



Universidad
Nacional de
General
Sarmiento

Instituto de Industria

III^o JORNADAS DE ECONOMIA POLITICA

9, 10 y 11 de noviembre de 2009

Campus UNGS: Juan María Gutiérrez 1150,
Los Polvorines, Prov. de Buenos Aires

POLÍTICA MONETARIA Y CICLO ECONÓMICO: DOLARIZACIÓN FINANCIERA EN ECONOMÍAS EMERGENTES

ELIANA SCIALABBA

www.ungs.edu.ar/ecopol jornadaecopol@ungs.edu.ar

Tel. (5411) 4469-7552 o 4469-7500 int. 7255

POLITICA MONETARIA Y CICLO ECONOMICO: DOLARIZACION FINANCIERA EN ECONOMIAS EMERGENTES

Eliana Scialabba¹

scialabba@speedy.com.ar

Resumen

En este documento se analiza el rol de la política monetaria en los países emergentes y los impactos de la misma sobre la determinación de los ciclos económicos.

La presencia de dolarización financiera introduce restricciones al diseño de política monetaria, afectando los resultados esperados de la implementación de dichas medidas.

Palabras claves: política monetaria, ciclo económico, economías emergentes, dolarización financiera.

Abstract

This document is about the role of monetary policy in emerging markets and its impacts on the determination of economic cycles.

The presence of financial dollarization introduces restrictions to the design of monetary policies, affecting the expected results of the implementation of such measures

Keywords: monetary policy, economic cycle, emerging countries, financial dollarization.

¹ Universidad de Buenos Aires, Universidad del Salvador, Universidad Nacional de Tres de Febrero.

1. INTRODUCCION

Durante la última década del siglo XX, los países emergentes (PE) han sufrido numerosas crisis financieras, las cuales han repercutido en todo el sistema financiero internacional.

Los PE se caracterizan por ser economías con crecimiento acelerado y acceso a los mercados de financiamiento internacionales pero con riesgo de una situación política inestable. Las experiencias de estos países muestran episodios extremos de inestabilidad monetaria, altos niveles de inflación, fuga masiva de capitales y colapsos de los sistemas financieros. Dentro de esta categoría se encuentran países tan heterogéneos como Polonia, Rusia, Turquía, Brasil, Indonesia, Tailandia, Venezuela, México, Filipinas, Malasia, Ecuador, Chile y Argentina, entre otros.

La inestabilidad que caracteriza las corrientes internacionales de capital, la cual se ha manifestado fuertemente en las últimas décadas, es inherente al funcionamiento de la dimensión financiera de la economía transnacional, y pone en relieve la insuficiencia en la coordinación macroeconómica entre las naciones más influyentes y la ausencia de instituciones internacionales apropiadas para manejar un mercado financiero cada vez más sofisticado, y a la vez, inestable.

Dicha inestabilidad no sólo afecta a las economías emergentes, sino que es un problema a escala global, tal como lo demuestra la actual crisis financiera mundial con epicentro en los Estados Unidos.

Sin embargo, aunque todas las economías son vulnerables a los cambios repentinos en los flujos de capitales, los PE son más sensibles frente a estas variaciones, debido a la existencia de características distintivas como sustitución de monedas, fricciones financieras y dolarización de pasivos, y *pass – through* (o propagación interna de los shocks que afectan a los precios internacionales), entre otras.

La mayoría de los estudios que analizan la existencia de las citadas características enfatizan el rol de la política monetaria para estabilizar choques

externos (de tasas de interés y de precios). Primero, dado que los PE son pequeños y, por lo tanto, tomadores de precios internacionales, la identificación de fuentes de fluctuaciones es más sencilla, debido a que las mismas pueden ser consideradas exógenas. Por otra parte, la evidencia empírica demuestra que estos shocks son impulsores relevantes de los ciclos económicos en estas economías.

Delimitando las características en estudio, la dolarización financiera es uno de los típicos problemas estructurales que presentan las economías emergentes. Del lado de los pasivos, la dolarización se origina en la necesidad de financiamiento externo con el objeto de impulsar la inversión y el crecimiento y, por los procesos de apertura y liberalización de la cuenta de capital que iniciaron la mayor parte de éstos países en la década de los noventa.

Por el lado de los activos, la dolarización parcial (sustitución de monedas) surge por la existencia de una serie de factores tales como inestabilidad macroeconómica, globalización de la economía, falta de credibilidad en los programas de estabilización, escaso desarrollo de los mercados financieros, y períodos recurrentes de alta inflación, debido a los cuales las economías emergentes utilizan la moneda extranjera como depósito de valor y unidad de cuenta.

En este documento se analiza el rol que cumple la política monetaria en los países emergentes y los impactos de la misma sobre la determinación de los ciclos económicos. La presencia de dolarización financiera introduce restricciones al diseño de política monetaria, afectando los resultados esperados de la implementación de dichas medidas.

2. DOLARIZACION FINANCIERA Y CICLO ECONOMICO

En los últimos años se han incrementado las investigaciones que analizan la relación existente entre el grado de dolarización financiera que se presenta en las economías en desarrollo y las crisis bancarias y cambiarias.

El término "dolarización" se ha utilizado indiscriminadamente en la literatura económica para calificar diferentes tipos de fenómenos. Se pueden distinguir tres conceptos asociados al término dolarización.

En primer lugar, la dolarización parcial, o sustitución de monedas, se refiere a una circunstancia bajo la cual la moneda extranjera cumple alguna de las funciones del dinero en una economía donde también circula la moneda doméstica. En este caso, continúa existiendo un banco central que emite moneda de curso legal, coexistiendo de esta manera moneda local y divisa, desplazando ésta última, en alguna medida, a la primera en una o más de sus funciones.

Dado que los PE son propensos a devaluar su moneda doméstica ante la presencia de un shock externo, las expectativas de devaluación son un factor importante que explica la sustitución de monedas en estas economías.

Por otra parte, la dolarización de pasivos representa un escenario en el cual la autoridad monetaria emite moneda de curso legal, pero una proporción elevada de los pasivos privados y/o públicos están expresados en moneda extranjera. Esta dolarización no está necesariamente asociada al fenómeno de sustitución de moneda, aunque generalmente se presentan de manera conjunta.

Sus causas se hallan, por un lado, en los típicos problemas estructurales de los PE, los cuales cuentan con una fuerte necesidad de financiamiento externo para impulsar la inversión y el crecimiento y, por otro lado, en los procesos de apertura y liberalización de la cuenta de capital que iniciaron la mayor parte de éstos en la década de los noventa.

Por último, la dolarización total es un sistema cambiario bajo el cual la moneda local es totalmente sustituida por la moneda extranjera. Este tipo de dolarización no surge como un resultado espontáneo, sino que es una decisión del gobierno, bajo la cual el banco central pierde la autonomía de la política monetaria.

En los PE, la dolarización financiera tiene su origen en un resultado endógeno de los desequilibrios macroeconómicos, y en la incapacidad de dichas economías para solicitar préstamos en sus propias monedas en el extranjero, haciendo que los

descalces de monedas sean casi endémicos. Estos descalces contribuyen a generar y amplificar los ciclos económicos.

Asimismo, en la esfera internacional, los indicadores propuestos para cuantificar el grado de dolarización de las economías pretenden estimar la sustitución de la moneda doméstica por divisas, principalmente como reserva de valor, asumiendo que es la principal función que pierde la moneda local frente a un proceso de sustitución de moneda.

El alto grado de dolarización existente en los PE introduce restricciones financieras en dichas economías, generando efectos en la hoja de balance de las empresas y los hogares, determinados principalmente por:

- a) Credibilidad de la autoridad monetaria y confianza en la moneda local.
- b) Volatilidad relativa de la moneda local y cobertura de riesgo.
- c) Integración comercial y tamaño de la economía.

En un PE, los efectos de hoja de balance poseen significativa importancia en la determinación del ciclo económico. Una débil hoja de balance de las firmas y los hogares puede intensificar los shocks externos, generando recesiones más profundas y duraderas. Además, la presencia de fricciones financieras afecta a la economía generando costos contracíclicos de financiamiento, tendiendo a amplificar las fluctuaciones.

En muchos PE no sólo el sector privado mantiene deudas en dólares sino también el sector público. Esta situación hace aún más riesgosa la dolarización, debido a que las depreciaciones abruptas del tipo de cambio afectarían también la solvencia del sector estatal. Esta mayor fragilidad de los sistemas financieros en economías dolarizadas tiene implicancias macroeconómicas importantes, en parte, debido a que las depreciaciones del tipo de cambio incrementan la probabilidad de una crisis a medida que la dolarización financiera aumenta.

Por lo tanto, no sólo es importante analizar el grado de dolarización que presenta una economía, sino también como este se traduce en descalce de monedas, cuyos efectos negativos se amplifican ante la presencia de una crisis debido a la existencia de asimetrías de financiamiento entre sectores.

Asimismo, el reciente fenómeno de *sudden – stop* en los flujos de capitales ha originado una preocupación adicional respecto al grado de dolarización que presentan las economías emergentes.

3. DOLARIZACION PARCIAL O SUSTITUCION DE MONEDAS

La dolarización parcial, o sustitución de monedas, no es un fenómeno reciente, aunque en las últimas décadas se ha incrementado la atención que ha recibido por parte de la literatura económica.

Se han realizado numerosos estudios, tanto de carácter teórico como empírico, los cuales buscan explicar cuales son las causas que dan origen a dicho fenómeno y examinar las consecuencias de la misma sobre los agregados macroeconómicos y sus implicaciones tanto en política monetaria como en el comportamiento del tipo de cambio en economías abiertas. Asimismo, se trata de explicar como la dolarización parcial impacta sobre el ciclo económico, especialmente en las economías emergentes.

Esta característica se encuentra presente en los PE y tiene su origen en la coexistencia en estas economías de una moneda local y divisas extranjeras para facilitar las transacciones.

Los estudios iniciales se centraron en explicar como esta característica podía generar inestabilidad en la demanda de dinero y porque éste fenómeno persistía. Estas investigaciones cobraron importancia hacia fines de la década de los años 70 y comienzos de los 80, período en el cual se abandonaron los sistemas de tipos de cambio fijo, adoptándose sistemas cambiarios flexibles.

En los años 90 las investigaciones se enfocaron en los efectos de la sustitución de monedas en la intermediación financiera, la estabilidad del sistema bancario, la inflación y el señoreaje. Y, en la actualidad, la atención está puesta en analizar cómo este fenómeno limita el papel estabilizador de la política monetaria ante la implementación de un programa de metas de inflación y el impacto sobre los ciclos económicos.

Aunque existe una amplia literatura sobre el tema, no existe una definición estricta de sustitución de monedas. Calvo y Végh (1992) identifican que hay

sustitución de monedas siempre que diferentes monedas son utilizadas como medio de cambio, y emplean el término dolarización para referirse a su uso como depósito de valor o unidad de cuenta. Por otra parte, McKinnon (1982) distingue entre sustitución monetaria directa, cuando las monedas compiten como medios de cambio, y la sustitución monetaria indirecta, cuando los inversionistas emplean activos financieros no monetarios en ambas monedas. Sobre esto, la literatura hace la distinción entre sustitución monetaria, con la misma acepción de la sustitución directa, y sustitución de activos, con la de sustitución indirecta.

La demanda de saldos reales domésticos y extranjeros dependerá de los rendimientos esperados de cada tipo de moneda, lo que implica que el grado de sustitución entre monedas se incrementará cuando el tipo de cambio sea flexible, debido a que bajo ese régimen el riesgo cambiario será mayor, y por lo tanto, también el de mantener moneda local. Este fenómeno se verifica especialmente en los PE, donde las monedas locales, respecto al dólar, son débiles, y los agentes buscan cubrirse ante variaciones bruscas del tipo de cambio.

La demanda de dinero doméstica se vuelve más sensible ante variaciones en el costo de oportunidad relativo de las monedas en un contexto de sustitución de moneda en sentido estricto. Por lo tanto, cuando la elasticidad de sustitución entre monedas es alta, el argumento a favor de la mayor independencia de la política monetaria frente a la adopción de un sistema cambiario flexible se ve debilitado.

La existencia de sustitución de monedas tiene numerosas implicaciones en el diseño de política monetaria de una economía. En primer lugar, la coexistencia de dos o más monedas afecta la estabilidad de la demanda de dinero. La inestabilidad en la demanda de dinero doméstico se origina en los cambios de expectativas de devaluación o depreciación de la moneda o de la tasa de interés internacional, por lo tanto, en este contexto no es adecuado implementar un régimen de ancla monetaria.

El estudio de Mishkin y Savastano (2002) plantea que las metas monetarias implementadas con el fin de contener la inflación sólo son efectivas bajo sistemas de tipo de cambio flexible y analiza el caso de México y Perú, concluyendo que la inestabilidad de las economías emergentes dificulta la aplicación de este tipo de políticas, independientemente del régimen cambiario.

Además, debido a una serie de factores tales como inestabilidad macroeconómica, globalización de la economía, falta de credibilidad en los programas de estabilización, escaso desarrollo de los mercados financieros, y períodos recurrentes de alta inflación, los PE utilizan la moneda extranjera como depósito de valor y unidad de cuenta (en las etapas más avanzadas de la sustitución de monedas, las divisas son utilizadas como medio de cambio). Dado el alto grado de dolarización del sistema bancario que se verifica en los PE, una devaluación o depreciación de la moneda deteriora los saldos reales y los balances de las empresas y los bancos, generando efectos contractivos que son trasladados a toda la actividad económica².

El trabajo realizado por Serrano *et al.* (1999) se enfoca en la sustitución de monedas en América Latina en la década de los años 90. En el estudio examinan como impacta la coexistencia de monedas en las crisis bancarias y en la volatilidad de los agregados macroeconómicos.

Los autores plantean que el incremento en el ratio de depósitos en divisas está fuertemente influenciado por las expectativas de depreciación de la moneda doméstica y el nivel de ingresos, y que la probabilidad de crisis bancaria y grado de sustitución de monedas están positivamente correlacionados. Por último, concluyen que la volatilidad en los agregados macroeconómicos se incrementa junto con el grado de sustitución de monedas a través de la conexión que existe con el sistema financiero.

De estos resultados se desprende que existe una relación positiva entre dolarización parcial y ciclo económico, a medida que la dolarización se acentúa, tiende a amplificarse el ciclo, introduciendo mayor volatilidad en el producto y en todas las variables reales de la economía.

Desde una perspectiva keynesiana, en las economías emergentes, la probabilidad de crisis bancaria se incrementa con la dolarización parcial e induce a los empresarios a modificar sus decisiones de inversión, decisión que influye fuertemente sobre la actividad económica y da lugar a fuertes variaciones en el producto.

² El efecto sobre los pasivos se analizará en detalle en la siguiente sección.

En los trabajos más recientes se estudia como la sustitución de monedas limita el papel estabilizador de la política monetaria, enfocándose en analizar si un alto nivel de dolarización obstaculiza la implementación de metas de inflación.

El trabajo de Felices y Tuesta (2007) analiza una economía en la que coexisten la moneda doméstica y las divisas. Los autores estudian como el grado de sustitución de monedas se origina por las fluctuaciones en la tasa de interés nominal externa y calibran este modelo para la economía peruana.

Dada la existencia de la sustitución de monedas se introduce un *trade – off* endógeno entre la estabilización de la producción y la inflación. El shock que enfrenta la economía no es exógeno, sino que es endógeno y se origina debido al canal de sustitución de monedas.

Si bien la coexistencia de monedas no impide a la autoridad monetaria implementar una política de metas de inflación, la elasticidad de sustitución determina el resultado final de dicha política.

Por lo tanto, en un contexto de dolarización parcial, se pierde un grado libertad en el control monetario, y ante la implementación de metas de inflación se genera una mayor volatilidad en el producto, amplificándose los ciclos económicos.

4. DOLARIZACION DE PASIVOS Y RESTRICCIONES FINANCIERAS

La dolarización de pasivos describe una situación bajo la cual el Banco Central emite moneda nacional pero una proporción muy alta de los pasivos privados y/o públicos están expresados en moneda extranjera y no necesariamente está asociada al fenómeno de sustitución de moneda.

Sus causas se encuentran, por un lado, en los típicos problemas estructurales de los países en desarrollo, especialmente en los PE, consistentes en la necesidad de financiamiento externo para impulsar la inversión y el crecimiento y, por otro lado, en los procesos de apertura y liberalización de la cuenta de capital que iniciaron la mayor parte de éstos países en la década de los noventa.

Según documentan León y Revéz Herauld (2008) la dolarización de pasivos incrementa el riesgo sistémico y hace a la economía más vulnerable a los choques externos, generando un efecto balance en el sector financiero y real por exposición cambiaria, lo que suscita en el banco central un temor a la flotación y presiones para mantener la estabilidad del tipo de cambio, en contra de la autonomía monetaria. Además, un aumento en la probabilidad que un shock externo lleve a un episodio de *sudden – stop* y a una crisis gemela, y una distorsión en los mecanismos de transmisión monetaria, pudiendo una expansión monetaria y la depreciación resultante, producir una contracción en la economía.

Uno de los modelos más utilizados para analizar este efecto del acelerador financiero es el desarrollado por Bernanke *et al.* (1999), que es un modelo de equilibrio general dinámico que se enfoca en los efectos macroeconómicos que provocan las imperfecciones de los mercados de crédito, introduciendo una fuente de riesgo adicional en el financiamiento de la acumulación de capital productivo debido a la existencia de asimetría informativa.

En el estudio realizado por Kiyotaki y Moore (1997) la interacción entre los créditos y los precios de los activos generan un poderoso mecanismo de transmisión, que amplifican los shocks y generan derrames en el resto de la economía. Observan que shocks tecnológicos temporarios o de distribución de la renta pueden generar fluctuaciones persistentes en el nivel de producto y en el precio de los activos, por lo tanto, durante expansiones, el patrimonio se incrementa, produciendo una reducción del costo del financiamiento de la formación de capital y dando un estímulo adicional a la economía, lo que a su vez incrementa el pasivo en moneda extranjera. Por lo tanto, la influencia de las fricciones financieras es de suma importancia, y es un fenómeno que debe ser analizado detenidamente a la hora de delinear e implementar una política monetaria.

Dado que en los PE una parte significativa de los pasivos se encuentra nominada en moneda extranjera, la interacción entre fricciones financieras y política monetaria genera diferentes efectos según se los activos se denominan en moneda doméstica o externa. En el caso que los activos se encuentren en moneda local y los pasivos en dólares, las variaciones nominales de la tasa de cambio podrían modificar el

patrimonio. Por lo tanto, en un PE no sólo la política monetaria se amplifica indirectamente a través del acelerador financiero original, sino que adicionalmente cuenta con un canal directo que acentúa aún más la importancia de las fricciones financieras para el diseño de la política.

De manera adicional, la presencia de fricciones financieras y dolarización de pasivos son determinantes para la elección del régimen cambiario, ya que mientras una depreciación nominal podría generar efectos expansivos sobre la actividad económica a través del canal de cambio del gasto³, también se incrementará, *ceteris paribus*, el costo del financiamiento a través del efecto de hoja de balance⁴.

El estudio realizado por Vázquez (2007) plantea que al percibir estable el valor de la moneda extranjera, el incremento del tipo de cambio real vía inflación reduce el valor de la deuda en moneda externa, generando ganancias de capital.

Sin embargo, parte de las empresas perciben ingresos en moneda doméstica, lo que puede provocar un descalce cambiario y una reducción del valor de las firmas ante una depreciación de la tasa de cambio, debido al incremento del valor de la deuda nominada en moneda extranjera. Asimismo, la caída del valor de las empresas dificulta la obtención del financiamiento, afectando a la formación de capital y, por ende, al ciclo económico. En este contexto puede desencadenarse una crisis, cuyos efectos tenderán a potenciarse debido a la existencia de fricciones financieras.

Parte de la literatura reciente se ha enfocado en entender los efectos que produce el acelerador financiero en las economías emergentes. Uno de los primeros trabajos que adaptan el modelo del acelerador financiero a economías pequeñas y abiertas es el de Céspedes *et al.* (2004). En el mismo, la acumulación de capital se financia con deuda nominada en moneda extranjera.

En el modelo se muestra que la amplificación creada por la fricción financiera no sólo depende del lado del pasivo de la hoja de balance, ya que una depreciación imprevista incrementa el valor interno de la producción exportable, aumentando el

³ El cual se produce por el incremento del precio relativo de los bienes externos contra los domésticos.

⁴ El supuesto *ceteris paribus* no es trivial debido a que, en equilibrio general, los activos podrían cambiar después de una depreciación, volviendo incierto el efecto final sobre costo de endeudamiento.

retorno sobre los bienes de inversión, presionando a la baja sobre la prima. De este modo, en un PE es relevante que la autoridad monetaria conozca el efecto de equilibrio general sobre ambos lados de la hoja de balance, y no focalizarse exclusivamente en el análisis del lado del pasivo.

Por lo tanto, frente a una depreciación del tipo de cambio, el impacto de la dolarización financiera sobre el ciclo económico dependerá, en parte, de la posición patrimonial de las empresas. Se verificará una contracción cuando predomine el lado del pasivo de la hoja de balance por el descalce y los problemas para financiar la formación de capital y se experimentará una expansión cuando el efecto hoja de balance sea impulsado por los activos, dado el alza del valor (medido en moneda doméstica) de los productos exportables.

Además, en el mismo modelo analizan la política cambiaria óptima para una economía que presenta dichas características. Reconocen que un incremento de la tasa de interés internacional requiere una depreciación real interna, la cual se conseguirá a través de distintos canales, según el sistema cambiario vigente. Bajo un tipo de cambio flexible, suponiendo que la producción se encuentra predeterminada, la depreciación real se logrará a través de la modificación del tipo de cambio nominal; en cambio, en un régimen fijo, la depreciación real se conseguirá a través de una deflación, debido a que los salarios están prefijados, lo que generará una reducción en la mano de obra y la producción en el momento en el que se verifica el shock. Concluyen que independientemente del tamaño de la amplificación creada por la fricción financiera, el sistema cambiario flexible es recomendado en respuesta a shocks externos⁵.

En línea con el estudio de Céspedes *et al.*, Cook (2004) también enfatiza la importancia de analizar el efecto de la hoja de balance de ambos lados, pero destaca la

⁵ Un sistema de tipo de cambio fijo puede conducir a la economía a una situación similar a la experimentada por Argentina a partir de 1998, año a partir del cual el Plan de Convertibilidad comienza a derrumbarse, estallando definitivamente con la crisis iniciada en diciembre de 2001, y culminando con la devaluación de 2002. Dado los shocks externos que venían afectando a la economía, la deflación para hacer frente a los mismos generó un fuerte aumento del desempleo y una profunda recesión de la cual recién pudo salirse tras el abandono de la paridad cambiaria.

necesidad de tener en cuenta el posible efecto negativo que puede tener una depreciación en el lado de los activos.

Céspedes (2005) continúa analizando los efectos de devaluaciones reales sobre el producto. Para ello utiliza una muestra de países emergentes y desarrollados y encuentra que para los PE con un nivel elevado de deuda externa nominada en moneda extranjera una devaluación real será contractiva en el corto plazo aunque los efectos podrán ser revertidos en el mediano plazo. Además, concluye que los países con mercados financieros más desarrollados experimentarán menores pérdidas de producto luego de la devaluación.

Por otra parte, el trabajo de Guajardo (2007) analiza como impacta sobre el consumo, la inversión y las exportaciones la presencia de fricciones financieras en los países de ingresos medios. Deducir los parámetros claves asociados a estas fricciones para replicar datos seleccionados para Chile entre 1986 y 2004 y encuentra que la restricción al endeudamiento externo aumenta la prociclicidad y la volatilidad de la inversión y consumo de bienes transables, haciendo que las exportaciones reales netas sean contracíclicas. Sin embargo, produce un empleo contracíclico y baja volatilidad del consumo de no transables.

Continuando los estudios sobre los PE, López *et al.* (2009) proponen un modelo en el cual vinculan los costos de financiamiento externo de las firmas a la calidad de sus hojas de balance y su riqueza neta y analizan en este contexto como funciona el mecanismo de acelerador financiero. Observan que un shock negativo causa una contracción en la demanda de capital, induciendo a una reducción de precios de los activos y una caída de la riqueza neta, lo que genera un alza en la prima de financiamiento externo de la firma, reduciéndose aun más la demanda de capital. De esta forma, las fricciones existentes en el mercado financiero amplifican y propagan choques en la economía.

Luego calibran el modelo para la economía colombiana y concluyen que el mecanismo de acelerador financiero es parte decisiva en la explicación de los fuertes ciclos que se verifican en la inversión y el producto entre 1980 y 1999. Además, observan que debido a la existencia de los efectos de hoja de balance se prefiere un

tipo de cambio flexible, el cual absorbe parte de los efectos contractivos que se producen en la economía frente a un shock externo negativo.

5. CONCLUSIONES

El diseño de política monetaria no es una tarea sencilla, sobre todo en los PE, por lo que medidas que pueden funcionar en un determinado país, podrían no funcionar en otro, debido a características particulares presentes en cada uno de ellos.

Es importante destacar que la autoridad monetaria debe considerar estas particularidades en conjunto a la hora de evaluar una implementación de política, por ejemplo, en el caso de la existencia de fricciones financieras, es necesario, no sólo entender lo que ocurre con los pasivos dolarizados en el efecto hoja de balance, sino también el efecto que produce una devaluación sobre los activos, o al implementar una política de metas de inflación, conocer el grado de dolarización y como estas impactarán sobre el ciclo económico, dado el *trade – off* existente entre inflación y actividad económica.

Asimismo, los shocks externos verificados en los PE se relacionan estrechamente con las interrupciones súbitas en los flujos de capital, las cuales generan crisis bancarias debido a las drásticas variaciones en los precios relativos, las que afectan severamente la calidad de los activos bancarios (principalmente los préstamos en moneda extranjera otorgados a sectores de bienes no transables), y el efecto hoja de balance sobre los pasivos financieros, como así también la propagación de los cambios experimentados por los precios relativos al interior de la economía. Esto demuestra la alta dependencia de los PE a los flujos de capitales externos y a las decisiones de política de las economías desarrolladas.

Si bien estos eventos suelen ser globales, existen factores específicos de cada país que determinan la posibilidad de experimentar crisis de *sudden - stop*, que se

relacionan con una importante característica del sector bancario, como es la dolarización de los pasivos internos. El proceso de desdolarización no sólo reduciría la vulnerabilidad a las fluctuaciones externas, sino que además en su proceso se podría contribuir a incrementar el ahorro doméstico.

Si bien se ha tratado de ampliar la comprensión de los efectos de las restricciones existentes en los PE a la hora de delinear política monetaria, quedan cuestiones fuera del alcance del estudio.

Además, el análisis se ha centrado en la estabilización de choques externos, sin tener en cuenta los shocks que se pueden verificar a nivel interno, como los shocks tecnológicos sectoriales. Por lo tanto, es importante estudiar el rol de la política monetaria a la hora de responder también a choques internos.

Por último, es imprescindible destacar la importancia de la credibilidad con la que cuente la autoridad monetaria ante la implementación de una política, ya que de ella depende parte importante de su éxito. De esta consideración se desprende la necesidad de ampliar los estudios que explican el papel que cumple la credibilidad a la hora de implementar una política de estabilización.

BIBLIOGRAFIA

- [1] Arellano, C., Mendoza, E., *Credit frictions and “sudden stops” in small open economies: An equilibrium business cycle framework for emerging markets crises*. Inter-American Development Bank, Working Paper No. 473, September. 2002.
- [2] Bernanke, B., Gertler, M., Gilchrist, S., *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*. Handbook of Macroeconomics, Amsterdam: North Holland. 1999.
- [3] Bravo, H., García, C., *Medición de la política monetaria y el traspaso (pass – through) en Chile*. Economía chilena, Vol. 5, No. 3, Diciembre. 2002.
- [4] Calvo, G., *Monetary policy challenges in emerging markets: sudden stop, liability dollarization and lender of last resort*. Latin American Network of

Central Banks and Finance Ministries at the Inter-American Development Bank, Washington DC, October 19-20. 2006.

- [5] Calvo, G., Végh, C., *Currency substitution in developing countries: an introduction*. Revista de Análisis Económico, Volumen 7, Junio, 29-72. 1992.
- [6] Céspedes, L., *Financial friction and real devaluations*. Documento de trabajo No. 318, Banco Central de Chile, Mayo. 2005.
- [7] Céspedes, L., Chang, R., Velasco, A., *Balance sheets and exchange rate policy*. American Economic Review, 94, 1183–1193. 2004.
- [8] Cook, D., *Monetary policy in emerging markets: Can liability dollarization explain contractionary devaluations?*. Journal of Monetary Economics, 51, 1155– 1181. 2004.
- [9] De Gregorio, J., *Las tensiones de la economía mundial*. Documentos de política económica, No. 27, Banco Central de Chile, Septiembre. 2008.
- [10] Devereux, M., Lane, P., Xu, J., *Exchange rates and monetary policy in emerging market economies*. The Economic Journal, 116, 478–506. 2006.
- [11] Dornbusch, R., *Exchange rates and prices*. American Economic Review, 77, pp. 93 – 106. 1987.
- [12] Felices, G., Tuesta, V., *Monetary policy in a dual currency environment*. Documento de trabajo del Banco Central de Reserva de Perú. 2007.
- [13] Flamini, A., *Inflation targeting and exchange rate pass-through*. Journal of International Money and Finance, 26, 1113–1150. 2007
- [14] Guajardo, J., *Financial frictions and business cycles in middle income countries*. Documento de trabajo No. 444, Banco Central de Chile, Diciembre. 2007.
- [15] Kiyotaki, N., Moore, J., *Credit Cycles*. Journal of Political Economy, No. 105, pp. 211-248. 1997.
- [16] León, C., Revéz Herault, A., *La dolarización financiera: experiencia internacional y perspectivas para Colombia*. Revista de Economía Institucional, Vol. 10, No. 18, 313 - 341. Banco de la República, Primer semestre. 2008.
- [17] López, M., Prada, J., Rodríguez, N., *Evidencia del mecanismo de acelerador financiero en Colombia*. Reportes del emisor, Investigación e información economía, No. 118, Bogota DC., Marzo. 2009.

- [18] McKinnon, R., *Currency substitution and instability in the world standard*. American Economic Review, Vol. 72, 320-333. 1982.
- [19] Mishkin, F., *Consensos actuales en política monetaria: entre el arte y la ciencia*. Revista Cultura Económica, Año XXV, No. 70, Diciembre. 2007.
- [20] Mishkin, F., Savastano, M., *Monetary policy strategies for emerging market countries: Lessons from Latin America*. Seventh Dubrovnik Economic Conference, Enero. 2002.
- [21] Scialabba, E., *El rol de la política monetaria en las economías emergentes*. Revista Ensayos sobre Política Económica (ESPE), Seminario Ciclos Reales, Banco de la República. Bogotá, Colombia. ISSN: 0120 – 4483. 2009.
- [22] Serrano, C., Gomis Porqueras, P., Somuano, A., *Currency Substitution in Latin America: Lesson from the 1990s*. World Bank Policy Research Working Paper No. 2340, November. 1999.
- [23] Vázquez, G., *Dolarización de pasivos y Balance Sheet effect en la economía argentina*. Universidad de San Andrés. 2007.
- [24] Winkelried, D., *¿Es asimétrico el pass – through en el Perú?: un análisis agregado*. Estudios económicos, Banco Central de Reserva del Perú. 2003.