la tasa de interés afectan directamente la distribución del ingreso. De hecho, la tasa de interés no es tanto una variable que equilibra el ahorro y la inversión, sino más bien una variable que afecta la distribución del ingreso: cuanto mayor es la tasa de interés, mayor es el ingreso por la tenencia de estos activos financieros, ya que todo el espectro de retornos tiende a seguir los cambios en la tasa de interés controlada por el banco central. Por lo tanto, los tenedores de activos financieros de los quintiles superiores de la escala de ingresos se benefician de tasas de interés más altas y, como tales, de políticas que se basan en elevar las tasas de interés cuando aumenta la inflación.

Por otro lado, la política es perjudicial para aquellos individuos en el extremo inferior de la escala de ingresos, que constituyen los más endeudados como proporción de sus ingresos. Esto sugiere que las políticas de metas de inflación que han sido adoptadas por los bancos centrales desde principios de la década de 1990 benefician a los tenedores de activos financieros cuando los bancos centrales aumentan las tasas de interés, pero son perjudiciales para estos rentistas cuando las tasas de interés bajan. Smithin (1996) llamó a los muchos años de austeridad monetaria, especialmente durante las dos últimas décadas del siglo pasado, “la venganza de los rentistas”, precisamente porque los bancos centrales fueron “muy amables” con los tenedores de activos financieros. Como se analiza con más detalle a continuación, a lo largo de esa era, a favor de los rentistas, las tasas de interés aumentaron más rápidamente que la tasa de inflación, y se produjo una reversión solo después de la Crisis Financiera Global de 2007-2008.

Basándose en este enfoque, Lavoie y Seccareccia (1988, 1999, 2016 y 2019) han intentado cuantificar este canal, desarrollando lo que han llamado el Índice de Pasinetti, que mide precisamente cómo la distribución del ingreso se ve afectada por la política monetaria, dándole paso a Rochon (2021) para sugerir que existe un sesgo de clase inherente dentro de la política monetaria. Por su parte, Seccareccia (2017) se preguntó: “¿A qué intereses creados realmente sirven los bancos centrales?”. Esto está en línea con el trabajo de Dietsch, Claveau y Fontan (2018), quienes se preguntaron si “los bancos centrales sirven a la gente”.

El canal indirecto, en cambio, está relacionado con lo discutido anteriormente: los cambios en la tasa de interés pueden afectar los ingresos, pero a través de su impacto en los mercados laborales. Al llevar a cabo su estrategia de metas de inflación, los bancos centrales aumentarán la tasa de interés que, si se mantiene el tiempo suficiente, puede tener efectos sobre los mercados laborales, el desempleo y, por lo tanto, los ingresos de los trabajadores. Por ejemplo, a medida que la tasa de interés cae significativamente en una recesión, esto eventualmente puede alentar la contratación de trabajadores, generando una caída en el desempleo y, por lo tanto, posiblemente un aumento en los salarios totales, sin mencionar que a medida que el desempleo cae, los trabajadores también pueden exigir salarios más altos fortaleciendo su posición negociadora. Los aumentos de las tasas de interés tendrán los efectos opuestos. Sin embargo, como se discutió anteriormente, la importancia de este efecto ha disminuido en las últimas décadas y, por lo tanto, a menos que estos cambios en las tasas de interés sean muy importantes, como fue el caso en la década de 1980 en Canadá, el impacto en la tasa de inflación debería ser débil, a pesar de su impacto sobre el desempleo.

En cuanto al canal de la riqueza, considérese, por ejemplo, los casos en los que las tasas de interés disminuyen, como después de la Crisis Financiera Global, o durante la crisis del COVID-19, con el objetivo de apoyar la actividad económica y niveles de empleo. De hecho, como ya se señaló, ni las empresas ni los hogares serán inducidos a aumentar su endeudamiento con el sector bancario si temen no poder honrar su deuda (y los intereses correspondientes) al momento de su vencimiento. Más bien, esta reducción de las tasas de interés estimulará las transacciones financieras, lo que generará una burbuja en los precios de los activos que se verá reforzada por el llamado “efecto riqueza”, que consiste en sentirse más rico cuando los activos cotizan más alto en el mercado.

Estos canales no son nuevos, ni siquiera para la teoría post-Keynesiana, como los discutió Niggle (1989) hace más de tres décadas:

“Los procesos que conectan la política monetaria con los cambios en la distribución del ingreso personal a través del mecanismo de transmisión del nivel de las tasas de interés son complejos, con al menos tres secuencias causales en funcionamiento: 1) los cambios en las tasas de interés pueden afectar la distribución funcional del ingreso y, por lo tanto, la distribución personal; 2) los cambios en las tasas de interés cambian los valores de mercado de los activos financieros, lo que afecta las ganancias o pérdidas de capital; 3) las tasas de interés influyen en la inversión, la demanda agregada, el empleo y los ingresos” (Niggle, 1989, págs. 818-9).

Dada la discusión anterior, las políticas de MI que obligan a los bancos centrales a aumentar las tasas de interés tienen importantes efectos distributivos. En la siguiente sección, desarrollamos estos argumentos y damos un paso más: sostenemos que la política monetaria debe verse como una política de ingresos.

4. Entendiendo la verdadera naturaleza de las políticas de metas de inflación

Como ávidos lectores de las declaraciones e informes de los bancos centrales, desde que estas instituciones en los países industrializados comenzaron a favorecer la primacía de la lucha contra

la inflación sobre todos los demás objetivos a fines de la década de 1970, encontramos que sus funcionarios, tanto en Canadá como en otros países, continúan repitiendo un mantra que se sienten obligados a expresar en casi todos sus discursos, es decir, que la estabilidad de precios (en forma de inflación baja, constante y predecible) maximiza el bienestar social a través de un aumento en el nivel de vida y en la productividad dentro de una economía. Para justificar la política de metas de inflación en Canadá, por ejemplo, esta afirmación sobre los principales beneficios para el bienestar de la estabilidad de precios se repitió aún más intensamente justo antes y durante el período estricto de MI desde 1991 y durante la década de 2000, antes de la CFG (para más detalles, véanse Seccareccia y Lavoie, 1996; y Lavoie y Seccareccia, 2021). Por lo tanto, combatir la inflación generaría beneficios potenciales en el bienestar que mejorarían la situación de “todos”.

La corriente principal no solo enfatiza estas supuestas ganancias de bienestar que abarcan a la sociedad en su conjunto, independientemente de las distintas categorías de ingreso; estos economistas también señalan, con frecuencia, razones relacionadas con los efectos distorsivos e inaceptables en la redistribución de la riqueza que resultan de la inflación, en su defensa de una política de inflación baja y predecible, especialmente para la estabilidad social. Como es bien sabido, más allá de las grandes pérdidas de bienestar debidas a los efectos distorsivos y a las ineficiencias que supuestamente puede generar la inflación, la posición de la corriente dominante para apoyar el combate contra la inflación se justifica sobre la base de argumentos que tienen que ver con el impacto inequitativo en la redistribución de la riqueza que tiene la inflación sorpresiva, así como a través de los efectos disruptivos de retroalimentación de la inflación doméstica sobre la economía doméstica generados a través de los mercados de divisas, dependiendo de si un país se encuentra en un régimen de tipo de cambio fijo o flotante.

Estos argumentos en apoyo de las políticas de MI se mencionan constantemente en la vasta literatura de la corriente dominante, por lo que no la trabajaremos en este documento. Sin embargo, con respecto a las ganancias/pérdidas de bienestar, se suele hacer la afirmación de una relación negativa significativa entre la inflación y el crecimiento de la productividad, a pesar de la falta de evidencia sólida, excepto quizás en un entorno de hiperinflación.

Dado que la evidencia no respalda demasiado estos fuertes efectos sobre el bienestar, ¿no debería esto llevar a los bancos centrales a cuestionar su creencia a la Hayek de que combatir la inflación por encima de todos los demás objetivos, supuestamente eliminará las ineficiencias que distorsionan los precios y garantizará ganancias significativas en el bienestar social, asegurando que todos supuestamente se encuentren mejor?

Independientemente de estas amplias consecuencias, cuestionables en términos de efectos negativos en la productividad, claramente hay ganadores y perdedores reconocidos por los economistas convencionales y los bancos centrales como resultado de los efectos redistributivos de la inflación, ya que se nos dice repetidamente que esta última perjudica a los acreedores y favorece a los deudores.

Sin embargo, si bien existe una amplia literatura sobre los efectos de la inflación en la distribución de la riqueza y de las deudas, hay muy poco análisis del efecto de la política monetaria en la distribución del ingreso, como se discutió anteriormente, aunque el tema está recibiendo mayor atención. De hecho, si bien existe preocupación acerca de los efectos de la inflación sobre la redistribución de la riqueza, históricamente la corriente principal no ha mostrado preocupación real por los efectos sobre la distribución del ingreso de la política monetaria adoptada para combatir la inflación durante procesos de ajuste. Esto puede verse en el caso de la prolongada fase de “transición” de tasas de interés altas que se requería para pasar de un entorno de inflación más alta a uno de inflación más baja, como se observó a nivel internacional desde mediados de la década de 1970 hasta principios del siglo XXI antes de la CFG, y que puede tener efectos devastadores en el crecimiento de largo plazo, en el desempleo de largo plazo y también sobre la evolución de la distribución de la riqueza en el largo plazo. Además, tradicionalmente, existe un reconocimiento abrumador por parte de la corriente principal de cómo los cambios en las tasas de interés pueden afectar a los tenedores de riqueza a través de ajustes en los precios de los activos. Sin embargo, hasta hace muy poco, la literatura dominante ha sido insoportablemente silenciosa sobre cómo la política antiinflacionaria de tasas de interés impacta en la distribución del ingreso.

De hecho, lo que claramente la corriente principal no reconoce, ni quiere reconocer, es que una política antiinflacionaria, independientemente de si es una política de MI o no, es en esencia una “política de ingresos”, como se entendió históricamente durante principios de la era posterior a la Segunda Guerra Mundial, cuando tales políticas estaban más de moda para abordar los problemas de inflación en los países industrializados occidentales. Ciertamente, su falta de reconocimiento no se debe a la escasez de ejemplos históricos dado que, por el contrario, abundan en la literatura histórica sobre políticas de ingresos adoptadas para controlar la inflación. Por ejemplo, se puede mencionar la política de ingresos de “solidaridad salarial” negociada socialmente a principios del período posterior a la Segunda Guerra Mundial, que se persiguió para lograr una cierta inflación salarial, considerada esencial para lograr tasas de inflación compatibles con ciertos niveles deseados de competitividad de costos en los países escandinavos. Estas políticas “solidarias” de base más social eran negociadas e instituidas por los sindicatos y las asociaciones de empleadores a nivel nacional, pero también había otros tipos de políticas de ingresos menos “cooperativas” promulgadas “desde arriba” por las autoridades políticas a nivel nacional: políticas de ingreso voluntarias y obligatorias que fueron especialmente populares durante las décadas de 1960 y 1970 en países como Gran Bretaña, Canadá y Estados Unidos. Algunos ejemplos son: (1) los indicadores de Kennedy-Johnson de 1962 a 1966 en Estados Unidos; (2) la Comisión Británica de Precios e Ingresos de 1965 a 1970 en el Reino Unido; y (3) la Comisión de Precios e Ingresos de 1968 a 1972 en Canadá. Estas guías voluntarias fueron luego seguidas por políticas de ingresos obligatorias como, por ejemplo, bajo la administración de Nixon en Estados Unidos a principios de la década de 1970 y por el Comité Federal Anti-Inflación (AIB) en Canadá de 1975 a 1978.

De manera bastante categórica puede afirmarse que una política antiinflacionaria aplicada por los bancos centrales es una política de ingresos “bona fide”. De hecho, contrariamente a la vieja creencia monetarista de que se puede regular la oferta monetaria simplemente desde un “helicóptero”

para controlar la inflación y lograr un objetivo específico de inflación, actualmente, y fundamentalmente, los economistas Neo-Keynesianos/Neo-Wicksellianos y los bancos centrales entienden que para efectuar cambios en la tasa de inflación se debe establecer una tasa de interés discrecionalmente, de tipo regla de Taylor. Esto se hace a través del control de la tasa de interés a un día, que luego impacta en una amplia gama de tasas de interés de la economía, que se transforman en costos para los tomadores de préstamos y en ingresos para los prestamistas. El reconocimiento de este aspecto elemental “bilateral” de las tasas de interés es fundamental para comprender la verdadera naturaleza de la política de MI.

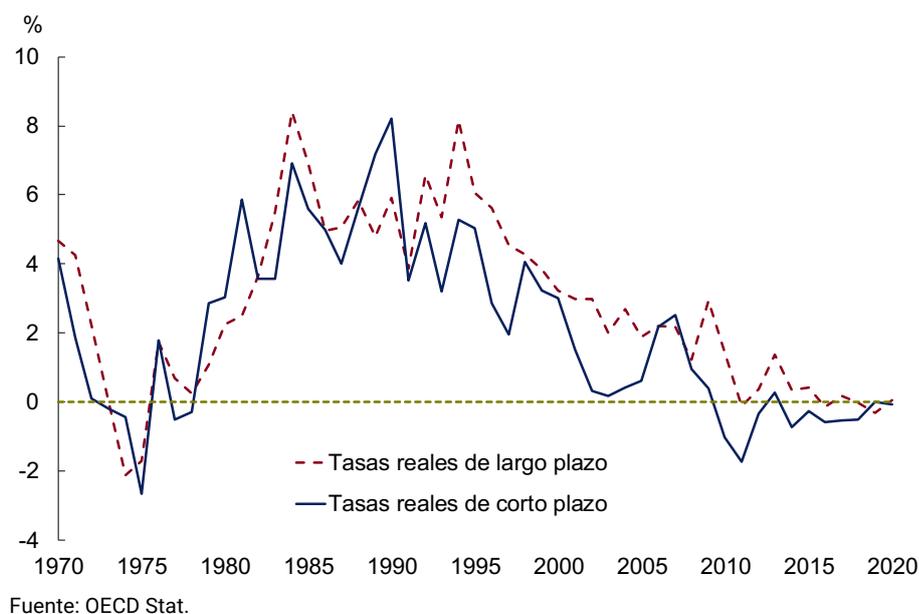
La política monetaria, específicamente cuando se lleva a cabo dentro de los regímenes de MI, debe entenderse como una política de “ingresos” debido a los impactos tanto directos como indirectos de los cambios en la tasa de interés sobre los ingresos de ciertos grupos sociales. El primer efecto (“directo”) es evidente por sí mismo y tautológico, como se discutió en la sección anterior, y se ilustra en el Gráfico 1. A continuación, se desarrolla esta relación.

Una política de lucha contra la inflación que sigue alguna función de reacción de tipo regla de Taylor, de elevar las tasas de interés administradas por el banco central, debe eventualmente impactar en los ingresos de los tenedores de activos financieros o rentistas. Estos podrían ser los hogares relativamente ricos que poseen elevados ahorros acumulados. Pero también podrían ser los grupos de trabajadores más organizados y de altos ingresos (y sus administradores de activos) que participan en planes privados de pensiones para asegurar una jubilación más holgada en su vejez.

Podemos considerar diferentes medidas para observar los efectos directos de la política monetaria sobre el ingreso de los rentistas. Se puede observar, por ejemplo, (1) la evolución de las tasas de interés reales de corto y largo plazo ($i-\pi$), es decir, la tasa de interés nominal (i) menos la tasa de inflación del IPC (π); (2) la medida tradicional de Pasinetti ($i-\pi-\rho$), como se mencionó anteriormente, que a menudo se ha estudiado para capturar la evolución de la participación de la renta financiera (que es algo análogo a tratar de calcular la participación del salario, es decir, la diferencia entre el crecimiento del salario real (ω) y el crecimiento promedio de la productividad del trabajo (ρ)); o (3) un índice de Pasinetti modificado ($i-\pi-\omega$) que mide la evolución del ingreso del rentista en unidades de salario *à la* Smith-Keynes, que en realidad era la preocupación de Pasinetti (1981) (para más detalles, véanse especialmente Seccareccia y Lavoie, 2016; y Lavoie y Seccareccia, 2019). Sin embargo, estas medidas son indicadores muy simples de cómo la política monetaria impacta en los ingresos de los rentistas en comparación con los ingresos de los no rentistas. Una serie de tasas de interés es bastante fácil de conseguir incluso para períodos históricamente largos en comparación con la obtención de estimaciones directas de los ingresos de los rentistas. Pero, aunque se pudiese obtener una aproximación directa de la participación de los rentistas a partir de las cuentas nacionales, en realidad podría ser problemático, ya que, por ejemplo, los intereses de la deuda pública se excluyen en la medición del PIB, mientras que nuestras medidas pueden representar gráficamente con facilidad todos estos indicadores de transferencias de ingresos por intereses al sector rentista desde el resto de la economía.

Consideremos algunas series para comprender la amplia magnitud de la redistribución en favor de los ingresos de los rentistas desde finales de la década de 1970 hasta principios de la década de 2000, cuando los bancos centrales, tanto en Canadá como en otros países, primero se concentraron en la lucha contra la inflación por sobre todos los objetivos posibles y luego comenzaron a tomar distancia lentamente mediante la adopción de regímenes de MI más “flexibles”, justo antes de la CFG. La primera de estas series de tiempo, que se muestra en el Gráfico 3 a continuación, es una simple relación *ex post* de tipo Fisher que muestra las tasas de interés de corto y largo plazo de Canadá ajustadas por la inflación del IPC, y que resaltan la importancia de este aumento de los ingresos de los rentistas en la era posterior a la década de 1970.

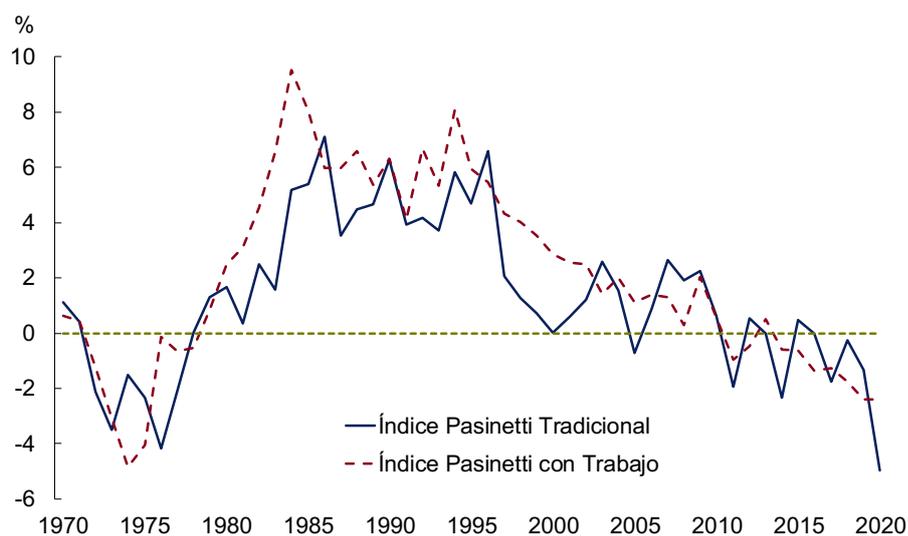
Gráfico 3 | Tasas de interés reales de corto y largo plazo, Canadá, promedios anuales, 1970-2020



A partir de esta evidencia para Canadá, la transferencia masiva de ingresos, que se produjo principalmente durante las décadas de 1980 y 1990, se hizo en nombre de la protección de los hogares canadienses, especialmente con personas de ingresos fijos, contra el flagelo de la inflación. Pero, en cambio, el efecto resultó ser bastante diferente, ya que los beneficiarios reales de la enorme transferencia de ingresos fueron tanto las instituciones financieras como los ricos que cobran intereses, dado que fueron excesivamente compensados cuando se considera, por ejemplo, la evolución de los retornos reales por intereses de los activos financieros gubernamentales libres de riesgo que reflejan el elevado nivel de deuda pública de esa época.

En algunos escritos anteriores que se remontan a la década de 1980, uno de nosotros había examinado otro indicador útil de estas transferencias de ingresos basado en las medidas de Pasinetti antes mencionadas. En el Gráfico 4 tenemos la medida tradicional en términos de la diferencia entre una tasa de interés real de largo plazo y el crecimiento de la productividad empresarial agregada ($i-\pi-\rho$), así como un indicador de Pasinetti en términos de unidades de salario ($i-\pi-\omega$), con la única serie de crecimiento de los salarios reales disponible para las remuneraciones del sector manufacturero desde la década de 1970, que requiere cierta suavización con un filtro HP debido a las amplias fluctuaciones experimentadas desde entonces. Sin embargo, como puede verse en el Gráfico 4, independientemente de cuál de estos dos indicadores de Pasinetti se mire, se observa la misma imagen de una transferencia masiva antes de la CFG y de una fuerte reversión después de entonces, cuando se utiliza como medida la diferencia entre las tasas de interés reales a largo plazo y el crecimiento de la productividad laboral promedio agregada, o un indicador del crecimiento del salario real promedio suavizado para la industria manufacturera canadiense. Podemos ver cómo la serie del indicador modificado de Pasinetti generalmente superó la medida tradicional desde principios de la década de 1980 hasta principios de la década de 2000, ya que el crecimiento de la productividad superó persistentemente el crecimiento de los salarios reales hasta que comenzaron a alinearse durante y después de la CFG.

Gráfico 4 | Evolución de medidas alternativas del índice de Pasinetti, Canadá, 1970-2020



Fuente: Statistics Canada, CANSIM Series V1409153, v720290, CANSIM Table 282-0072; también contenido archivado en <https://www150.statcan.gc.ca/t1/tbl1/en/tv.action?pid=1410023701>; y OECD.Stat.

Además del obvio efecto directo de la política monetaria sobre el ingreso de los rentistas que acabamos de describir, existe una implicancia indirecta en el mercado de trabajo aún más perjudicial para una economía que se enfrenta a tasas de interés reales elevadas. Una política monetaria restrictiva que eleva las tasas de interés para combatir la inflación, en última instancia, se enfoca en restringir el crecimiento de los salarios, que es clave para controlar la inflación dentro de la lógica tradicional de la curva de Phillips. Como se discutió en Seccareccia y Lavoie (2010), Seccareccia y

Kahn (2019) y Lavoie y Seccareccia (2021), se podría inferir que dicha política de MI es una forma bastante perversa de política de ingresos que difícilmente se justificaría en términos de equidad, ya que el banco central debe primero aumentar los ingresos de un grupo, los rentistas, para restringir el crecimiento de otro grupo social, los asalariados. Por lo tanto, debido a su naturaleza contradictoria, una política monetaria adoptada por los bancos centrales que se preocupa únicamente por combatir la inflación no puede dejar de tener un sesgo permanente contra el crecimiento de los salarios. Desde este punto de vista, es difícil no concluir que la política de MI es una política de ingresos inequitativa porque, fundamentalmente, está sesgada en contra de los asalariados.

Este sesgo particular surge por dos razones. En primer lugar, en la medida en que persista durante décadas una política de altas tasas reales de interés que favorece a los rentistas, como la aplicada durante las dos últimas décadas del siglo pasado antes de la CFG, se generará una reducción en la tasa de crecimiento de largo plazo y un aumento en la tasa de desempleo de largo plazo debido a los efectos obvios de histéresis que también eventualmente impactarán negativamente en el producto “potencial” de largo plazo, ya que este último es endógeno al crecimiento de la demanda agregada (ver, por ejemplo, Fontanari, Palumbo y Salvatori, 2019). De hecho, este fue el caso de Canadá en la era anterior a la CFG, que a menudo se describe en los Estados Unidos como el período de la “Gran Moderación”, ya que la economía atravesó un período de desinflación significativa. Por lo tanto, la política antiinflacionaria, tal como se aplicó, a veces se ha descrito como una política de ingresos del “miedo” porque, mediante el uso del instrumento contundente de las altas tasas de interés reales, la economía puede desacelerarse lo suficiente como para aumentar el desempleo de largo plazo y frenar la inflación salarial.

En realidad, una vez que ese instrumento contundente de la política del banco central desencadenó recesiones como, por ejemplo, el famoso *shock* de Volcker de principios de la década de 1980 (que fue también aplicado en Canadá con tasas de interés fijadas en niveles estratosféricos y luego, a principios de la década de 1990, implementado nuevamente por una política similar de altas tasas de interés adoptada por el Banco de Canadá), no había más necesidad de recesiones generadas por el banco central. Esto fue así, no solo porque el comienzo del siglo XXI ha proporcionado al mundo dos profundas recesiones que resultaron de otras fuerzas que operan en la economía mundial más allá de las estrictas recesiones generadas por las políticas de los bancos centrales y también por el accionar de China en el comercio mundial, que reforzó el proceso de desinflación en la economía mundial, sino también porque los cambios institucionales desencadenados por la política de MI en el mercado laboral generaron efectos similares a los que se producirían con la adopción de una política de ingresos voluntaria que introduzca normas o pautas en el proceso de determinación de los salarios.

Desde la adopción de la política de MI en las últimas décadas, los bancos centrales han hablado mucho sobre el anclaje de las expectativas de inflación. La estrategia de comunicación del Banco de Canadá ha sido implacable y sofisticada para dar forma a las expectativas de inflación a través de una estrategia de *marketing* de credibilidad para influir en el proceso de negociación en el mercado laboral. El ancla de inflación del 2%, que se repite con tanta frecuencia en la estrategia de comunicación del Banco para convertirla en una meta creíble, ha adquirido el papel de guía en el

mercado laboral canadiense cuando, por ejemplo, los trabajadores formulan demandas salariales. De hecho, existe un grado increíblemente alto de similitud entre la práctica actual de anclar las expectativas de inflación y los antiguos lineamientos de las políticas de ingresos de la temprana posguerra en Europa Occidental y América del Norte, donde los gobiernos comunicaban un objetivo para anclar los precios y el crecimiento de los ingresos. Sin embargo, a diferencia de esos lineamientos que se justificaban principalmente por motivos de distribución del ingreso y de equidad, en los que la meta de crecimiento salarial generalmente estaba vinculada a la evolución del crecimiento de la productividad laboral de largo plazo para preservar la participación de los factores a largo plazo, la meta de inflación del 2% resulta ser bastante arbitraria. Debido a que la política de MI no está correctamente anclada para lograr la neutralidad distributiva, genera un sesgo distributivo a largo plazo en contra de los ingresos laborales.

En los países industrializados, los bancos centrales han tenido mucho éxito durante las últimas tres décadas en alinear el comportamiento salarial con sus metas o normas de inflación preestablecidas. Sin embargo, independientemente del éxito de su estrategia para dar forma e incorporar su meta de inflación del 2% en las demandas salariales, tanto de los empleadores como de los trabajadores, al negociar un acuerdo colectivo, nosotros argumentamos que esto también es una medida del fracaso de la política del banco central cuando se enfrenta a sus consecuencias de largo plazo en la distribución del ingreso. La verdadera prueba de fuego consiste en considerar qué sucedió realmente con la participación del ingreso laboral en el PIB durante la era de MI. Como se muestra en el Gráfico 5, observamos que después de haber bajado inicialmente desde el pico inicial del período antiinflacionario de fines de la década de 1970 y principios de la de 1980, la participación de la mano de obra aumentó lentamente a fines de la década de 1980 para luego descender vertiginosamente casi inmediatamente después de la adopción de la política de MI en Canadá en 1991. Además, la participación de la mano de obra nunca volvió a aumentar después de la CFG, casi en el estilo de lo que podemos describir apropiadamente como un efecto “ratchet” en la distribución del ingreso o un efecto “histéresis” escalonado de largo plazo en la evolución de la participación del trabajo. Por esta razón, y contrariamente al pensamiento de algunos economistas de la corriente principal que finalmente reconocen que la política monetaria puede tener algunos efectos negativos en la distribución del ingreso de corto plazo, pero que siguen sosteniendo que nunca puede haber consecuencias a “largo plazo” (Carstens, 2021), el Gráfico 5 da fe de lo contrario en el caso de Canadá.

El impacto de largo plazo de la adopción de un régimen de MI sobre la participación de la mano de obra parece obvio si se considera que 30 años (sombreado en el Gráfico 5) es un período suficientemente largo para evaluar los daños. La única razón por la que la participación de la mano de obra se ha estabilizado un poco después de la CFG es porque las tasas de crecimiento de la productividad han sido tan bajas hasta antes de la crisis del COVID-19 en 2020 que solo han superado una vez la tasa de crecimiento del 2% durante la década de 2009 a 2019. Al mismo tiempo, la tasa de inflación se ha estancado durante la mayor parte del período por debajo del 2% y más cerca del extremo inferior de la banda de inflación objetivo del 1% al 3%, lo que aumentó levemente y/o estabilizó la participación del trabajo durante la década de “entre crisis” de 2009-2019, como puede verse en el Gráfico 5. Sin embargo, aun en el mundo relativamente “estable” de la política de MI antes de la CFG, el efecto del anuncio de una meta del 2% aseguró una cierta estabilidad en las

demandas salariales y en el crecimiento de los salarios nominales en torno a esa meta, cuyo efecto condujo a una disminución de la participación de la mano de obra en el largo plazo hasta la crisis del COVID-19. Dicha política garantizaría salarios reales relativamente estables en Canadá durante tiempos normales, pero también es una garantía de que los aumentos de los salarios reales nunca podrán alcanzar significativamente el crecimiento de la productividad que, durante la última década de tasas de interés reales persistentemente negativas, ha implicado una participación creciente de los beneficios. La pregunta que surge ahora es: ¿cómo debe implementarse la política monetaria para que la política distributiva del banco central esté menos sesgada en contra del trabajo en el incierto futuro de la post crisis?

Gráfico 5 | Evolución de la participación salarial en Canadá, observaciones anuales, 1970-2019



Fuente: AMECO Database, series ALCD2.

5. Si se abandonara la política de MI, ¿cuál debería ser el papel de la política monetaria en el mundo post COVID-19?

El compromiso primordial de los bancos centrales de luchar contra la inflación por encima de todos los demás objetivos posibles, como podría ser lograr el pleno empleo, se ha convertido en un factor desestabilizante para la evolución de la distribución del ingreso, lo que creemos que ha contribuido al debilitamiento de la participación del trabajo en el ingreso nacional en el largo plazo. Si bien otras fuerzas de la economía mundial, como el sesgo del cambio tecnológico hacia el trabajo calificado y las implicancias de la globalización desenfrenada, ciertamente han sido factores importantes históricamente para reducir la participación del trabajo, la política monetaria implementada por lo que irónicamente es una institución estatal *de facto* ha llevado a agravar aún más estas

tendencias de largo plazo hacia una creciente desigualdad. La política monetaria requiere una reforma importante que debe alejar a los bancos centrales de su preocupación casi exclusiva de combatir la inflación.

Cambiar el nombre a MI “flexible” o simplemente hablar de su preocupación por la distribución del ingreso desde la CFG, como hemos visto cada vez más durante la última década, no es suficiente. Esto es especialmente cierto si los banqueros centrales continúan sosteniendo la opinión de que no hay efectos de largo plazo de la política monetaria en la distribución del ingreso, que es solo otra forma de reafirmar la vieja y desacreditada creencia ortodoxa en la “neutralidad” de largo plazo de la política monetaria, como se discutió anteriormente, ya que deja libre a los bancos centrales y continúa permitiéndoles defender la visión establecida de que, a largo plazo, todo lo que pueden hacer los bancos centrales es controlar la inflación.

Debido a esto, hemos visto algunos cambios de política lentos y paulatinos, pero no por eso menos importantes, especialmente a medida que más gobiernos reconocen el valor de los mandatos de objetivos múltiples para los bancos centrales y abandonan el enfoque exclusivo de lograr una meta de inflación del 2%, al incluir también algún objetivo relacionado con el empleo. Una meta de “máximo” o de pleno empleo para la política monetaria puede potencialmente revertir la consecuencia negativa del objetivo único de la política de MI sobre la distribución del ingreso, al fortalecer la posición de negociación en el largo plazo de los trabajadores y lograr que el crecimiento de los salarios reales se pueda alinear más estrechamente con el crecimiento de la productividad que, como hemos argumentado, fue el fracaso crónico de los regímenes de MI de Canadá durante el período estricto de MI antes de la CFG. En este caso, un mandato de dos o múltiples objetivos liberaría a los bancos centrales de poner un límite permanente a la inflación por encima del 2% y de mantener a la economía crónicamente por debajo del pleno empleo.

Sin embargo, además de un mandato dual, existen reglas alternativas de fijación de tasas de interés que se han propuesto como opciones que abordarían los efectos perversos sobre la distribución del ingreso de la política de MI. A diferencia del mandato de pleno empleo que se centra en aumentar la estrechez del mercado laboral, estas otras opciones abordan directamente el problema de la distribución del ingreso entre los ingresos de los rentistas y los no rentistas. Hacer esto eliminaría por completo la capacidad de un banco central de adoptar una política de tasas de interés discrecional y, en cambio, se pondría a esta última en piloto automático.

Como hemos revisado con mayor detalle en otros trabajos (ver Rochon y Setterfield, 2008; y Lavoie y Seccareccia, 2019), ha habido al menos tres propuestas de este tipo, que establecerían las tasas de interés de acuerdo con alguna regla fija. La primera a veces se conoce como la regla de Kansas City, porque se asocia principalmente con los creadores de lo que se convirtió en la Teoría Monetaria Moderna (MMT), muchos de los cuales eran académicos reconocidos con sede originalmente en la Universidad de Missouri en Kansas City. La propuesta simplemente aconseja que la tasa de política administrada por el banco central, la tasa interbancaria (o la tasa a un día en Canadá), se fije nominalmente en cero, con otras tasas de activos financieros determinadas en base a la tasa cero del banco central. Se puede inferir que esto estabilizaría y mantendría los ingresos de los

rentistas a un nivel muy bajo, de modo que los frutos de la productividad se destinen principalmente a los ingresos no financieros. Lo que también dejaría en manos de la política fiscal, todo el trabajo de estabilizar el empleo agregado de la economía.

Una propuesta similar, aunque ligeramente diferente, es lo que a menudo se describe como la regla de Smithin. A diferencia de la propuesta de Kansas City de establecer en cero la tasa nominal a un día, la regla de Smithin fijaría la tasa de interés real en un nivel positivo, pero bajo, de forma permanente. Esto garantizaría que no se produjera ni la “eutanasia de los rentistas”, como en los últimos años, ni permitiría el aumento excesivo de los ingresos de los rentistas como se había producido durante las dos últimas décadas del siglo XX, hasta la CFG.

Una tercera propuesta, a la que a veces se hace referencia como la tasa de interés “justa”, que fue el resultado de un análisis propuesto originalmente por Luigi Pasinetti, se centra en el simple principio de equidad en el mantenimiento de una distribución de ingresos inalterada entre los que perciben ingresos por rentas financieras y los que no, especialmente en la preservación de activos financieros, como ocurre con el ahorro individual o los fondos de pensiones colectivos. Él creía que las tasas de interés deberían ser establecidas por el banco central de manera tal que el valor de los activos financieros permaneciera constante en términos de trabajo. Preservar el valor de estos activos en términos de trabajo significaría que la tasa de interés real debería ser igual al crecimiento de los salarios reales. Dado que los salarios reales se han mantenido relativamente estables durante las últimas cuatro décadas, una regla de tasa de interés “justa”, en el sentido de ser neutral en términos de distribución del ingreso y la riqueza, habría significado que el banco central lograra una tasa de interés real igual a cero para los activos relativamente libres de riesgo, como los bonos del gobierno de largo plazo (como sería a lo largo de la línea cero en el Gráfico 4).

Si bien todas estas propuestas tienen características interesantes que merecen una seria consideración, todas destacan el hecho de que, como institución pública, un banco central debería tener como preocupaciones algo más que la tasa de inflación. ¿No hay otros objetivos sociales que una institución pública tan importante también debería tener la obligación de abordar? En lugar de ver al desempleo y a una creciente distribución desigual del ingreso meramente como daños colaterales sin importancia en su búsqueda de un objetivo superior, su meta de inflación, una decreciente participación de la mano de obra en la distribución del ingreso también debería ser motivo de preocupación, al igual que una alta tasa de desempleo debería no ser vista simplemente como una consecuencia “natural” o necesaria de sus acciones. Después de tres décadas de MI y después de la CFG y, más recientemente, de la crisis de COVID-19, ha llegado el momento de un cambio de política que amplíe el propósito social de la banca central.

Debemos reconocer, por supuesto, que estas reglas operativas de interés “automáticas” serían difíciles de mantener frente a *shocks* internacionales, especialmente en una economía emergente como Argentina que, por ejemplo, enfrenta el “pecado original” de pagar los servicios de la deuda en una moneda distinta a la suya. Estas reglas serían difíciles de mantener en un entorno de este tipo, por lo que se necesitaría una política monetaria discrecional. En cierto modo, esta es la razón por la que estaríamos mucho más de acuerdo con un mandato de objetivos dobles/múltiples (ver

Lavoie y Seccareccia, 2021), como una segunda mejor solución, que permita una mayor flexibilidad en la elección de las opciones, sin dejar de estar comprometido con un alto nivel de empleo y una distribución de ingresos favorable a pesar de las presiones adversas del tipo de cambio. Es muy importante que el gobierno considere una batería de otras medidas con el fin último de afirmar lentamente un mayor grado de soberanía monetaria, porque, sin él, el banco central se verá limitado. En definitiva, se debe promover el uso de la propia moneda, incluyendo quizás la moneda digital del banco central, si eso facilitara y fortaleciera el uso de la moneda local, así como también adoptar políticas más clásicas en otras áreas de política, como la sustitución de importaciones, que sostendrían la demanda de moneda local, así como controles de capital. Sin un grado significativo de soberanía monetaria, los bancos centrales de las economías emergentes estarían condenados a adoptar posturas defensivas que frustrarían su capacidad para alcanzar los objetivos de pleno empleo, estabilidad de precios y una distribución más deseable del ingreso.

Referencias

- Arestis, P. y M. Sawyer (2003): "Inflation Targeting: A critical appraisal", *Levy Economics Institute Working Paper*, N° 388.
- Borio, C. (2017): "Through the Looking Glass", *Bank for International Settlements*, OMFIF City Lecture (22 de septiembre); <https://www.bis.org/speeches/sp170922.pdf>.
- Carstens, A. (2021): "Central Banks and Inequality", *Bank for International Settlements*, pp. 1-12; <https://www.bis.org/speeches/sp210506.pdf>.
- Cynamon, B. Z., S. Fazzari y M. Setterfield (2013): *After the Great Recession: The Struggle for Economic Recovery and Growth*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Davies, G. (2017): "The (Non) Disappearing Phillips Curve: Why it matters", *Financial Times*, 22 de octubre; <https://www.ft.com/content/e1d27c20-b34d-339e-a15f-21f1b3d87857>.
- Dietsch, P., F. Claveau y C. Fontan (2018): *Do Central Banks Serve the People?* Cambridge, UK: Polity Press.
- Fontanari, C., A. Palumbo y C. Salvatori (2019): "Potential Output in Theory and Practice: A Revision and Update of Okun's Original Method", *Institute for New Economic Thinking*, Working Paper N° 93 (31 de marzo).
- Krugman, P. (2018): "Why Was Trump's Tax Cut a Fizzle", *New York Times*, (18 de noviembre); <https://www.nytimes.com/2018/11/15/opinion/tax-cut-fail-trump.html>.
- Lavoie, M. (2006): "A Post-Keynesian Amendment to the New Consensus on Monetary Policy", *Metroeconomica*, 57 (2), pp. 165-192.
- Lavoie, M. y M. Seccareccia (1988): "Money, Interest and Rentiers: The Twilight of Rentier Capitalism in Keynes's *General Theory*", en *Keynes and Public Policy After Fifty Years*, vol. 2, ed. por O. Hamouda y J.N. Smithin, Aldershot: Edward Elgar, pp. 145-58.
- Lavoie, M. y M. Seccareccia (1999): "Fair Interest Rates," *Encyclopedia of Political Economy*, vol. 1, ed. P.A. O'Hara (ed.): London: Routledge, pp. 543-45.
- Lavoie, M. y M. Seccareccia (2019): "Macroeconomics and Natural Rates: Some Reflections on Pasinetti's Fair Rate of Interest", *Bulletin of Political Economy*, 13 (2), pp. 139-165.
- Lavoie, M. y M. Seccareccia (2021): *Going Beyond the Inflation-Targeting Mantra: A Dual Mandate*, Max Bell School for Public Policy, McGill University (23 de abril), pp. 5-40.
- Niggle, C. (1989): "Monetary Policy and Changes in Income Distribution", *Journal of Economic Issues*, 23 (3), septiembre, pp. 809-822.

Pasinetti, L. L. (1981): *Structural Change and Economic Growth*, Cambridge: Cambridge University Press.

Ortlieb, P. (2020): "The Second Wave of Central Bank Policy Innovation", *Official Monetary and Financial Institutions Forum*, <https://www.omfif.org/2020/11/the-second-wave-of-central-bank-policy-innovation/>.

Rochon, L. P. (2017): "In Pursuit of the Holy Grail: Monetary Policy, the Natural Rate of Interest, and Quantitative Easing", *Studies in Political Economy*, 97 (1), pp. 87-94.

Rochon, L. P. (2021): "The Inherent Biases of Monetary Policy", *Money and Budgetary Policy: Before and After the Global Crisis 2020*, ed. por A. Giron.

Rochon, L. P. y M. Setterfield (2008): "The Political Economy of Interest Rate Setting, Inflation, and Income Distribution", *International Journal of Political Economy*, 37 (2), pp. 2-25.

Seccareccia, M. (2017): "Which Vested Interests Do Central Banks Really Serve? Understanding Central Bank Policy Since the Global Financial Crisis", *Journal of Economic Issues*, 51 (2), pp. 341-50.

Seccareccia, M. y N. 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*, 48 (4), pp. 364-80.

Seccareccia, M. y M. Lavoie (1996): "Central Bank Austerity Policy, Zero-Inflation Targets, and Productivity Growth in Canada", *Journal of Economic Issues*, 30 (2), pp. 533-514.

Seccareccia, M. y M. Lavoie (2010): "Inflation Targeting in Canada: Myth versus Reality", *Macroeconomics, Finance and Money: Essays in Honour of Philip Arestis*, ed. por G. Fontana, J. McCombie, y M. Sawyer, London: Palgrave Macmillan, pp. 35-53.

Seccareccia, M. y M. Lavoie (2016): "Income Distribution, Rentiers, and their Role in a Capitalist Economy: A Keynes-Pasinetti Perspective", *International Journal of Political Economy*, 45 (3), Otoño, pp. 200-23.

Sharpe, S. y G. Suarez (2015): "Why Isn't Investment More Sensitive to Interest Rates: Evidence from Surveys", *U.S. Federal Reserve Board*.

Smithin, J. (1996): *Macroeconomic Policy and the Future of Capitalism: The Revenge of the Rentiers and the Threat to Prosperity*, Aldershot: Edward Elgar.

Solow, R. (2018): "A Theory is a Sometime Thing", *Review of Keynesian Economics*, 6 (4), pp. 421-424.