

# DESAFIOS DE LAS POLITICAS MONETARIA Y CAMBIARIA

Comentarios a la exposición de Róger Madrigal López

**JORGE GUARDIA QUIROS**

Presentación para la Academia de Centroamérica

# NOTAS INTRODUCTORIAS

- Quiero empezar con una constatación y observación: Al iniciar gestiones los presidentes ejecutivos del BCCR **han sido puestos a prueba.**
- Les han “meneado” el tipo de cambio y cuestionado las políticas monetarias y tasas de interés.
- Se lo hicieron a José M. Alfaro en 1980-82, me lo hicieron a mí al entrar y liberar el mercado cambiario, a Guti con las bandas (primero a la baja luego al alza), a Rodrigo Bolaños en sus escarceos póstumos de liberalización, a Olivier Castro quien formalizó la flotación administrada, a Rodrigo Cubero cuando recién se estrenaba, y a Róger Madrigal al iniciar su gestión.
- Esos “meneos” podrían tener dos explicaciones:
  - Que el mercado financiero quería conocer el temple del nuevo jerarca y probar hasta dónde llegaría en sus políticas, o alternativamente
  - Que al final de cada gestión el tipo de cambio y las tasas de interés se habían desalineado y el mercado estaba persuadido de que se debían ajustar.
- Si lo pudiera definir en una frase diría: Róger y su gente no tuvieron luna de miel. Los llamaron al frente de batalla inmediatamente después de abrazar a la novia.
- **De ahí surge otra observación:** las presiones y tentaciones por suavizar las políticas monetaria y cambiaria son grandes y, a veces, justificadas, pero **ningún banquero central debe soltar amarras durante ni al final de su gestión.**

# Las recientes medidas del BCCR

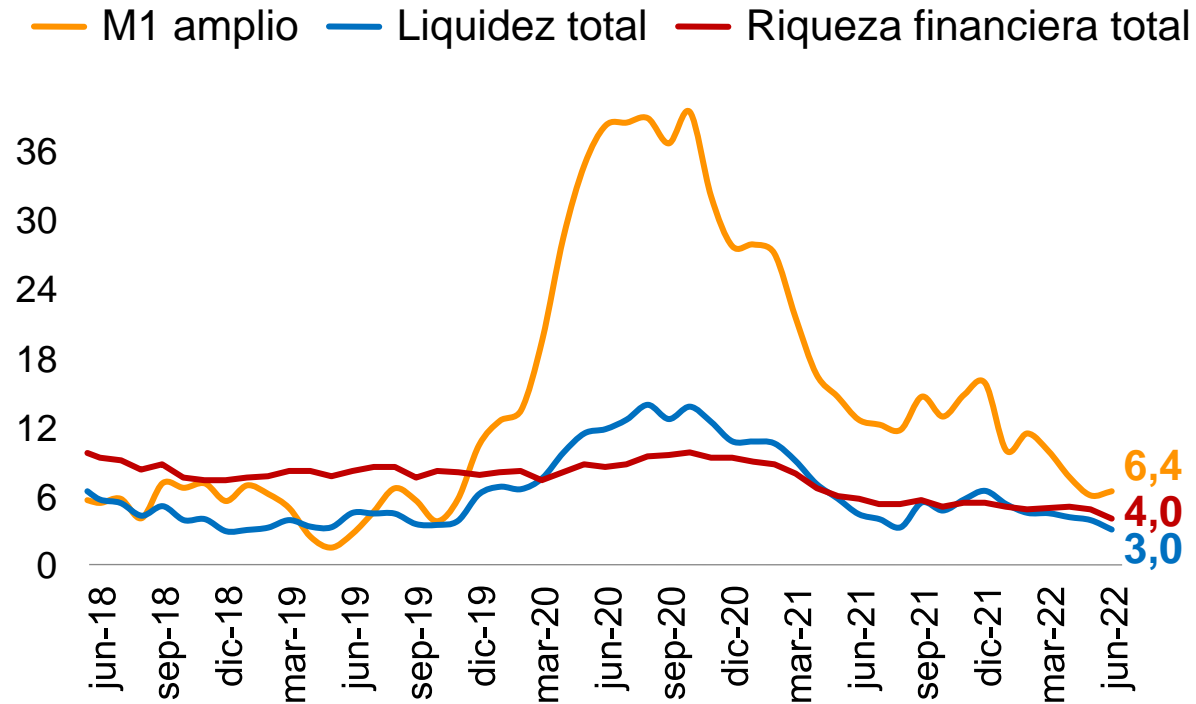
- El diagnóstico del expositor es muy claro: Choques de oferta internacionales provocaron la inflación generalizada, todos los bancos centrales endurecieron sus políticas monetarias y subieron tasas, pero...
- Lo que se omite en el diagnóstico es que previamente, durante la pandemia, la expansión monetaria de los bancos centrales fue muy amplia y había que corregirla.
- El entorno externo era –y es- muy complejo: Alzas en materias primas importadas, incluyendo alimentos, y petróleo; tasas internacionales de interés al alza; desaceleración económica; la guerra en Ucrania; volatilidad cambiaria, presiones en los precios internos y en el tipo de cambio.
- En CR algunos podría estar sucediendo lo mismo y algunos dicen que al BCCR se le fue la mano en el ajuste.
- Sin embargo, yo concuerdo con Róger Madrigal. En general, hizo lo que tenía que hacer. Yo también hubiera hecho lo mismo. Encontró una situación difícil y tuvo que girar el desatornillador a la derecha.
- **Me gustan mucho dos observaciones de Róger: 1 Objetivo del BCCR es controlar la inflación; 2 TPM positiva en términos reales (al menos 1 pp).**
- **Reducir la inflación protege simultáneamente a los pobres (protege los salarios) y subir tasas da respiro al ahorrante**

# Concordancias y divergencias con las medidas del BCCR

- Si bien concuerdo con una nueva postura más restrictiva la política monetaria, incluidas alza en tasas de interés y encajes (que deberán revisarse después), y con una participación activa en los mercados monetarios, no me persuaden algunas de ellas
- La captación de bonos en \$ y el endeudamiento de \$1.000 con el FLAR podrían ser señales de que el ajuste cambiario fue insuficiente. Son signos de debilidad. Y afectan las pérdidas del BCCR
- Sí concuerdo con temas clave dichos en varios foros: 1.) “El mayor riesgo del BCCR es “desanclar” las expectativas inflacionarias y 2) “Es imperativo reducir el exceso monetario y alinear algunos variables: expectativas inflacionarias y cambiarias con tasas de interés en colones y en \$”
- El informe de Política Monetaria: “La Junta Directiva manifestó que considera necesario continuar con el proceso de incrementos graduales y ordenados de la TPM, hasta ubicarla en una posición neutral; es decir, en un nivel compatible con la ausencia de presiones inflacionarias o desinflacionarias y con expectativas de inflación que convergen a la meta.”
- Róger puntualizó además algo muy importante: está dispuesto a hacer “lo que sea necesario” para restaurar el desequilibrio. Nos recuerda a Mario Dragui, el exjefarca del Banco Central Europeo, cuando en un contexto distinto en 2008, ante la gran depresión, dijo: Haré lo que sea necesario para sacar la economía adelante. Lo apodaron Súper Mario.

# No toda la inflación es importada hubo excesos de liquidez durante la pandemia

*Variación interanual en porcentajes*



# Críticas externas al BCCR

## ¿Medidas de choque o “*soft landing*”?

- Varios artículos acusan al BCCR de subir tasas para fortalecer el \$ y provocar recesión para
- ¿Deben lograrse los objetivos monetarios y cambiarios de una sola vez (más vale ponerse una vez colorado que cien amarillo), o gradualmente con lo que los anglosajones denominan el “*soft landing*” (nadadito de perro)?
- Puesto de otra forma: ¿Debe dejarse al mercado ajustar el tipo de cambio más rápidamente, aunque a veces se produzca un “*overshooting*”, o debe intervenir para hacer el ajuste más gradual, aún a costas de perder reservas y mantener elevadas las tasas de interés?
- En esta audiencia, es probable encontrar opiniones muy diversas. Pero los bancos centrales están obligados a tomar decisiones, a veces muy audaces.
- En estos momentos de desasosiego internacional y creciente inflación, hemos visto a casi todos los bancos del mundo emprender ajustes fuertes en las tasas de interés.
- Mi visión es que la intensidad y período del ajuste debe ser conmensurable con el grado de desequilibrio: si es muy marcado, el ajuste debe ser fuerte y rápido para cortar las expectativas de raíz y empezar de nuevo; si es leve, se puede ensayar un “*soft landing*”.
- El ajuste cambiario que ha hecho el BCCR ha sido gradual y le ha costado reservas, pero el ajuste en tasas ha sido y será más determinante para combatir la inflación.

# C.R. no parece haber encontrado aún un régimen cambiario ideal. Hay que hacer cambios

- No estoy tan de acuerdo con la política cambiaria, y creo que entre más rápido se ajuste al alza las tasas de interés, más rápido se podrá volver al equilibrio, sobre todo con la convergencia de tasas reales positivas y la tasa natural de interés.
- La flotación administrada tiende a ser más “administrada” que “flotación”. Prevalece demasiada discrecionalidad y demasiados instrumentos disponibles para apartarse del equilibrio.
- La intervención del BCCR en los mercados financieros es muy poderosa, para bien o para mal.
- Puede intervenir comprando o vendiendo RIN para lo cual no tiene límites legales;
- Puede acumular o desacumular reservas a discreción (reglas laxas) y distorsionar el equilibrio
- Subir o bajar tasas de interés para lograr objetivos que, a veces, se apartan de sus fines legales
- Puede intervenir para atender demandas o peticiones de sectores políticos o privados;

# C.R. no ha encontrado aún un régimen monetario y cambiario ideal (2)

- Puede “atender” las necesidades del Sector Público, perder reservas (venderlas baratas) pero desatender simultáneamente otras obligaciones
- Puede practicar políticas monetarias laxas en aras de atacar posibles “brechas del producto”, pero no hay definiciones claras de qué son y cuándo se superan las brechas
- Puede acudir al llamado del “crecimiento económico” bajo visiones más desarrollistas;
- Puede tratar de disminuir el desempleo a punta de emisión, o llenar vacíos de otros males para lo cual no tiene (ni debería tener) instrumentos legales o potestades que recaen en el Gobierno y sus instituciones .
- El BCCR debe hacer “todo lo que sea necesario” para revertir la formulación inicial: Más flotación y menos intervención.
- Es la única forma de lograr la mejor asignación de recursos productivos permitiendo que precios tan importantes como el tipo de cambio y las tasas de interés transmitan sus equilibrios a todos los demás precios, que funcione bien la competencia, y contribuyan a lograr más eficiencia y alta productividad.
- Además, dotaría al sistema de mayor confianza y predictibilidad, que son valores económicos en los que hemos fallado históricamente.



# TASAS DE INTERÉS

- ¿Se están usando las tasas de interés para controlar la inflación o sostener el tipo de cambio? Hay muchas críticas afuera y el BCCR debe aclararlas
- ¿En qué casos debe el BCCR subir o bajar tasas (TPM)? El objetivo a largo plazo debe ser mantener una tasa natural (ni tan alta que queme al santo ni tan baja que no le alumbre)
- ¿Responde la tasa de política monetaria actual a un nivel de equilibrio, entendiendo por ello una “tasa natural de interés”, no sea tan baja como para recalentar la economía ni tan alta para enfriarla?
- ¿Se le fue la mano al BCCR en la última fijación de la TPM (7,5%) o más bien se quedó corto?
- ¿Hizo bien el BCCR al decir que la TPM debe ser de 1pp por encima de la inflación para tener tasas reales de interés? Mi opinión es que sí
- ¿Qué podemos o debemos esperar en el futuro cercano?
- Para responder a esas y otras preguntas voy a servirme del criterio de Christofer Waller, de la FED

# Christopher J. Waller, Gobernador de la FED.

Conferencia en Rocky Mountain, Idaho: *Monetary Policy in a World of Conflicting Data*

- Waller aborda el tema de datos conflictivos en EE.UU.: la economía está cayendo, los precios disparados al alza, pero el desempleo se mantiene bajo
- El dilema es fácil de plantear, pero difícil de resolver: ¿Debe la FED continuar subiendo sus tasas de interés para controlar la inflación, o podría, más bien, causar una recesión? El tema no está tan divorciado de lo que se discute en C.R.
- Su respuesta es así: La FED tiene un doble mandato: estabilidad y empleo.
- El desempleo está bien, ronda el 3,6% de la fuerza laboral, se crearon 362.000 nuevos empleados, pero la inflación se disparó a casi el 10%.
- **En esas circunstancias, afirma que la prioridad debe ser combatir la inflación mediante incrementos en la tasa de interés.**
- Y no le preocupa que la economía entre en recesión, o estanflación, porque la generación de empleo ha sido y es tan dinámica que indica un dinamismo que quizás no estén reflejando los números.

# ¿Fines conflictivos en el BCCR?

- En C.R. tenemos igualmente una dualidad: inflación subiendo, la economía bajando, pero con connotaciones diferentes en el desempleo
- La inflación en ambos países ronda el 10%, el desempleo allá es bajo (3,6%) pero aquí se mantiene elevado (12% de la fuerza laboral).
- ¿Debe el BCCR partirse en dos y atacar a la vez la inflación y el desempleo?
- Mi respuesta coincide con la que ha dado Róger Madrigal: el mandato principal es mantener la estabilidad de precios y el fin subsidiario es procurar la utilización plena de los recursos.
- Puesto a escoger, el BCCR debe priorizar el combate a la inflación, pues si trata de satisfacer los dos simultáneamente, podría terminar incumpliendo los dos: sin Inés y sin el retrato. La persecución simultánea sería alta inflación y alto desempleo.
- Bajar tasas y más inflación tampoco curaría las causas de los hoques externos (petróleo). Además, mucho del desempleo es estructural; no se cura con emisión

# En realidad, no hay conflicto de intereses

- Entonces, ¿Se quedará el país con un banco central combatiendo la inflación, pero cruzado de brazos en el crecimiento y empleo?
- La respuesta es NO. El crecimiento y generación de empleo depende básicamente del sector privado, que aporta el 85% de los empleos. Para que el desempleo baje, deben subir el crecimiento y el empleo privado de manera sostenible. Y para ello deben emprenderse reformas estructurales que aumenten la productividad y cantidad de los factores productivos.
- Las políticas monetaria y cambiaria pueden contribuir creando y manteniendo la estabilidad, evitando crisis desestabilizadoras, generando confianza para estimular la inversión y el consumo, y –lo más importante- logrando la neutralidad necesaria para obtener la más eficiente asignación de los recursos.
- Otros detalles de lo que podríamos llamar “*fine tuning*” del crecimiento y empleo regional y/o por sectores deben lograrse con otras políticas públicas en el Gobierno Central y otras instituciones públicas.

# IV) Algunas propuestas de reforma a corto y mediano plazo

- La más importante es **recobrar de hecho la autonomía del BCCR**. La legal se consolidó en la última reforma a la L.O.B.C. con la inamovilidad del Presidente Ejecutivo, pero la dominancia fiscal ha seguido muy presente.
- El BCCR no debe hacerle la tarea a Hacienda en tasas de interés ni captación de recursos. Tampoco deben participar conjuntamente en los Planes de Financiamiento, porque los objetivos de cada institución difieren: Hacienda busca captar barato; el Central podría querer lo contrario.
- Si Hacienda no es capaz de rebajar el gasto para no acorralar al mercado financiero, el BCCR debe dejar que las tasas de interés suban, en vez de paliar el “**Crowding Out**” con liquidez excesiva. (financiamiento indirecto)
- Las **tasas reales** de interés las debe fijar el mercado conforme a criterios de oferta y demanda. Si el mercado no quiere invertir ni expandir el gasto por razones ajenas a la política monetaria (falta de confianza, por Ej.) es muy cuestionable que el BCCR inunde el mercado con liquidez que más temprano que tarde podría pasarle la factura
- Si el Gobierno Central y sus instituciones se endeudan más allá de la capacidad de pago, el BCCR no debe intervenir a posteriori para redimir entuertos. Es hora que los demás entes alcancen su mayoría de edad y responsabilidad
- Si el Sector Privado se enseba en créditos en \$ y está dispuesto a asumir riesgos que han sido pregonados hasta la saciedad, el BCCR no debe inmolarsse ni asumir riesgos ajenos. Debe dejar de ser rehén de deudores y acreedores en \$

# Algunas propuestas de reforma a corto y mediano plazo (2)

- Pero el BCCR también es co-responsable de la dolarización de hecho. Ha consentido una disparidad en las tasas de interés internas e internas (más barato endeudarse en \$) y, peor aún, no ha logrado destetar al sistema financiero de las “minis”.
- Contrario a lo que otros opinan, el BCCR nunca se ha desentendido de la evolución del tipo de cambio. Siempre interviene, de a poquitos, para llevarlo por la senda donde quiere, bajo la discutible premisa de que sabe más que el mercado.
- En mi opinión, debe revisarse todo el reglamento cambiario, estudiar la posibilidad de introducir subastas de divisas que han sido exitosas en otros países en desarrollo, cuestionar conceptos como “intervención para evitar movimientos abruptos del tipo de cambio **que se aparten de su trayectoria de largo plazo**”. Eso resabios de las minis. Y lo peor es que la gente lo acepta.
- Políticas como la opinión de mayo 2022 deben ser revisadas: “bajo un esquema de flotación administrada, el BCCR participa en el mercado cambiario con el fin de gestionar sus requerimientos y los del SPNB y para acotar movimientos abruptos en el tipo de cambio, **sin que ello implique cambiar la tendencia de este macro precio.**”
- Los privados están acostumbrados a que el BCCR los lleve de la mano, adivinar cuánto permitirá el BCCR depreciar la moneda, agregarle la tasa en %, comparar con las tasas en colones y poder seguir endeudándose en \$ y ganarse una diferencia sin asumir el riesgo cambiario que, en el imaginario colectivo, siempre caerá en el pobre Banco Central.
- Se debe revisar el concepto de “choques temporales”. El BCCR puede equivocarse
- En suma, en materia cambiaria, el BCCR debe dejar que el mercado haga su tarea en vez de tratar de cargarle el bulto y los cuadernos.

# Algunas propuestas de reforma

## Tasas de interés a corto y mediano plazo <sup>(3)</sup>

- Mi impresión es que la inflación bajará más rápidamente de lo predicho por el BCCR. Esto plantea la pregunta de si debería moderarse un poco el ajuste de tasas en el futuro cercano, y bajarse concomitantemente conforme baje la inflación, para buscar la tasa natural de interés.
- ¿Por qué son más altas las tasas de interés en colones que en \$ ? No sólo por las “minis” de hecho, sino también por la insuficiente competencia entre bancos públicos y privados, nacionales y extranjeros.
- A futuro, cuando la economía se estabilice, las metas de inflación deberían bajarse al 2%. Metas de 3% y 4% implicarían más devaluación (minis)
- Al BCCR no se le deben recargar ocurrencias de los diputados, como el Registro de Accionistas (!Qué horror!) ni fijar tasas de usura (reconocimiento implícito de distorsiones). Hay que hacer una buena reforma bancaria para que la competencia haga lo que sabe hacer
- Y esto me lleva a otra recomendación: es hora de hablar en serio de privatización de los bancos y otros activos del Estado para amortizar deuda, homologar las tasas de interés con las del extranjero y hacer más eficiente el sistema financiero.
- Pero ese será el gran tema de otros seminario de la Academia de C.A.