

Julio de 1999

## INFORME SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE NICARAGUA.

Vittorio Corbo

### 1. Introducción.

En los últimos años, Nicaragua ha logrado un gran progreso en estabilizar su economía, hacer la transición de una economía centralmente planificada a una economía de mercado, completar una transición política ordenada, e introducir importantes reformas estructurales encaminadas a aumentar su crecimiento en forma sostenida y a mejorar la equidad.

Conscientes de que la estabilidad es un pre-requisito para lograr un crecimiento sostenido y para conseguir la credibilidad y los beneficios de las reformas estructurales, ésta ha jugado un rol central en las políticas macroeconómicas de los últimos diez años. El progreso en la estabilización se ha basado en un severo ajuste fiscal y en el control del déficit cuasi-fiscal resultante de las pérdidas de la banca estatal. Dados los problemas de economía política que siempre surgen tanto en la reducción del déficit del sector público no-financiero como en la reestructuración, privatización y liquidación de la banca estatal, no es de sorprender que este ajuste haya sido lento; aunque con importantes logros en la liquidación de la banca estatal en este último gobierno.

Durante todo este período, el principal reto para la estabilización ha sido el de lograr una reducción en el déficit fiscal a valores compatibles con el financiamiento externo obtenido a través de donaciones y préstamos concesionales de instituciones multilaterales, permitiendo, de este modo, prescindir del financiamiento del Banco Central para poder orientar la política monetaria al logro de una inflación baja y predecible. La creación de una economía de mercado requirió dismantelar los innumerables controles de precios y liberalizar los mercados de factores. Para mejorar la eficiencia y crear las condiciones para un crecimiento sostenido se introdujeron profundas reformas estructurales en la áreas de políticas de comercio exterior, privatizaciones, liberalización del sistema financiero doméstico, reconocimiento de derechos de propiedad, etc.

Ha sido el progreso en ordenar las finanzas públicas lo que le ha permitido al Banco Central de Nicaragua concentrarse en lograr una reducción gradual de la inflación hacia los niveles de los países industriales. Después del abuso en el uso de la política monetaria para estimular la economía, lo que Nicaragua requería era justamente concentrar su política monetaria en lo que sí puede hacer para facilitar el crecimiento, esto es, lograr una inflación baja y predecible. La inflación baja y predecible y las profundas reformas estructurales, orientadas a mejorar la eficiencia y promover la inversión, han sido la base de la política de crecimiento de Nicaragua. De hecho, hoy existe un amplio consenso en cuanto a que ésta es la estrategia de crecimiento más recomendable.

No hay dudas que los logros de Nicaragua en estos años han sido impresionantes tanto en cuanto a reformas como a resultados económicos. Así, mientras hacia fines de los 80s enfrentaba una desatada hiperinflación y una fuerte recesión (una caída del producto de más del 20% entre 1983 y 1990), en los noventa se redujo la inflación a niveles en torno al 10% al año, y el crecimiento se aceleró a través de la década, pasando de un crecimiento promedio del cero por ciento en el período 1991-1993, a un crecimiento promedio del 4,3% en el período 1994-1998.

A pesar del gran progreso logrado en los últimos años, Nicaragua todavía enfrenta fuertes impedimentos para un crecimiento sostenido a una tasa que permita avanzar en forma significativa en mejorar los estándares de vida y reducir la extrema pobreza. Entre estos habría que destacar principalmente el insostenible nivel de la transferencia neta de recursos que recibe del resto del mundo, un 42,1 por ciento del PIB en 1998 (diferencia entre las importaciones de bienes y servicios no financieros y las exportaciones de bienes y servicios no financieros). Esto es, el gasto interno de Nicaragua (consumo privado, más consumo público, más inversión pública y privada) supera a su producto interno en un 42,1% del PIB, cifra que resultará muy difícil de mantener en el largo plazo. De otra parte, la diferencia entre la tasa de inversión (32% del PIB en 1998) y la tasa de ahorro nacional, excluyendo de los pagos al resto del mundo los intereses no pagados (5,1% del PIB), alcanzó a un 26,9% del PIB en 1998, tasa que es una de las mayores del mundo. La tasa de inversión, un 32% del PIB, es también una de las más altas de América Latina, creando grandes oportunidades para que a través de mejoras de eficiencia se aumente su contribución al crecimiento del producto.

Dado que será muy difícil mantener estas tasas de transferencia de recursos desde el resto del mundo, Nicaragua tiene que prepararse desde ahora para utilizar en forma eficiente estas transferencias, de manera de crear una economía capaz de crecer en forma sostenida con menos dependencia de la transferencia externa.

En los próximos años, se presenta una oportunidad única para prepararse en esta dirección. Esta oportunidad surge de la ayuda internacional que Nicaragua ha obtenido para la reconstrucción de la destrucción causada por el Huracán Mitch y de la iniciativa HIPC para la reducción de su deuda externa. La primera provee de recursos para la reconstrucción, y la segunda le permite mejorar su inserción en los mercados internacionales de capitales. Así, aunque la destrucción causada por el huracán Mitch redujo la capacidad productiva y tuvo fuertes costos en vidas humanas, al mismo tiempo, crea una oportunidad para orientar la ayuda externa comprometida por la comunidad internacional para la reconstrucción, hacia la creación de las condiciones para un crecimiento sostenido con mucho menos dependencia de la ayuda externa. Esto último es, a su vez, una pre-condición para el acceso a la facilidad HIPC.

## 2. Una Estrategia de Crecimiento para Nicaragua.

Nicaragua es un país muy pequeño, con un bajo nivel de ingreso per-cápita, una mano de obra de mediana calificación, y una buena base de recursos naturales. Además, por la baja inversión del período 1980-1990 tiene una muy baja relación capital/trabajo. Un país con estas características tiene grandes ventajas de aumentar su integración a la economía mundial, reduciendo las barreras artificiales al comercio, creando un marco de

políticas y de instituciones que contribuyan a un uso eficiente de recursos y promoviendo el desarrollo de una infraestructura que apoye la integración al resto del mundo.

La apertura comercial tiene la gran ventaja que permite lograr una estructura de consumo y de producción más eficiente al estar determinada por precios de bienes comerciables internacionalmente más parecidos a los precios internacionales -que indican el costo efectivo de estos bienes para la sociedad- en vez de estar determinadas por sus precios internos, estos últimos distorsionados por las restricciones arancelarias y para-arancelarias al comercio. Pero esto no es todo, una economía más abierta, por la fuerza de la mayor competencia, obliga a los productores de bienes que compiten con importaciones y de bienes exportables, a hacer esfuerzos permanentes por mejorar su eficiencia y poder competir exitosamente con el resto del mundo, y de paso, por la presión que se provoca en los mercados de los insumos de los bienes comerciables internacionalmente, genera también presiones por mejorar la eficiencia en los servicios tanto privados como públicos.

Esta presión por mejorar la eficiencia promueve la innovación tecnológica y la adaptación y adopción de tecnologías, incentivando también la inversión en capital físico y humano (a través del efecto de las mejores oportunidades en el retorno de la inversión en estos dos tipos de capital). El efecto final es un aumento importante en la tasa de crecimiento del producto potencial y observado. Estos efectos dinámicos de la apertura comercial, que inciden directamente en la tasa de crecimiento de la economía, son tanto o más importantes que los tradicionalmente conocidos beneficios estáticos de una apertura que surge de la explotación de ventajas comparativas.

Nicaragua ha progresado notablemente en los últimos años en su apertura al resto del mundo. Las restricciones para-arancelarias se han reducido significativamente y se ha reducido también tanto el nivel promedio como la varianza de los aranceles con el objetivo último de alcanzar una estructura de aranceles uniforme. Pero esto no es suficiente. Para promover un crecimiento basado en las exportaciones se requiere también mejorar la eficiencia de servicios que tengan una alta incidencia en los costos de producción de los sectores comerciables, tales como las telecomunicaciones, la electricidad, la infraestructura de carreteras y de puertos y, en general, la eficiencia de toda la economía que influye directa e indirectamente en los costos de producción y de transporte de los bienes comerciables. Aquí se incluye una mejor definición y protección de los derechos de propiedad, una mejor calidad de la administración pública y de los servicios de salud y educación.

En todas estas áreas suplementarias Nicaragua muestra grandes falencias. En particular, la producción y distribución de electricidad es poco competitiva y muy ineficiente y urge la puesta en marcha de una política que promueva la competencia y retire al Estado de estas actividades, que hoy dejaron de tener un carácter de bien público. Algo parecido sucede en el área de las telecomunicaciones. Al mismo tiempo que la infraestructura de carreteras y puertos actúa como uno de los principales impedimentos a la mejora en la eficiencia del país y al desarrollo exportador. Es bien sabido que los puertos de Nicaragua, tanto por problemas de administración como de calidad de la infraestructura, están entre los más deficientes y caros de la región, impidiendo una especialización de Nicaragua basada en las oportunidades que ofrece la apertura al resto del mundo.

En estas áreas, los programas de reconstrucción debieran tener como prioridad avanzar en la remoción de estos obstáculos. Para esto se requiere la preparación e implementación de una regulación que promueva la competencia en estos sectores y avanzar en la privatización de actividades donde es eficiente hacerlo. En lo que se refiere a infraestructura con carácter de bien público donde no es factible introducir iniciativa privada en su propiedad, como es el caso de caminos rurales de baja densidad de tráfico, se requiere usar la ayuda internacional para financiar este tipo de obras con una ejecución privada.

Un uso eficiente de los recursos de la ayuda internacional para preparar a Nicaragua para un futuro con mucho menos dependencia de la ayuda externa, va a requerir también de procesos de asignación de estos recursos que minimicen las oportunidades para el despilfarro y la corrupción. Esto se puede lograr con procedimientos claros en la asignación de contratos y en los pagos por la ejecución de éstos.

La preparación de una regulación que promueva la competencia tanto en las áreas de generación y distribución de electricidad como en la telefonía y en los servicios de puertos y carreteras concesionadas es algo complejo, pero es algo donde sabemos lo suficiente como para crear todo un sistema institucional en esa dirección. Este tema lo abordamos en la próxima sección.

### 3.Regulación y Competencia de los Servicios Públicos y el rol productivo del Estado.

En las áreas de servicios públicos es donde hay innumerables oportunidades para aumentar la competencia y mejorar la eficiencia y, al mismo tiempo, para retirar al Estado de la producción y distribución de estos servicios. La creación de una regulación que promueva una estructura competitiva para las empresas proveedoras de servicios públicos (electricidad, telecomunicaciones, saneamiento, puertos, aeropuertos etc.) no es una tarea difícil. Para preparar un esquema regulatorio eficiente, se requiere como etapa previa hacer una gran inversión en capacitar los equipos humanos encargados de la implementación de este tipo de regulación. Lo que se requiere aquí es una formación en la teoría y la práctica de la competencia, la regulación y la supervisión de los servicios públicos. Sin esta capacitación mínima se hace muy difícil entender la lógica de la regulación y poder captar los grandes beneficios sociales que se pueden obtener de este tipo de reformas. Además, esta es un área donde se debe estar preparado a enfrentar complejos problemas de economía política, asociados principalmente a los poderes de las burocracias estatales que hoy manejan estas empresas como de los poderosos sindicatos existentes en ellas. Muchas veces las técnicas de privatización van a requerir obtener la colaboración de los trabajadores involucrados a través de la venta a estos de una participación en la propiedad de la empresa, pero cuidando de dejar el control en manos de socios principales con el capital y la capacidad gerencial para operar eficientemente estos negocios. En esta área, aunque los problemas son grandes, las oportunidades para mejorar la eficiencia y permitir la focalización del Estado en la producción y distribución de verdaderos bienes públicos es también importante.

En algunas ocasiones los gobiernos, por razones de finanzas públicas, han preferido privatizar sin preparar una institucionalidad que promueva la competencia, para de este modo, maximizar el valor de venta de las empresas a través de la oportunidad de

captar rentas monopólicas. Este tipo de estrategia ha encontrado problemas ya que promueve organizaciones de mercados poco competitivas, con efectos negativos en la calidad de los servicios y el bienestar de los consumidores, pudiendo llevar incluso a la generación de fuertes corrientes de opinión contra las privatizaciones.

Ahora que Nicaragua ha avanzado en la creación de un marco económico más estable, y se ha avanzado también en mejorar la definición y defensa de los derechos de propiedad, se hace urgente completar una institucionalidad que promueva la competencia y reduzca la participación del Estado en las áreas de telecomunicaciones, electricidad, y agua y saneamiento, a través de una política agresiva de privatizaciones y concesiones. Estas privatizaciones y concesiones contribuirán a mejorar la eficiencia en estos sectores, como también la calidad de los servicios y llevará, finalmente, también a menores precios para los usuarios. Es interesante indicar, que en el caso de Brasil gracias a la preparación de una legislación pro-competencia antes de proceder con las privatizaciones ha contribuido a que una de las empresas distribuidoras privatizada sea considerada ahora como una de las empresas más admiradas por los usuarios, gracias a la mejora en la calidad de servicios ofrecida por la empresa.

En Nicaragua se requiere también avanzar en la preparación de un marco regulatorio que permita la participación del sector privado, ya sea a través de la propiedad definitiva o de concesiones, en la provisión de infraestructura eficiente en puertos, caminos de alta densidad de tráfico, aeropuertos etc. Estas son las actividades donde, por haberse subinvertido por muchos años, existen altas tasas de retorno tanto privadas como sociales, haciéndose muy atractivas para el sector privado y con grandes beneficios sociales al facilitarle a los usuarios el acceso a servicios de calidad y a precios más bajos, resultantes de la competencia.

El retiro del Estado de la producción de este tipo de servicios, le permitirá concentrarse en proveer los servicios de alta rentabilidad social y que sólo él puede proveer: educación y salud pre-primaria y primaria para los grupos más pobres de la población, infraestructura con características de bien público, institucionalidad para promover la competencia, justicia y policía y mejoras en la definición y cumplimiento de los derechos de propiedad.

La falta de una infraestructura pública apropiada es también un impedimento importante al crecimiento sostenido y aquí el Estado tiene una importante contribución que hacer para facilitar la expansión de la inversión privada. En particular, para aumentar la inversión privada, el sector público debiera contribuir proveyendo de algunas inversiones de alta rentabilidad social pero que, por las externalidades que generan, sólo él puede promover como: caminos rurales, redes de agua potable y saneamiento orientadas a áreas de pobreza extrema, y carreteras de baja densidad de tráfico.

#### 4. Política Cambiaria, Tipo de Cambio Real y los Efectos Macroeconómicos de la Reconstrucción.

Dado el monto de transferencia de recursos que Nicaragua recibe año a año, el tipo de cambio real tiene que apreciarse para permitir que estos se absorban en la economía. Este es el típico problema de enfermedad Holandesa que ha sido analizado en la literatura especializada sobre el ajuste de una economía pequeña y abierta (Dornbusch, 1980; Corden, 1996). El sistema cambiario de tipo de cambio reptante que Nicaragua tiene hoy le

permite lograr una depreciación real si las circunstancias lo requieren. Sin embargo, salvo la caída en términos de intercambio, no hay elementos objetivos como para pensar que Nicaragua requiere de una depreciación real. Por el contrario, la evidencia empírica apunta a que una depreciación nominal, en este caso, se disipa en una mayor inflación con efectos muy marginales en el tipo de cambio real.

Además, en los próximos años, los recursos movilizadas a través de la ayuda para la reconstrucción intensificarán la presión para la apreciación del tipo de cambio real. De hecho, la apreciación del tipo de cambio real es el mecanismo que hará posible que los recursos externos se puedan transformar en un exceso del gasto sobre el producto. Así, la ejecución de los proyectos financiados por la ayuda externa, le va a permitir a Nicaragua financiar un exceso de gasto interno (consumo privado, más consumo público y más inversión total) sobre producto, incluso mayor al logrado en años recientes. De hecho, se estima que entre 1998 y 1999 esta brecha aumentará desde un 42,1% del PIB a un 49,4% del PIB. Esta brecha se estima que aumentará aún más en los próximos dos años cuando la reconstrucción esté en pleno apogeo. Uno de los efectos más directos de la ampliación de la brecha entre gasto y producto es una apreciación real; esto es, una caída en el tipo de cambio real. Esta caída esperada en el tipo de cambio real tiene dos implicaciones claves. Primero, para que el desarrollo de los sectores comerciables (sectores de exportación y competitivo con importaciones) no se resienta, es fundamental acelerar la introducción de otras reformas que permitan, a través de una mejora en la eficiencia en los sectores productores de bienes comerciables, evitar que la caída en el tipo de cambio real termine por afectar negativamente la rentabilidad de estos sectores. Los que debieran ser la base del crecimiento de Nicaragua una vez que la ayuda externa comience a disminuir. Aquí juegan un rol clave las reformas orientadas a bajar los costos de los servicios demandados por los sectores comerciables (electricidad, telecomunicaciones, puertos, aeropuertos, carreteras y todos los servicios públicos). Segundo, se requiere un manejo cuidadoso de la política macroeconómica, especialmente la cambiaria, para que esta apreciación real no termine por resultar en una aceleración de la inflación.

Veamos ahora la evolución esperada del tipo de cambio real. El tipo de cambio real es un precio relativo clave en una economía abierta. Este precio relativo entre bienes que se transan internacionalmente (bienes importables y exportables) y bienes que no se transan internacionalmente juega un papel preponderante en la asignación de los factores productivos a la producción de estos dos tipos de bienes (comerciables y no comerciables) y en la distribución del gasto interno (consumo privado, consumo público e inversión) entre estos dos tipos de bienes. Los modelos de determinación del tipo de cambio real de equilibrio de una economía se basan en la condición de equilibrio en los mercados de bienes no comerciables (oferta igual demanda) y en el tamaño de la brecha entre gasto y producto que un país puede financiar a través de la ayuda o el financiamiento externo. En el caso de Nicaragua esta brecha aumentó desde un 38,5% del PIB en 1997, a un 42,1% del PIB en 1998, a un estimado del 49,4% del PIB en 1999 y valores por sobre 50% del PIB mientras continúe la reconstrucción.

En este tipo de modelos, el valor del tipo de cambio real de equilibrio depende principalmente de: el grado de apertura de la economía, la evolución de los términos de intercambio, el tamaño de la brecha entre gasto y PIB, el diferencial de crecimiento de la

productividad entre el sector comerciable y no comerciable, y la participación del gasto del gobierno en el gasto interno.

La apertura comercial, al reducir las barreras arancelarias y para-arancelarias a la importación aumenta la competencia que enfrenta la producción interna de bienes que compiten con importaciones resultando de esta forma en una baja en su precio relativo. Al bajar el precio relativo de los bienes importables parte de la demanda de los bienes exportables y no comerciables se moverá hacia los importables. Por el lado de la oferta al reducirse los precios relativos de los bienes importables los productores se moverán a producir bienes exportables y bienes y servicios no comerciables. El aumento de la producción y la menor demanda interna de bienes exportables contribuirá a mayores exportaciones, pero la menor demanda y la mayor producción de bienes y servicios no comerciables creará un exceso de oferta de estos bienes y servicios presionando su precio relativo a la baja. **Esta baja en el precio relativo de los bienes y servicios no comerciables es la depreciación real que debe resultar de las fuerzas de mercado en todo proceso de apertura. La política macroeconómica debe facilitar y no impedir este ajuste en el tipo de cambio real.**

La evolución de los términos de intercambio afecta al tipo de cambio real a través de su efecto en el ingreso disponible y en los precios relativos. En general el primer efecto domina y en particular, una caída en los términos de intercambio como la que Nicaragua ha experimentado últimamente lleva a una caída en el ingreso y, por esta vía, a una caída en el gasto privado interno. La parte de la caída en el gasto privado interno que se destina a bienes comerciables termina afectando solamente el tamaño de la brecha entre gasto y producto, en cambio la que se destina a bienes no comerciables afecta su precio relativo, llevando a una caída de éste. Como resultado de esta respuesta en el gasto interno el tipo de cambio real termina depreciándose.

El tamaño de la brecha entre gasto y producto que un país puede financiar también afecta al tipo de cambio real de equilibrio. En particular, una mayor brecha alcanzada a través de un aumento en el gasto interno, por su efecto en los precios de los bienes no comerciables, termina afectando el tipo de cambio real de equilibrio. Así, frente a un aumento en el gasto interno, hecho posible por la ayuda externa para la reconstrucción, parte del aumento del gasto interno terminará por aumentar la demanda por bienes comerciables la que se financiará con la ayuda externa. Pero también parte del aumento en el gasto incrementará la demanda por bienes no comerciables llevando a un alza en su precio relativo de equilibrio o, lo que es lo mismo, a una caída en el tipo de cambio real de equilibrio.

El tipo de cambio real observado, a diferencia del tipo de cambio real de equilibrio, depende también de políticas nominales y, como tal, puede, en ciertos períodos, mantener una brecha con el tipo de cambio real de equilibrio. Pero brechas pronunciadas o prolongadas entre el tipo de cambio real de equilibrio y el observado terminan o en una aceleración de la inflación (cuando el tipo de cambio real observado esta sobre el tipo de cambio real de equilibrio) o en deflación y alto desempleo (cuando el tipo de cambio real observado esta por debajo al de equilibrio).

Dado el análisis anterior, en el caso de Nicaragua hay dos fuerzas contrapuestas afectando la trayectoria del tipo de cambio real. De una parte, la caída en términos de

intercambio experimentada en los últimos 18 meses debiera resultar en un aumento en el tipo de cambio real de equilibrio. De otra parte, el fuerte aumento en la brecha entre gasto interno y producto resulta en una apreciación real o una apreciación en el tipo de cambio real de equilibrio. Dados los montos involucrados, no se requiere de un modelo detallado para concluir que el efecto final debiera ser el de una caída en el tipo de cambio real de equilibrio. Usando el mismo argumento anterior, debe quedar claro que cuando la ayuda externa se reduzca entonces la disminución necesaria en la brecha entre el gasto y el producto va a generar un aumento en el tipo de cambio real de equilibrio.

El sistema cambiario tiene que facilitar estos ajustes en el tipo de cambio real sin la necesidad de una aceleración de la inflación o de una prolongada deflación. Así, la discusión del sistema cambiario adecuado para acomodar estos cambios en el tipo de cambio real está directamente ligada a la discusión sobre anclas nominales para el logro de inflaciones bajas y predecibles. Este punto se discute en la próxima sección.

## 6. Anclas Nominales y Sistema Cambiario.

Tres estrategias básicas pueden ser utilizadas para la elección de un régimen de política monetaria para anclar la inflación. La primera es totalmente ortodoxa: una meta monetaria que se apoya en una senda previamente estipulada para la oferta de dinero a fin de anclar la inflación. La segunda, una meta de tipo de cambio, utilizaría el tipo de cambio como ancla nominal. La tercera es el uso, cada vez más popular, de una meta inflacionaria, en donde el ancla para la inflación es la meta inflacionaria en sí.

En todos estos casos, durante las etapas iniciales, el intento de estabilización probablemente induciría a un crecimiento más lento, más aún en el primer y tercer casos. El ancla del tipo de cambio normalmente está acompañada en primer lugar por una expansión, seguida de una recesión (Calvo y Vegh, 1999). Al elegir entre estos tres alcances resulta importante tomar en cuenta el grado de apertura de la economía y la estabilidad de la relación entre el agregado monetario elegido y la inflación. Esta última depende principalmente de la estabilidad de la demanda de dinero. En particular, en una economía pequeña abierta como Nicaragua, el tipo de cambio proporciona un ancla para el nivel de precios a través de su efecto sobre el precio de los bienes comerciables. La estabilidad de la relación entre un agregado monetario y la inflación plantea un problema en los casos en que existe una considerable innovación financiera, o cuando se presenta un cambio repentino en la tasa de inflación debido a algún shock exógeno.

En una economía que ha experimentado un período de inflación elevada y variable, como ha sido el caso de Nicaragua, en general, la demanda por dinero se vuelve muy inestable y los agentes económicos desarrollan maneras para economizar en el uso del dinero. Y, por lo tanto, cuando la tasa de inflación se reduce, emergen los efectos de la histéresis, generando un quiebre en la antigua función de demanda por dinero. En casos como estos, predecir la cantidad de dinero requerida se vuelve muy difícil y el uso de una meta monetaria podría resultar en un costo muy elevado para reducir la inflación. Por lo tanto, podría ser más adecuado usar un ancla para el tipo de cambio o considerar, un sistema de tipo de cambio más flexible acompañado por una meta monetaria o inflacionaria. Otra ventaja de una meta para el tipo de cambio consiste en que resulta mucho más fácil de entender por parte del público que una regla monetaria, dado que el

contenido de información del tipo de cambio es mucho más directo que la proporcionada por un agregado monetario.

No obstante, el uso de un ancla para el tipo de cambio tiene también importantes desventajas. La primera consiste en que un país que está muy integrado financieramente al resto del mundo, y amarra su moneda a la moneda de otro país pierde la capacidad de usar la política monetaria para responder a los shocks internos y externos (Obstfeld y Rogoff, 1995). Además, con movimientos de capital libres, el uso de un ancla para el tipo de cambio expone al país a ataques especulativos, que podrían ser costosos en términos de un posible aumento del desempleo al defender la senda cambiaria fijada a priori, en términos de las consecuencias de abandonar la paridad cuando su defensa llevaría a altas tasas de interés y, eventualmente, a una devaluación (Obstfeld y Rogoff, 1995). Estos argumentos son relevantes sólo para economías integradas financieramente al resto del mundo y no se aplican, por ahora, al caso de Nicaragua, país cuyos ingresos de capitales son principalmente oficiales y no privados.

Pero esto no es todo. La fijación del tipo de cambio requiere además que otros mecanismos de indexación de la economía sean descartados y que una estructura institucional apropiada sea desarrollada, para evitar que el sistema financiero se haga demasiado vulnerable frente a una eventual corrección del tipo de cambio. Los problemas potenciales a lo largo de estas líneas están mejor ilustrados por la experiencia de Chile a fines de la década de 1970 (Corbo y Fischer, 1994), en México durante 1994 (Dornbusch, 1994) y en los países asiáticos durante 1997 (FMI, 1997), cuando el tipo de cambio se utilizó como un ancla nominal. Para evitar este tipo de problemas se requiere tener una regulación y supervisión del sistema financiero que tome en cuenta adecuadamente de los riesgos incurridos en el sistema financiero.

El ancla del tipo de cambio generalmente adquiere la forma de una senda predeterminada para el tasa de devaluación de moneda, pero podría ser también un tipo fijado a la moneda de otro país. Los tipos de cambio fijos vienen en tres variedades: (1) simplemente fijos; (2) fijos dentro de un marco institucional más fuerte, como en el sistema de caja de convertibilidad de Argentina, y (3) el abandono de la moneda local a favor de una moneda común, como en el caso del EMU, o la moneda de otro país, como en Panamá y Liberia. En este último caso, la probabilidad de un ajuste en la paridad (una devaluación de la moneda local) es prácticamente nula.

Dados los problemas que podrían surgir del uso de un ancla tanto monetaria como de tipo de cambio, durante los últimos años algunos países han optado por utilizar una tercera ancla: la meta inflacionaria. En el marco de meta inflacionaria, la tasa de inflación cumple la función de un ancla monetaria, y las políticas fiscales y monetarias apuntan a cumplir con la meta inflacionaria<sup>1</sup>. La ventaja de este sistema consiste en que toda su efectividad no descansa sobre una relación estable entre un agregado monetario y la inflación evitando, al mismo tiempo, los problemas asociados a la fijación del tipo de cambio. Una ventaja adicional consiste en que la trayectoria del tipo de cambio de

---

<sup>1</sup> En América Latina, Chile, Colombia y ahora México utilizan la meta inflacionaria. Para un análisis de la experiencia chilena con la meta inflacionaria véase a Corbo (1998 a).

mercado proporciona información importante sobre la evaluación de las políticas monetarias presentes y futuras por parte del mercado (Bernanke y otros, 1999).

Como se mencionó anteriormente, en este sistema la meta inflacionaria establecida es el objetivo final de la política y un pronóstico inflacionario, a veces no publicado, es el objetivo intermedio. La tasa de interés es el instrumento principal utilizado para alcanzar la meta. De ahí que, cuando el pronóstico inflacionario condicional, elaborado en base a las políticas existentes, y la evolución esperada de las variables exógenas se encuentra por encima de la meta inflacionaria, aumenta el nivel de la tasa de interés. Una ventaja de la meta inflacionaria consiste en que la inflación misma pasa a ser la meta, comprometiendo a la política monetaria a alcanzar la meta fijada y, por lo tanto, ayudando a dar forma a las expectativas de inflación. No obstante, es aquí donde reside también su mayor desventaja.

Como la inflación es una variable endógena, es decir, las autoridades no la controlan directamente, resulta difícil evaluar la situación monetaria sobre la base del camino observado de la inflación. Además, como las políticas monetarias la afectan con un rezago sustancial, el comprometer una meta inflacionaria incondicional – independientemente de los cambios en los factores externos que sí afectan la tasa de inflación- y cambiar la política monetaria para traer la tasa de inflación de vuelta a la meta fijada puede resultar costoso. En especial, tratar de alcanzar la meta de inflación, cuando un shock da como resultado un aumento (temporal) en la tasa de inflación puede resultar costoso en términos de una severa desaceleración o una mayor volatilidad del producto (Corbo, 1999; Cecchetti, 1998).

Para abordar algunos de estos problemas se han propuesto diversas opciones. Primero, fijar la meta inflacionaria en términos de un rango más que en términos puntuales. Segundo, fijar una meta para la inflación subyacente (core) más que para la inflación observada. Tercero, al igual que en Nueva Zelanda, excluir del índice de precios los efectos de los cambios en los impuestos indirectos y en los términos de intercambio. Cuarto, estipular la meta como la variación entre los cuartos trimestres en vez de la variación diciembre a diciembre. En este último caso se supone que el uso de los promedios trimestrales para el nivel de precios suaviza los efectos de los shocks inesperados.

Otro problema de la meta inflacionaria ha sido el efecto de esta política sobre el tipo de cambio. Este problema podría ser especialmente grave para los países que se encuentran en medio de una estabilización y tienen una cuenta de capitales abierta. De ahí que los países que han utilizado la meta inflacionaria se enfrentan, a veces, al dilema de que la política monetaria dictada para alcanzar la meta podría dar como resultado una apreciación real y nominal excesiva y grandes inlfujos de capital. Si la apreciación real es pronunciada, podría poner en peligro el crecimiento de la exportación y, eventualmente, la estabilidad de la cuenta externa. El problema en este caso es que al tener dos objetivos, la tasa de inflación y el tipo de cambio real (o el tamaño del déficit de la cuenta corriente), se requieren dos instrumentos y la política monetaria proporciona sólo uno.

La selección de anclas nominales en América Latina es bastante amplia. Bolivia utiliza metas monetarias como ancla nominal principal y no tiene una meta explícita para

la inflación. Sin embargo, en sus programas apoyados por el FMI existe un pronóstico de inflación. Perú utiliza una meta monetaria que toma la forma de un techo para la expansión de activos nacionales netos, pero también ha anunciado una meta inflacionaria y se ha desplazado últimamente desde el uso explícito de una meta monetaria al uso de una meta inflacionaria. México, hasta la crisis de 1994, y Brasil, con su plan “Real”, utilizaron el tipo de cambio nominal como el ancla monetaria. Chile, Colombia y México utilizan la meta inflacionaria. La Tabla 1 resume la selección de anclas monetarias utilizadas en la estrategia de estabilización de un grupo de países de América Latina.

Tabla 1

Regímenes de Políticas Monetarias en A. Latina durante la Década de 1990

País	Alternativas Tradicionales		Otras Alternativas
	Ancla Monetaria	Ancla de Tipo de Cambio	Meta de Inflación
Argentina			
Bolivia			
Brasil			
Chile			
Colombia			
Mexico*			
Peru			

\*Desde inicios de 1998, cambió a una meta inflacionaria explícita. El color gris indica que existía también un uso implícito de este tipo de régimen.

Ahora que Nicaragua ha logrado reducir la inflación desde los muy altos niveles de los años '80 a niveles en torno al 105% al año, bien vale la pena aprovechar oportunidades para continuar reduciendo gradualmente la inflación, para llevarla a niveles anuales de un dígito y, eventualmente, hacia los niveles observados en países industrializados. En el caso de Nicaragua, dada su alta integración al mercado Centro Americano y su interés en aumentar su integración al resto del mundo, la reducción de la inflación hacia el nivel de sus principales socios comerciales se justifica no sólo desde el punto de vista de las ganancias habituales de reducir la inflación, sino que como una forma de facilitar la expansión de su comercio exterior, contribuyendo a reducir la habitual variabilidad en precios relativos que acompaña a la inflación.

Dado que en Nicaragua la brecha entre gasto y producto se financia mayoritariamente con recursos externos que recibe el sector público, no tiene mucho sentido tener un sistema cambiario flexible y tampoco tiene mucha efectividad la política monetaria. Por lo tanto en vez de utilizar como ancla monetaria una meta de inflación, lo

más aconsejable es continuar con un tipo de cambio reptante, tipo de cambio cuyo uso se encuentra ampliamente difundido en la sociedad.

El sistema de tipo de cambio reptante, que se ideó para evitar que los efectos en el tipo de cambio real de la devaluación de Enero de 1992 se erosionara a través de un aumento temporal de la inflación interna, requiere ser revisada ahora para acomodar la apreciación real necesaria para absorber el aumento de la brecha entre gasto interno y producto sin una aceleración de la inflación y al mismo tiempo para reducir la indexación al tipo de cambio que se ha ido generalizando en Nicaragua. Para esto lo que se requiere es introducir una disminución gradual en la tasa de devaluación incluida en la regla cambiaria, a partir del 12% actual. Sin embargo, dada la fuerte pérdida de términos de intercambio, y la necesidad de acomodar más adelante –cuando la brecha entre gasto y producto tenga que reducirse- una depreciación real, la tasa de devaluación debiera converger a un valor positivo que permita una mejora en el tipo de cambio real sin el trauma de un cambio abrupto en la regla cambiaria y/o una costosa recesión. De lo anterior concluyo que la política más recomendable sería el disminuir la tasa de devaluación al 9% ahora, para bajarla un uno por ciento al año por los próximos tres años, para converger a una tasa del 6% al cabo de tres años. Esta tasa final del 6% facilitaría la corrección al alza en el tipo de cambio real una vez que halla que reducir la brecha entre gasto y producto, esto es, cuando la ayuda externa para la reconstrucción ya se halla utilizado.

La opción cambiaria de utilizar una banda de flotación para el dólar la considero muy negativa para Nicaragua. Mis objeciones son dos. Primero, este tipo de sistema cambiario es aconsejable para un país que quiere lograr independencia en el manejo de su política monetaria, pero en el caso de Nicaragua dada la baja demanda por córdobas sin mantenimiento de valor y la triste historia de inflación los espacios para hacer política monetaria independiente son muy reducidos y es mejor reconocerlo desde un comienzo a través del sistema cambiario para aumentar la credibilidad de las políticas. Segundo, este sistema introducirá una mayor volatilidad en el tipo de cambio nominal y real con efectos reales que no se compensan con beneficios potenciales de poder tener una política monetaria autónoma. Estos costos afectan especialmente la expansión del comercio y la inversión.

## 6. Independencia del Banco Central: Teoría y Experiencia

En años recientes, se ha observado un creciente interés por dotar a los bancos centrales de una mayor independencia para conducir la política monetaria y cambiaria hacia el logro de una reducción gradual de la inflación.

Este movimiento hacia una mayor autonomía de los bancos centrales ha sido influido por tres desarrollos principales. Primero, el pobre desempeño observado en materia de control de la inflación. Segundo, la abrumadora evidencia de que la mejor contribución que puede hacer la política monetaria al crecimiento de largo plazo consiste en lograr una inflación baja y predecible. Tercero, la constatación de que una política monetaria no restringida a través de reglas –como podría ser un sistema de tipo de cambio fijo o una meta de inflación- tiende a ser más inflacionaria debido a la tentación de la autoridad monetaria de obtener ganancias de corto plazo, en términos de menor

desempleo, a costa de una mayor inflación – y, por ende de una menor crecimiento- de largo plazo. La existencia de un *trade-off* de corto plazo entre inflación y desempleo implica, además, que la conducción de la política monetaria podría ser objeto de presiones por parte del gobierno de turno para seguir políticas expansivas y, de este modo, reducir el desempleo en los períodos previos a una elección.

En la práctica, los gobiernos ejercen una influencia indirecta sobre la política monetaria a través de diferentes canales, que varían de acuerdo a la institucionalidad propia de cada país: presencia de representantes del gobierno en el consejo directivo del banco central, obligaciones implícitas o explícitas del banco central para acomodar la política fiscal, contratos informales entre la tesorería y el banco central, presiones directas del Ministro de Hacienda sobre el Presidente del Banco Central, poder del Ejecutivo para nombrar a los miembros del consejo del banco central, etc.

De este modo, la idea de otorgar una mayor autonomía al banco central lo que busca es reducir el atractivo que representa para la autoridad monetaria el hecho de seguir una política activista que aproveche el *trade-off* de corto plazo entre inflación y desempleo. La teoría y la experiencia sugieren, básicamente, dos alternativas para conseguir este objetivo. La primera, consiste en nombrar como Presidente del Banco Central a una persona con una mayor aversión inflacionaria que la de la sociedad como un todo. La segunda consiste en establecer un consejo directivo en que la permanencia promedio de los miembros en sus cargos sea superior al período presidencial e impidiendo que un gobierno sea capaz de nombrar a la mayoría del consejo durante su permanencia en el poder. En el caso de la Reserva Federal, por ejemplo, cada miembro de la Junta Directiva dura en el cargo catorce años, mientras el período presidencial es de sólo cuatro años. En Chile, cada uno de los cinco miembros del consejo es elegido por un período de diez años, en circunstancias que el período presidencial es de seis años. Lo que se persigue es desvincular las decisiones de política monetaria del ciclo político y conseguir una asociación más directa entre las decisiones de un miembro del consejo y los costos, en términos de inflación, que ellas conlleven.

La mayor independencia de un banco central puede involucrar tanto una independencia de objetivos como una de instrumentos. La experiencia internacional indica que los países han seguido ambos tipos de modelo. En Latinoamérica, Brasil y Venezuela han seguido el modelo neozelandés, bajo el cual el Ejecutivo, a través del Ministerio de Hacienda, determina con precisión el objetivo de inflación que debe perseguir el Banco Central en cada período. En Chile, en cambio, la Constitución otorgó libertad al Banco Central para decidir, además, acerca de sus objetivos. Debe hacerse notar, que el fijar muy rígidamente el objetivo del banco central a través de una meta de inflación – como en el caso de Nueva Zelanda - tiene el inconveniente de que, eventualmente, puede conducir a un aumento indeseable de la volatilidad del producto y el empleo. Por ello, es preferible establecer que la estabilidad de precios debe constituir el objetivo *prioritario* del banco central, más que el objetivo único. En Holanda, por ejemplo, se establece que el mandato es la estabilidad de precios “en vistas a promover el bienestar y prosperidad de la nación”.

Un elemento esencial del diseño de una institucionalidad que contemple la creación de un banco central independiente se refiere a la capacidad de evaluar la gestión de la autoridad monetaria y de penalizar sus desviaciones respecto a sus objetivos – lo que la literatura especializada ha llamado *accountability*. En la práctica, la existencia de

objetivos distintos de una meta de inflación rígida puede complicar la evaluación de la gestión de un banco central. Esto se soluciona, en parte, obligando a que el banco central emita periódicamente un informe sobre política monetaria que dé cuenta de su accionar o a través de audiencias públicas sobre su desempeño, tales como las audiencias Humphrey-Hakins en las cuales el Presidente del Fed testifica dos veces al año. Con respecto a las sanciones, la mayoría de los países que cuentan con un banco central independiente no tienen un sistema explícito de penalización. En los Estados Unidos, el cuestionamiento público es el único tipo de sanción que se aplica. Es probable, sin embargo, que la pérdida de reputación de un banquero central sea una sanción suficiente como para incentivarlo a no desviarse del cumplimiento de su mandato legal.

La principal conclusión que se deriva de los estudios teóricos y empíricos sobre el tema de independencia de bancos centrales es que el marco institucional debiera contemplar la independencia de instrumentos pero no necesariamente la de objetivos. La normativa legal debiera establecer con claridad las metas que debe perseguir el banco central y dotarlo de las herramientas necesarias para cumplirlas, a la vez que debiera establecer los mecanismos para evaluar la gestión de la autoridad y sancionar las desviaciones desde los objetivos establecidos. La meta cuantitativa específica la fijaría la autoridad económica pertinente (generalmente el Ministerio de Hacienda) y el Banco Central tendría la discreción para utilizar los instrumentos a su disposición para el logro de la meta.

La evidencia empírica acumulada apunta a que los países que han adoptado la figura de un banco central independiente han conseguido reducir su tasa de inflación promedio. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que la creación de un banco central independiente no es suficiente para el establecimiento de un marco conducente a una inflación baja. De hecho, el Reichbank en la Alemania de los años 1920s era nominalmente independiente del ejecutivo, al igual que el actual Banco Central de Rusia, en circunstancias que en ambos casos se vivieron procesos hiperinflacionarios. El hecho que algunos bancos centrales sean capaces de conseguir una reducción de la inflación y otros no, puede deberse al entorno que rodea al banco central. Esto ha llevado a algunos observadores a concluir que las altas correlaciones encontradas entre independencia del banco central y el control de la inflación es más bien el reflejo de la demanda por parte de la sociedad por una inflación baja.

Al final, el logro de la meta debiera ser un objetivo compartido entre la autoridad fiscal y el Banco Central, porque no hay reducción de la inflación sostenible sin una situación fiscal acorde al logro de ese objetivo.

## 7. Institucionalidad de la Superintendencia de Bancos.

Las crisis de balanza de pagos observadas recientemente en Asia, Rusia y Latinoamérica han puesto de manifiesto la importancia de contar con un sistema financiero sólido, con instituciones bien capitalizadas y con una supervisión moderna y eficiente. En varios de estos episodios, la ausencia de una adecuada regulación y supervisión bancarias han conducido a un excesivo crecimiento del crédito, en un contexto de instituciones financieras insuficientemente capitalizadas, lo que a su vez ha empeorado la cartera vencida del sistema financiero y ha terminado con la quiebra masiva de bancos y otras instituciones. Estas experiencias han revelado la importancia de la supervisión bancaria para la consecución de la estabilidad macro y sentar las bases para un crecimiento sostenido. Resulta, por consiguiente, de la mayor relevancia para las economías en desarrollo establecer una institucionalidad que permita al agente encargado de la supervisión bancaria velar por el cumplimiento de la normativa regulatoria.

El diseño de una adecuada institucionalidad para la superintendencia bancaria debe partir por considerar que el agente supervisor requiere reunir, básicamente, tres condiciones para cumplir apropiadamente su misión: contar con una alta capacidad técnica, poseer una autoridad que sea ampliamente respetada y constituir un ente independiente. La independencia de la superintendencia de bancos es particularmente importante, puesto que aún contando con respaldo legal suficiente y personal de primer nivel técnico, el desempeño del ente regulador se puede ver seriamente alterado si su accionar responde a presiones externas. En particular, resulta imprescindible que la superintendencia bancaria cuente con la suficiente autonomía política para adoptar las medidas que considera necesarias para mantener un sistema financiero sano. En este sentido, resulta relevante preguntarse por la conveniencia de que sea el Banco Central el encargado de realizar la supervisión bancaria versus la alternativa de que la superintendencia de bancos sea dependiente del Ministerio de Hacienda. La experiencia internacional a este respecto es mixta, aunque es más común que la superintendencia bancaria dependa del Banco Central. Este tipo de arreglo tiene la ventaja que provee un flujo de información expedito y una mejor coordinación entre el ente encargado de la supervisión y el prestamista de última instancia (y la conducción de la política monetaria en general). Además, las agencias supervisoras subordinadas a un ministerio de gobierno –normalmente al Ministerio de Hacienda- tienden a perder parte de su independencia cuando es el gobierno el que soporta los costos del cierre de algunos bancos o de otras acciones propias de la Superintendencia de Bancos.

Sin embargo, la evidencia muestra que la decisión de ubicar al agente supervisor dentro o fuera del Banco Central depende de factores históricos, sociales y políticos. No es posible observar una relación clara entre el tipo de estructura institucional empleada y la efectividad de la función supervisora.

Un punto que es clave es que cualquiera sea el arreglo institucional empleado, la dependencia de la superintendencia bancaria debe ser claramente establecida en la ley.

## REFERENCIAS

- Alesina, A., N. Roubini y G. Cohen (1997), "Political Cycles and the Macroeconomy", MIT Press.
- Banco Central de Bolivia, Memoria, 1997.
- Banco Central de Reserva del Perú, 1998. Nota Semanal, varios números.
- Bernanke, B. S. y F. S. Mishkin, 1997, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy," Journal of Economic Perspectives, 11 (2): 97:116.
- Bernanke, B. S., T. Laubach, F. S. Mishkin, y A. S. Posen, 1999, Inflation Targeting, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Calvo, G. y C. Vegh, 1999, "Inflation Stabilization and BOP Crisis in Developing Countries", Working Paper 6925. Cambridge Mass.: National Bureau of Economic Research (February).
- Cecchetti, 1998, "Policy Rules and Targets: Framing the Central Banker's Problem.", Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, June, p. p. 1-14.
- Corbo, V., 1998a, "Reaching one-digit Inflation: The Chilean Experience," Journal of Applied Economics, Vol. 1, (1).
- Corbo, V., 1998b, "Economic Policy Reform in Latin America," Paper presentado en la Conferencia "Economic Policy Reform: What We Know and What We Need To Know", Center for Research on Economic Development and Policy Reform of Stanford University, September 16-19, 1998
- Corbo, V., 1999, "Monetary Policy in Latin America in the 1990s," Sidrausky Lecture, Latin American Meetings of the Econometric Society, mimeo.
- Corbo, V. and S. Fischer, 1994, "Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery," in B. Bosworth, R. Dornbusch, and R. Laban (editors), The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges. Washington, D.C. : Brookings.
- Corbo, V. and S. Fischer, 1995, "Structural Adjustment, Stabilization and Policy Reform: Domestic and International Finance. In Behrman, J, and T. N. Srinivasan (editors). Handbook of Development Economics, Volume III. New York: Elsevier
- Corden, M. , 1994, "Economic Policy, Exchange Rates and The International System", The University of Chicago Press.
- Dornbusch, R., 1980, Open Economy Macroeconomics, Basic Books.
- Dornbusch, R. and A. Werner, 1994, Mexico....., ", Brookings Papers on Economic Activity 1
- Eichengreen, B., 1999, "Kicking the Habit: Moving from Pegged Rates to Greater Exchange Rate Flexibility". Economic Journal. March.
- Fischer, S., 1995, "The Unending Search for Monetary Salvation", National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual.

- Fischer, S., 1995, "Central-Bank Independence Revisited", The American Economic Review, Papers and Proceedings of the Hundred and seventh annual meeting of the American Economic Association.
- Fischer, S., 1994, "Modern Central Banking" en "The Future of Central Banking", Cambridge University Press.
- Lindgren, C-J, G. García y M. Saal (1996), "Bank Soundness and Macroeconomic Policy", Fondo Monetario Internacional.
- Mishkin, F. S., 1997, "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy Makers," In Maintaining Financial Stability in a Global Economy, pp 55-96. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Obtsfeldt, M. and K. Rogoff, 1995, "The Mirage of Fixed Exchange Rates", Journal of Economic Perspectives 9 (Fall).