



## ¿Qué puede hacer la política monetaria?<sup>1</sup>

Edwin Felipe Morales Cal<sup>2</sup>

### Introducción

¿Qué puede hacer la política monetaria? Esta pregunta tiene varias respuestas. En primer lugar, puede hacer menos de lo que las personas creen que se puede hacer con la meta de inflación. Pues están los que quieren ampliar los objetivos de la política monetaria mucho más allá de la inflación para incluir metas para el crecimiento, así como la estabilidad financiera e incluso la desigualdad de ingresos. Pensar sobreestimar la meta de inflación puede ser un grave error y es un pensamiento poco realista. En segundo lugar, puede hacer mucho más de lo que está implícito en muchos modelos económicos que tienen una visión estrecha de los canales por los que la política monetaria afecta el comportamiento y como consecuencia hacen que la capacidad de la política monetaria para estabilizar la economía sea poco duradera. En tercer lugar, el éxito de la política monetaria en el logro de una inflación estable (o precios) depende fundamentalmente de que esta sea coherente con la política fiscal. La política monetaria no puede esperar lograr la estabilidad de precios aislado de los temas fiscales; la política monetaria no tiene todas las cartas, no puede vencer en todo por sí sola.

Algo muy claro que no puede hacer la política monetaria es mantener una inflación muy cerca de su objetivo en todo momento. Y esto obedece al hecho que es irreal pensar que un banco central estará ajustando la política monetaria en cada momento que ocurran impactos en la economía, y es por ello que las metas de inflación no son rígidas sino flexibles.

<sup>1</sup> Resumen del documento "What can monetary policy do?" elaborado por David Miles (2015)

<sup>2</sup> Analista económico de la Sección de Investigación Económica Aplicada del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

### 1. Política monetaria: El espacio que hay entre los modelos teóricos y las percepciones de los hacedores de política

Los modelos teóricos que se analizan en la universidad y que se publican en revistas son modelos diseñados en laboratorio, que no necesariamente comprenden todos los factores, o por lo menos muchos de los factores que explican el fenómeno real. Los hacedores de política monetaria tratan de tener esos elementos adicionales que los modelos están dejando fuera. Inclusive los canales de transmisión de política monetaria que consideran los modelos teóricos, ni siquiera comprenden los verdaderos canales por medio de los cuales se propaga la política monetaria, para el caso del Reino Unido.

Otro punto de falencia de los modelos teóricos es que no relacionan la política monetaria y la fiscal, enlace que no puede dejar de existir, pues la estabilidad de precios no se logra sin que se tenga una política fiscal consistente. Esto es algo que recientemente resaltaron Cochrane (2011) y Cochrane (2014).

### Contenido

1. ¿Qué puede hacer la política monetaria?....p. 1
2. La transmisión de los cambios en el tipo de cambio hacia el producto y la inflación..... p. 4

## 2. El mecanismo de transmisión

En la mayoría de modelos del tipo nekeynesiano, el mecanismo de transmisión opera a través del efecto sustitución del gasto<sup>3</sup> en la denominada ecuación IS, es decir, el impacto del cambio de la tasa de interés es sobre el consumo intertemporal de expectativas *forward-looking*. Sin embargo, según se ha observado, no toda la fuerza de la política monetaria se transmite por canales *forward-looking*. Ejemplo de esto son los flujos de efectivo que existen ante un cambio en las tasas de hipotecas para el caso del Reino Unido, estos no se transmiten por un canal *forward-looking*.

Los modelos *forward-looking* ignoran algunos de los más importantes canales y formas en que la política monetaria afecta a la economía. Por ello, esos modelos pueden sufrir de indeterminación.

## 3. El Zero Lower Bound y la política monetaria no convencional en el Reino Unido

Trabajos como el de Eggertsson y Woodford (2003) resaltan que la compra de activos por parte del banco central, como política monetaria no convencional, son neutrales y que tienen efecto únicamente si esta logra realizar cambios en las expectativas sobre la política monetaria convencional para el futuro. Algunos modelos nekeynesianos predicen malos resultados<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Cochrane indica en sus notas que sería más apropiado llamarlo la ecuación intertemporal de sustitución.

<sup>4</sup> Cochrane indica que estas propiedades de algunos modelos en el ZLB dependen de la dinámica de las expectativas, que son muchas veces *ad hoc* y no plausibles.

Director	Producción
Oscar Roberto Monterroso S.	Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros	Edición
Antonieta Gutierrez	Juan Francisco Sagúí Argueta
Edgar Rolando Lemus R.	
	Arte y Diagramación
Coordinador	Pablo Emilio Méndez Lima
Ivar Ernesto Romero Ch.	

**NOTAS MONETARIAS** es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, estas no reflejarían la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre y cuando se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: **NOTAS MONETARIAS** del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

al estar cerca o en el *Zero Lower Bound (ZLB)*. En muchos modelos el ZLB es un gran problema, ya que es probable que este sea una limitación cuando exista una disminución rápida de la inflación que puede conducir hasta tasas reales de interés de una manera que puede ser inestable.

## 4. Política monetaria y fiscal: simbiosis y consistencia

La política monetaria que pueda hacer el banco central no tendrá el éxito esperado en mantener los niveles de precios estables, en el mediano plazo, a menos que lo haga en conjunto con la política fiscal. Y esto es debido a que la política monetaria tiene consecuencias en el área fiscal, y a menos que la política fiscal y monetaria sean consistentes, el objetivo de la política monetaria no se logrará.

Esta necesidad de consistencia se vuelve bastante obvia en casos extremos. Con esto nos referimos a que en los períodos de hiperinflaciones, que en la historia conocemos, la mayoría están basados en problemas fiscales, aunque a primera vista o en un primer acercamiento podría ser visto como problemas de política monetaria.

En el caso del Reino Unido, el *Quantitative Easing*, o la compra de activos de gran escala que el Banco Central de Inglaterra llevó a cabo, tuvo sus consecuencias, pues los ingresos netos de dicho QE aún están flotando en las cuentas del estado y tienen efecto en el balance fiscal. Dichas cuentas tendrán que ser saldadas con ajustes en otros elementos por parte del gobierno, como impuestos o gasto, por ejemplo.

En esta relación política monetario-fiscal realmente no debe de existir una subordinación política monetaria a fiscal ni tampoco política fiscal a monetaria. Lo que en realidad debe de existir es una política fiscal por parte del gobierno, la cual debe de ser consistente con el objetivo dado en la política monetaria por parte del banco central.

## 5. Conclusiones

La política monetaria tiene más influencia y también menos influencia de lo que la mayoría de veces se piensa, y esto ha quedado demostrado en los trabajos de investigación.

Más influencia, en el sentido de que muchos modelos económicos formales (particularmente aquellos que tienen las bases más consistentes y lógicas) tienen un rango bastante estrecho de canales por los que funciona la política; en el Reino Unido muchos de los impactos más poderosos de las tasas de interés no tienen contraparte en absoluto en estos modelos económicos. Casi todos los caminos conducen a través de los impactos sobre las expectativas en estos modelos en gran medida a futuro. En la práctica hay algunos efectos de fuerza bruta de la política monetaria que no requieren traer expectativas junto con ellos, por ejemplo, el hecho de que tenga que pagar la hipoteca, incluso si ha habido algún cambio en la política monetaria, esto no repercutiría mucho en sus expectativas.

Menos influencia, en el sentido de que la política monetaria tiene que ser elegida de manera tal que sea consistente con el objetivo de la política fiscal.

## **6. Bibliografía**

Cochrane, J. (2011). Determinacy and Identification with Taylor Rules. *University of Chicago, Booth School of Business*.

Cochrane, J. (2014). Monetary Policy with Interest on Reserves. *University of Chicago Booth School of Business*.

Eggertsson, G., & Woodford (2003). The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. *Brooking Papers on Economic Activity, 1*.

Miles, D. (2015). What can monetary policy do? *University of Edinburgh Business School, Bank of England*.

# La transmisión de los cambios en el tipo de cambio hacia el producto y la inflación<sup>5</sup>

Este discurso se enfoca en un canal de transmisión clave para una economía abierta, el tipo de cambio. El tipo de cambio es un objetivo principal de los bancos centrales en economías pequeñas y abiertas, así como una de las principales preocupaciones del público en general en dichas economías y, en menor medida, incluso en la más grande de las economías. Para las economías pequeñas y abiertas, el tipo de cambio bien puede importar tanto para el producto y la inflación al igual que para las tasas de interés.<sup>6</sup>

Gran parte de la atención en las fluctuaciones del dólar en la literatura de investigación reciente es en la transmisión a las economías extranjeras, incluso a través de los canales de balance, como en el documento del Banco de Pagos Internacionales (Hofmann, Shim, and Shin, de próxima publicación). No obstante, el valor de cambio del dólar también juega un papel importante en la economía de Estados Unidos, un papel que ha aumentado con el tiempo dado el crecimiento del comercio mundial y los vínculos financieros. Las observaciones del autor se centran en las consecuencias del ascenso del dólar para el producto de Estados Unidos y la inflación y, por lo tanto, para la política monetaria.

## Tamaño de la apreciación del dólar y sus causas

Como se ve en la figura 1, la apreciación de más o menos 15 por ciento del dólar multilateral real desde julio de 2014 es grande, aunque no sin precedentes en términos históricos.<sup>7</sup>

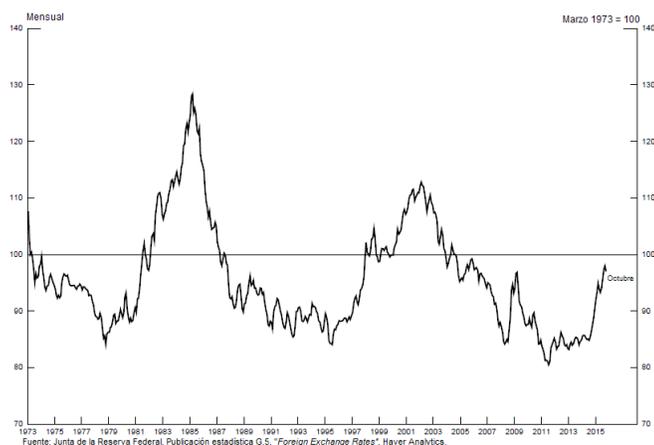


Figura 1: Valor de cambio del Dólar Real Multilateral Ponderado

<sup>5</sup> Elaborado por Guisela Hurtarte. Resumen y traducción libre del discurso dictado por Stanley Fisher en la conferencia *Monetary Policy Implementation and Transmission in the Post-Crisis Period*, celebrada en Washington DC, en noviembre de 2015. Stanley Fisher es Vicepresidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

<sup>6</sup> A veces, a partir de la década de 1990, varios bancos centrales —el más prominente, el Banco de Canadá— han utilizado un índice de condiciones monetarias, por lo

general un promedio ponderado de los cambios en una tasa de interés a corto plazo y un tipo de cambio multilateral de alguna línea de base, como un indicador de política.

<sup>7</sup> El dólar multilateral es un promedio ponderado del valor de cambio del dólar estadounidense frente a las monedas de un amplio grupo de los principales socios comerciales de Estados Unidos. Más información sobre la construcción del índice se puede encontrar en Loretan (2005).

Dos factores relacionados parecen haber jugado un papel clave en el ascenso del dólar. En primer lugar, mientras que la economía de EE UU ha funcionado relativamente bien, las principales economías extranjeras en general han experimentado un crecimiento débil, junto con una persistente inflación baja. Dado que los bancos centrales extranjeros respondieron apropiadamente, proporcionando medidas monetarias adicionales, las tasas de interés externas han disminuido en relación con las tasas de interés en Estados Unidos, alentando a los inversionistas a cambiar a activos en dólares y a su vez impulsar el dólar. Sin embargo, la creciente brecha de tasas de interés puede explicar solo una parte de la gran subida del dólar. Un segundo factor ha sido la creciente preocupación acerca del panorama global y una disminución asociada en la tolerancia al riesgo de los inversores —factores que tienden a aumentar la inversión en activos en dólares—. En los últimos meses los inversionistas han estado particularmente enfocados en la posibilidad de una fuerte desaceleración en China y otros mercados de economías emergentes, exportadores de materias primas, vistos como especialmente vulnerables a raíz de la dramática caída en los precios del petróleo y de las materias primas no petroleras desde el verano de 2014.

## Efectos de un dólar más fuerte en la actividad económica y la inflación de los Estados Unidos

Para considerar la transmisión de los cambios en el valor del dólar al producto e inflación de Estados Unidos será conveniente, para propósitos ilustrativos, centrarse en los efectos de una apreciación del 10 por ciento que se supone que es permanente y luego utilizar este análisis para proporcionar alguna orientación sobre cómo ha afectado el alza del dólar, desde mediados de 2014.

Debido a que la principal forma en que un dólar más fuerte afecta a la producción de Estados Unidos es a través de causar una disminución en las exportaciones reales, el autor empieza por centrarse en los factores que determinan la respuesta de las exportaciones. En términos generales, una apreciación del dólar reduce las exportaciones de EE UU porque hace que el precio relativo de los bienes de Estados Unidos aumente en los mercados extranjeros; por ejemplo, el precio en yenes de un par de jeans de fabricación estadounidense se elevará.

Para medir los efectos cuantitativos de las exportaciones, la línea gruesa en la figura 2 muestra la respuesta de las exportaciones reales de Estados Unidos a una apreciación del dólar del 10 por ciento que se deriva de un modelo econométrico del comercio de EE UU elaborado por el personal de la Junta de la Reserva Federal.<sup>8</sup>

Las exportaciones reales caen un 3 por ciento después de un año y más de un 7 por ciento después de tres años.<sup>9</sup> La respuesta gradual de las exportaciones refleja que se necesita algún tiempo para que los hogares y empresas de países extranjeros sustituyan los ahora más caros bienes fabricados en Estados Unidos.

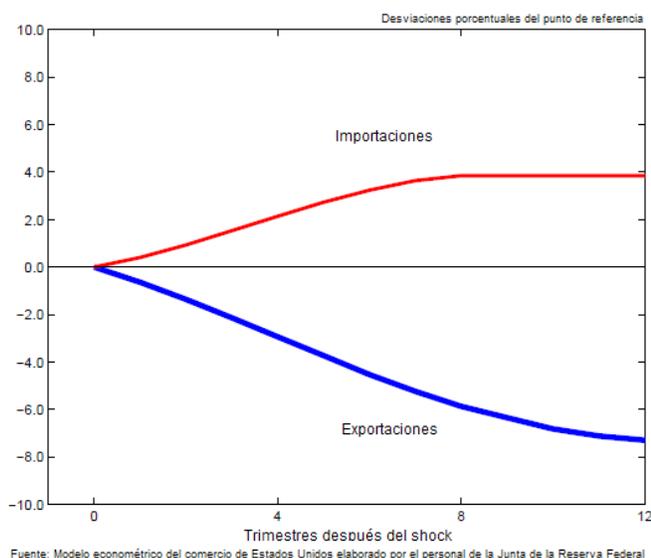


Figura 2: Efecto estimado de una apreciación del 10% en el dólar de los Estados Unidos

Un dólar más fuerte hace los productos extranjeros más baratos para los consumidores estadounidenses y, por lo tanto, aumentan las importaciones reales de Estados Unidos. Sin embargo, una extensa literatura ha encontrado que el grado de traspaso del tipo de cambio a los precios de las importaciones en Estados Unidos es bajo, dado que los exportadores prefieren mantener el precio en dólares de los productos que venden en el mercado de los EE UU relativamente constante. Por ejemplo, una estimación típica es que una apreciación del dólar de 10 por ciento hace que los precios de importación de bienes no petroleros caigan solo alrededor del 3 por ciento después de un año y solo un poco más, después de eso.<sup>10</sup> El bajo traspaso del tipo de cambio ayuda a explicar la modesta respuesta estimada de las importaciones reales estadounidenses a una apreciación

del 10% del tipo de cambio, mostrada por la línea delgada en la figura 2, lo que indica que las importaciones reales aumentan solo alrededor de 3.75 por ciento después de tres años.<sup>11</sup>

La figura 3 utiliza estos resultados para evaluar cómo una apreciación del dólar del 10 por ciento haría reducir el PIB a través de los canales de exportaciones netas que se acaban de discutir. El modelo utilizado indica que los efectos directos sobre el PIB, a través de las exportaciones netas son grandes, con una caída del PIB de 1.5 por ciento por debajo de la línea base después de tres años. Por otra parte, los efectos se materializan poco a poco, más de la mitad de los efectos adversos sobre el PIB se producen en un horizonte de más de un año.

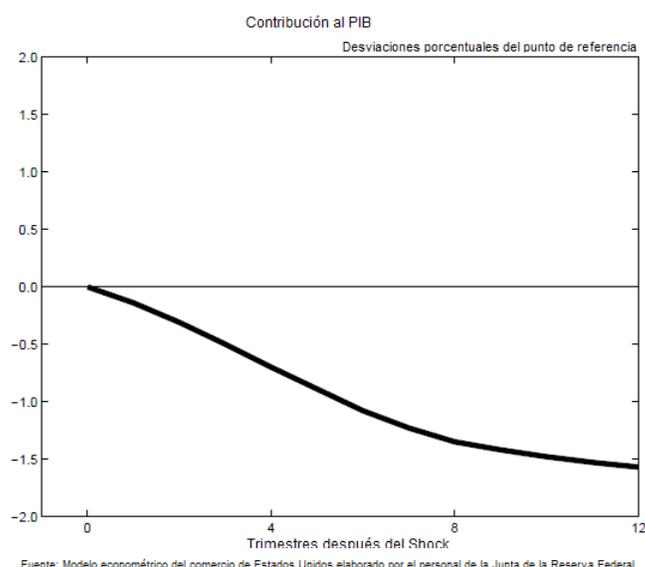


Figura 3: Efecto estimado de una apreciación del 10% en el dólar en las exportaciones netas de Estados Unidos

En la interpretación de estos efectos estimados sobre el PIB es importante subrayar que las estimaciones no tienen en cuenta cualquier desplazamiento debido a la relajación de la política monetaria, una consideración clave que se discutirá en breve. Aun así, recordando que la apreciación actual del dólar ha sido de 15 por ciento, las estimaciones de los modelos sugieren que la reducción acumulada de la demanda agregada de EE UU debido a la apreciación del dólar es aproximadamente casi 2.5 por ciento del PIB, después de tres años, en ausencia de medidas de política para impulsar la demanda privada o el gasto público.

<sup>8</sup> Los resultados presentados aquí son tomados del modelo de Transacciones Internacionales de Estados Unidos (USIT) del personal del Sector Externo. En un artículo próximo a publicar en la serie de Documentos de Discusión de Finanzas Internacionales de la Junta de la Reserva Federal, o IFDP, proveerá un detalle más a fondo en la estructura y estimación del bloque comercial del modelo USIT que es utilizado en estos cálculos.

<sup>9</sup> Puede ser útil tener en cuenta que las exportaciones en 2014 ascendieron a aproximadamente 13.5 por ciento del PIB y las importaciones de 16.5 por ciento del PIB.

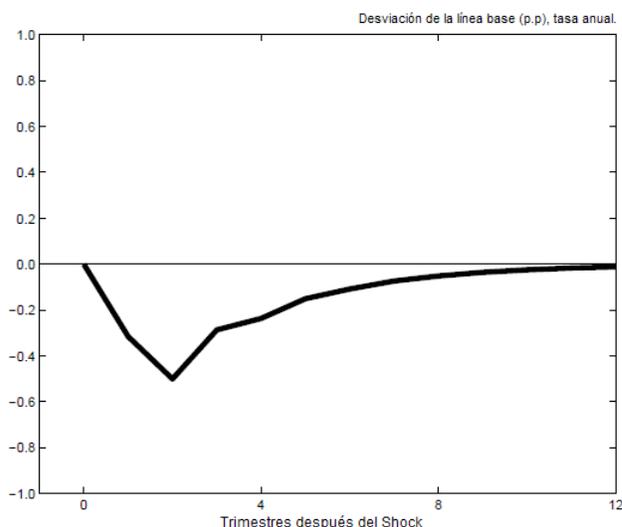
<sup>10</sup> Estas estimaciones son consistentes con el análisis reciente realizado por Gopinath (2015) y Bussière, Delle Chiaie, y Peltonen (2014).

<sup>11</sup> En el modelo comercial del personal, las importaciones están especificadas para depender del PIB y del tipo de cambio. Las estimaciones que se muestran en la figura 2 simplemente muestran los efectos que surgen a través de este último canal. Del mismo modo para las exportaciones, el modelo también controla los cambios en un comercio agregado ponderado del PIB externo, con las estimaciones de la figura 2, que muestra solo los efectos de un cambio en el valor del dólar.

Teniendo en cuenta estos efectos talvez sorprendentemente grandes, una pregunta obvia es: ¿Qué tan bien lo ha hecho el modelo hasta ahora en contabilizar el comportamiento de las exportaciones netas reales de los Estados Unidos? Mientras que los flujos comerciales se ven afectados por muchos factores que son difíciles de capturar en modelos —como los conflictos laborales en los principales puertos que se produjeron a principios de este año— el arrastre de las exportaciones netas durante el año pasado parece ser relativamente cerca del efecto estimado por el modelo, con las exportaciones netas reduciendo el PIB en casi 0.75 de punto porcentual en los datos, en comparación con una caída estimada de un punto porcentual en el modelo.

Mirando hacia el futuro, dado que los efectos de la apreciación del dólar se trasladan gradualmente a la economía, hay una buena razón para esperar que el arrastre en el crecimiento del PIB de la fortaleza del dólar se mantendrá hasta bien entrado el próximo año y probablemente continúe la debilidad de los bienes transables producidos por sectores de la economía que están especialmente expuestos al tipo de cambio. De hecho, el sector de fabricación más orientado a la exportación ya ha experimentado un crecimiento más débil que el resto de la economía en general.

Pasando ahora a la inflación, la inflación de precios al consumidor ha estado funcionando muy por debajo del objetivo de 2 por ciento de la Reserva Federal, y la fortaleza del dólar ha tenido un importante papel en este déficit. Una forma en que la fortaleza del dólar deprime la inflación es poniendo presión a la baja sobre los precios de importación. La figura 4 utiliza el modelo econométrico discutido en un discurso reciente de la Presidenta Yellen para ilustrar cómo una apreciación del 10 por ciento del dólar podría traspasarse a la inflación de los gastos de consumo personal (PCE), que excluye los componentes más volátiles de los alimentos y de la energía.<sup>12</sup> Este particular modelo implica que la inflación subyacente PCE cae aproximadamente 0.5 por ciento en los dos trimestres siguientes a la apreciación y después retorna gradualmente a la línea base, lo cual es coherente con un descenso de cuatro trimestres de la inflación subyacente PCE de aproximadamente 0.3 por ciento en el primer año tras el choque. El personal de la Junta utiliza una gama de modelos para medir el efecto de los choques, el modelo empleado en la figura 4 así como otros modelos. Estos sugieren que la gran apreciación del dólar probablemente bajará la inflación subyacente PCE entre 0.25 y 0.5 puntos porcentuales este año a través de este canal de precios de importación. Por lo tanto, dado que la inflación subyacente PCE se encuentra alrededor de 1.25 —medida como el cambio de cuatro trimestres—, el fortalecimiento del dólar ha jugado un papel importante en mantener la inflación subyacente PCE por debajo del 2 por ciento.



Fuente: Cálculos desarrollados por el personal de la Reserva Federal basados en un modelo estimado de inflación.

Figura 4: **Efecto estimado de una apreciación del 10% en el dólar en la inflación subyacente de Estados Unidos**

Un segundo canal a través del cual la apreciación del dólar reduce la inflación es por el aumento de la debilidad económica. Una mayor holgura amplifica la presión a la baja sobre la inflación, aunque el efecto cuantitativo es probablemente bastante modesto dada la pendiente plana de la Curva de Phillips. Debido a que el traspaso de la apreciación del dólar al petróleo y el precio de los alimentos es mucho mayor que para la mayoría de las importaciones, la apreciación del dólar tiende a bajar la inflación general PCE, incluso más de lo que deprime la inflación subyacente. Una diferencia importante entre la transmisión de la apreciación del dólar a la inflación, en comparación con el producto, es que los efectos sobre la inflación son probablemente más transitorios. En particular, dado que la mayor parte del efecto sobre la inflación se produce a través de cambios en los precios de las importaciones y estos responden rápidamente al tipo de cambio, el efecto máximo en la inflación se produce probablemente dentro de unos pocos trimestres. Desde el punto de vista de la perspectiva futura, esta fugacidad significa que algunas de las fuerzas que mantendrán la inflación baja en 2015 —sobre todo las que se deben a un dólar más fuerte y a precios más bajos de la energía— comenzarán a desaparecer el próximo año. En consecuencia, es probable que el próximo año la inflación general PCE se recupere alrededor de 1.5 por ciento. Siempre y cuando las expectativas de inflación se mantengan bien ancladas, tanto la inflación subyacente como la inflación general, es probable que aumenten gradualmente hacia el 2 por ciento en el mediano plazo siempre que el mercado laboral mejore aún más y los efectos transitorios de la disminución de los precios de la energía e importaciones se disipen.

<sup>12</sup> Este modelo econométrico se describe en el apéndice de Yellen (2015).

## La política monetaria de Estados Unidos y el dólar

El dólar más fuerte y algunos de los factores causantes, incluyendo la demanda extranjera más débil, han jugado un papel importante en las revisiones a la trayectoria esperada de las tasas de política de Estados Unidos en comparación con lo que se esperaba en el verano del año pasado. Las previsiones realizadas por los participantes del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) en un trimestre base, que se publican en el Resumen de Proyecciones Económicas (SEP), proporcionan un buen indicador de la medida en que las previsiones para la inflación, el crecimiento del producto y la tasa de los fondos federales han cambiado desde el verano de 2014. El número de junio 2014 del SEP situó el crecimiento del PIB de Estados Unidos aproximadamente en un 3 por ciento en 2015 y la inflación subyacente en 1.75 por ciento, y la mediana de los participantes proyectaron que el nivel apropiado de la tasa de fondos federales a finales de 2015 sería de 1.25 por ciento antes de subir a 2.5 por ciento a finales de 2016.<sup>13</sup>

Pero en el último número del SEP, tras la reunión del FOMC de septiembre de 2015, la mediana de los participantes registró un crecimiento de PIB de solo el 2 por ciento, la inflación subyacente en 1.5%, y la tasa de fondos federales por debajo de 0.5% a finales de 2015 antes de subir a solamente a 1.5% a finales de 2016.<sup>14</sup>

Este mayor grado de flexibilidad monetaria parece apropiado, dados los efectos adversos sobre la demanda agregada de Estados Unidos, procedente del aumento del dólar, un debilitamiento de las perspectivas económicas extranjeras, y otros acontecimientos que tienen restringido el gasto y mantienen la inflación indeseablemente baja. La relajación de la política monetaria ayuda a través de “atracción” de la demanda interna, que a su vez ayuda a la inflación de precios y el impulso hace que sea menos probable que las expectativas de inflación disminuyan por debajo del objetivo del 2 por ciento.

Los modelos de equilibrio general del personal de la Junta que toman en cuenta explícitamente la capacidad de la política monetaria de empujar la demanda interna – incluyendo los modelos de FRB/US y SIGMA multinacional del personal– sugieren que la relajación de la política monetaria puede sustancialmente mitigar los efectos de los choques adversos sobre el PIB, incluidos los de la reciente alza en el dólar.

## Conclusión

Para terminar, mientras que la apreciación del dólar y la debilidad extranjera han producido un choque de tamaño considerable, la economía de Estados Unidos parece estar

respondiendo a ellos razonablemente bien, a pesar de sus grandes efectos en ciertos sectores de la economía fuertemente expuestos al comercio internacional. La política monetaria ha jugado un papel clave en la consecución de estos resultados. El número de octubre del año 2015 de la declaración del FOMC indicó que podría ser apropiado elevar el rango objetivo para la tasa de fondos federales en la próxima reunión en diciembre, aunque el resultado dependerá de la evaluación del progreso del Comité con el objetivo de dar cumplimiento a los objetivos de máximo empleo y estabilidad de precios.<sup>15</sup> Por supuesto, como responsables de la política económica, debemos estar siempre atentos a eventos que se desarrollan de manera diferente a como esperamos y debemos estar preparados para reaccionar de acuerdo a ello.

## Referencias

Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal (2014). “Minutes of the Federal Open Market Committee, 17-18 de junio de 2014”, comunicado de prensa, 9 de julio [www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140709a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140709a.htm).

----- (2015A). “Federal Reserve Issues FOMC Statement” comunicado de prensa, 28 de octubre de [www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20151028a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20151028a.htm).

----- (2015b). “Minutes of the Federal Open Market Committee, Septiembre 16-17, 2015”, comunicado de prensa, 8 de octubre [www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20151008a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20151008a.htm).

Bussière, Matthieu, Simona Delle Chiaie, y Tuomas Peltonen A. (2014). “Exchange Rate Pass-Through in the Global Economy: The Role of Emerging Market Economies”, *FMI Economic Review*, vol. 62 (1), pp. 146-78.

Gopinath, Gita (2015). “The International Price System”, NBER Working Paper Series 21646. Cambridge, Mass.: Oficina Nacional de Investigación Económica, octubre.

Hofmann, Boris, Ilhyock Shim, y Hyun Song Shin (de próxima publicación). “The Risk Taking Channel of Currency Appreciation”, Documento de trabajo BIS.

Loretan, Mico (2005). “Indexes of the Foreign Exchange Value of the Dollar”, *Boletín de la Reserva Federal*, vol. 91 (invierno), pp. 1-8, [www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2005/winter05\\_index.pdf](http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2005/winter05_index.pdf).

Yellen, Janet L. (2015). “Inflation Dynamics and Monetary Policy”, discurso pronunciado en Philip Gamble Memorial Lecture, Universidad de Massachusetts, Amherst, Mass., 24 de septiembre [www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20150924a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20150924a.htm)

<sup>13</sup> El SEP es una adición a las actas del FOMC. Para el número de junio de 2014 del SEP, véase Junta de Gobernadores (2014).

<sup>14</sup> El número de septiembre de 2015 del SEP está disponible en la Junta de Gobernadores (2015b).

<sup>15</sup> Para la declaración del FOMC de octubre de 2015, véase el Consejo Superior (2015A).

