

Ensayos Económicos

Metas de inflación: un enfoque crítico

Philip Arestis

El euro: ¿por qué falló y cómo seguir adelante?

Jesper Jespersen

Sobre sinergias y controversias en la génesis y evolución de los enfoques de cartera

Eduardo Ariel Corso

Análisis de la integración de la regulación y supervisión financiera al banco central

Edgardo Demaestri, Gustavo Ferro

68

Junio de 2013



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Metas de inflación: un enfoque crítico

Philip Arestis*

Universidad de Cambridge

Resumen

En las últimas dos décadas ha surgido un Nuevo Consenso en Macroeconomía (NCM), que pasó a ser muy influyente en el pensamiento actual sobre macroeconomía y política económica, especialmente sobre la política monetaria, y cuya principal implicación para la política económica ha sido la implementación de metas de inflación (MI). Este trabajo plantea de manera crítica una serie de cuestiones relacionadas tanto con los fundamentos teóricos del NCM como con el esquema de MI. En ambos casos, observamos una serie de problemas y debilidades, que surgen particularmente de la ausencia de dinero y bancos, y del modo en que se utiliza la tasa de interés real de equilibrio en el modelo del NCM. Esto sugiere que es preciso ahondar en la investigación y contar con políticas económicas que disten en gran medida de las sugeridas por el marco teórico del NCM para poder hacer frente a los problemas planteados en este artículo.

Clasificación JEL: E31, E50, E60, G01.

Palabras clave: crisis, inflación, macroeconomía, metas de inflación, Nuevo Consenso en Macroeconomía, política económica, política monetaria.

* Las opiniones vertidas en el presente trabajo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: pa267@cam.ac.uk.

Inflation Targeting: A Critical Approach

Philip Arestis

University of Cambridge

Summary

A New Consensus in Macroeconomics (NCM) has emerged over the past couple of decades or so, which has become highly influential in terms of current thinking on the macroeconomy and of economic policy, especially monetary policy. Its main implication for economic policy has been the implementation of inflation targeting (IT). This paper critically raises a number of issues with both the NCM's theoretical foundations, as well as with the IT framework. On both accounts, we find a number of problems and weaknesses, which emanate from the absence of money and banks, and from the way the equilibrium real rate of interest is utilized in the NCM model. This suggests that a great deal more research is necessary and very different economic policies than what is suggested by the NCM theoretical framework are necessary to tackle the issues raised in this contribution.

JEL: E31, E50, E60, G01.

Keywords: crisis, economic policy, inflation, inflation targeting, macroeconomics, monetary policy, New Consensus in Macroeconomics.

I. Introducción

En las últimas dos décadas ha surgido un Nuevo Consenso en Macroeconomía (NCM), que pasó a ser muy influyente en el pensamiento actual sobre macroeconomía y política económica, especialmente sobre la política monetaria. El objetivo de este artículo son las implicancias que el paradigma del NCM tiene sobre la política económica. El supuesto central de este esquema consiste en que la estabilidad de precios es el objetivo más importante, y el único; y que debería alcanzarse mediante el uso de la política monetaria dado que la inflación es un fenómeno monetario. En tal sentido, sólo puede controlarse mediante cambios en la tasa de interés. Por lo tanto, se reconoce que la política monetaria es efectiva como medio para controlar la inflación. El logro de este objetivo debería dar paso a la estabilidad macroeconómica. En esto consiste precisamente la política económica de Metas de Inflación (MI) dentro del marco teórico del NCM.

Tras esta sucinta introducción, procederemos a analizar brevemente el marco teórico del NCM y las implicancias de la política de MI en la sección II. En la sección III realizamos una evaluación crítica de las metas de inflación, mientras que la sección IV, la última, contiene una síntesis y las conclusiones.

II. Las metas de inflación son la principal implicancia de NCM sobre la política económica

Comenzamos esta sección con una breve explicación del marco teórico del paradigma del NCM.

Basándonos en Arestis (2007, 2011; ver también Angeriz y Arestis, 2007; y Carlin y Soskice, 2009), utilizamos el siguiente modelo de 6 ecuaciones para este fin:

$$Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t(Y_{t+1}^g) + a_3 [R_t - E_t(p_{t+1})] + a_4 (rer_t) + s_1 \quad (1)$$

$$p_t = b_1 Y_t^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t(p_{t+1}) + b_4 [E_t(p_{wt+1}) - E_t \Delta(er)_t] + s_2 \quad (2)$$

$$R_t = (1 - c_3) [RR^* + E_t(p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (p_{t-1} - p^T)] + c_3 R_{t-1} + s_3 \quad (3)$$

$$rer_t = d_0 + d_1 \{ [R_t - E_t(p_{t+1})] - [R_{wt} - E_t(p_{wt+1})] \} + d_2 CA_t + d_3 E_t(rer_{t+1}) + s_4 \quad (4)$$

$$CA_t = e_0 + e_1(rer_t) + e_2Y_t^g + e_3Y_{wt}^g + s_5 \quad (5)$$

$$er_t = rer_t + P_{wt} - P_t \quad (6)$$

Los símbolos tienen los siguientes significados: a_0 es una constante que podría reflejar, entre otras, la postura de política fiscal; Y^g es la brecha de producto interno e Y_w^g es la brecha de producto mundial; R es la tasa de interés nominal (y R_w es la tasa de interés nominal mundial); p es la tasa de inflación (y p_w es la tasa de inflación mundial) y p^T es la meta de inflación; RR^* es la tasa de interés real de “equilibrio”, es decir, la tasa de interés que coincide con la brecha de producto cero, que implica a partir de la ecuación (2) una tasa de inflación constante; (rer) significa el tipo de cambio real, y (er) el tipo de cambio nominal, definido como en la ecuación (6) y expresado como unidades de moneda extranjera por unidad de moneda nacional; P_w y P (ambos en logaritmos) son los niveles de precios mundiales e internos respectivamente; CA es la cuenta corriente de la balanza de pagos; s_i (con $i = 1, 2, 3, 4, 5$) representa *shocks* estocásticos, y E_t se refiere a expectativas en el momento t . El cambio en el tipo de cambio nominal, como aparece en la ecuación (2), puede derivarse de la ecuación (6) como $\Delta er = \Delta rer + p_{wt} - p_t$.

La ecuación (1) es la ecuación de demanda agregada en la que la brecha de producto actual está determinada por la brecha de producto pasada y por la futura esperada, la tasa de interés real y el tipo de cambio real (mediante efectos en la demanda de exportaciones e importaciones). También es importante destacar que la política monetaria influye a través de esta relación en la brecha de producto, es decir, la diferencia entre el producto real y la tendencia del producto. Este último es el producto que prevalece cuando los precios son perfectamente flexibles sin ninguna distorsión cíclica; es, por lo tanto, una variable de largo plazo determinada por la oferta de la economía.

La ecuación (1) se deduce de la optimización intertemporal de la utilidad esperada de por vida del agente representativo que nunca incurre en incumplimiento de pagos, y bajo el supuesto de rigidez o fricción temporaria de precios y salarios. Esta optimización refleja la trayectoria óptima del consumo sujeta a una restricción presupuestaria. Esta es, por consiguiente, una relación con expectativas *forward-looking* que implica que la tasa marginal de sustitución entre consumo actual y futuro, sin considerar la incertidumbre y ajustada por la tasa de descuento subjetiva, es igual a la tasa de interés real bruta. Asimismo, la ecuación

(1) contiene elementos tanto de ajuste con rezagos como elementos que “miran hacia adelante”. La optimización de la utilidad intertemporal se basa en el supuesto de que todas las deudas, en última instancia, se pagan por completo, con lo cual se eliminan todos los riesgos de crédito y los incumplimientos de pagos. Esto se deduce del supuesto de lo que técnicamente se conoce con el nombre de condición de transversalidad, que significa en efecto que todos los agentes económicos con expectativas racionales son perfectamente solventes; ningún agente incurriría nunca en incumplimiento de pago alguno. Todas las obligaciones de pago de la economía pueden intercambiarse y son aceptadas. Por lo tanto, no hay necesidad de que exista un activo monetario específico. Todos los activos financieros a tasa fija son idénticos de modo tal que hay una única tasa de interés en cualquier período. Con el transcurso del tiempo, la tasa de interés única puede cambiar a medida que lo hacen las propensiones de préstamo y ahorro. Bajo estas circunstancias, ningún agente económico, sea un particular o una empresa, sufre restricciones de liquidez de ningún tipo. Por lo tanto, no hay necesidad de recurrir a intermediarios financieros (bancos comerciales u otros intermediarios financieros no bancarios), ni siquiera al dinero. Queda claro, entonces, que al basar el modelo del NCM en la condición de transversalidad, sus seguidores lo han transformado en un modelo esencialmente no monetario. Por consiguiente, no resulta sorprendente que ni las entidades bancarias privadas ni las variables monetarias sean esenciales en el marco del NCM.¹ La simplificación excesiva de estos supuestos adoptada por los seguidores del NCM ha producido serios problemas, especialmente con el surgimiento de la “gran recesión”. Resulta bastante asombroso que un enfoque no monetario de estas características haya sido adoptado por una serie de Bancos Centrales en todo el mundo.

También debe observarse que el tipo de cambio real afecta la demanda de importaciones y exportaciones y, en consecuencia, el nivel de demanda agregada y actividad económica.

La ecuación (2) es una Curva de Phillips que se deriva de la optimización intertemporal de una empresa representativa en un modelo de fijación de precios escalonados. La inflación en la ecuación (2) se basa en la brecha de producto actual, la inflación pasada y futura, los cambios esperados en el tipo de cambio nominal, y los precios mundiales esperados (inflación importada). El modelo permite precios

¹ La ausencia explícita del dinero nominal en el modelo se justifica en el supuesto de que el banco central permite que la masa monetaria sea la necesaria para alcanzar la tasa de interés real deseada. El dinero es, por lo tanto, residual.

rígidos en el corto plazo, el nivel de precios rezagado en esta relación, y flexibilidad total de precios en el largo plazo. Se supone que $b_2 + b_3 + b_4 = 1$ en esta ecuación, esto implica una Curva de Phillips vertical en el largo plazo.²

El término $E_t(p_{t+1})$ en la ecuación (2) capta las expectativas de inflación. En realidad, este término implica que el éxito de un Banco Central a la hora de contener la inflación depende no sólo de su actual postura de política sino también de las expectativas de los agentes económicos en torno a dicha postura. El supuesto de expectativas racionales es importante en este aspecto. Los agentes están en condiciones de conocer cómo funciona la economía y las consecuencias que sus acciones presentes tendrán en el futuro. Esto implica que los agentes económicos saben cómo reaccionarían las autoridades monetarias ante acontecimientos macroeconómicos que hoy influyen en sus acciones. En este sentido, la práctica de los bancos centrales modernos puede describirse como la administración de las expectativas privadas. En consecuencia, el término $E_t(p_{t+1})$ puede considerarse como el reflejo de la credibilidad del banco central. Si un banco central puede dar señales convincentes de su intención de alcanzar y mantener un bajo nivel de inflación, las expectativas de inflación disminuirán. Este término, por lo tanto, indica que puede reducirse la inflación actual a un costo significativamente más bajo en términos de producto que de otra manera. Así, la política monetaria opera mediante el canal de expectativas.

Los cambios esperados en los precios de las importaciones y en el tipo de cambio nominal son otros dos determinantes importantes de la inflación como se muestra en la ecuación (2).

La ecuación (3) es una regla de política monetaria que puede derivarse de la optimización de la función de pérdida de las autoridades monetarias sujeta a las restricciones impuestas por la estructura de la economía según se resume en el modelo estructural utilizado. Este proceso produce una función de reacción de la tasa de interés óptima específica del modelo que determina la tasa de interés óptima como una función de las variables de estado. En la ecuación (3) la tasa de interés nominal así derivada se relaciona con la inflación esperada, la brecha de producto, el desvío de la inflación respecto de la meta (o “brecha de inflación”) y la tasa de interés real de “equilibrio”. La tasa de interés rezagada

² El supuesto de una curva de Phillips vertical en el largo plazo implica que no hay desempleo voluntario. Se trata claramente, como mínimo, de un supuesto débil.

(a menudo ignorada en la literatura) representa la “suavización” de la tasa de interés implementada por las autoridades monetarias.

La regla operativa implica que la “política” se ajusta sistemáticamente a los acontecimientos económicos de manera predecible. La inflación por encima de la meta requiere tasas de interés más altas para contenerla, mientras que la inflación por debajo de la meta implicará tasas de interés más bajas para estimular la economía y aumentar la inflación. Además, se supone que el tipo de cambio no juega ningún papel en la fijación de las tasas de interés (excepto en la medida en que las modificaciones en el tipo de cambio produzcan un efecto en la tasa de inflación, lo que claramente desembocaría en la regla de tasa de interés).

La regla de política monetaria en la ecuación 3 incorpora la noción de una tasa de interés de equilibrio, identificada como RR^* . La relación indica que cuando la inflación se encuentra en el nivel esperado y la brecha de producto es cero, la tasa real fijada por la regla de política monetaria es igual a esta tasa de equilibrio. Esto implica que, siempre que el Banco Central tenga una estimación exacta de la RR^* , la economía puede orientarse hacia un equilibrio en el cual la brecha de producto es cero y la inflación se mantiene constante (a una tasa de interés igual a la meta prefijada). En este caso, la ecuación (1) indica que el nivel de la demanda agregada es consistente con una brecha de producto cero. En la economía del sector privado, esto implicaría que la tasa de interés real RR^* traería aparejada una igualdad entre el ahorro (*ex ante*) y la inversión.

La ecuación (4) determina el tipo de cambio como una función de los diferenciales de tasa de interés real, la posición de la cuenta corriente y las expectativas de tipos de cambio futuros (mediante factores internos como las primas de riesgo, la deuda pública interna, el grado de credibilidad de la meta de inflación, etc.).

La ecuación (5) determina la posición de cuenta corriente como una función del tipo de cambio real y de las brechas entre el producto interno y el mundial.

La ecuación (6) expresa el tipo de cambio nominal en función del tipo de cambio real. Debe destacarse nuevamente que las consideraciones sobre tipo de cambio se postulan (como en la ecuación 3) para que no jueguen ningún papel directo en la fijación de las tasas de interés por parte del Banco Central. Este tratamiento del tipo de cambio en el marco del NCM ha sido criticado, por ejemplo, por Angeriz y Arestis (2007).

Así, el modelo contiene seis ecuaciones y seis incógnitas: producto, tasa de interés, inflación, tipo de cambio real, cuenta corriente y tipo de cambio nominal, según lo definido en la ecuación (6).

La principal consecuencia de la política económica del NCM es que la política monetaria ha sido elevada a la categoría de política de tasa de interés. Esta política se implementa mediante MI. La política fiscal, por el contrario, sólo debería ocuparse de equilibrar aproximadamente el gasto público y la recaudación de impuestos, reduciendo efectivamente su importancia como instrumento activo de política económica. Este supuesto se basa en los argumentos habituales de *crowding out* de la inversión producido por los déficits presupuestarios y, por lo tanto, de la ineficacia de la política fiscal. También se basa en la adopción del teorema de “Equivalencia Ricardiana” (ver Arestis, 2007, 2009a, para más información).

Un supuesto importante que permite que la política monetaria tenga el efecto asignado por el NCM es la existencia de rigidez nominal temporaria de salarios, precios e información, o alguna combinación de estas variables. Por lo tanto, el banco central puede, mediante el uso de la tasa de interés nominal, influir en las tasas de interés reales y, por consiguiente, en el gasto real en el corto plazo.

Otro aspecto importante de las MI radica en el papel que desempeña la “inflación esperada” incluida en la ecuación (3). La meta de inflación propiamente dicha y los pronósticos del banco central son considerados aspectos que guían en forma contundente la percepción de la inflación esperada. Dados los retrasos producidos en el mecanismo de transmisión de la tasa de interés a la inflación, y el control imperfecto de la inflación, los pronósticos de inflación pasan a ser la meta intermedia de política monetaria en un marco donde la meta final es la propia tasa de inflación (Svensson, 1997, 1999).

III. Problemas con las metas de inflación

Una serie de argumentos han surgido a partir de ejercicios de evaluación del marco del NCM y de la política de MI implementados en varios países, que resumimos a continuación.

La baja inflación y la estabilidad de precios no siempre conducen a la estabilidad macroeconómica (Angeriz y Arestis, 2007, 2008). La crisis de agosto de 2007 es

una prueba fehaciente de este argumento. Pero incluso antes de la “gran recesión”, el crecimiento constante del producto y la inflación estable se asociaban con desequilibrios crecientes, esencialmente en las hojas de balance de hogares, empresas y entidades financieras. También había un creciente desalineamiento de los precios de los activos. Todos estos desequilibrios han demostrado ser realmente muy costosos (Arestis y Karakitsos, 2011).

Otros argumentos incluyen: el tipo de cambio no se analiza con la suficiente atención (Angeriz y Arestis, 2007), lo que puede dar lugar a desequilibrios en una economía determinada; no existen pruebas suficientes de la presencia de una curva de Phillips vertical a largo plazo (Juselius, 2008); tampoco se puede afirmar que la NAIRU no se vea afectada por la demanda agregada y la política económica (Arestis *et al.*, 2007) y por mercados laborales flexibles (Arestis y Sawyer, 2007); los países que no aplican políticas de MI han obtenido los mismos resultados que aquellos que sí las aplican en términos del impacto de las MI en la inflación y en el anclaje de las expectativas de inflación en niveles bajos (Angeriz y Arestis, 2007, 2008); no hay pruebas suficientes para restar importancia a la política fiscal (Angeriz y Arestis, 2009); de igual manera, no hay pruebas suficientes de que las proposiciones teóricas del NCM sean validadas por la evidencia empírica (Arestis y Sawyer, 2004, 2008a); la política de MI sólo puede pretender afrontar la inflación impulsada por el aumento de la demanda, no la inflación generada por el aumento de los costos (Arestis y Sawyer, 2008b).

Pesaran y Smith (2011) presentan una crítica integral al supuesto de expectativas racionales. En síntesis, “Los críticos han destacado una serie de problemas que incluyen la magnitud del conocimiento requerido, problemas de aprendizaje, dudas acerca del verdadero modelo, aversión a la ambigüedad, incertidumbre de comportamiento cuando uno debe formar expectativas sobre las expectativas de otros y limitaciones del modelo lineal cuadrático requerido para lograr un equivalente de certidumbre... los cálculos de optimización intertemporal suelen requerir expectativas sobre un futuro lejano y los relevamientos de expectativas distantes son escasos. Por lo tanto, aun cuando se cuente con relevamientos, sería necesario crear un modelo del proceso de formación de expectativas a fin de proporcionar estimaciones de estas expectativas más distantes... la hipótesis de expectativas racionales (REH, por sus siglas en inglés) exige que los agentes económicos conozcan o aprendan las verdaderas distribuciones de probabilidad condicional. Este supuesto resulta particularmente problemático en cuanto a la incertidumbre de comportamiento, cuando los agentes necesitan crear sus pro-

pias expectativas sobre las expectativas de otros, como en el “concurso de belleza” de Keynes. Si bien la REH puede ser una hipótesis de trabajo razonable para los procesos estacionarios y ergódicos, muchos procesos económicos y financieros se ven continuamente afectados por cambios institucionales, tecnológicos y políticos que son en buena parte impredecibles y se ponen de manifiesto como quiebres estructurales en los parámetros de las relaciones estimadas” (p. 6).

El supuesto del agente representativo es también otro supuesto poco convincente; y para citar a Solow (2008): “una economía moderna está compuesta por consumidores, trabajadores, jubilados, propietarios, gerentes, inversores, empresarios, banqueros, entre otros, con deseos, información, expectativas, capacidades, creencias y normas de conducta diferentes y, a veces, opuestos” (p. 243). El supuesto del agente representativo es, por consiguiente, muy insatisfactorio, y no permite tener en cuenta los efectos distributivos y ni generar consideraciones de política relevantes –y la experiencia de la “gran recesión” ha demostrado vívidamente cuán costoso resulta ignorar dichas consideraciones (ver, por ejemplo, Arestis y Karakitsos, 2011)–.

La tasa de interés real de equilibrio juega un papel crucial en el NCM. En tal sentido, debería ser posible calcularla fácilmente a partir de los datos económicos. Dichos datos deberían ser suficientemente precisos y estar disponibles cuando se los requiere. Weber *et al.* (2008) demuestran de manera persuasiva que si bien la tasa de interés real podría jugar un papel importante en la conducción de la política monetaria actual, existen serios problemas para que así sea. Las estimaciones empíricas de RR^* son extremadamente imprecisas, de modo que la tasa de interés real de equilibrio “no puede calcularse fácilmente a partir de los datos económicos observables” (p. 13). Este problema persiste, cualquiera sea el método que se utilice para estimar la tasa de interés real de equilibrio. Arestis y Chortareas (2008) proponen un enfoque más teórico para cuantificar la RR^* de EE.UU. a través de un modelo de Equilibrio General Dinámico y Estocástico (DSGE, por sus siglas en inglés). Nuevamente, se llega a una tasa de interés real de equilibrio que varía a lo largo del tiempo; esta tasa responde a preferencias e impactos tecnológicos que varían en el tiempo.

Existen otros dos problemas. En primer lugar, la ausencia de bancos y agregados monetarios en el marco teórico del NCM es grave. El problema aquí radica en que las variaciones en la tasa de interés, que pueden producir graves efectos a través de los préstamos bancarios, se encuentran completamente ausentes

de cualquier consideración en el NCM. Un cambio en la tasa de interés puede tener un impacto en la oferta de crédito mediante el denominado “canal de crédito de la política monetaria”, en el contexto de mercados de capitales imperfectos (Bernanke y Gertler, 1995). En segundo lugar, la adopción de la “hipótesis de mercados eficientes” (EMH, por sus siglas en inglés) supone que todos los mercados sin restricciones se equilibran continuamente, razón por la cual los desequilibrios, tales como las burbujas, son altamente improbables. En realidad, la política económica implementada para eliminar las burbujas conduciría a una “represión financiera”, lo cual sería un resultado muy malo según este enfoque. La experiencia ha demostrado que la liberalización financiera causó una serie de profundas crisis y problemas financieros sin precedente en la historia financiera mundial, los cuales culminaron con la crisis financiera de agosto de 2007. Es cierto que durante los últimos años, cuando surgieron las burbujas, las autoridades monetarias de los principales bancos centrales sostenían que la política monetaria no debería interferir con el libre funcionamiento de los mercados financieros. En tales circunstancias, una política monetaria proactiva requería que las autoridades se desempeñaran mejor que los participantes del mercado. Las autoridades de los bancos centrales prefieren enfrentar las consecuencias de la explosión de una burbuja minimizando los daños infringidos a la economía real. Este es el enfoque que ha sido adoptado por los principales bancos centrales del mundo, especialmente después de que el presidente de la Reserva Federal de EE.UU., Alan Greenspan, quien intentó defender a la economía de la “nueva burbuja tecnológica”, decidiera no adoptar una política monetaria contracíclica en presencia de las burbujas emergentes. Sin embargo, se considera que la burbuja inmobiliaria, que precipitó la crisis financiera de agosto de 2007, es el resultado de las políticas implementadas por Alan Greenspan durante la primera mitad de la década de los 2000. El argumento es entonces que dicho enfoque y la aceptación rotunda de la EMH lleva a cometer graves errores en la instrumentación de política monetaria.

IV. Síntesis y conclusiones

Este breve artículo ha tratado el NCM en una economía abierta donde el papel del tipo de cambio proporciona un canal adicional para la aplicación de la política monetaria. Este trabajo no sólo ha intentado aclarar las principales características del NCM, sino que además se ha concentrado en su principal incidencia de política, es decir, las metas de inflación.

Además, este trabajo plantea de manera crítica una serie de cuestiones relacionadas tanto con los fundamentos teóricos del NCM como con su política monetaria, la cual es, por cierto, el marco de las MI. En ambos casos, observamos una serie de problemas y debilidades, que surgen particularmente de la ausencia de dinero y bancos, y del modo en que se utiliza la tasa de interés real de equilibrio en el modelo del NCM. Por consiguiente, el NCM se basa en incongruencias y en una gran cantidad de arbitrariedades. Esto sugiere que es preciso ahondar en la investigación y contar con políticas económicas que disten en gran medida de las sugeridas por el marco teórico del NCM para poder hacer frente a los problemas planteados en este artículo.

Referencias

Angeriz, A. y P. Arestis (2007). “Monetary Policy in the UK”, *Cambridge Journal of Economics*, 31(6), pp. 863-884.

Angeriz, A. y P. Arestis (2008). “Assessing Inflation Targeting Through Intervention Analysis”, *Oxford Economic Papers*, 60(2), pp. 293-317.

Angeriz, A. y P. Arestis (2009). “The Consensus View on Interest Rates and Fiscal Policy: Reality or Innocent Fraud?”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 31(4), 567-586.

Arestis, P. (2007). “What is the New Consensus in Macroeconomics?”, capítulo 2 en P. Arestis (ed.), *Is There a New Consensus in Macroeconomics?*, Houndmills, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Arestis, P. (2009a). “Fiscal Policy within the NCM Framework”, en J. Creel y M. Sawyer (eds.), *Current Thinking on Fiscal Policy*, Houndmills, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Arestis, P. (2009b). “New Consensus Macroeconomics: A Critical Appraisal”, en Hein, E., Niechoj, T. y Stockhammer, E. (eds.), *Macroeconomic Policies on Shaky Foundations – Whither Mainstream Economics?*, Marburg: Metropolis, pp. 165-186.

Arestis, P. (2011). “Keynesian Economics and the New Consensus in Macroeconomics”, en E. Hein y E. Stockhammer (eds.), *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*, Edward Elgar: Cheltenham.

Arestis, P., M. Baddeley y M. C. Sawyer (2007). “The Relationship Between Capital Stock, Unemployment and Wages in Nine EMU Countries”, *Bulletin of Economic Research*, 59(2), pp. 125-148.

Arestis, P. y G. Chortareas (2008). “Atheoretical and Theory-Based Approaches to the Natural Equilibrium Real Interest Rate”, *Eastern Economic Journal*, 34(3), pp. 390-405.

Arestis, P. y E. Karakitsos (2011). "Current Crisis in the US and Economic Policy Implications", en P. Arestis, R. Sobreira, y J.L. Oreiro (eds.), *An Assessment of the Global Impact of the Financial Crisis*, Houndmills, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Arestis, P. y M. Sawyer (2003). "Reinstating Fiscal Policy", *Journal of Post Keynesian Economics*, 26(1), pp. 3-25.

Arestis, P. y M. C. Sawyer (2004). "Can Monetary Policy Affect the Real Economy?", *European Review of Economics and Finance*, 3(3), pp. 3-26.

Arestis, P. y M. Sawyer (2007). "Can the Euro Area Play a Stabilizing Role in Balancing the Global Imbalances?", en J. Bibow y A. Terzi (eds.), *Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Arestis, P. y M. C. Sawyer (2008a). "A Critical Reconsideration of the Foundations of Monetary Policy in the New Consensus Macroeconomics Framework", *Cambridge Journal of Economics*, 32(5), pp. 761-779.

Arestis, P. y M. Sawyer (2008b). "New Consensus Macroeconomics and Inflation Targeting: Keynesian Critique", *Economia e Sociedade*, Vol. 17, (Número Especial), pp. 631-655.

Bernanke, B. y M. Gertler (1995). "Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, 9(1), pp. 27-42.

Buiter, W. H. (2008). "Central Banks and Financial Crises", documento presentado en el Simposio *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, organizado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 21-23 de agosto, disponible en <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2008/Buiter.09.06.08.pdf>.

Carlin, W. y D. Soskice (2009). "A New Keynesian Open Economy Model for Policy Analysis", University College London University: Londres, mimeo.

Juselius, M. (2008). "Testing the New Keynesian Model on US and Euro Area Data", *Economics E-Journal*, Vol. 2(1), pp. 1-26.

Pesaran, H. y R. P. Smith (2011). “Beyond the DSGE Straitjacket”, CESifo Working Paper N° 3447, disponible en www.cesifo.org/wp.

Solow, R. M. (2008). “The State of Macroeconomics”, *Journal of Economic Perspectives*, 22 (1), pp. 243-246.

Svensson, L. E. O. (1997). “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets”, *European Economic Review*, 41(6), pp. 1111-1146.

Svensson, L. E. O. (1999). “Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule”, *Journal of Monetary Economics*, 43(3), pp. 607-654.

Weber, A., W. Lemke y A. Worms (2008). “How Useful is the Concept of the Natural Real Rate of Interest for Monetary Policy?”, *Cambridge Journal of Economics*, 32(1), pp. 49-63.