

Página Abierta

Foro de artículos de opinión de los técnicos del Banco Central de la República Dominicana

Algunas Consideraciones sobre el artículo

“Por una política monetaria aburrida” del Dr. Pedro Silverio

Funcionarios Miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA)

El pasado viernes 6 de septiembre salió publicado en Diario Libre y difundido a través de las redes sociales un artículo titulado “Por una política monetaria aburrida” del Dr. Pedro Silverio Álvarez, quien por casi ocho años ocupó la posición de Gerente del Banco Central. Partiendo del hecho de que hace apenas un año que cesaron sus funciones y tomando en consideración que el Dr. Silverio participaba activamente en el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA), integrado por las autoridades y principales funcionarios del Banco Central, hemos considerado pertinente realizar algunas puntualizaciones aclaratorias sobre algunos puntos abordados por este ex funcionario. Como bien sabe el Dr. Silverio, en el COMA se discuten y analizan las condiciones macroeconómicas imperantes y perspectivas futuras de la economía, además de los aspectos concernientes a la política monetaria y al seguimiento del Programa Monetario, lo que constituye una práctica común de todos los Bancos Centrales.

El Dr. Silverio Álvarez dedica aproximadamente una tercera parte de su artículo a recordar el debate entre Keynes y Hayek en torno a si la estabilización de precios y cambiaria son objetivos conflictivos entre sí, señalando que con el transcurso del tiempo se incluyó en la discusión la pertinencia o no de que la política monetaria asumiera como parte de sus objetivos el crecimiento económico y el desempleo, añadiendo que es un debate que aún se mantiene vigente. La verdad es que tanto Keynes como Hayek fueron figuras emblemáticas de la macroeconomía que delimitaron escuelas de pensamiento con implicaciones distintas para la política económica, Keynes como paradigma de la intervención gubernamental efectiva en los mercados y Hayek como figura principal del capitalismo liberal.

El pensar sobre estos temas constituye un ejercicio interesante, que aparentemente el Dr. Silverio ha juzgado pertinente ventilar en público a raíz de su regreso a la vida académica. Sobre este particular queremos invitar la lectura del documento reciente del Fondo Monetario Internacional de Abril 2013 “*Rethinking Macro Policy II: Getting Granular*” (Repensando la Política Macro II: Entrando en los detalles) de la autoría de Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia y Paolo Mauro donde se analiza el estado actual de la Macroeconomía como disciplina, particularmente en lo concerniente a la política monetaria y la política fiscal. En dicho documento se abordan de forma concisa las preguntas de si los bancos centrales, en adición al objetivo de inflación, deberían tener metas explícitas en términos de actividad económica, perseguir la estabilidad financiera y tener un objetivo de tipo de cambio.

En este punto resulta oportuno reflexionar sobre el argumento de la “divina coincidencia” introducido por Blanchard y Galí¹, que plantean que bajo ciertas condiciones, la política monetaria de mantener

¹ Blanchard, O., Galí, J. (2007). Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 39(1), pp. 35-65.

una inflación estable se traduce en un nivel de actividad económica cónsono con su ritmo potencial. En otras palabras, esto quiere decir que la mejor manera de lograr un crecimiento sostenido de la economía es precisamente focalizando los esfuerzos en procurar una inflación baja y estable.

Como no escapa al conocimiento del Dr. Silverio, la relación entre la brecha del producto y la inflación que da soporte al argumento de la “divina coincidencia” está presente en la mayoría de los modelos macroeconómicos que se utilizan para generar proyecciones. La economía opera bajo un esquema de equilibrio general en el que todas las variables están relacionadas. **El tener presente la estabilidad cambiaria y el crecimiento económico es algo normal a la hora de tomar decisiones en los bancos centrales a nivel mundial, incluyendo los que operan bajo el esquema de metas de inflación.** Los bancos centrales que operan bajo este esquema necesariamente están llamados a monitorear de cerca la evolución de la tasa de cambio, sobre todo en aquellas economías como la dominicana en que una depreciación cambiaria súbita puede desencadenar un proceso inflacionario y afectar las expectativas de los agentes económicos y el necesario clima de certidumbre que se requiere para tomar óptimas decisiones. Las crisis económicas dominicanas han estado siempre acompañadas de crisis cambiarias tal como pasó en 1984, 1990 y 2003-2004.

El planteamiento de que las decisiones recientes de política monetaria adoptadas por el Banco Central “*deben de analizarse bajo el contexto institucional de un objetivo exclusivo de estabilidad de precios*” es un argumento rígido y estricto del Dr. Silverio que simplemente no podemos compartir. Esa afirmación constituye un preámbulo intermedio en su artículo para acomodar sus críticas en torno a las decisiones de política, que desde nuestro punto de vista resultan ser erróneas, limitadas y claramente debatibles, y no parecen emanar de un ex Gerente del Banco Central, quien con este tipo de declaraciones ha obviado el respeto institucional (código de ética no escrito).

Sin lugar a dudas, ha causado extrañeza en el pleno del COMA su afirmación de que los “*errores de mayo hicieron necesarias las decisiones de agosto*”. Invitamos al Dr. Silverio a leer detenidamente el artículo anterior de Página Abierta “Análisis Macroeconómico de las Medidas de Política Monetaria” para que pueda apreciar el marco bajo el cual se tomaron las medidas de política tanto en mayo como en agosto. No obstante, resulta conveniente volver a resaltar algunos puntos importantes a la luz de las sorpresivas e inesperadas críticas del Dr. Silverio Álvarez, especialmente por tratarse de un economista que se mantuvo ausente de la prensa escrita por largo tiempo y ahora se activa para criticar abiertamente las decisiones de la Institución donde se desempeñó como uno de sus funcionarios de más alto nivel.

¿Qué sucedió entre mayo y agosto? En primer lugar, la actividad económica registró una incipiente recuperación al crecer 2.8% interanual en el segundo trimestre del año. La liberalización del encaje legal permitió colocar el 70% de estos recursos liberados y el crédito al sector privado en moneda nacional se aceleró creciendo casi 15% interanual al mes de agosto. En ese contexto, se aceleró el ritmo de depreciación del tipo de cambio, sin un vínculo claro con los fundamentos de la economía. Dado el alto coeficiente de traspaso del tipo de cambio a la inflación, una regularidad empírica comprobada en varios estudios, los modelos de proyección comenzaron a señalar un posible desvío de la meta de inflación, en el horizonte de política. A estos factores, habría que agregar la aprobación de un incremento del salario mínimo en el mes de junio, así como el repunte de los precios del petróleo,

acompañado de una reducción de los precios de los principales *commodities* exportados y una menor entrada de divisas por concepto de inversión extranjera directa en la República Dominicana.

Por tanto, la decisión de incrementar la tasa de política monetaria tenía vínculos directos con las potenciales presiones inflacionarias provenientes de la situación en el mercado cambiario. Otro factor intangible, pero de vital importancia en esta decisión fue el comportamiento de las expectativas de los agentes económicos, captadas por el Banco Central, a través de encuestas a expertos, analistas económicos y a los empresarios, que indicaban claramente que las expectativas del mercado estaban contribuyendo a exacerbar la situación cambiaria, en un entorno donde no había justificaciones monetarias ni fiscales para una depreciación de la magnitud que se había registrado.

No resulta cierta la apreciación de Pedro Silverio y de otros economistas de que “*el giro en la política monetaria haya comprometido las perspectivas de crecimiento económico en el corto y mediano plazo*”. Las proyecciones en términos de actividad crediticia para este año, a pesar del aumento reciente de 200 puntos básicos en la Tasa de Política Monetaria (TPM) son consistentes con un crecimiento del PIB real en torno a un 3%, como se contempla en el Programa Monetario.

En cuanto a las perspectivas de crecimiento a mediano y largo plazo se amerita señalar que la decisión de agosto contribuye a mover la política monetaria hacia una posición más neutral, que no promueva la dolarización de los depósitos con tasas pasivas reales negativas, pero al mismo tiempo que no comprometa el crecimiento a largo plazo de la economía. En el ínterin, se están realizando intervenciones directas de ventas de divisas para que el tipo de cambio retome una senda de estabilidad relativa y sin volatilidad como en los últimos años, lo que evidentemente ha sido exitoso a la luz del comportamiento reciente del mercado cambiario.

Como es bien sabido “en economía no existen almuerzos gratis”, y es de esperarse que en este nuevo escenario el crecimiento de la economía dominicana estaría convergiendo a su ritmo potencial de una forma más gradual que en el escenario previo con menores tasas de interés. En otras palabras, bajo las circunstancias actuales, en nuestra opinión se ameritaría un aumento mucho mayor en las tasas de interés para que las perspectivas de crecimiento a mediano y largo plazo se vean afectadas de forma significativa, como el Dr. Silverio y otros economistas académicos han sugerido.

En adición, el ambiente de reversión de flujos de capitales desde las economías emergentes hacia los Estados Unidos luego de las declaraciones de Ben Bernake² del pasado mes de junio que llegó a alcanzar más de US\$26 mil millones en los últimos meses, ha generado presiones cambiarias en dichas economías, por lo que los bancos centrales de estos países han intervenido el mercado cambiario para controlar esta situación. El caso de Brasil es un ejemplo elocuente y está a la vista de todos. El Banco Central de Brasil redujo el año pasado la tasa de referencia a mínimos históricos, pero producto de las presiones cambiarias que impactaron en la inflación ha realizado cuatro aumentos consecutivos en su

² Estas declaraciones fueron ampliamente difundidas a nivel mundial el pasado 19 de junio, cuando el Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) anunció que los programas flexibilización cuantitativa irían disipándose, anticipándose un aumento gradual de las tasas de interés en los Estados Unidos.

tasa de política monetaria. A nadie en su sano juicio se le puede ocurrir la idea de que las autoridades monetarias dominicanas se cruzarían de brazos a contemplar las presiones cambiarias sin reaccionar para prevenir los efectos inflacionarios de las mismas.

El Dr. Silverio y otros economistas están opuestos a los cambios repentinos en la política monetaria argumentando que los vaivenes afectan la confianza de los agentes económicos. Algunos parecerían sugerir que tienen hasta poderes de ver el futuro o “más allá de la nariz” para justificar su visión de una política monetaria pasiva, lineal o inerte.

La realidad es que todos los meses en los comunicados de política el Banco Central reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con el objetivo de cumplir la meta de inflación y de seguir monitoreando la evolución de la economía mundial y la coyuntura doméstica, a fin de adoptar las medidas necesarias ante riesgos sobre la estabilidad de precios y garantizar el buen funcionamiento de los sistemas financiero y de pagos. Es precisamente haciendo honor a esta firme responsabilidad que se adoptaron las decisiones de política monetaria de mayo y de agosto.

Resulta por tanto, a nuestro entender, que ha sido inoportuno e improcedente de parte del Dr. Pedro Silverio recomendar “una política monetaria aburrida” a unas autoridades que se han caracterizado por mantener una política monetaria “vigilante y activa” para cumplir con la misión primigenia de velar por la estabilidad de precios, consignada en la Constitución de la República y la Ley Monetaria y Financiera.

Parecería pertinente recordarle al Dr. Silverio la misión y visión del Banco Central consignada en su Plan Estratégico Institucional, en cuya elaboración él participó como Gerente, donde se establece el compromiso de preservar la estabilidad macroeconómica. Lo importante, recalamos, es actuar oportunamente con decisión y firmeza cuando las condiciones económicas cambiantes lo ameriten.

Finalmente, en palabras de Baltasar Gracián tomadas de su libro “El Arte de la Prudencia”, *“unas veces hay que frenar la imaginación y otras controlarla, si queremos ser felices y sensatos”*.