

# P

## olítica monetaria en una economía con DOLARIZACIÓN PARCIAL

PAUL CASTILLO\*, Y CARLOS MONTORO\*\*  
VICENTE TUESTA\*\*\*

- \* Economista, Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP, PhD London School of Economics
- \*\* Economista Especialista en Investigación Económica del BCRP, PhD London School of Economic
- \*\*\* Economista, Jefe del Deutsche Bank en Perú, PhD New York University



Desde el año 2002, el Banco Central de Reserva del Perú implementa su política monetaria bajo un esquema de metas explícitas de inflación (en adelante MEI)<sup>1</sup>. El cumplimiento de la meta de inflación en tres años consecutivos y la consecuente disminución de la incertidumbre sobre esta variable en el largo plazo, avalan el éxito de este esquema. Asimismo, estos resultados positivos han contribuido a reforzar la confianza en la moneda doméstica promoviendo la sustitución del dólar por el sol, con la consecuente disminución del nivel de dolarización en la economía peruana<sup>2</sup>. No obstante, el grado de dolarización en la economía peruana sigue siendo alto comparado con otras economías emergentes que conducen sus políticas monetarias bajo el esquema MEI. Por consiguiente, un reto todavía presente para el Banco Central de Reserva del Perú radica en cómo implementar su política monetaria en un ambiente con dolarización parcial.

Niveles parciales de dolarización pueden no ser una situación óptima para una economía, pero en la transición a la reducción de la dolarización, el banco central debe implementar su política monetaria considerando los efectos la dolarización sobre los desarrollos macroeconómicos, en particular, sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Este artículo describe brevemente los principales canales a través de los cuales la dolarización puede afectar el accionar de la política monetaria.

En la literatura se define una economía con dolarización parcial a aquella en la que los consumidores y firmas utilizan dos monedas de manera generalizada (soles y dólares, por ejemplo). De la definición anterior se desprenden tres tipos de dolarización parcial: la dolarización de transacciones o también llamada sustitución monetaria, que corresponde a la sustitución de la función de medio de pago de la moneda doméstica; la dolarización financiera, que consiste en la sustitución de la moneda doméstica en su función de reserva de valor; y, finalmente, la dolarización de precios, que consiste en la sustitución de la función de unidad de cuenta de la moneda doméstica. Estos tres tipos de dolarización no son independientes y más bien están interrelacionados entre sí.

El primer tipo de dolarización, también denominado sustitución monetaria, el uso del dólar es aceptado como medio de pago, es decir, no hay restricciones legales en el uso del dólar para transacciones diarias<sup>3</sup>. Este tipo de dolarización se

deriva de experiencias de altos niveles de inflación en el pasado. En economías con baja inflación, la sustitución monetaria persiste cuando los costos de utilizar la moneda doméstica resultan mayores a los de utilizar la moneda extranjera. Por ejemplo, cuando las tasas de interés nominal en moneda doméstica resultan ser relativamente más altas y volátiles que las tasas de interés en moneda extranjera. Este tipo de dolarización, si bien es cierto permite que los agentes escojan la combinación apropiada de medios de pago, genera también una mayor volatilidad en el consumo agregado al hacer que las decisiones de gasto sean sensibles a la evolución de la tasa de interés extranjera. De allí, que el banco central tenga incentivos para reducir la volatilidad de las tasas de interés en moneda doméstica, porque de esta manera induce una progresiva reducción de los niveles de sustitución monetaria<sup>4</sup>. De hecho, la adopción de la tasa de interés de corto plazo como meta operativa del banco central en el año 2001, que permitió reducir la volatilidad de la tasa de interés interbancaria, ha coincidido con una reducción en el grado de dolarización del componente más transaccional de los agregados monetarios de casi 8 por ciento<sup>5</sup>.

En el segundo tipo de dolarización, denominado también sustitución de activos, los agentes económicos prefieren mantener sus activos en la



El reto para el Banco Central de Reserva del Perú radica en cómo implementar su política monetaria en un ambiente con dolarización parcial



<sup>1</sup> Para una lista exhaustiva de los bancos centrales que siguen este esquema así como los beneficios del mismo ver Vega y Winkelried (2006).

<sup>2</sup> La economía peruana es uno de los pocos casos que ha implementado el MEI en un entorno de alto grado de dolarización parcial.

<sup>3</sup> Para el desarrollo de modelos estilizados microfundamentados con dolarización parcial y la implementación de política monetaria a través de reglas de tasas de interés ver Felices y Tuesta (2006) y Castillo (2006).

<sup>4</sup> El banco central también puede inducir a una menor sustitución monetaria reduciendo otros costos de transacción asociados al uso de la moneda doméstica.

<sup>5</sup> El ratio de dolarización de los depósitos pasó de 62 a 56 por ciento ( Fuente: Balances de empresas bancarias publicados por la Superintendencia de Banca y Seguros)

moneda en la que enfrentarán un menor riesgo. Este tipo de dolarización conlleva a que los bancos ofrezcan créditos mayormente en moneda extranjera lo cual podría inducir, ante una depreciación no esperada, un impacto negativo la capacidad de pago de los deudores (empresas o consumidores), quienes reciben ingresos en moneda local. Este efecto negativo de la depreciación no anticipada en un contexto de economía abierta, es conocido como el efecto hoja de balance. La dolarización financiera, al exponer los balances de las empresas a las fluctuaciones en el tipo de cambio nominal, puede incrementar los costos de movimientos abruptos e inesperados en el tipo de cambio y, de esta manera, generar mayor volatilidad en la actividad económica y más fragilidad en el sistema financiero. Por tanto, la dolarización financiera, hace que sea deseable para el banco central reducir fluctuaciones abruptas en el tipo de cambio.

La dolarización de precios por su parte, hace que las fluctuaciones del tipo de cambio generen distorsiones en los precios relativos de la economía, induciendo a asignaciones de consumo y producción ineficientes. En este contexto, y cuando los precios tanto en soles como en dólares se ajustan lentamente, el banco central puede reducir estas distorsiones evitando fluctuaciones bruscas en el tipo de cambio<sup>6</sup>. La dolarización de precios afecta directamente los mecanismos de transmisión y la efectividad de la política monetaria. Al estar ciertos precios indexados al dólar, fluctuaciones en el tipo de cambio afectan el nivel de precios y por ello existe un efecto directo sobre la inflación.

En la elección de la moneda en que se fijan sus precios las empresas evalúan que tan volátil es el tipo de cambio real respecto a la inflación y la composición de la demanda de su producto y de sus costos. Cuando la inflación es más volátil que el tipo de cambio real, las firmas tienen incentivos a poner su precio en dólares para de esta forma estabilizar su demanda. De manera similar, cuando la mayor parte de sus costos se encuentran valuados en dólares, las empresas tienen mayores incentivos a poner su precio en dólares. Sin embargo, una inflación más estable no implica necesariamente una desdolarización inmediata, dado que existe un problema de coordinación. Cuando muchas empresas ya han fijado su precio en dólares, es difícil para una sola empresa poner sus precios en soles si es que las otras empresas no lo hacen también. Es por ello que medidas que favorezcan la coordinación entre agentes económicos favorecen a la desdolarización. Por ejemplo la Ley 28300, que exige a los proveedores de bienes y servicios cuyos precios se difunden en moneda extranjera consignar sus precios también en moneda nacional, ayudó a los agentes económicos a coordinar para pasar, todos a la vez, a usar sus precios en soles<sup>7</sup>.

Actualmente, la política monetaria opera a través del manejo de la tasa de interés de corto plazo, denominada tasa de referencia. La efectividad de la política monetaria se mide por el efecto que pueda tener el accionar previsor del banco central, a través del manejo de la tasa de interés, sobre la demanda agregada y, consecuentemente, sobre la inflación y las expectativas de esta última.



PRECIOS. Cuando la mayor parte de sus costos están en dólares, las empresas tienden a poner sus precios en dólares.

<sup>6</sup>Ver Castillo (2006) para una discusión detallada sobre política monetaria óptima en economías abiertas que enfrentan dolarización de precios.  
<sup>7</sup>Montoro (2006) en la Nota de Estudios N°10 "Dolarización de Precios" muestra que luego de la aplicación de la Ley 28300 el grado de dolarización de precios disminuyó medido por la correlación contemporánea entre la inflación y el tipo de cambio de 0,30 a 0,13. El artículo también muestra un modelo teórico para entender el problema de coordinación.



PREFERENCIA. En los últimos años con la caída de la dolarización, la moneda nacional ha ganado terreno y hoy cada vez más peruanos la usan en sus operaciones

Por ejemplo, en teoría, si un banco central prevé futuros incrementos en la demanda agregada que comprometen el objetivo de inflación (1,5-3,5 por ciento), el banco debería anticiparse a estos eventos futuros incrementando la tasa de referencia hoy de tal forma que la demanda agregada y las expectativas de inflación disminuyan en el futuro. Este sería el mecanismo tradicional de ajuste. No obstante, en una economía con dolarización parcial, tasas en monedas extranjeras afectan la demanda agregada y consecuentemente los mecanismos de transmisión de la política podrían ser mitigados<sup>8</sup>.

### CONCLUSIÓN

Aún cuando la dolarización parcial no impide que el banco central controle la inflación de manera efectiva e implemente el esquema de metas de inflación, la dolarización limita el accionar del banco, reduce su flexibilidad y merma el impacto de cambios en la tasa de interés de corto plazo sobre la demanda agregada. Así, para garantizar una mayor efectividad en la implementación de la política monetaria, se requiere una progresiva reducción de la dolarización. Para ello, es necesario alcanzar gradualmente una mayor flexibilidad en el tipo de cambio, una mayor estabilidad en las tasas de interés nominales, y mantener la certidumbre sobre el compromiso a largo plazo del banco

central de mantener niveles de inflación bajos y estables. Todo esto llevará a que el banco sea más predecible en sus acciones y así la sociedad en su conjunto maximice los beneficios del régimen de inflación, objetivo bajo el cual opera el Banco Central de Reserva del Perú desde el año 2002. ■

### BIBLIOGRAFÍA

- Castillo Paul (2006) *Currency Substitution and Monetary Policy*, mimeo, Banco Central de Reserva del Perú y LSE
- Castillo Paul (2006) *Optimal Monetary Policy with Price Dollarization*, mimeo, Banco Central de Reserva del Perú y LSE
- Castillo, Paul, Carlos Montoro y Vicente Tuesta (2006) *An Estimated General Equilibrium Model with Partial Dollarization: A Bayesian Approach* presentado en el Segundo Taller de Política Monetaria organizado por el BCRP y el CCBS en Lima 6-7 de noviembre.
- Felices Guillermo y Vicente Tuesta (2006), *Monetary Policy in a Dual Currency Environment*, mimeo Banco Central de Reserva del Perú y Banco de Inglaterra,
- Montoro, Carlos (2006) "Dolarización de Precios" Nota de Estudios N°10, Banco Central de Reserva del Perú
- Vega Marco y Diego Winkelried (2006) "¿Cambia la Inflación cuando los Países Adoptan Metas Explícitas de Inflación?," Documento de Trabajo #1, Banco Central de Reserva del Perú.

<sup>8</sup> En un trabajo reciente Castillo, Montoro y Tuesta (2006) estiman un modelo de equilibrio general estocástico con dolarización de transacciones y de precios. Los resultados muestran la importancia de ambos tipos de dolarización como amplificadores de la volatilidad del ciclo del producto.