

# Ensayos Económicos

---

**El uso de las tasas de interés como instrumento de política monetaria: efectos reales, feedbacks positivos y discontinuidades**

Mark Setterfield

**Intensidad de la competencia y parámetros de conducta en el sector bancario hondureño**

Germán Coloma

**La caída de la participación de los ingresos del trabajo en las economías avanzadas**

Ángel Estrada y Eva Valdeolivas

**Indicadores del mercado accionario y actividad económica. Alguna evidencia para la Argentina**

Luis N. Lanteri

# 70

Junio de 2014



*ie* | BCRA  
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

# El uso de las tasas de interés como instrumento de política monetaria: efectos reales, *feedbacks* positivos y discontinuidades

**Mark Setterfield\***

Trinity College, Hartford

## Resumen

Este trabajo analiza el uso de la tasa de interés por parte de los bancos centrales como instrumento de política monetaria a la luz de una reconsideración de la teoría macroeconómica resultante de la crisis financiera y la Gran Recesión. Se identifican tres principios rectores relevantes para la conducción futura de la política de tasas de interés: prestar atención a los efectos reales, a los *feedbacks* positivos y a las discontinuidades. El documento también reflexiona sobre el uso de las metas de política como “cuasi-instrumento” de la política de estabilización.

*Clasificación JEL:* E12, E43, E52, E58.

*Palabras clave:* bancos centrales, economía Pos-Keynesiana, Nuevo Consenso, política monetaria, tasas de interés.

---

\* Una versión anterior de este trabajo fue presentada en las Jornadas Monetarias y Bancarias 2013 del Banco Central de la República Argentina bajo el título de “Reconsideración de la Teoría Macroeconómica, las Estructuras Financieras y el Papel de los Bancos Centrales”, Buenos Aires, 15 de noviembre de 2013. Las opiniones vertidas en el presente trabajo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: mark.setterfield@trincoll.edu.

# Using Interest Rates as the Instrument of Monetary Policy: Beware Real effects, Positive Feedbacks, and Discontinuities

**Mark Setterfield**

Trinity College, Hartford

## Summary

This paper discusses central banks' use of the interest rate as the instrument of monetary policy, in light of a reconsideration of macroeconomic theory induced by the financial crisis and Great Recession. Three main guiding principles for the future conduct of interest rate policy are identified: beware real effects; beware positive feedbacks; and beware discontinuities. The paper also reflects on the use of policy targets as a "quasi-instrument" of stabilization policy.

*JEL:* E12, E43, E52, E58.

*Keywords:* central banks, interest rates, monetary policy, New Consensus, Post-Keynesian economy.

## I. Introducción

El contexto de este trabajo es conocido. Antes del año 2008, se celebraba a la política monetaria como una “ciencia” que había contribuido exitosamente a la Gran Moderación (Clarida *et al.*, 1999; Galí y Gambetti, 2009). Pero los acontecimientos que tuvieron lugar inmediatamente después fueron un duro despertar, cuando la crisis financiera y la Gran Recesión sumieron primero a la economía de Estados Unidos y luego al resto del mundo en el ciclo económico desfavorable más severo desde la década de 1930.

El objetivo de este documento es el resultado inmediato de estos desarrollos. Reflexiona sobre el uso de la tasa de interés como instrumento de política monetaria a la luz de la reconsideración de la teoría macroeconómica resultante de la crisis. La discusión está organizada de la siguiente manera. La próxima sección ofrece algunas reflexiones breves sobre el estado actual de la macroeconomía monetaria. En la sección III se describen algunas lecciones para la conducción futura de la política monetaria, que incluyen lecciones sobre la política de tasa de interés y reflexiones sobre el uso potencial de las metas de política como “cuasi-instrumentos” de la política de estabilización. La última sección incluye algunas conclusiones.

## II. Reflexiones sobre el estado actual de la macroeconomía monetaria

Sobre la base de los desarrollos de la macroeconomía monetaria de las últimas dos décadas —y, en particular, del surgimiento del “Nuevo Consenso en Macroeconomía” (NCM, por sus siglas en inglés)— es tentador concluir que “ahora todos somos teóricos del dinero endógeno”, al menos en la superficie. Como resultado, Goodhart (2009) sostiene que, a pesar de las controversias que acompañaron los experimentos monetaristas durante los años 70 y 80, hay ahora un consenso general entre los economistas académicos de que la tasa de interés (más que la cantidad de dinero en circulación) es el instrumento de la política monetaria. Pero a esta conclusión se arriba de diferentes maneras. En la economía Pos-Keynesiana (PKE, por sus siglas en inglés), existe una teoría del dinero endógeno centrada en los bancos que demuestra por qué la tasa de interés debe ser la herramienta de política del banco central.<sup>1</sup> Sin embargo, en el “Nuevo Consenso en Macroeconomía”,

---

<sup>1</sup> Vea, por ejemplo, Arestis y Sawyer (2006).

la inestabilidad observada de la demanda de dinero hace que resulte prudente que los bancos centrales opten por usar la tasa de interés como su instrumento de política (convirtiendo de ese modo a la cantidad de dinero en circulación en un “residuo” endógeno).

Las diferencias teóricas entre la economía Pos-Keynesiana y el Nuevo Consenso en Macroeconomía se amplifican si consideramos la pregunta de política clave que enfrenta la autoridad monetaria: ¿qué debe hacer el banco central con su instrumento de tasa de interés? En la PKE encontramos preocupación por las interacciones monetarias reales, la inestabilidad e incluso las crisis en una economía monetaria sin centro de gravitación “natural”. Éstas son aguas potencialmente traicioneras, de las que los bancos centrales deben cuidarse. En cambio, en el NCM, el banco central sólo necesita utilizar la regla de Taylor para ajustar la tasa de interés y, al hacerlo, descubrirá que puede ajustar la economía a su nivel “natural” de actividad real consistente con una meta de inflación de su propia elección.<sup>2</sup> Esto significa simplificar la política monetaria.

Pero, la crisis financiera y la Gran Recesión revelaron que el NCM es un modelo de “tiempos normales” (Goodhart, 2009). En un principio, el NCM sólo pudo explicar la crisis como un raro “evento de cola”. Con posterioridad, brindó explicaciones basadas en revisiones *post hoc* del modelo básico de equilibrio general dinámico estocástico (DSGE, por sus siglas en inglés) en el que se sustenta el NCM, en otras palabras, mediante un proceso de “formulación de hipótesis después del evento”. Estas respuestas sólo sirven para centrar la atención en el fracaso predictivo masivo que ha sufrido el NCM desde el inicio de la crisis. No sólo no vio que la crisis se aproximaba (hubo eventos que no deberían haber ocurrido, menos aún en medio de una Gran Moderación), sino que el NCM sigue “entendiendo mal las cosas”. Consideremos, por ejemplo, la predicción de un sólido crecimiento en los Estados Unidos en la década posterior al 2010 en Feldestein (2010), basada en parte en la expectativa de una rápida recuperación de las condiciones económicas deprimidas generadas por la Gran Recesión y de un avance hacia la trayectoria del producto potencial determinado por la oferta de la economía. A la luz de este segundo fracaso en las predicciones, los macroeconomistas convencionales ahora enfrentan el “dilema” de un alto índice de desempleo continuo en los Estados Unidos (vea, por ejemplo, Coibion *et al.*, 2013).

---

<sup>2</sup> La aparente capacidad para perseguir dos metas de política (producto/empleo e inflación) con un único instrumento de política suele recibir el nombre de “coincidencia divina”. Vea Blanchard y Galí (2005) y, si desea una crítica, vea Caldentey y Vernengo (2013).

En cambio, en los modelos PKE, la crisis puede explicarse como un desarrollo endógeno del tipo vislumbrado hace largo tiempo por Hyman Minsky y sus seguidores, es decir, como producto de una creciente fragilidad financiera en el transcurso de un episodio prolongado de crecimiento después de la Segunda Guerra Mundial que evidenció la desintegración gradual de instituciones financieras instauradas después de la Gran Depresión (Wray, 2009). Además, los macroeconomistas vinculados con la tradición PKE vieron venir la crisis (vea, por ejemplo, Godley e Izurieta, 2002; Palley, 2002). La Gran Moderación fue entendida como un ocultamiento de una fragilidad financiera latente producida por el creciente endeudamiento de los hogares, una fuente de gastos que, a su vez, ocultaba el “núcleo podrido” de un proceso de generación de demanda agregada estimulado por una creciente desigualdad en los ingresos (Cynamon y Fazzari, 2008, 2013; Barba y Pivetti, 2009; Setterfield, 2013; Wisman, 2013). Desde este punto de vista, las causas subyacentes del “dilema” del alto desempleo continuo de los Estados Unidos identificadas por Coibion *et al.* (2013) son evidentes: ante la ausencia de una convergencia automática de la demanda agregada hacia niveles consistentes con el producto potencial, la formación de la demanda debe ser vista como un proceso inherentemente *histórico* (Cynamon *et al.*, 2013). Según esta óptica, el colapso del insostenible proceso de demanda agregada liderado por el consumo y financiado con deuda que existía antes de la crisis creó la posibilidad de un estancamiento secular de la formación de demanda agregada, que deriva en un estancamiento secular del producto y el empleo. La realización de esta posibilidad es lo que explica la experiencia pos-crisis de los Estados Unidos.<sup>3</sup>

El marcado contraste entre el éxito y el fracaso de las predicciones de la PKE y el NCM en los últimos 15 años nos lleva a la conclusión de que los modelos PKE parecen emerger como vencedores en una “prueba por pronóstico” del mundo real. Si se acepta esta conclusión, ¿cuáles son las lecciones para la política monetaria? Y, específicamente, ¿qué nos dicen los modelos macroeconómicos PKE sobre cómo los bancos centrales deberían encarar el manejo de la tasa de interés en los próximos años?

---

<sup>3</sup> Coibion *et al.* (2013) reconocen la necesidad de un estímulo sostenido a la demanda agregada (mediante la política monetaria y fiscal) para resolver los problemas que enfrenta Estados Unidos, aunque no identifican a las cuestiones vinculadas a la formación de la demanda agregada como la causa esencial de estos problemas.

### III. Lecciones para la conducción futura de la política monetaria

Los modelos macroeconómicos PKE focalizan la atención en tres principios generales que deberían guiar la futura conducta de los bancos centrales respecto de la definición de la tasa de interés: considerar los efectos reales, el *feedback* positivo y las discontinuidades. A continuación se describe cada uno de ellos en detalle.

#### III.1. Efectos reales

Los efectos potenciales del lado real de la política monetaria (en el producto, el empleo y el crecimiento) constituyen un tema bastante tratado en la PKE. En síntesis, no habiendo un equilibrio único determinado por la oferta hacia el cual gravita automáticamente el sector real de la economía, los modelos PKE demuestran que la política monetaria puede afectar de manera permanente el equilibrio del lado real. Es importante que este principio se refleje en los mandatos de los bancos centrales —que deberían ir más allá del régimen de metas de inflación e incluir alguna preocupación por el crecimiento y el empleo— y que los bancos centrales sean conscientes de los efectos reales de sus manejos de la tasa de interés en el curso normal de conducción de la política monetaria.

Sin embargo, no hay que “tirar al bebé junto con el agua sucia de la bañera”. En la medida que la inflación sea un problema —y es un problema (real o percibido) en muchas economías en desarrollo contemporáneas— es importante entender que, de acuerdo con la PKE, es posible fijar una meta de inflación y cumplirla sin dañar el desempeño del sector real si se utilizan los instrumentos apropiados (Setterfield, 2006b; Lima y Setterfield, 2008). En este contexto, “instrumentos apropiados” son aquellos que son sensibles a la estructura subyacente de una economía monetaria-productiva y, en particular, a su propensión a las interacciones monetarias-reales no transitorias. Este enfoque —que bien podría denominarse régimen de metas de inflación “flexible”— debe compararse con lo que Caldentey y Vernengo (2013) identifican como régimen de metas de inflación “estricto” (FFIT, sus siglas en inglés), que incluye (*inter alia*) el uso exclusivo de la política monetaria en la persecución de una meta de inflación, lo cual, desde la perspectiva de la PKE, corre el riesgo de sacrificar el crecimiento y el empleo en pos de una inflación baja.

Vale la pena señalar en este punto que, en la medida en que la inflación sea un problema y en la medida que esto sea así debido a que los mecanismos de puja salarial han sido efectivamente contenidos en los mercados laborales anglosajones mediante la creación de una “política de ingresos institucionalizada basada en el miedo” (Setterfield, 2006 a, 2007), la necesidad de un régimen de metas de inflación “flexible” no es en sí misma una mala noticia.<sup>4</sup> De acuerdo con la teoría de la inflación como conflicto, que es compatible con la visión PKE de una economía monetaria-productiva, el mismo canal de puja salarial que ayuda a causar o propagar la inflación también ayuda a sostener la participación del salario en el ingreso. Esto, a su vez, funciona en contra de las redistribuciones adversas del ingreso que vaciaron los mecanismos generadores de demanda agregada en las economías anglosajonas y crearon la dependencia creciente (y luego insostenible) a la deuda de los hogares ansiosos por financiar sus mayores gastos de consumo que no pudieron cubrir con el crecimiento de sus ingresos. Tal como se indicó anteriormente, desde una perspectiva PKE, estos desarrollos fueron una causa subyacente importante de la crisis financiera y la Gran Recesión (Cynamon y Fazzari, 2008, 2013; Barba y Pivetti, 2009; Setterfield, 2013; Wisman, 2013). Por consiguiente, el “yin y el yang” del canal de salarios indica que simultáneamente causa/propaga la inflación y ayuda a sostener una distribución más equitativa del ingreso que es, a su vez, funcional al crecimiento y al desarrollo financieramente sostenibles. Por lo tanto, el canal de salarios debe administrarse de manera adecuada en pos del crecimiento y el desarrollo, pero no eliminarse porque, como en el caso de ignorar la inflación, se estaría también “tirando al bebé junto con el agua sucia de la bañera”.

### **III.2. Feedbacks positivos**

#### *III.2.a. El canal de costos*

Elevar las tasas de interés aumenta los costos del servicio de la deuda corporativa. Dado que las decisiones de las empresas respecto de los precios están basadas en el costo, esto puede afectar a los precios y a su dinámica (es decir, a la inflación), estableciendo una relación positiva entre la tasa de interés y la tasa de inflación. Este canal de costos de la transmisión monetaria ha sido analizado en profundidad por la literatura del NCM y con razón: cualquier relación

---

<sup>4</sup> La expresión “política de ingresos basada en el miedo” fue acuñada por Cornwall (1990) y da naturaleza formal al “factor miedo” en el mercado laboral que el expresidente de la Reserva Federal de Estados Unidos Alan Greenspan consideró responsable de mantener a la inflación norteamericana bajo control durante los años 90 (Greenspan, 1997).



de retroalimentación entre las tasas de interés y la inflación sugiere que elevar las tasas en un intento por combatir la inflación puede ser autodestructivo.<sup>5</sup>

Los economistas asociados a la PKE también han advertido a los bancos centrales sobre las consecuencias potencialmente negativas de utilizar aumentos de la tasa de interés para bajar la inflación en presencia del canal de costos (vea, por ejemplo, Wray, 2007). Pero, tal como demuestran Lima y Setterfield (2011), en una economía monetaria-productiva, es la elección del régimen de política más que la existencia del canal de costos lo que afecta el éxito de la política de estabilización. En la medida en que el régimen de política sea consistente con la estructura subyacente de una economía monetaria-productiva, la política de estabilización es efectiva independientemente de la fortaleza del canal de costos de la transmisión monetaria.<sup>6</sup> Esto es una buena noticia para los bancos centrales. Sugiere que si se siguen los consejos delineados en la subsección previa, entonces las tasas de interés pueden manejarse sin temor a frustrar la estabilización macroeconómica a través del canal de costos.

### *III.2.b. Servicio de la deuda y gastos totales*

De la misma manera que elevar las tasas de interés aumenta las cargas del servicio de la deuda corporativa también incrementa los costos del servicio de la deuda de los hogares. Esto redistribuye el ingreso de los hogares deudores a los acreedores, lo que tradicionalmente se entiende en los modelos PKE como un factor negativo sobre los gastos totales y, por lo tanto, sobre la actividad real (Dutt, 2005, 2006; Hein, 2012).

Sin embargo, según Setterfield y Kim (2013), la manera en que los hogares atienden el servicio de su deuda tiene un efecto importante sobre cómo los costos del servicio de la deuda afectan el gasto de consumo y, por consiguiente, la actividad agregada. Si el costo del servicio de la deuda es considerado como un gasto de los hogares y no como una deducción de su ingreso (vea Cynamon y Fazzari, 2012), y si este gasto es considerado como un sustituto del ahorro, entonces la redistribución de deudores a acreedores impulsará el gasto de consumo, la demanda y la actividad agregada. El resultado es que elevar las tasas de interés puede estimular la economía. Sin embargo, esto crea el riesgo

---

<sup>5</sup> Vea Lima y Setterfield (2010) si desea consultar un estudio reciente de esta literatura.

<sup>6</sup> Una vez más, "ser consistente" se refiere aquí a la adaptabilidad del régimen de política a la estructura subyacente y las propiedades de una economía monetaria-productiva.

de que una política monetaria “contractiva” —aumentos de la tasa de interés como respuesta a una economía a la que se percibe como recalentada— pueda retroalimentarse (mediante los gastos totales) en el lado real, a medida que las tasas más altas que estimulan la actividad provocan más aumentos de la tasa, y así sucesivamente.

### **III.3. Discontinuidades**

Una discontinuidad obvia de la que los bancos centrales son plenamente conscientes después de la Gran Recesión es el límite de tasa de interés cero. Dado que la tasa de interés nominal no puede caer por debajo de cero, la capacidad de los bancos centrales para responder a las condiciones macroeconómicas recortando las tasas de interés lógicamente es limitada. Lo más probable es que la restricción impuesta por el límite de tasa de interés cero dificulte la política monetaria si las tasas de interés son bajas en primer lugar (de manera que hay menos capacidad de maniobra en un principio) y si el gasto de los hogares y las empresas es inelástico a la tasa de interés (de manera que hacen falta grandes recortes de la tasa para crear un estímulo al gasto de cualquier tamaño). En estas condiciones, al banco central le resultará difícil compensar una caída inicial de la demanda de préstamos reduciendo las tasas con el fin de crear un aumento de igual magnitud en la cantidad de préstamos demandados.

Sin embargo, es importante señalar que el límite de tasa de interés cero no es la única discontinuidad que los bancos centrales deben seguir de cerca cuando manejan la tasa de interés. Según la PKE, pueden surgir discontinuidades importantes a partir de la acumulación de deuda del sector privado. En este punto, la preocupación tiene dos orígenes. Primero, los deudores del sector privado no pueden crear dinero de manera autónoma para atender el servicio de sus deudas; por el contrario, su capacidad para cumplir con las obligaciones del servicio de la deuda está limitada por el flujo de fondos que generan. En segundo lugar, si la formación de expectativas es deficiente debido a incertidumbre sobre los fundamentales, es posible que, como resultado, la dinámica de acumulación de deuda (y, por lo tanto, las consecuencias del endeudamiento corriente) no sea plenamente prevista por el sector privado. Estas consideraciones se combinan para elevar las posibilidades de *default* del sector privado.

Tal como subraya Goodhart (2009), la falta de atención con respecto a la posibilidad de *default* es el principal problema de “condiciones normales” que tiene el NCM. Por lo tanto, en este esquema los cambios en las tasas de interés son financieramente benignos: desencadenan no más que sustituciones intertemporales óptimas de gastos por parte de los hogares que forman expectativas mirando hacia delante y con el objetivo de suavizar el consumo. En este entorno, los manejos de la tasa destinados a crear “aterrizajes suaves” después del auge sólo pueden ayudar a moderar las fluctuaciones agregadas. Pero, de acuerdo con la PKE, elevar las tasas de interés y, por lo tanto, aumentar la carga del costo del servicio de la deuda de las empresas y los hogares después de una acumulación sustancial de endeudamiento del sector privado puede desencadenar discontinuidades en los gastos, dado que el sector privado cae en *default* y/o busca desendeudarse.<sup>7</sup> La “detención súbita” de los gastos financiados con deuda puede ser acumulativa, dado que se liquidan activos (haciendo bajar los precios, generando posiciones patrimoniales negativas, y estimulando de ese modo el repliegue adicional de gastos y una mayor venta de activos) y colapsan las expectativas (lo que hará descender el gasto y provocar un deterioro adicional en el desempeño macroeconómico, generando un deterioro mayor de las expectativas). Estos resultados son el peligro real que presenta la política monetaria “contractiva” identificada en la sección anterior y que, en definitiva, puede de manera simultánea e involuntaria tanto elevar la tasa de crecimiento en equilibrio de forma acumulativa como reducir la probabilidad de que se pueda sostener el régimen de crecimiento. En este caso la analogía más apropiada no es sólo la del perro que persigue su propia cola sino la del perro que persigue su cola y, en el proceso, avanza en espiral hacia el borde de un precipicio.

### **III.4. ¿Una herramienta alternativa para la política monetaria?**

Como cabe esperar en un entorno en el que “ahora todos somos teóricos del dinero endógeno” (por más superficial que sea), este trabajo se ha focalizado hasta el momento en el manejo de la tasa de interés por parte de los bancos centrales en la aplicación de la política monetaria. Pero una lección importante de la PKE es el valor potencial de las metas de política en la conducción de la política monetaria (y la política de estabilización en general).

Hasta cierto punto, el NCM ha “secuestrado” este tema, un desarrollo que, a su vez, es fácilmente entendible. Por consiguiente, de acuerdo a la hipótesis de la

---

<sup>7</sup> Este es, por supuesto, un tema de larga data de Minsky.

tasa natural que es central en el pensamiento del NCM, la tasa de inflación de equilibrio es indeterminada. En este contexto, la meta de inflación del banco central puede crear un “ancla nominal” para la economía que, de otro modo, no existiría, determinando de manera efectiva una tasa de inflación de equilibrio. Como se indicó anteriormente, la “coincidencia divina” garantiza que, con los manejos correctos de la tasa de interés, el banco central puede guiar a la economía hacia un equilibrio consistente con el nivel “natural” de actividad real de la economía y la tasa de inflación preferida del banco central.

Sin embargo, la importancia de las metas de política en la conducción de la política de estabilización es un tema que encuentra su expresión más completa en la PKE. En una economía monetaria-productiva, tanto los resultados reales como los nominales dependen de las expectativas. Pero debido a la incertidumbre sobre los fundamentales, estas expectativas no tienen anclas evidentes. Como resultado, siempre hay un papel potencialmente útil de “fijación del rumbo” para las metas de política: las expectativas formadas bajo condiciones de incertidumbre se basan en parte en convenciones, y las metas de política claras y creíbles constituyen una fuente importante de convenciones sociales. En síntesis, un anuncio claro de metas de política creíbles puede contribuir, a través de la formación de expectativas, a la construcción social de resultados de equilibrio en una economía monetaria-productiva sin anclas reales o nominales “naturales”.<sup>8</sup> De hecho, Lima *et al.* (2013) sostienen que, en este entorno, las metas de política pueden sustituir a los instrumentos de política y actuar como “cuasi-instrumentos” en la búsqueda de la política de estabilización. Por lo tanto, los autores demuestran que incluso en presencia de un *trade-off* entre inflación y resultados reales, cuando las expectativas se ajustan hacia una meta de política fijada por las autoridades monetarias, el manejo de la tasa de interés por sí sola es suficiente para estabilizar una configuración de equilibrio consistente con las metas de tasa de inflación y producto del banco central. Además, esta resolución de lo que de otro modo parece ser una clara violación del principio de Tinbergen (que sostiene que debe haber tantos instrumentos de política como metas de política) se logra incluso cuando sólo parte de la comunidad considera creíble la meta de política del banco central y ajusta sus expectativas conforme a la meta.

---

<sup>8</sup> Si desea una discusión más profunda, vea Smithin (2004).

## IV. Conclusiones

El Nuevo Consenso en Macroeconomía que domina la macroeconomía desde hace dos décadas hace que la política monetaria parezca sencilla. El banco central sólo necesita fijar la tasa de interés de acuerdo con la regla de Taylor para “ajustar” la economía hacia su nivel “natural” de actividad real y una tasa de inflación de equilibrio que el mismo banco central elige. Pero el NCM es un modelo de “condiciones normales” al que la crisis desacreditó, porque no supo preverla y porque todavía sigue teniendo problemas para explicar sus consecuencias.

En cambio, la economía Pos-Keynesiana vio venir la crisis. Pero, además, su relato “previo al evento” de los orígenes de la crisis brinda una explicación oportuna del desempeño macroeconómico global persistentemente pobre que hemos presenciado desde entonces. Cuando se trata de conducir la política monetaria, la PKE sugiere que los efectos en la economía del manejo de la tasa de interés son complejos, con el potencial de que aparezcan efectos de largo plazo en el lado real, *feedbacks* positivos y discontinuidades. El principal mensaje de la PKE es que, en el futuro, los bancos centrales deberían prestar más atención a estas complicaciones cuando utilizan la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria. Además, los bancos centrales deberían considerar con sumo cuidado el papel potencialmente útil de las metas de política tanto en su condición de “factores de determinación del rumbo” como de “cuasi-instrumentos” de la política de estabilización en una economía monetaria-productiva, en la cual la toma de decisiones está sujeta a la incertidumbre sobre los fundamentales y la economía no tiene anclas reales o nominales “naturales”.

## Referencias

**Arestis, P. y M. Sawyer (eds.) (2006).** *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Cheltenham, Reino Unido, Edward Elgar.

**Barba, A. y M. Pivetti (2009).** "Rising Household Debt: Its Causes and Macroeconomic Implications – A Long-period Analysis", *Cambridge Journal of Economics*, 33 (1), pp. 113-137.

**Blanchard, O. y J. Galí (2005).** "Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model". Documento de Trabajo N° 11806, Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER).

**Caldentey, E. P. y M. Vernengo (2013).** "Is Inflation Targeting Operative in an Open Economy Setting?", *Review of Keynesian Economics*, 1, pp. 347-369.

**Clarida, R., J. Galí, y M. Gertler (1999).** "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, pp. 1661-1707.

**Coibion, O., Y. Gorodnichenko, y D. Koustas (2013).** "Amerisclerosis? The Puzzle of Rising US Unemployment Persistence", Documento de Discusión IZA N° 7715.

**Cornwall, J. (1990).** *The Theory of Economic Breakdown: An Institutional-Analytical Approach*, Oxford, Basil Blackwell.

**Cynamon, B. Z. y S. M. Fazzari (2008).** "Household Debt in the Consumer Age: Source of Growth - Risk of Collapse", *Capitalism and Society*, 3 (2).

**Cynamon, B. Z. y S. M. Fazzari (2012).** "Measuring Household Demand: a Cash Flow Measure", Washington University in St. Louis, mimeo.

**Cynamon, B. Z. y S. M. Fazzari (2013).** "Rising Inequality, Recession and Slow Recovery: A Sad American Tale", *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, 48 (6), pp. 379-380.

**Cynamon, B. Z., S. M. Fazzari, y M. Setterfield (2013).** "How the Great Moderation Became a (Contained) Depression and What to do About It", *The World Financial Review*, marzo-abril, pp. 10-14.

**Dutt, A. K. (2005).** "Consumption, Debt and Growth", en M. Setterfield (ed.), *Interactions in Analytical Political Economy*, Armonk, Nueva York, M.E. Sharpe, pp. 155-78.

**Dutt, A. K. (2006).** "Maturity, Stagnation and Debt: a Steindlian Approach", *Metroeconomica*, 57, pp. 339-364.

**Feldstein, M. S. (2010).** "U.S. Growth in the Decade Ahead", NBER, Documento de Trabajo N° 15685.

**Galí, J. y L. Gambetti (2009).** "On the Sources of the Great Moderation", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 1 (1), pp. 26-57.

**Godley, W. y A. Izurieta (2002).** "The Case for a Severe Recession", *Challenge*, Vol. 45, N° 2, pp. 27-51.

**Goodhart, C. A. E. (2009).** "The Continuing Muddles of Monetary Theory: A Steadfast Refusal to Face Facts", *Economica*, Vol. 76, pp. 821-830.

**Greenspan, A. (1997).** Testimonio ante el Comité de Presupuesto del Senado de Estados Unidos, 21 de enero.

**Hein, E. (2012).** *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism – and its Crisis*, Cheltenham, Edward Elgar.

**Lima, G. T. y M. Setterfield (2008).** "Inflation Targeting and Macroeconomic Stability in a Post-Keynesian Economy", *Journal of Post Keynesian Economics*, 30 (3), pp. 435-461.

**Lima, G. T. y M. Setterfield (2010).** "Pricing Behaviour and the Cost-push Channel of Monetary Policy", *Review of Political Economy*, 22 (1), pp. 19-40.

**Lima, G. T. y M. Setterfield (2011).** "The Cost Channel of Monetary Policy in a Post-Keynesian Macrodynamic Model of Inflation and Output Targeting", Documento de Trabajo N°11-02, Trinity College .

**Lima, G. T., M. Setterfield, y J. J. da Silveira (2013).** “Inflation Targeting and Macroeconomic Stability with Heterogeneous Inflation Expectations”, Documento de Trabajo N° 2013-11, Universidad de San Pablo (FEA-USP).

**Palley, T. I. (2002).** “Economic Contradictions Coming Home to Roost? Does the US economy Face a Long-term Aggregate Demand Generation Problem?”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 25, pp. 9-32.

**Setterfield, M. (2006a).** “Balancing the Macroeconomic Books on the Backs of Workers: A Simple Analytical Political Economy Model of Contemporary U.S. Capitalism”, *International Journal of Political Economy*, 35 (3), pp. 46-63.

**Setterfield, M. (2006b).** “Is Inflation Targeting Compatible with Post-Keynesian Economics?”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 28 (4), pp. 653-671.

**Setterfield, M. (2007).** “The Rise, Decline and Rise of Incomes Policies in the US During the Post-war Era: An Institutional-analytical Explanation of Inflation and the Functional Distribution of Income”, *Journal of Institutional Economics*, 3 (02), pp. 127-146.

**Setterfield, M. (2013).** “Wages, Demand and US Macroeconomic Travails: Diagnosis and Prognosis”, en Cynamon, B. Z., S. M. Fazzari, y M. Setterfield (eds.), *After the Great Recession: The Struggle for Economic Recovery and Growth*, Cambridge University Press, pp. 158-184.

**Setterfield, M. y Y. K. Kim (2013).** “Debt Servicing, Aggregate Consumption, and Growth”, Documento de Trabajo N° 13-16, Departamento de Economía, Trinity College.

**Smithin, J. (2004).** “Interest Rate Operating Procedures and Income Distribution”, en Lavoie, M. y M. Seccareccia (eds.), *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar, pp. 57-69.

**Wisman, J. D. (2013).** “Wage Stagnation, Rising Inequality and the Financial Crisis of 2008”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 37, pp. 921-945.



**Wray, L. R. (2007).** “A Post-Keynesian View of Central Bank Independence, Policy Targets, and Rules versus Discretion Debate”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 30 (1), pp. 119-41.

**Wray, L. R. (2009).** “The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskian Approach”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, pp. 807-828.