

**Comentarios a
“Retos de las Políticas Monetaria y
Cambiaria, un Horizonte de Mediano Plazo”
de Félix Delgado**

1

**POR PARTE DE
LUIS MESALLES J.**



academia
DE CENTROAMERICA

En términos generales...

2

- Buena explicación de “donde venimos” y “donde estamos”.
- Presenta el “hacia donde vamos”
 - Explica ruta trazada por el BCCR
 - Plantea interrogantes interesantes a dicho camino (retos)
- Falta explorar más algunas rutas alternativas
 - Dado alto grado de dolarización de CR
 - Y alto grado de apertura (importancia de TC)

Cuando la economía está muy dolarizada, que pasa con la PM?

3

- **Florián Hoyle, David (2002). “Reglas Monetarias para economías parcialmente dolarizadas: Evidencias para el caso peruano”**
 - Política Monetaria en “Metas de Inflación” sigue regla “forward looking”
 - ✦ Tasa de Política Monetaria responde a desvíos de inflación esperada respecto al objetivo
 - En economías dolarizadas, hay problemas:
 - ✦ Residentes utilizan dólares para protegerse de la pérdida de poder de compra de moneda local (sustitución de activos)
 - ✦ En algunos casos, incluso sustituyen la moneda local para transacciones también (sustitución monetaria)



- En el caso “estándar”, la flexibilidad cambiaria le ayuda al BC a resolver problema de Trinidad Imposible
 - Con cuenta de capitales abierta, el BC utiliza la tasa de interés como instrumento de política monetaria y **TC absorbe shocks** externos.
 - Movimientos de TC no preocupan al BC.

Pero, la dolarización le resta efectividad a la política monetaria

5

- Si existe sustitución monetaria, la demanda por dinero depende de la aleatoriedad de la devaluación esperada.
 - Parte del circulante está en moneda extranjera, fuera del control del BC
- Si existe sustitución de activos, habrá un efecto riqueza positivo (o negativo) ante la presencia de revaluaciones (o devaluaciones). Se conoce como el efecto “Balance Sheet”
 - En caso “estándar” tipo de cambio flexible es preferible a tipo de cambio fijo (dolarización), ya que ayuda a absorber shocks externos (política monetaria contra cíclica)
 - Cuando hay alto grado de dolarización, si BC aplica política restrictiva y eleva las tasas de interés y revalúa TC al mismo tiempo, provoca efectos contrarios:
 - ✦ Altas tasas de interés contraen demanda
 - ✦ Apreciación de TC genera ganancias a deudores en dólares, aumentando demanda
- Existe el efecto “Pass Through”, mediante el cual los movimientos de tipo de cambio afectan el nivel de inflación interno
 - BC puede ver limitada su capacidad de aplicar política monetaria contra cíclica, ya que pueden afectar meta de inflación.



¿Qué se puede hacer?

6

- **Florián propone:**
 - Regla monetaria con suavizamiento de tipo de cambio
 - ✦ Sigue siendo Foward Looking, pero incorpora, además de desviaciones de inflación esperada, los movimientos de tipo de cambio
 - ✦ Reacción del BC depende del tipo de shock
 - En caso de shocks de términos de intercambio, regla monetaria suaviza movimiento de TC
 - En caso de shocks reales BC deja que TC flote



Ejemplo de Perú

7

- La meta de inflación es el objetivo más importante del BCP, pero el modelo de proyección de la misma toma en cuenta los riesgos de fuertes depreciaciones, producto de su alta dolarización financiera.
- **El modelo lo constituyen cuatro componentes:**
 - **Una ecuación de tipo de cambio, que relaciona:**
 - ✦ Los movimientos del TC con la diferencia entre las tasas de interés en MN y ME y suma la prima de riesgo.
 - ✦ Incluye un término inercial para reflejar que debido a la alta dolarización, el BCP puede suavizar la volatilidad del TC.
 - **Una regla de política monetaria curva IS (demanda agregada), que incorpora:**
 - ✦ La meta operativa del BCP depende de la desviación de la proyección de la inflación respecto del nivel meta y la brecha del producto.
 - ✦ La política monetaria responde a las fluctuaciones del TC **sólo** en la medida que éstas afectan a la inflación.



Resultados en Perú

8

- La meta de inflación es la más baja de la región. Esto le da una mejor posición a la moneda local para competir con el dólar.
- La inflación y las tasas de interés se han reducido, demostrando que una alta dolarización no impide una política monetaria efectiva.
- Una política monetaria con metas de inflación y control de los riesgos de dolarización, permitió a Perú evitar el contagio por la crisis de Argentina.
- Se ha reducido gradualmente la dolarización, aunque aún es relativamente alta.

Caso de Banco Central de Singapur

9

- **Objetivo principal: Mantener estabilidad de precios para asegurar crecimiento sostenible**
- **Política monetaria se centra en manejo del tipo de cambio (no en agregados monetarios o tasas de interés)**
 - Reconocimiento de que en pequeñas economías muy abiertas, el tipo de cambio es la herramienta más efectiva de mantener estabilidad de precios
 - Manejo del TC contra una canasta de monedas “no revelada”
 - Autoridad Monetaria de Singapur “guía” al TC para apreciarse o depreciarse, dependiendo de las expectativas de inflación.
 - Venta y compra directa de divisas y operaciones de mercado abierto, pero también utiliza mecanismos bursátiles (swaps, mercado de liquidez interbancario, recompras de bonos del gobierno)



Resultados de Singapur

10

- **Inflación promedio 1983-2005: 1.4%**
- **Gerlach y Gerlach-Kristen (2006)**
 - **Contrasta Política Monetaria de Singapur con Hong Kong**
 - ✦ Son países pequeños muy abiertos
 - ✦ Hong Kong aplica Caja de Conversión (busca estabilidad de tipo de cambio)
 - ✦ Hong Kong ha tenido mayor inflación y más variable (promedio 4.5%)
 - ✦ Variación del Sector Real (producción) ha sido similar
 - ✦ Tipo de cambio real ha actuado como absorbente de shocks (mayor en Hong Kong)



Requisitos para Flotar:

11

- **Mercados cambiarios líquidos y profundos:**
 - Reducir el rol del BC como creador de mercado
 - Aumentar el flujo de información en el mercado
 - Eliminar (o reducir) regulaciones que limitan la actividad del mercado
 - Mejorar la micro estructuras del mercado
 - Que emerja la percepción de riesgo en ambas vías (devaluación y apreciación)



Conclusiones

12

- **Transición a esquema de metas de inflación toma tiempo**
 - Apuesta de BCCR de recobrar confianza en el Colón es dura
- **Alto grado de dolarización de economía en CR dificulta consolidar esquema de metas de inflación “puro”**
 - Vale la pena evaluar más profundamente caso peruano
 - Incorporar elementos de manejo de tendencia de TC (pero con mucha transparencia)
- **La importancia del TC en las decisiones de los costarricense pesa mucho**
 - Tomará mucho tiempo recobrar confianza en el colón
 - Alternativa de PM con manejo de TC como instrumento, y no tasas de interés
- **La Dolarización siempre es una alternativa**
 - Efectos sobre sector real no son tan fuertes (caso Hong Kong)
 - Cuando BC no puede actuar contra cíclicamente, por alta dolarización, se cae principal argumento contra dolarización

“El reto de los policy makers es la de sopesar los diferentes “trade-offs” entre objetivos de política, evaluar cuales desarrollos económicos son probablemente los más importantes en el medio plazo, identificar las principales limitantes al régimen en operación, y calibrar el grado de transparencia necesaria en la política monetaria”.

Parrado (2004)



Gracias

