Hacer frente a la alta inflación en los mercados emergentes

Por Gita Gopinath, Primera subdirectora Gerente, FMI  
Discurso en la Conferencia Anual del Banco Central de Brasil, Brasilia

17 de mayo de 2023



Introducción

Gracias, Gobernador Campos Neto, por la presentación. Es un placer acompañarlos hoy en el Banco Central de Brasil.

La lucha contra la inflación sigue siendo la prioridad de los bancos centrales de todo el mundo. Esta no es una tarea fácil, dado que el crecimiento se está desacelerando y las tensiones financieras podrían intensificarse. Hoy me centraré en los desafíos que enfrentan los mercados emergentes (ME) para reducir la inflación, que se encuentra en máximos de varias décadas.

Me centraré en cuatro cuestiones clave:

* En primer lugar, los mercados emergentes han tenido un buen desempeño hasta ahora frente al rápido endurecimiento de las economías avanzadas (EA). ¿Qué explica el sólido desempeño de los ME?
* En segundo lugar, la inflación subyacente se mantiene muy por encima de las metas del banco central. ¿Cuál es la estrategia adecuada para reducir la inflación?
* En tercer lugar, ¿cómo deberían responder los bancos centrales de los mercados emergentes a las tensiones financieras, que pueden plantear compensaciones para lograr los objetivos de estabilidad de precios?
* Finalmente, ¿cómo puede ayudar la política fiscal a la lucha contra la inflación?

Sólido desempeño de los mercados emergentes en medio de tasas al alza

El fuerte endurecimiento de la política monetaria en las economías avanzadas, especialmente en EE. UU., a menudo ha provocado tensiones financieras o incluso crisis en los mercados emergentes. Debido a los mayores riesgos crediticios y cambiarios en los mercados emergentes, los inversionistas globales por lo general se retiraron rápidamente cuando las tasas de interés de los mercados emergentes aumentaron.

Este fue el caso en la década de 1980 y nuevamente a mediados de la década de 1990. En ese momento, los inversionistas tenían varias preocupaciones acerca de los mercados emergentes: altos niveles de deuda, a menudo de corta duración y denominada en moneda extranjera; reservas internacionales bajas y marcos políticos débiles, por ejemplo.

El reciente ciclo de ajuste se ha desarrollado de manera diferente. En respuesta al aumento de la inflación interna, los mercados emergentes, en promedio, endurecieron la política monetaria a partir de mediados de 2021, mucho antes que los países emergentes (diapositiva 3, panel izquierdo).

Sorprendentemente, las economías emergentes hasta ahora han demostrado ser resistentes tanto al endurecimiento de sus propias políticas como al endurecimiento de las economías emergentes, donde las tasas han aumentado al ritmo más acelerado en varias décadas. El crecimiento de los mercados emergentes se mantuvo fuerte durante el año pasado y se espera que se mantenga razonablemente bien este año, mientras que las salidas de capital han sido limitadas. Las salidas de América Latina, por ejemplo, han sido mucho menores que durante el Taper Tantrum de 2013 (diapositiva 3, panel derecho). Algunas divisas de mercados emergentes incluso se han apreciado frente al dólar.

¿Qué explica el sólido desempeño de los mercados emergentes? Un factor crítico son las reformas que los ME han implementado durante las últimas dos décadas. Estas reformas han ayudado a reducir los riesgos crediticios y cambiarios.

Los bancos centrales de ME han mejorado sus marcos de política monetaria y se han beneficiado de una mayor independencia. Se han movido hacia una mayor flexibilidad del tipo de cambio y han pasado de usar el tipo de cambio como ancla nominal a metas de inflación flexibles (diapositiva 4, panel izquierdo). Una mayor transparencia de las políticas ha permitido a los inversores determinar mejor los riesgos y ser menos propensos a huir durante los períodos de ajuste financiero global. [[1]](https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/05/16/sp051723-fdmd-inflation-speech-central-bank-of-Brazil" \l "_ftn1)

El éxito de los bancos centrales de los mercados emergentes en lograr una baja inflación ha ayudado a anclar las expectativas de inflación a largo plazo en torno a los objetivos anunciados (diapositiva 4, panel derecho, línea azul). Las expectativas de inflación a largo plazo responden menos a la evolución a corto plazo (línea roja del panel derecho) y hay menos variación de las previsiones de inflación a largo plazo entre los diferentes analistas. Si bien generar credibilidad en la política monetaria es un desafío continuo, los mercados emergentes están mejor preparados para la formidable tarea de abordar la alta inflación actual.

Los mercados emergentes también han logrado avances importantes en la mejora de la estabilidad financiera. Esto incluye garantizar que los bancos de mercados emergentes estén mejor capitalizados (diapositiva 5, panel izquierdo). Además, han tomado muchas medidas para fortalecer los marcos regulatorios, de supervisión y macroprudenciales para limitar la asunción de riesgos y los descalces cambiarios (FX).

Al mismo tiempo, los mercados emergentes han implementado reformas estructurales para alentar el desarrollo de mercados de bonos en moneda local y crearon importantes reservas de divisas (diapositiva 5, panel derecho), lo que reduce el riesgo de incumplimiento de la deuda por préstamos en divisas. Los mercados emergentes también se han beneficiado de marcos fiscales mejorados que fortalecen la sostenibilidad de la deuda. [[2]](https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/05/16/sp051723-fdmd-inflation-speech-central-bank-of-Brazil" \l "_ftn2)

Estos avances son importantes y han servido bien a los mercados emergentes hasta ahora. Al mismo tiempo, es importante tener presente que persisten considerables riesgos a la baja derivados del endurecimiento de la política monetaria en los mercados emergentes. Las condiciones aún pueden empeorar significativamente. Por ejemplo, las subidas de tipos en los EE. UU. se han producido hasta ahora con condiciones aún benignas, pero esto bien podría cambiar en el próximo período.

Perspectivas de inflación

En cuanto a las perspectivas de inflación de los mercados emergentes, los mercados financieros parecen alentados por la resiliencia que han observado y por las continuas caídas de la inflación general. Si bien existe una divergencia considerable entre los mercados emergentes en sus tasas de inflación, los mercados esperan que la inflación disminuya bastante rápido para alcanzar el objetivo en todos los mercados emergentes (diapositiva 6, panel izquierdo), sin afectar mucho el crecimiento económico. Y esperan que una inflación más baja permita que los bancos centrales de los mercados emergentes comiencen a hacer recortes de tasas a finales de este año (panel derecho).

A pesar de este optimismo, la inflación en muchos ME, como en las economías avanzadas, ha sido inesperadamente alta y persistente (diapositiva 7, panel izquierdo). De hecho, la inflación siempre ha sorprendido al alza. Mientras que la inflación de los bienes ha disminuido drásticamente o incluso se ha vuelto negativa, la inflación de los servicios ha sido fuerte (panel derecho). Además, el endurecimiento de las políticas no ha enfriado los mercados laborales de manera significativa, y el crecimiento de los salarios sigue siendo sólido en muchos mercados emergentes.

Estrategia de Gestión de Riesgos para la Política Monetaria

Todavía no sabemos exactamente qué explica la rigidez de la inflación, pero es probable que varios factores estén en juego y presenten riesgos de inflación al alza en el futuro.

En primer lugar, si bien la política monetaria se ha endurecido sustancialmente en muchos mercados emergentes, la actividad no se ha desacelerado tanto, dejando el desempleo cerca de mínimos históricos. Por supuesto, la política monetaria funciona con retrasos prolongados y variables, y aún no se han sentido todos los efectos del reciente endurecimiento de la política.

Pero la transmisión de la política monetaria hasta ahora parece menos contundente de lo que cabría esperar. Esto podría reflejar vientos de cola para el crecimiento debido a la fuerte demanda reprimida después de la pandemia y balances sólidos del apoyo anterior de la política fiscal y monetaria, ambos reduciendo la sensibilidad de la tasa de interés.

En segundo lugar, hemos visto una fuerte rotación de la demanda de bienes a servicios. Esto puede generar presiones inflacionarias persistentes porque la demanda de servicios tiende a ser menos sensible a las tasas de interés. Los servicios también tienden a ser intensivos en mano de obra y es poco probable que el crecimiento de los salarios se reduzca rápidamente.

En tercer lugar, parece probable que la pandemia haya reducido el producto potencial y el empleo, lo que tendería a aumentar las presiones alcistas tanto sobre los costos laborales como sobre la inflación. También ha tomado un tiempo para que los cuellos de botella de la cadena de suministro se resuelvan.

Si bien existe una incertidumbre considerable sobre las perspectivas de inflación y los riesgos tanto a la baja como al alza, estoy más preocupado que los mercados por los considerables riesgos de inflación al alza. Hay pocos precedentes históricos de que la inflación baje de niveles muy altos sin una desaceleración económica significativa. [[3]](https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/05/16/sp051723-fdmd-inflation-speech-central-bank-of-Brazil" \l "_ftn3) Por lo tanto, el hecho de que los mercados laborales y la actividad se mantengan bastante fuertes sugiere que podemos ver una presión alcista considerable sobre la inflación.

Estas presiones alcistas se intensificarían si la tasa natural de desempleo, U\*, ha aumentado significativamente y los mercados laborales están más calientes de lo que normalmente se estima. Si bien siempre es difícil medir U\* y el producto potencial, la posibilidad de que el empleo y el producto potenciales hayan caído más de lo estimado después de la pandemia es considerable y un riesgo clave de inflación al alza.

También hay motivos para preocuparse de que una inflación alta y sostenida pueda cambiar la dinámica de la inflación. En lugar de absorber los aumentos en los costos de los factores en sus márgenes de utilidad, las empresas se sentirían más cómodas transfiriéndolos; y los trabajadores exigirían la devolución de las pérdidas de salarios reales. En otras palabras, cuanto más tiempo permanezca alta la inflación, más difícil será reducirla y mayor será la contracción de la producción que se requerirá.

Este riesgo es especialmente relevante para los mercados emergentes, donde las expectativas de inflación están menos ancladas y la indexación de salarios y precios es más frecuente que en los países emergentes. Y estas economías son más vulnerables a las sorpresas al alza de la inflación dado un mayor traspaso de los shocks energéticos y del tipo de cambio a la inflación subyacente (diapositiva 9, gráfico de la derecha). [[4]](https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/05/16/sp051723-fdmd-inflation-speech-central-bank-of-Brazil" \l "_ftn4)

En general, hay una razón sólida para que los bancos centrales mantengan una postura política estricta y reaccionen agresivamente ante sorpresas de inflación al alza.

Los modelos estructurales ofrecen información sobre estos desafíos. Los modelos muestran que la función de reacción de la política debería volverse más agresiva para responder a la inflación cuando la inflación tiene un componente retrospectivo sustancial que puede reflejar arreglos formales de indexación o expectativas adaptativas. En esas situaciones, los shocks de demanda positiva o de aumento de costos tienen efectos más duraderos.

Es útil considerar la política óptima en un modelo neokeynesiano simple con indexación hacia atrás que impulsa la persistencia. En este modelo, el parámetro de persistencia es i P y la brecha del producto x, y se supone que el formulador de políticas minimiza una función de pérdida que depende de la varianza de la brecha del producto y la inflación (en relación con la meta). La función de reacción óptima exige empujar la producción por debajo del potencial en mayor medida cuando la inflación es más persistente.

Este escenario ilustra los problemas que pueden surgir si la política monetaria reacciona a un shock inflacionario —en este caso, un shock de aumento de costos— usando una regla que es óptima cuando la persistencia de la inflación es bastante baja, cuando en realidad la persistencia estructural es mucho mayor (diapositiva 10, gráficos a la derecha). La regla bastante pasiva, que se muestra con las líneas discontinuas rojas, permite que la inflación aumente mucho más que la regla basada en el parámetro de persistencia "correcto" que se muestra con las líneas azules sólidas. Si bien las pérdidas de producción son menores inicialmente bajo la regla más pasiva, dicha regla deja al banco central con un problema de inflación mayor. Y si el formulador de políticas se da cuenta después de un tiempo y sigue la regla óptima con el parámetro de persistencia correcto, la inflación puede reducirse más rápido.

Política monetaria y tensión financiera

Si bien las principales economías emergentes han logrado superar tanto su propio endurecimiento de las políticas como los problemas financieros en las economías emergentes, aún podrían verse afectadas por la tensión financiera.

Estas tensiones pueden afectar a los mercados emergentes de manera diferente a lo que hemos visto en los EE. UU., donde las grandes pérdidas no realizadas debido al desajuste de la duración han desconcertado a los inversores y precipitado corridas bancarias. Los mercados emergentes pueden estar más expuestos al riesgo crediticio y de tipo de cambio que surge de la desaceleración de la actividad interna o las salidas de capital. El aumento de las vulnerabilidades soberanas en este entorno puede desencadenar tensiones en el sistema bancario y debilitar la macroeconomía. Las presiones también aumentan por el endeudamiento en moneda extranjera, especialmente en horizontes cortos.

Los bancos centrales de ME tienen formas de reducir las tensiones entre sus objetivos de precios y estabilidad financiera. Estos incluyen herramientas ex ante, como herramientas macroprudenciales y CFM/MPM preventivos, pero también herramientas que se pueden usar en caso de estrés, como préstamos de ventana de descuento a más largo plazo, repos, compras de activos y préstamos en FX, que a veces está respaldado por líneas de swap del banco central. Muchos mercados emergentes proporcionaron apoyo de liquidez durante la COVID y encontraron que estas intervenciones eran efectivas para reducir el estrés financiero.

Sin embargo, al igual que los bancos centrales de AE, deben tener cuidado con la forma en que utilizan estas herramientas. Expandir sus balances mientras luchan contra la inflación podría generar confusión sobre la postura de la política monetaria, aumentar la exposición al riesgo crediticio o de vencimiento y generar preocupaciones políticas sobre "elegir ganadores y perdedores". En consecuencia, es importante poner un listón alto en tales intervenciones, asegurándose de que sean temporales y específicas.

Los bancos centrales de los ME también pueden enfrentar crecientes presiones externas, incluso si las condiciones financieras globales se endurecen drásticamente, provocando un éxodo de los activos de los ME. El marco de política integrado (IPF, por sus siglas en inglés) del Fondo es útil para identificar las condiciones bajo las cuales las medidas de intervención cambiaria (FXI, por sus siglas en inglés) y gestión de flujos de capital (CFM, por sus siglas en inglés) pueden ser útiles para mejorar las compensaciones de política que enfrentan los bancos centrales de ME. [[5]](https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/05/16/sp051723-fdmd-inflation-speech-central-bank-of-Brazil" \l "_ftn5) El personal del Fondo ha desarrollado y aplicado modelos conceptuales y más cuantitativos para ilustrar cómo se deben usar estas herramientas, y la investigación está en curso. [[6]](https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/05/16/sp051723-fdmd-inflation-speech-central-bank-of-Brazil" \l "_ftn6)

El uso de estas herramientas debe guiarse por un análisis cuidadoso de las fricciones y la naturaleza de los choques. Permitir que el tipo de cambio se ajuste con flexibilidad es deseable si los mercados de divisas son razonablemente profundos, los impactos afectan principalmente a los fundamentos, como los precios de las materias primas, y el riesgo de tensiones financieras es moderado.

El caso de FXI es más sólido si la profundidad del mercado de divisas es baja y la economía enfrenta shocks financieros externos asociados con el deterioro de la confianza de los inversores. Incluso en este caso, el banco central debe reconocer las compensaciones inter temporales involucradas en el uso de FXI para respaldar el tipo de cambio, incluido el riesgo de que pueda comprometer su capacidad para brindar respaldo de liquidez en FX.

Política fiscal e inflación

Algunos de los efectos secundarios de combatir la inflación con la política monetaria, incluidas las tensiones financieras que acabamos de mencionar, pueden reducirse permitiendo que la política fiscal desempeñe un papel más importante. Los gobiernos pueden, y deben, priorizar las necesidades de los más vulnerables mientras reducen el apoyo fiscal de base amplia que no está justificado en un entorno de alta inflación.

El personal técnico del FMI está utilizando modelos tanto empíricos como estructurales para evaluar cómo la política fiscal puede ayudar a combatir la inflación. [[7]](https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/05/16/sp051723-fdmd-inflation-speech-central-bank-of-Brazil" \l "_ftn7) La ​​diapositiva muestra los resultados de un modelo DSGE estilizado de dos países que considera dos enfoques diferentes para reducir la inflación (diapositiva 16). El primero se basa exclusivamente en el endurecimiento monetario para enfriar la economía recalentada, mientras que el segundo implica la consolidación fiscal. El escenario calibra el endurecimiento monetario y fiscal, por lo que los efectos del PIB son esencialmente idénticos.

Ambos enfoques son claramente efectivos para reducir la inflación (panel izquierdo). Sin embargo, funcionan a través de diferentes canales: el endurecimiento monetario reduce la demanda al impulsar las tasas de interés y hacer que la moneda se aprecie, mientras que el endurecimiento fiscal enfría la demanda sin necesidad de que las tasas de interés suban; de hecho, las tasas de interés caen un poco (panel central) y la moneda tiende a depreciarse. Además, el endurecimiento monetario hace que aumente la deuda pública debido a los mayores costos del servicio de la deuda y los efectos adversos de la desaceleración económica en el resultado primario, mientras que la deuda pública cae en el caso de la consolidación fiscal (panel derecho).

Por el contrario, el apoyo fiscal de base amplia obligaría al banco central a pisar los frenos para frenar la inflación, como se ilustra en el escenario del modelo que muestra los efectos de una expansión fiscal de un punto porcentual del PIB, o haría que la inflación aumentara más. , lo que podría conducir a la desvinculación si el banco central decide adaptarse (diapositiva 17, paneles izquierdo y medio). La deuda pública eventualmente aumentaría bajo cualquiera de los dos enfoques, pero especialmente bajo el endurecimiento más enérgico de la política monetaria (panel derecho).

Por lo tanto, la expansión fiscal de base amplia es contraproducente para las economías que luchan contra la alta inflación, especialmente los mercados emergentes. El trabajo analítico realizado por el personal técnico del FMI, incluso en el Monitor Fiscal y el Informe de Estabilidad Financiera Mundial, muestra cómo una deuda pública más alta en los ME los hace más vulnerables al incumplimiento soberano (diapositiva 18, panel izquierdo) y tiende a aumentar los diferenciales soberanos.

Las posiciones fiscales débiles pueden aumentar el riesgo de un nexo soberano-banco adverso, en el que las caídas en los precios de los bonos soberanos perjudican a los bancos, y la perspectiva macro más débil a su vez socava la solvencia del soberano, incluso a través de canales fiscales.

Las posiciones fiscales débiles también pueden aumentar los riesgos de dominio fiscal, especialmente en un entorno de alta inflación donde las autoridades fiscales pueden temer que una política monetaria restrictiva debilite aún más los equilibrios del sector público y la macroeconomía. La investigación del FMI ha mostrado cómo el deterioro de las posiciones fiscales en los mercados emergentes tiende a presionar al alza las expectativas de inflación a largo plazo, lo que complica la tarea de la política monetaria (panel derecho). [[8]](https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/05/16/sp051723-fdmd-inflation-speech-central-bank-of-Brazil" \l "_ftn8)

En total, la restricción fiscal puede mitigar el desafío de reducir la inflación y reducir las vulnerabilidades financieras que dificultan aún más la lucha contra la inflación.

Conclusión

Para concluir, he argumentado que los mercados probablemente sean demasiado optimistas acerca de lo que se necesitará para reducir la inflación en los mercados emergentes. A pesar de las señales alentadoras, me preocupa que las presiones de los precios parezcan arraigadas en muchas economías y que los riesgos de inflación al alza sean considerables. Por lo tanto, los bancos centrales deben permanecer decididos a mantener las políticas estrictas y reconocer que un endurecimiento monetario insuficiente ahora puede requerir acciones aún más dolorosas en el futuro, una lección del período de alta inflación de la década de 1970 que se aplica mucho hoy. La restricción fiscal puede ayudar a respaldar la lucha contra la inflación por parte de los bancos centrales. Y las herramientas financieras, utilizadas juiciosamente, pueden mejorar las compensaciones en caso de estrés financiero pronunciado.

Si bien estos desafíos son globales, se intensifican para los mercados emergentes. Por lo tanto, es fundamental que las autoridades de ME refinen y fortalezcan sus marcos de política monetaria, fiscal y financiera. Debe mantenerse la independencia del banco central, junto con mejoras adicionales en la transparencia y la comunicación. Mejores marcos de políticas, tanto monetarias como financieras, han permitido a los bancos centrales de los mercados emergentes aplicar políticas anticíclicas durante la crisis financiera mundial y la pandemia de COVID. Estos marcos han ayudado a los mercados emergentes a resistir el mayor endurecimiento de la política monetaria en las economías avanzadas en varias décadas. Y deben continuar sirviendo como un ancla de estabilidad para ayudar a transitar el desafiante camino por delante.

Referencias

Adrian, Tobias, Christopher Erceg, Jesper Linde, Pawel Zabczyk y Jianping Zhou. 2020. “A Quantitative Model for the Integrated Policy Framework,” IMF Working Paper No, 2020/122, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC

Adrian, Tobias, Christopher Erceg, Marcin Kolasa, Jesper Linde y Pawel Zabczyk. 2021. “A Quantitative Microfounded Model for the Integrated Policy Framework,” IMF Working Paper No. 2021/292, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC

Baba, Chikako y Jaewoo Lee, 2022, “Efectos de segunda ronda de las crisis del precio del petróleo: implicaciones para las perspectivas de inflación en Europa”. Documento de trabajo del FMI No. 2022/173, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.

Ball, Laurence, 1991, “La génesis de la inflación y los costos de la desinflación”. *Revista de Dinero, Crédito y* Banca, 23(3), 439-52.

Basu, Suman, Emine Boz, Gita Gopinath, Francisco Roch y Filiz Unsal, 2020, “A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework”, IMF Working Paper No. 2020/121, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC

Brandao-Marques, Luis, Marco Casiraghi, Gaston Gelos, Olamide Harrison y Gunes Kamber, de próxima publicación, “Is High Debt Constraining Monetary Policy? Evidence from Inflation Expectations” Documento de trabajo del FMI Próximamente, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC

Brandao-Marques, Luis, Gaston Gelos, and Natalia Melgar. 2018, “Transparencia de los países y la transmisión global de los shocks financieros”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 96, págs. 56-72.

Cecchetti, Stephen G., Michael E. Feroli, Peter Hooper, Frederic S. Mishkin y Kermit L. Schoenholtz, 2023, "Gestión de las desinflaciones". Documento de trabajo, Chicago Booth Initiative on Global Markets US Monetary Policy Forum. (Consultado el 2 de marzo de 2023)

Chen, Jiaqian., Raphael Espinoza, Carlos Goncalves, Tryggvi Gudmundsson, Martina Hengge, Zoltan M. Jakab y Jesper Linde, 2022, “Interacciones fiscal- monetarias efectivas en recesiones severas”. Documento de trabajo del FMI No. 2022/170, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC

Dinçer, Nergiz., Barry Eichengreen y Petra Geraats. 2019, “Transparencia de la política monetaria en el mundo posterior a la crisis”. *El manual de Oxford de la economía de la banca central, 2019*, p.287.

Erceg, Christopher J., Jesper Lindé, 2012, “Consolidación fiscal en una economía abierta”. *American Economic Review*, 102(3), pp.186-191.

Friedman, Milton y Anna J. Schwartz, 1963, “Una historia monetaria de los Estados Unidos, 1867-1960”. Prensa de la Universidad de Princeton.

Gelos, Gelos, Umang Rawat y Hanqing Ye, 2020, “COVID-19 en los mercados emergentes: escapar de la trampa de la prociclicidad de la política monetaria”. Vox UE. org, 20.

Fondo Monetario Internacional (FMI), *Bases de datos de Perspectivas de la economía mundial*. Washington DC

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2020, “Hacia un marco de política integrado”. Documento de política del FMI 2020/046, Washington, DC

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2022, *Informe sobre la estabilidad financiera mundial: Las ondas de choque de la guerra en Ucrania ponen a prueba la resiliencia del sistema financiero*. Washington, DC, abril.

Romer, Christina D. y David H. Romer, 1989, "¿Importa la política monetaria? Una nueva prueba en el espíritu de Friedman y Schwartz". *NBER Macroeconomics Annual*, 4, pp. 121-170.

Vegh, Carlos A. y Guillermo Vuletin, 2014, "El camino hacia la redención: respuesta política a las crisis en América Latina". *Revista Económica del FMI* 62, no. 4: 526-568.

[[1]](file:///C:\\Users\\JDeslauriers\\OTmp\\cb_brazil_speech_may16_2pm.docx" \l "_ftnref1) Brandao-Marques, Gelos y Melgar, 2018.

[[2]](file:///C:\\Users\\JDeslauriers\\OTmp\\cb_brazil_speech_may16_2pm.docx" \l "_ftnref2) Vegh y Vuletin, 2014.

[[3]](file:///C:\\Users\\JDeslauriers\\OTmp\\cb_brazil_speech_may16_2pm.docx" \l "_ftnref3) Friedman y Schwartz, 1963; Romer y Romer, 1989; Bola, 1991; Cecchetti y otros, 2023.

[[4]](file:///C:\\Users\\JDeslauriers\\OTmp\\cb_brazil_speech_may16_2pm.docx" \l "_ftnref4) Baba y Lee, 2022.

[[5]](file:///C:\\Users\\JDeslauriers\\OTmp\\cb_brazil_speech_may16_2pm.docx" \l "_ftnref5) FMI 2020

[[6]](file:///C:\\Users\\JDeslauriers\\OTmp\\cb_brazil_speech_may16_2pm.docx" \l "_ftnref6) Basu y otros, 2020; Adrián y otros, 2021.

[[7]](file:///C:\\Users\\JDeslauriers\\OTmp\\cb_brazil_speech_may16_2pm.docx" \l "_ftnref7) Chen y otros, 2022.

[[8]](file:///C:\\Users\\JDeslauriers\\OTmp\\cb_brazil_speech_may16_2pm.docx" \l "_ftnref8) Brandao-Marques y otros, 2023.

**Departamento de Comunicaciones del FMI**

RELACIONES CON LOS MEDIOS

**OFICIAL DE PRENSA:**

**TELÉFONO:**+1 202 623-7100 **CORREO ELECTRÓNICO:** MEDIA@IMF.ORG

