

DOCUMENTOS DE TRABAJO

ISSN 2409-1863
DT 047-Julio 2014
Banco Central de Nicaragua

Banco Central, Régimen Cambiario y Políticas Macroeconómicas

Juan Carlos Treminio



Banco Central de Nicaragua
Emitiendo confianza y estabilidad



Banco Central de Nicaragua

Banco Central, Régimen Cambiario y Políticas Macroeconómicas

DT 047-Julio 2014

Juan Carlos Treminio

La serie de documentos de trabajo es una publicación del Banco Central de Nicaragua que divulga los trabajos de investigación económica realizados por profesionales de esta institución o encargados por ella a terceros. El objetivo de la serie es aportar a la discusión de temas de interés económico y de promover el intercambio de ideas. El contenido de los documentos de trabajo es de exclusiva responsabilidad de su(s) autor(es) y no reflejan necesariamente la opinión del Banco Central de Nicaragua. Los documentos pueden obtenerse en versión PDF en la dirección <http://www.bcn.gob.ni/>

Banco Central, Régimen Cambiario y Políticas Macroeconómicas

Juan Carlos Treminio*

Julio 2014

Resumen

Este documento pretende hacer una revisión tanto literaria como empírica de las políticas que puede implementar un Banco Central con tipo de cambio predeterminado. De forma general, las políticas monetaria y cambiaria se muestran limitadas por el régimen cambiario mientras que otras plantean nuevos dilemas para las autoridades.

1. Introducción

Según el artículo 3 de la Ley Orgánica del BCN, el objetivo de la institución es la estabilidad de la moneda nacional y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos. Dicho mandato ha moldeado todos los quehaceres de dicha institución con los consiguientes efectos sobre las variables macroeconómicas más relevantes, entre ellas el PIB.

Actualmente la necesidad de generar mayor crecimiento económico para que el país pueda disminuir sus niveles de subdesarrollo, lleva a buscar vías en las cuales la política monetaria y cambiaria puedan impulsar el crecimiento económico en el país. Esta tarea implica hacer una revisión de las opciones de política que se pueden desarrollar para alcanzar este objetivo dado el marco institucional actual del BCN.

En estos momentos la institución no cuenta con un objetivo explícito de crecimiento económico, sin embargo cuenta con las herramientas para afectar dicha variable tanto en el corto como en el largo plazo. Consecuentemente es necesario conocer bajo qué condiciones el uso de estas herramientas es efectiva para generar una mayor actividad económica.

Dado esto se pretende contestar la siguiente pregunta ¿Cuáles son las vías mediante las cuales un Banco Central con régimen cambiario predeterminado

* *Correo Electrónico:* jtreminio@bcn.gob.ni

puede impulsar el crecimiento económico? Esta será respondida mediante una revisión de la literatura teórica y empírica de la importancia de los Bancos Centrales en el desarrollo de las economías de los países. Esta revisión tomará no solo en consideración la política cambiaria actual del BCN sino que también tomará en cuenta la posibilidad de migrar hacia otros regímenes cambiarios.

2. Antecedentes

La literatura de crecimiento económico permite categorizar dos vías en las cuáles un Banco Central puede impulsar la actividad económica de un país, una vía pasiva a través de la institucionalidad y la estabilidad de los sistemas de pagos, y una vía activa a través de la formulación de la política monetaria y cambiaria.

La vía de la institucionalidad y la estabilidad de los sistemas de pagos consisten en darles confianza a los agentes económicos mediante la disciplina, la consistencia, la prudencia, la comunicación y la posibilidad de anticipar las acciones del Banco Central, de manera que ellos puedan estar seguros de la habilidad de éste para manejar la economía del país.

La vía activa consiste en el impacto en la política de tasas de interés y del tipo de cambio nominal sobre las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos, de manera que otorgue señales de precios que permitan ubicar los recursos de la economía de la forma más eficiente posible.

Mediante las dos vías anteriores el BCN ha jugado un papel fundamental en lograr la estabilidad macroeconómica en el país permitiendo anclar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y corrigiendo los desequilibrios monetarios y cambiarios existentes a inicios de la década de los noventa. La consistencia de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal en el tiempo ha permitido incrementar la credibilidad en el manejo de la política económica por parte de la institución lo cual se refleja no solamente en la inflación sino también en variables claves como las exportaciones, las Reservas Internacionales y la Inversión Extranjera Directa.

La mejora en estas variables, junto con una devaluación programada de la moneda nacional, ha permitido afrontar de mejor manera los choques negativos externos e internos. Por ejemplo, al mantener la inflación bajo control, el BCN ha contribuido a generar un aumento del crecimiento económico al promover la estabilidad financiera, haciendo más fácil la apreciación del valor de las inversiones, así como un aumento del gasto de los agentes económicos.

La depreciación del córdoba ha permitido asimismo aumentar la competitividad de las exportaciones del país abaratando su valor para los extranjeros. La devaluación nominal de la moneda doméstica cuando se ha traducido en una real, ha incentivado una expansión de la demanda agregada y apoyado un mayor

crecimiento económico a lo largo de los años en que se ha implementado este régimen cambiario.

No obstante, un efecto del régimen cambiario actual es que la política monetaria del BCN no es independiente debido a que se ve afectada por el movimiento de las tasas de interés en dólares en los mercados internacionales. La principal tasa de referencia a nivel externo es la tasa de los bonos de la Reserva Federal de EE.UU siendo la diferencia entre esta tasa y la de las letras del BCN) una medida del riesgo de liquidez inherente al país.

Shambaugh (2003), Frankel, Schmukler y Servén (2002), así como Craigwell, Greenidge y Maynard (2007) encuentran evidencia empírica a nivel global de que los países con tipo de cambio predeterminado no cuentan con una política monetaria independiente. Las tasas de interés de política de los países con este tipo de régimen cambiario reaccionan de forma significativa ante las variaciones en las tasas de interés del país base¹, a diferencia de los países con un tipo de cambio flotante. En este aspecto, estos últimos países tienen más espacio para emprender una política monetaria propia.

El hecho de que la tasas de interés de política doméstica siga este comportamiento se puede explicar a través de la teoría de paridad de tasas. Ante cualquier tasa de devaluación cambiaria que aplique el Banco Central, los agentes económicos transferirían sus inversiones hasta que las fuerzas del mercado restauren dicha paridad. Por lo tanto, mientras se mantenga como ancla nominal el tipo de cambio no es posible incentivar la actividad económica a través de una política de reducción de las tasas de interés domésticas.

De esta manera la única política que se ha utilizado, de forma prolongada, para incentivar la actividad ha sido la de una devaluación constante de la moneda doméstica, sin embargo ésta presenta desventajas. La devaluación constante y predecible genera una mayor indexación de los precios de la economía ocasionando un alto traspaso del tipo de cambio a precios, esto en ocasiones de choques de precios de materias primas, genera que la inflación sea superior a la tasa de devaluación cambiaria lo que diluye las ganancias de competitividad del sector exportador, obtenidas inicialmente a través de la misma devaluación, y disminuye el lapso de tiempo en que puede ser aprovechada. Esta noción es apoyada por Bello (2007) y López, Treminio y Sarria (2013) quienes encuentran que la devaluación cambiaria se traspasa a precios de forma completa en un trimestre por lo que la depreciación real del córdoba se anula en ese período.

Por otra parte un instrumento que se ha usado de forma más puntual es la tasa del encaje legal de los bancos comerciales. En abril del año 2011 el BCN disminuyó el encaje con el propósito de aumentar la disponibilidad de crédito en la economía y dinamizar la actividad. A pesar de que el crédito se expandió

¹El país base es aquel al que cuya moneda se va a fijar el tipo de cambio.

fuertemente en términos nominales a niveles incluso similares a los anteriores a la crisis financiera internacional, en términos reales la expansión fue aparentemente moderada así como su efecto sobre la actividad.

Una vez habiendo revisado el estado actual de la política monetaria y cambiaria en el país se puede hacer un análisis de las posibles vías en que el BCN puede impulsar el crecimiento económico y sus implicancias.

3. Políticas Económicas para Incentivar la Actividad

3.1. Política Monetaria y Cambiaria

3.1.1. Teoría

En el esquema monetario de la Balanza de Pagos, el cual es aplicable a las economías con tipo de cambio predeterminado, la política monetaria funciona de tal manera que las variaciones de las reservas internacionales tienen que ser igual al saldo de la balanza de pagos, en la medida que ésta última se encuentre fuera de su equilibrio la oferta monetaria se modificará. Dicho de otro modo la siguiente relación debe cumplirse:

$$\partial M_t = \partial CD_t + \partial RIN_t * TCN_t$$

Dado que el BCN cuenta con un régimen cambiario predeterminado, las principales vías en las que tentativamente podría realizar una política en pro de la actividad económica son a través de una política monetaria expansiva y un aumento del ritmo de devaluación nominal del córdoba. Estas políticas pueden ser analizadas teóricamente a través de una extensión del esquema monetario, el Modelo Mundell y Fleming (MM).

El modelo MM establece la relación entre el tipo de cambio nominal y la producción de una economía en el corto plazo (a diferencia de la relación entre la tasa de interés y la producción en el modelo IS-LM tradicional). El modelo Mundell-Fleming ha sido usado para argumentar que una economía no puede mantener simultáneamente un tipo de cambio fijo, la libre movilidad de capital, y una política monetaria independiente. Este principio es frecuentemente llamado la “*Trinidad Imposible*”.

El modelo MM está basado alrededor de las siguientes ecuaciones:

$$(1) Y_t = C_t + I_t + G_t + NX_t \text{ (Curva LM)}$$

donde Y es el PIB, C es el consumo, I es inversión, G es gasto de gobierno y NX es la balanza comercial.

$$(2) \frac{M_t}{P_t} = L(i_t, Y_t) \text{ (Curva LM)}$$

donde M es la oferta de dinero, P es el nivel de precios, L es la liquidez e i es la tasa de interés.

$$(3) BoP_t = CA_t + KA_t \text{ (Balanza de Pagos)}$$

donde CA se refiere a la Cuenta Corriente y KA a la Cuenta de Capitales del País.

Política Monetaria Expansiva Bajo el modelo MM² un incremento de la oferta de dinero mediante operaciones de crédito interno desplaza la curva LM a la derecha y abajo (ver gráfico abajo), por lo que se genera un déficit en la balanza de pagos. Dicho déficit generaría la pérdida de reservas internacionales y la disminución de la cantidad de dinero lo que haría volver a la curva LM a su nivel original, una vez en este punto se cerraría el déficit externo.

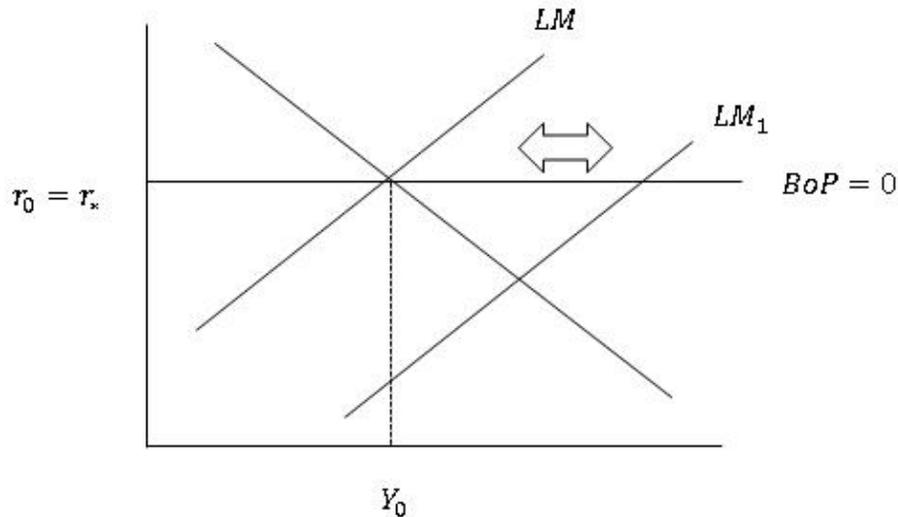


Figura 1: Política Monetaria Expansiva

²Economía pequeña, abierta y libre movilidad de capitales,

Con tipo de cambio predeterminado la política monetaria es inefectiva para provocar efectos sobre el nivel de producto y la tasa de interés, especialmente cuando una economía se encuentra en presencia de perfecta movilidad de capitales. Por tanto el Banco Central no puede implementar una política monetaria expansiva bajo el régimen cambiario actual.

Política Cambiaria Expansiva Un incremento en el tipo de cambio nominal que se traduzca en una depreciación real, genera efectos sobre la demanda agregada (curva IS), especialmente a través de los efectos en la cuenta corriente, desplazándola hacia la derecha y arriba, de forma que el nuevo equilibrio se encuentra por sobre la balanza de pagos (ver gráfico abajo). La existencia de dicho superávit, provoca un desplazamiento de la curva LM hacia afuera y abajo, cerrando el superávit existente dando como resultado un mayor nivel de producto.

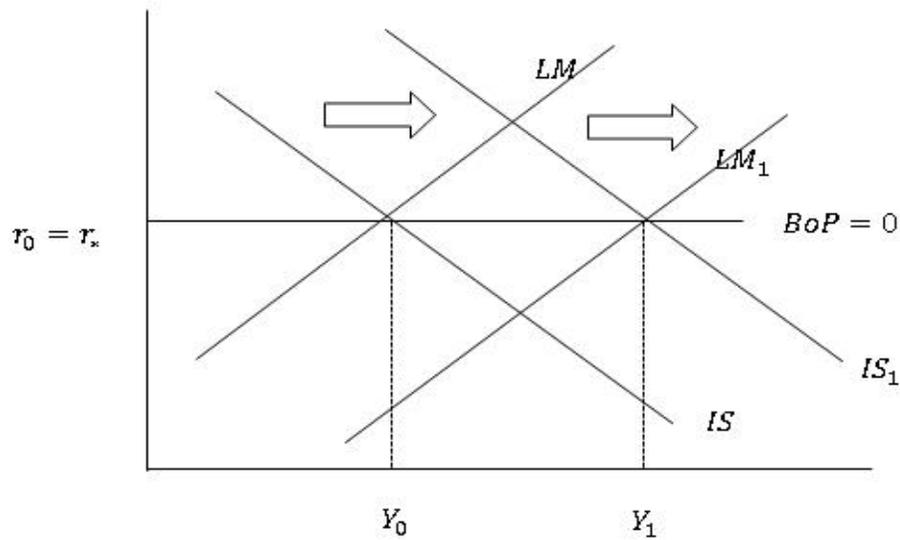


Figura 2: Política Cambiaria Expansiva

Luego, las devaluaciones reales, claramente se traducen en una expansión de la actividad productiva de una economía con perfecta movilidad de capitales. Dado que el BCN usa como instrumento de política la tasa de deslizamiento cambiario es posible que pueda incentivar la actividad económica, no obstante, esto dependerá del traspaso a precios domésticos de la misma devaluación.

Una devaluación cambiaria lleva a un incremento en precios cuya magnitud depende del grado de indexación de los precios de una economía. El incremento en el nivel de precios debido a una depreciación nominal se traduce en una apreciación del tipo de cambio real, generando un desplazamiento de la curva IS a la izquierda y abajo (ver gráfico abajo). Esta situación provoca un déficit en la balanza de pagos, por lo que se generan pérdidas en las reservas internacionales, disminuyendo la cantidad de dinero en la economía, desplazando por tanto la LM hacia adentro y arriba, dando como resultado un menor nivel de producción que la inicial. En general, un incremento en los precios domésticos equivale a generar una apreciación real y tiene la característica de ser contractiva.

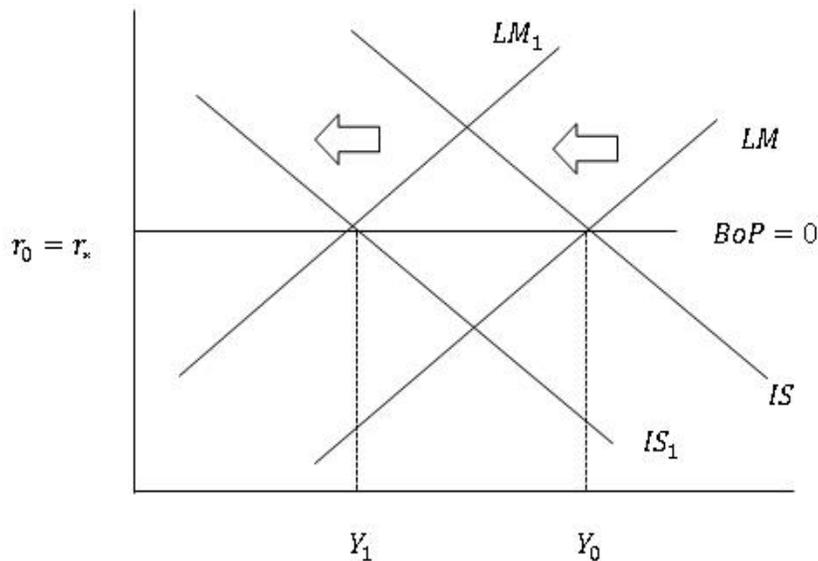


Figura 3: Efecto contractivo de la Inflación

El efecto final de una devaluación cambiaria estará en dependencia del grado de traspaso del tipo de cambio a precios. Si el traspaso a la inflación de la devaluación cambiaria es completo entonces no habría ganancias en competitividad en el largo plazo para una economía, aunque sí en el corto plazo, a medida que las rigideces nominales ocasionan que no exista un ajuste instantáneo.

3.1.2. Evidencia Empírica

Campo, Gámez y Reyes (2005) encuentran que para el período 1994 – 2004 el traspaso del tipo de cambio a precios era de un 82 por ciento, convirtiéndose en la variable explicativa más significativa de la inflación en el país, asimismo

encuentran que “con base en los resultados empíricos encontrados, se infiere que una política de devaluación (cambiaria) que busque incrementar la competitividad será poco efectiva, debido a que existe un alto grado de transmisión de la paridad cambiaria hacia los precios domésticos”.

Bello (2007) encuentra que para el período 1994-2007 el traspaso de la devaluación cambiaria a inflación en el largo plazo fue completo y que se realizó en un solo trimestre. Al mismo tiempo encuentra que “los choques de demanda y monetarios no son significativos para explicar la inflación en el largo plazo. . . El hecho de que las expansiones monetarias no resulten inflacionarias es compatible con la existencia de un régimen de tipo de cambio predeterminado y con la evidencia de que el coeficiente de compensación es cercano a -1. Esto significa que los desequilibrios monetarios son disueltos rápidamente mediante variaciones en reservas internacionales, de tal manera tal que las acciones monetarias no afectan la demanda agregada”.

Arana (2008) encuentra que la elasticidad del tipo de cambio a precios se encuentra entre 0.4 y 0.6 argumentando que la alta cantidad de productos no transables no permite que el traspaso sea completo. Según el autor la disminución del ritmo de devaluaciones a pesar de que afecta significativamente la inflación en el país, tendría efectos negativos por el lado del encarecimiento de las exportaciones del país.

Clevy (2011) afirma que “el elevado grado de traspaso de tipo de cambio a precios indujo una pérdida de efectividad para lograr mejoras sustitutas del tipo de cambio real por medio de devaluaciones nominales. En estas condiciones, el régimen cambiario se ha caracterizado como piso para la inflación más que un instrumento que promueva la competitividad de la economía nicaragüense”.

Por su parte Urcuyo (2012) afirma que existe una disociación significativa entre la devaluación y la inflación a partir del año 2003, la cual pasaría a responder más a los movimientos de los precios externos. Asimismo encuentra que para el período 2001-2009 la elasticidad del tipo de cambio a precios era de 0.229, lo cual implicaría que existió en este período margen de maniobra para que una política de mayor devaluación cambiaria afecte la actividad económica.

La alta variabilidad en los coeficientes de traspaso del tipo de cambio a precios podría deberse a las asimetrías de su transmisión. Treminio (2014) encuentra que el traspaso cambiario no es estable en el tiempo y que depende del estado de la economía, especialmente del ciclo económico, la inflación inicial, los desalineamientos del TCR y la apertura comercial. Una política de aumento de la tasa de deslizamiento no sería efectiva en incentivar la actividad en presencia de altas presiones inflacionarias pero sí lo podría ser en presencia de un ciclo económico negativo, sobrevaloración del TCR y ausencia de choques exógenos de precios.

La importancia del traspaso cambiario a precios se ve apoyada por el fuerte efecto del tipo de cambio real sobre las exportaciones e importaciones. Bello (2007) encuentra que una depreciación real del tipo de cambio de un 10 por ciento conlleva a un aumento de las exportaciones de 2.5 por ciento con un mes de rezago. Por otra parte una apreciación real de 10 por ciento llevaría a una caída en las importaciones de 1.4 por ciento en el largo plazo.

3.2. El Encaje Legal como Instrumento de Política

3.2.1. Teoría

En un contexto de influjos (salidas) de capitales, una mayor (menor) tasa de encaje neutraliza el exceso (la contracción) de liquidez en la economía y evita que se traduzca en una expansión (contracción) no deseada del crédito.

En economías con dolarización financiera, como Nicaragua, los encajes diferenciados por monedas cumplen un rol macroprudencial al preservar activos líquidos que pueden ser utilizados en escenarios de estrés financiero. Al mismo tiempo facilita el manejo de la liquidez de los bancos comerciales, del Banco Central y reduce la volatilidad de las tasas de interés.

El encaje legal también tiene efecto sobre el nivel de la tasa de interés activa a través del margen financiero. Freixas y Rochet (1997) definen el margen financiero mf_t como el rendimiento de cada unidad monetaria $1 - r_j$, neto del encaje, prestado a una tasa de interés activa $i_{a,t}$ más la remuneración $i_{re,t}$ recibida por la proporción mantenida como encaje r_j , neto de la proporción del encaje no remunerado, generalmente el mínimo legal r_{jml} ; menos la tasa de interés pasiva $i_{p,t}$ pagada por cada unidad monetaria pagada por el público. Así la ecuación del margen financiero está dada por:

$$mf_t = (1 - r_j)i_{a,t} + (r_j - r_{jml})i_{re,t} - i_{p,t}$$

En caso de que los bancos comerciales usen como variable de ajuste la tasa activa, manteniendo sin variación la tasa pasiva, y dada la remuneración al encaje; el cambio de la tasa activa, que permita recuperar el margen financiero deseado debido al cambio en la tasa de encaje sería:

$$\partial i_{a,t} = \frac{\partial mf_t + \partial r_j(i_{a,t} - i_{re,t})}{(1 - r_j)}$$

En otras palabras, la variación en la tasa activa se explica por el cambio del margen financiero más la variación en la tasa de encaje ajustada por el ratio entre el spread de la tasa activa y la remuneración, con la proporción disponible como fondo prestable neto del encaje. Bajo esta ecuación, considerando por ejemplo una tasa activa promedio en moneda nacional de 19.5 por ciento, una tasa de encaje de 6 por ciento y una remuneración al encaje de 0, una disminución de 1 punto porcentual en la tasa de encaje en moneda nacional induciría una reducción de de aproximadamente de 25 puntos base en la tasa de interés activa.

Un canal en que el encaje también puede afectar la actividad económica es a través del nivel de liquidez en la economía. Una disminución en el requerimiento de encaje r_j aumenta la capacidad del sistema financiero para expandir la liquidez a partir de la base monetaria, la cual está compuesta por el circulante y las reservas de encaje.

En el caso del encaje en moneda extranjera, existe una vía adicional de transmisión a través de la acumulación preventiva de Reservas Internacionales en el Banco Central. Así la mayor solvencia de liquidez internacional reduciría el riesgo país lo cual se reflejaría en la estructura de plazos de las tasas de interés (curva de rendimiento) mejorando las condiciones crediticias de los agentes económicos y con ello influiría en las expectativas sobre el nivel de la actividad económica.

Otra vía alternativa en que el uso del encaje legal puede afectar la actividad podría ser a través del ahorro. El reducir el encaje legal a los instrumentos de largo plazo (8 años a más) incentivaría el ahorro del mismo plazo y permitiría al mismo tiempo otorgar más financiamiento a proyectos de inversión de larga data y de mejor retorno financiero (Funides (2013)).

En conclusión, el encaje legal tiene tres vías en los que puede influir en la actividad económica. La primera vía consiste en el apoyo a la estabilidad macro-económica y financiera lo cual beneficia la toma de decisiones de los agentes económicos y por ende el crecimiento. La segunda vía es a través de la disminución de la tasa de interés activa del sector financiero permitiendo mayor acceso al crédito a más sectores productivos. Finalmente, la tercera vía es a través del aumento de la liquidez en la economía.

No obstante, la literatura económica menciona algunas desventajas del encaje como instrumento de política monetaria:

- Es considerado como un impuesto a la intermediación financiera, argumento usado para justificar el descenso de las tasas de encaje observado en muchos países.

- Un aumento del encaje legal puede incrementar el financiamiento no bancario, debido a que los bancos comerciales aumentan las tasas activas. Por otra parte, puede generar un problema de desintermediación bancaria si en determinado caso se reduce las tasas de interés pasivas debido a que puede generar el crecimiento de fuentes de ahorro no bancario.
- Un aumento del encaje legal puede afectar a bancos comerciales que no cuentan con suficientes fondos de encaje y deben disminuir rápidamente sus fondos prestables, aumentando la tasa de interés.

3.2.2. Evidencia Empírica

En abril de 2011 el BCN aprobó la disminución del encaje legal bancario en más de 4 puntos porcentuales. El propósito de esta medida era permitir a los bancos comerciales mayor disponibilidad de fondos para aumentar la cartera de crédito y destinar más financiamiento al sector productivo nacional. La medida ocasionó un aumento efectivo del crédito en términos nominales aunque en términos reales el efecto se sintió con un mayor rezago. En cuanto al impacto en la actividad productiva el efecto parece ser limitado lo que se ve reflejado en el superior crecimiento del crédito con respecto al PIB.

Reducir la tasa del encaje legal podría no ser suficiente para incentivar la emisión de crédito debido a una excesiva tasa de encaje efectiva. Este dinero no goza de mantenimiento de valor ni tampoco genera intereses, por lo que los bancos comerciales tienden a mantener altas tasas de interés activas con las que al mismo tiempo pagan intereses a los ahorristas. La evidencia pareciera sugerir que las tasas de interés activas no reaccionaron frente al cambio en la tasa de encaje.

3.3. La Dolarización y las Tasas de Interés de Mercado

Una manera de reducir las tasas de interés reales podría ser adoptar el dólar como moneda nacional. Según Lachler (1995) tal acción podría reducir inmediatamente las tasas de interés al eliminar el riesgo cambiario. Los deudores domésticos ya tienen esta opción dado el avanzado nivel de sustitución monetaria que ha ocurrido en el país. Cerca del 73 por ciento de los depósitos en los bancos comerciales están hechos en dólares. Por otro lado, cerca del 91 por ciento del crédito doméstico está denominado en esa moneda. Dado que los préstamos en córdobas están completamente indexados al tipo de cambio, el único factor que puede explicar la diferencia entre las tasas en dólares y la equivalente en moneda nacional es la percepción del compromiso de las autoridades monetarias del país en mantener el sistema cambiario.

La adopción de una política de dolarización oficial representaría el compromiso más fuerte a una paridad fija por parte de las autoridades monetarias. Otros arreglos institucionales que reflejan un compromiso relativamente más débil van desde establecer una caja de convertibilidad, fijar el tipo de cambio, hasta el actual sistema de indexación existente en el país. Las principales desventajas de atar la moneda doméstica al dólar son la reducción del señoreaje, disminuida flexibilidad para conducir una política monetaria independiente y servir de prestamista de última instancia.

En conclusión la disminución del riesgo cambiario así como una dolarización oficial podrían generar un mayor crecimiento económico a través del canal financiero. Los factores mencionados permitirían que las tasas de interés activas se redujeran permitiendo que los agentes económicos tengan más acceso a fondos tanto para consumir como para invertir, lo que al final terminaría incentivando la actividad económica. No obstante, es necesario resaltar que una dolarización oficial puede tener un impacto inmediato sobre el TCR encareciendo los productos de la economía así como la mano de obra, ante esto cualquier vía de ajuste de choques externos sería vía actividad económica. Al contrario, al contar con una política de deslizamiento se permitiría que parte del efecto se diluya de forma paulatina en el tipo de cambio.

3.4. La Posibilidad de otro Régimen Cambiario para aumentar el Crecimiento

Ghosh y Ostry (1997) encuentran que “a pesar de que las relaciones teóricas son ambiguas, la evidencia sugiere un fuerte nexo entre la escogencia del régimen cambiario y la actividad económica. La adopción del tipo de cambio como ancla nominal puede llevar a una menor inflación, pero también a un menor crecimiento de la productividad”. El paper de estos autores utiliza una base de datos extensa de países, clasifica a los regímenes cambiarios en más detalle que la dicotomía tradicional entre fijación y flotación, y por último distingue el comportamiento de facto de los Bancos Centrales con respecto al régimen declarado.

Los autores anteriormente mencionados explican que la escogencia de un régimen cambiario implica aparentemente un trade off entre inversión y productividad. Según los datos los regímenes rígidos atraen una mayor inversión, mientras que los regímenes de flotación tienen un crecimiento más rápido de la productividad. Esto según los autores explicaría por qué el crecimiento del PIB per cápita fue ligeramente más alto en países con regímenes de flotación.

El argumento a favor de los regímenes rígidos se basa en que aumentan la inversión al reducir las incertidumbres de política y disminuir las tasas de interés reales. El argumento en contra, es que al eliminar un importante mecanismo de

ajuste, los tipos de cambio rígidos pueden incrementar la presión proteccionista, distorsionar las señales de precios en la economía, y prevenir la asignación eficiente de recursos entre los sectores de la economía.

Las tasas de inversión fueron las más altas en regímenes rígidos, cerca de 2 puntos porcentuales del PIB, con las mayores diferencias para los países de alto y mediano ingreso y casi ninguna para los países de menor ingreso. Con las tasas más altas de inversión y menor crecimiento del producto, los incrementos en la productividad deben haber sido menores bajo regímenes cambiarios fijos.

Los países con régimen de flotación tendrían una parte importante del crecimiento de la productividad reflejado en un mayor crecimiento del comercio exterior. El crecimiento del comercio (medido como la suma de los crecimientos de las exportaciones e importaciones) es casi 3 puntos porcentuales más alto en los regímenes de flotación. En los países de menores ingresos, donde los desalin-eamientos del tipo de cambio real han sido más comunes, muestran una mayor diferencia en el crecimiento del comercio entre regímenes de flotación y rígidos.

A pesar de que la evidencia no es concluyente, ésta sugiere que fijar el tipo de cambio nominal puede evitar que los precios relativos (incluyendo el salario real) se ajusten. Esto disminuye la eficiencia económica. Parte de esta pérdida por el menor crecimiento de la productividad se ve contrarrestada por una mayor inversión en un régimen cambiario rígido.

Ghosh y Ostry afirman que “una comparación entre países que cambiaron de regímenes muestra que una movida a un tipo de cambio flexible resulta en un incremento del crecimiento del PIB de 0.3 puntos porcentuales un año después del cambio y de más de 1 punto porcentual tres años después del cambio”. Según los autores una manifestación negativa de la fijación del tipo de cambio sería la mayor volatilidad del crecimiento del PIB y del empleo.

3.5. El Esquema de Metas de Inflación y el Crecimiento Económico

Ball y Sheridan (2004) estiman el efecto de la adopción de metas de inflación sobre las variables macroeconómicas más importantes entre los países de la OECD. El desempeño macroeconómico entre los países de forma individual varía ampliamente aun dividiéndolos entre los que tienen metas de inflación de los que no lo tienen. En promedio, no obstante, no hay evidencia de que esta política mejore el desempeño macroeconómico medido por el comportamiento de la inflación, el producto o las tasas de interés. Si se examina a los países con metas de inflación solamente, se observa que su desempeño macroeconómico mejoró en promedio entre el período antes y después de la adopción de metas de inflación. Por ejemplo la inflación cayó y se volvió más estable, y el crecimiento

del producto también se estabilizó. No obstante, los países que no adoptaron metas de inflación también experimentaron mejoras al mismo tiempo que los que con metas de inflación.

Para algunas medidas de desempeño, los países con metas de inflación y sin metas mejoraron en el tiempo, pero las mejoras son mayores para los países con metas. Por ejemplo, la inflación promedio cayó para ambos grupos entre antes y después de la adopción de metas, pero en promedio a los que tenían metas de inflación les fue mejor. Resultados similares ha llevado a autores como Neumann y Von Hagen (2002) a afirmar que el modelo de metas de inflación promueve la convergencia macroeconómica: ayuda a los países con peor desempeño a alcanzar a aquellos con desempeño superior.

Al comparar las tasas de crecimiento entre los países con metas y los que no tienen metas no se encuentra evidencia concluyente de que los primeros gocen de mayores tasas. No obstante, Mishkin (1999) sugiere que una vez una baja inflación es alcanzada, las metas de inflación no son dañinas para la economía real. Dado el fuerte crecimiento económico que se alcanzó luego de la desinflación en países que habían adoptado metas de inflación, podría sospecharse que este modelo promueve el crecimiento económico además de controlar la inflación.

En cuanto a la variabilidad de las tasas de crecimiento del producto, no se encuentran diferencias significativas entre aquellos países que cuentan con metas de inflación de las que no cuentan. El no encontrarse diferencia puede deberse al poco período de tiempo en que se ha implementado el primer régimen.

3.6. Otros posibles roles del Banco Central

Una vía en que los Bancos Centrales pueden impulsar el crecimiento económico es a través de su ayuda en el desarrollo del sector financiero. La evidencia empírica a nivel global nos indica que un sistema financiero profundo y bien regulado permite dirigir los recursos de la economía a los sectores más eficientes y de mayor crecimiento. Un Banco Central puede ayudar en este aspecto, según Archer (2009), coordinándose con otras agencias de gobierno responsables por la infraestructura económica, regulaciones del mercado de capital y financiero, y para el pago de impuestos. En las tres áreas anteriores, la política pública debe estar dirigida a los sectores económicos afectados para evitar arbitraje de impuestos y distorsiones de los incentivos económicos.

Los Bancos Centrales también pueden incentivar el crecimiento económico a través de actividades cuasi-fiscales en apoyo del sector no financiero. En estas actividades se incluyen subsidios de préstamo, descuentos preferenciales, objetivos y límites de crédito diferenciados, garantías de préstamo y extensión de préstamo sub-prime, operaciones de rescate no necesarios para la estabilidad

financiera, acciones en operaciones públicas o comerciales no relacionadas al propósito de un Banco Central, tipos de cambio múltiples, requisitos selectivos de depósitos de importaciones, seguros de tipo de cambio o garantías. Según Archer (2009), estas actividades tienen como objetivo favorecer a importantes sectores productivos usando instrumentos que sustituyen los impuestos, transferencias y subsidios.

Al mismo tiempo los Bancos Centrales pueden afectar la actividad económica con intervenciones de políticas que comprenden riesgos excepcionales o costos al contribuyente. Tales intervenciones pueden incluir préstamos subsidiados a sectores particulares, intervenciones cambiarias en búsqueda de ventaja competitiva, rescates bancarios, pagos de depósitos de seguro sin respaldo y compras a larga escala de activos de bajo retorno frente a presiones deflacionarias.

Según cifras recopiladas por Archer (2009), cerca del 50 por ciento de los bancos centrales (60 por ciento en los mercados emergentes) juegan algún rol en la protección al consumidor. Muchas veces este tipo de objetivo no es incluido en su mandato, no obstante, algunos bancos centrales consideran que el comportamiento del consumidor es lo suficientemente importante para el funcionamiento y la estabilidad del sistema financiero. El Banco Central de Malasia, ha puesto en funcionamiento un marco comprensivo que cubre la educación financiera, trato justo a los consumidores, medios de resarcimiento, manejo de rescate financiero así como servicios de asesoramiento. Por su parte la Reserva Federal de EE.UU. vigila el cumplimiento de las leyes de protección al crédito de consumo en ese país

Cerca de la mitad de bancos centrales en los países industrializados y una mayor proporción en los países de mercados emergentes, tienen la responsabilidad de aconsejar al gobierno en temas de índole económica, más allá de aquellas inherentes a las funciones del Banco Central. En algunos casos, la obligación es formal. La compatibilidad de este rol de consejero depende de la naturaleza de los conflictos inherentes.

Más allá de la pregunta de compatibilidad de funciones, podría haber en la práctica un número de funciones óptimas que deberían ser asignadas a un Banco Central. Por un lado, el mayor número de funciones, mayor es la probabilidad de conflicto entre los objetivos y la competencia para la atención de la institución. Por otro lado, entre menos funciones exista, menores serán las complementariedades, menor la cantidad de personas y habilidades, y las oportunidades para externalidades positivas entre las distintas áreas de la institución.

Referencias

- [1] Di Giovanni, J., & Shambaugh, J. C. (2008). The impact of foreign interest rates on the economy: The role of the exchange rate regime. *Journal of International Economics*, 74(2), 341-361.
- [2] Frankel, J., Schmukler, S. L., & Servén, L. (2004). Global transmission of interest rates: monetary independence and currency regime. *Journal of International Money and Finance*, 23(5), 701-733.
- [3] Craigwell, R., Greenidge, K., & Maynard, T. (2009). Exchange rate regimes and monetary autonomy: Empirical evidence from selected Caribbean countries.
- [4] Bello, O. (2007). Modelo macroeconómico de proyección de corto plazo para Nicaragua. Documentos de Trabajo.
- [5] López, H., Treminio, J.C., & Sarria, F. (2013). Choques externos y Ciclos Económicos en Nicaragua: 1994 - 2013. Documento de Trabajo.
- [6] Campo, R., Gámez, O., & Reyes O. (2005). Determinantes de la Inflación en Nicaragua y Análisis de Impacto de Políticas Salariales. Documento de Trabajo.
- [7] De Franco, M. A. (2008). Inflación, salarios y ciclo económico en Nicaragua. Fundación Nicaragüense para el Desarrollo Económico y Social, FUNIDES.
- [8] Aguilar, J. F. C. (2011). Operatoria de política monetaria y regulación macroprudencial. *Boletín*, 57(3), 117-125.
- [9] Urcuyo, R (2012). Deslizamiento Cambiario y su Impacto en Crecimiento Económico e Inflación. Documento de Trabajo.
- [10] Treminio (2014). Factores Macroeconómicos que afectan el Traspaso Cambiario a Precios. Documento de Trabajo.
- [11] Freixas, X., & Rochet, J. C. (1997). *Microeconomics of banking* (Vol. 2). Cambridge, MA: MIT press.
- [12] Funides (2013). Disponibilidad y Uso del Crédito de Mediano y Largo Plazo. Documento de Trabajo.
- [13] Lachler, U. (1995). Interest rates, credit, and economic adjustment in Nicaragua (No. 1529). The World Bank.
- [14] Ghosh, A. R., Gulde, A. M., Ostry, J. D., & Wolf, H. C. (1997). Does the nominal exchange rate regime matter? (No. w5874). National Bureau of Economic Research.
- [15] Ball, L. M., & Sheridan, N. (2004). Does inflation targeting matter?. In *The Inflation-Targeting Debate* (pp. 249-282). University of Chicago Press.

- [16] Neumann, M. J., & Von Hagen, J. (2002). Does inflation targeting matter? (No. B 01-2002). ZEI working paper.
- [17] Mishkin, F. S. (2000). Inflation targeting in emerging market countries (No. w7618). National Bureau of Economic Research.
- [18] Tromp, E. (2002). The Role of Central Banks in Promoting Sustainable Growth. Address delivered on the occasion of the Seminar on Current Issues in Central Banking. November 2002.
- [19] Archer, D. (2009). Roles and Objectives of Modern Central Banks. Issues in the Governance of Central Banks. Bank for International Settlements.