



Desafíos de políticas macroeconómicas en economías emergentes y en desarrollo

Cartagena de Indias, July 22-23, 2011

**La mejor terapia para la enfermedad holandesa es fiscal,
no monetaria.**

By Rodrigo Botero and Domingo Cavallo

La mejor terapia para la enfermedad holandesa es fiscal, no monetaria.

Por Rodrigo Botero y Domingo Cavallo.

Las economías de los países emergentes están experimentando una significativa mejoría en los términos de intercambio internacionales como resultado de los mayores precios de los commodities y, en particular, de los energéticos. A éste fenómeno, originado en el sector real de la economía, se agrega un desmesurado aumento de la liquidez internacional, resultado de la política monetaria expansiva de la Reserva Federal, lo cual tiende a incrementar los flujos financieros hacia las economías emergentes con buen potencial de crecimiento y un manejo macro-económico prudente. Como consecuencia del excesivo fortalecimiento que experimentan algunas monedas con respecto al dólar norteamericano, el diseño de la política cambiaria ha adquirido especial relevancia.

Por ese motivo, hemos considerado oportuno hacer explícitos los determinantes de la apreciación de la moneda nacional, con énfasis en la experiencia de economías con régimen de tasa de cambio flexible, política monetaria de inflación objetivo encomendada a un banco central independiente, y cuenta de capital abierta. Si bien damos por sentada la existencia de un marco de coherencia entre la política fiscal y la política monetaria, consideramos que la responsabilidad prioritaria de defender la economía del fenómeno de una apreciación desmesurada le corresponde a la política fiscal. Para ser explícitos, el déficit fiscal es revaluacionista, lo mismo que el mayor endeudamiento para financiar gasto público.

Una política fiscal expansiva o laxa en circunstancia como las actuales obliga a la autoridad monetaria a adoptar una política excesivamente restrictiva, en detrimento del crecimiento económico y la generación de empleo. Lo deseable sería aprovechar la bonanza para generar un superávit primario que permita reducir el endeudamiento externo o constituir un fondo soberano en el exterior. Dentro de ese mismo orden de ideas, señalamos que el banco central puede contribuir a la apreciación cambiaria si se acentúa la diferencia entre la tasa de interés de política interna y la que establece la Reserva Federal.

Es necesario evitar que el impacto cambiario de las crecientes exportaciones de recursos naturales no-renovables perjudique al resto del sector exportador, en particular el relacionado con exportaciones intensivas en el uso de mano de obra. La actual coyuntura permitiría gravar una parte de las ganancias extraordinarias del sector minero-energético, y utilizar esos recursos para reducir los impuestos de sectores exportadores con un alto contenido de mano de obra y para eliminar los gravámenes a los salarios.

La enfermedad holandesa

Se llama “enfermedad holandesa” a la apreciación real de la moneda local provocada por un aumento significativo de las exportaciones de mercancías intensivas en el uso de recursos naturales, tal como ocurrió en Holanda tras el desarrollo de los recursos petroleros descubiertos en el Mar del Norte en la década del 60.

La apreciación real de la moneda, que en otras circunstancias es un signo de vitalidad económica, en estos casos es considerada una “enfermedad” porque afecta negativamente a la producción y a los ingresos de aquellos otros sectores de la economía que no gozan de esas mismas condiciones de bonanza. Tiene efectos contractivos sobre el empleo formal si los sectores que no se benefician de la bonanza son más intensivos en mano de obra que aquellos que ven mejorados sus precios relativos.

La presencia de la enfermedad holandesa desata debates sobre el régimen cambiario y la política monetaria apropiados en los países afectados, porque se trata de encontrar un tratamiento monetario a la enfermedad. Como el título de esta nota sugiere, vamos a argumentar que el tratamiento apropiado es fiscal, no monetario. Esto no significa que dejemos de advertir que la política monetaria exageradamente expansiva en el exterior, lleva a que la actitud responsable de las autoridades monetarias de neutralizar el efecto de la inflación importada, puede agravar, en el corto plazo, los efectos negativos de la enfermedad holandesa.

Determinantes no monetarios de la apreciación real de la moneda local.

Aún sin movimiento de capitales la moneda doméstica puede tender a apreciarse en términos reales a) por que la productividad de los factores crece más rápido en la economía local que en el resto del mundo; b) porque la productividad de los factores en los sectores productores de bienes transables crece más rápido que en los sectores que producen bienes no transables; c) porque mejoran los términos de intercambio externo; d) porque aumenta la proporción del gasto público dentro del ingreso nacional o aumenta la proporción del gasto público que se vuelca sobre el mercado de los bienes no transables; e) porque aumentan los impuestos que encarecen el costo laboral; f) porque se aumentan los aranceles y las restricciones cuantitativas a las importaciones o se disminuyen los gravámenes y las restricciones cuantitativas a las exportaciones.

En ciertas circunstancias la apreciación real es signo de vitalidad económica.

Este es particularmente el caso cuando la apreciación real se origina en aumentos de productividad en la economía local más elevados que en el exterior e incluso cuando se origina en diferenciales internas de productividad entre sectores, porque está indicando que los mercados de factores de la producción funcionan eficientemente. Tanto el capital como el empleo se desplazan desde los sectores en los que la productividad se va rezagando hacia aquellos en los que la productividad aumenta más rápidamente.

La apreciación real tiene efectos negativos que justifican que se la identifique con una enfermedad cuando se origina en cambios en los términos de intercambio que pueden no ser sostenibles y que además, no son uniformes para todas las exportaciones sino sólo para aquellas intensivas en el uso de recursos naturales y poco creadoras de empleo.

Tratamiento fiscal de la “enfermedad holandesa”

Los remedios posibles para la enfermedad holandesa son esencialmente fiscales. Se relacionan con el papel que juegan el gasto público y los impuestos en la determinación del tipo de cambio real. Los factores relacionados con el crecimiento diferencial de la productividad de los factores y los términos del intercambio externo son generalmente exógenos y no pueden ser manejados como instrumentos de política económica. Los siguientes son instrumentos posibles de política fiscal:

Controlar el aumento del gasto público, en particular el que se transforma en demanda de bienes no transables. El aumento del gasto público en bienes transables, en la medida que no se financia con crédito externo, tiene un efecto favorable y su expansión puede ayudar a evitar la apreciación real exagerada de la moneda.

Aumentar la recaudación impositiva proveniente de las ventas y las ganancias generadas por los negocios de exportación de petróleo y de minerales, que, en lo que va de la última década, son los que están experimentando aumentos más significativos tanto de la productividad como de los precios y atraen a la vez fuertes inversiones externas.

Aliviar la carga impositiva de los demás sectores de la economía, en particular de los sectores de exportación que no están consiguiendo aumentos de precios y los sectores que compiten con importaciones, sobre todo de aquellos que son más intensivos en el uso de mano de obra. Una forma sencilla de proveer este alivio impositivo consiste en reducir la carga impositiva sobre la nómina salarial de las empresas que crean empleo formal en la economía.

Facilitar al máximo la importación de bienes de capital que contribuyan al aumento de la productividad en los sectores no transables y en los sectores de exportación que no estén gozando de la bonanza externa. Tendría sentido estimular a los bancos a dar financiamiento en pesos a la importación de bienes de capital por parte de los sectores productores de bienes y servicios no transables.

Destinar el superávit fiscal que se logre con las medidas impositivas y de control del gasto a la cancelación de deuda pública externa o a la formación de un fondo de inversiones en el exterior.

Sobre estas recomendaciones es posible lograr cierto grado de acuerdo entre economistas. Lo difícil es lograr que se conviertan en políticas públicas. Eso es parte de lo que se denomina la economía política de las reformas. Los principales actores económicos tienen fuertes incentivos para evitar cambios que vulneren privilegios o que impongan sacrificios.

Para dar un ejemplo, en la década de los años ochenta, el entonces presidente del Brasil, José Sarney, convocó a un distinguido grupo de economistas para que le sugirieran medidas para combatir la hiperinflación. Luego de escuchar sus recomendaciones, respondió que él no necesitaba que unos economistas brillantes le dijeran que era necesario reducir el gasto público. El mensaje de que el déficit gubernamental puede estar contribuyendo a los desequilibrios macroeconómicos no suele ser bien recibido por los altos funcionarios del Estado. Prefieren escuchar propuestas más imaginativas. Algo similar sucede con las propuestas para combatir la excesiva apreciación de la tasa de cambio.

La lección que deja la experiencia de bonanzas anteriores, es que si tanto el gobierno como el sector privado insisten en actuar en forma pro-cíclica en la parte ascendente del ciclo, se estarían creando las causales de una crisis cuando el entorno internacional sea menos favorable

Efectos de los movimientos de capitales compensatorios sobre el tipo de cambio real.

Cuando hay movimientos de capitales inducidos por el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, es decir cuando existe financiamiento accesible en el exterior para financiar un déficit, o el Banco Central interviene comprando las divisas que ingresan por un superávit de la cuenta corriente, el movimiento de capitales atenúa los cambios en los precios relativos y hace posible que el déficit o el superávit en la cuenta corriente se mantengan en el tiempo dando lugar a cambios en la posición deudora o acreedora neta de la economía con respecto al resto del mundo.

En general, los movimientos de capitales compensatorios tienden a hacer a la economía más estable, porque “suavizan” en el tiempo las variaciones del tipo de cambio real inducidas por los cambios en los factores reales que determinan cambios en el tipo de cambio real. Pero para que estos movimientos compensatorios de capitales no lleven a situaciones insostenibles de superávits o déficits en cuenta corriente persistentes, es necesario que el efecto monetario interno de las entradas o salidas de capitales no sea esterilizado. Porque si esos efectos son esterilizados, en lugar de “suavizarse” los efectos de los factores reales, éstos quedan bloqueados y los ajustes no se producen, ni siquiera en el largo plazo.

Si bien es razonable evitar los problemas que en el corto plazo pueden crear cambios violentos en el tipo de cambio real, no es razonable bloquearlos permanentemente, porque, si se hace, se crean problemas aún más graves en el mediano y largo plazo.

En principio, un régimen de tipo de cambio fijo facilita los movimientos de capitales compensatorios y suaviza los efectos sobre el tipo de cambio real de los cambios en los determinantes reales arriba descritos. Por esta misma razón, cuando el régimen de cambio es flexible, los bancos centrales tienden a intervenir, tratando de moderar las fluctuaciones del tipo de cambio nominal y aproximando, de alguna manera, el régimen de flotación a uno de tipo de cambio fijo. Pero esta propiedad del régimen de tipo de cambio fijo y de las intervenciones moderadoras del Banco Central no se mantiene cuando hay fuertes movimientos de capitales no compensatorios.

Cuando el sistema cambiario tiende a ser más fijo que flexible, parte de la apreciación real se produce a través de un aumento de la inflación y parte de la depreciación real se produce a través de la deflación. Es explicable que quienes deciden las políticas macroeconómicas quieran evitar la deflación y prefieran el tipo de cambio flexible cuando los determinantes reales determinan una depreciación real de la moneda y que, por el contrario, prefieran el tipo de cambio fijo cuando los determinantes reales determinan una apreciación real de la moneda. Cuando se dan estas preferencias, se introduce un sesgo inflacionario en la economía, dado que mientras la depreciación real tiende a conseguirse con depreciación nominal, la apreciación real se consigue a través de la inflación, más que a través de la apreciación nominal.

Efecto de los movimientos de capitales no compensatorios.

Los movimientos de capitales no compensatorios, cuando adoptan la forma de inversión directa para financiar proyectos de inversión, no necesariamente conducen a apreciación real de la moneda. Sólo producen apreciación real cuando los proyectos de inversión no tienen una gran componente de nuevos bienes de capital importados. Sólo cuando la inversión extranjera directa se dirige a los sectores de exportación intensivos en el uso de recursos naturales y se aplica a la financiación de gastos locales es considerada una causa adicional de enfermedad holandesa.

Los movimientos no compensatorios que corren el riesgo de transformarse en desestabilizadores son los que se producen en la cuenta capital inducidos, no por los cambios en la cuenta corriente que se derivan de sus determinantes reales, sino por diferencias en las políticas monetarias. Son estos movimientos los que pueden provocar burbujas especulativas en los mercados internos de capitales y los que, en la cúspide de esas burbujas, suelen revertir su signo y provocar interrupciones repentinas del flujo de fondos que desatan crisis de balanza de pagos, crisis de deuda y crisis financieras.

Cuando las políticas monetarias son demasiado laxas en el exterior se corre el peligro de que mientras más responsables sean las políticas monetarias en las economías emergentes mayor será la entrada de capitales no compensatorios. Esta entrada de capitales es aún más intensa cuando la economía del país inspira más confianza que la que prevalece en las economías del exterior. Uno de los determinantes de esa confianza puede ser, precisamente, la existencia de aumentos de productividad mayores a los del resto del mundo, mejoramiento de los términos del intercambio y eliminación de barreras al comercio y a las inversiones, factores todos que tienden a provocar una apreciación de la moneda que equilibra la cuenta corriente. Se da la paradoja de que la virtud se transforma en un factor de vulnerabilidad mientras los países con malas políticas económicas hallan en la bonanza externa una fuente de financiamiento para sus crecientes desequilibrios.

El origen de ese peligro está, precisamente, en la política monetaria laxa de los Estados Unidos, la cual induce, por tratarse el dólar de la virtual moneda global, políticas monetarias laxas en casi todo el resto de las economías. Se da la paradoja de que los países emergentes que tratan de ser más responsables en materia de política monetaria, son los que más sufren el agravamiento monetario de la “enfermedad holandesa”. La apreciación de la moneda inducida por el aumento de la productividad y de los precios

de exportación en los sectores productores de los principales bienes transables, el petróleo, los minerales y las materias primas agropecuarias, se ve acentuada por la entrada de capitales no compensatorios inducidos por las diferencias entre las políticas monetarias y la confianza que inspiran estas economías nacionales en comparación con las del exterior.

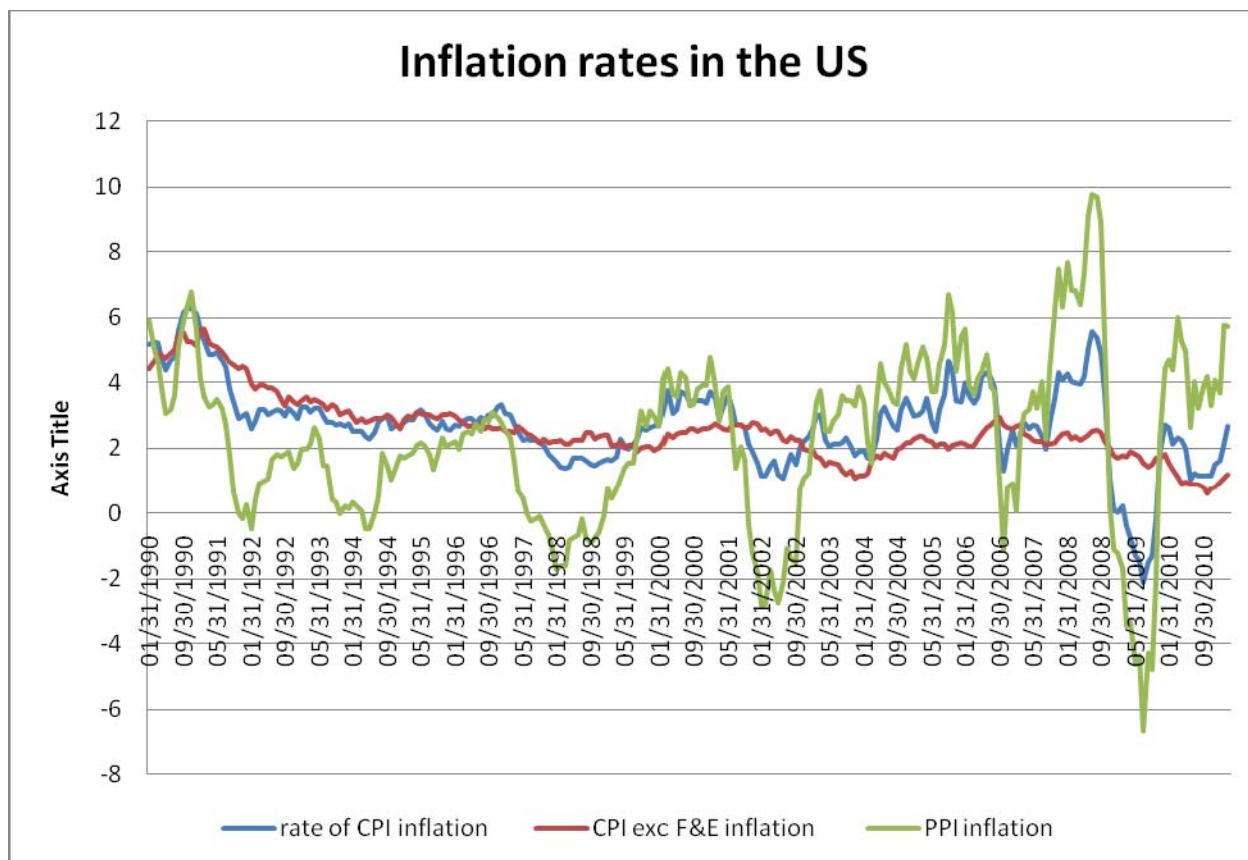
Si la política monetaria trata de no agravar la enfermedad holandesa puede terminar aumentando la inflación.

Si bien la política monetaria no tiene capacidad para curar la “enfermedad holandesa”, es cierto que en el corto plazo puede agravarla.

La política monetaria del país que provee la moneda global se refleja tanto en bajísimos niveles de las tasas de interés como en una tendencia persistente al debilitamiento del dólar frente al resto de las monedas y a las principales mercancías del comercio mundial. En esas circunstancias, el aumento de las tasas de interés de intervención de los bancos centrales, las restricciones a la expansión del crédito interno por vía de medidas macro prudenciales y la compra de divisas por los bancos centrales acompañados de esterilización monetaria, tienden a alentar la entrada de capitales no compensatorios, al acentuar la diferencia entre la política monetaria interna y las externas. Incluso, el costo de las operaciones de esterilización puede terminar aumentando el déficit fiscal o, lo que es lo mismo, provocando pérdidas elevadas en el balance del Banco Central.

.Para comparar la meta de inflación con la tasa de inflación global, más que mirar a la meta de inflación de la Reserva Federal la cual tradicionalmente ha rondado alrededor del 2 % anual (para el índice de la denominada “core inflation”, o inflación básica), conviene utilizar el IPP, la tasa de inflación medida por los precios al productor de los Estados Unidos. Dada la influencia que ejerce la economía norteamericana sobre los mercados mundiales, este índice refleja mejor el efecto que la política monetaria de los Estados Unidos tiene sobre la inflación global.

Como puede apreciarse en el gráfico 1, la tasa de inflación del IPP fue bastante más alta que la inflación básica que sirve de referencia para establecer la tasa de fondos federales. Mientras que el IPC fluctuó entre 1 y 3 % anual, la tasa de inflación del IPP fue superior al 4 % anual en los meses anteriores y posteriores a la recesión de 2009. La tasa de inflación medida por el IPP Estados Unidos está altamente correlacionada con la inflación global tal como se manifiesta en los mercados de los bienes transables en los mercados mundiales.



En la medida en que las autoridades de los países emergentes afectados por la “enfermedad holandesa” apliquen un tratamiento fiscal adecuado a la apreciación real que se deriva del aumento de los precios de los productos de exportación intensivos en recursos naturales, será factible permitirle a la autoridad monetaria manejar la política monetaria de tal manera que el efecto de la enfermedad holandesa sea menos grave.

Las restricciones cuantitativas al movimiento de capitales no compensatorios son poco efectivas. Cuando la autoridad monetaria se abstiene de endurecer la política monetaria para no inducir tanta entrada de capitales, es posible que la tasa de inflación interna tienda a aumentar. De allí que el endurecimiento de la política fiscal deberá ser incluso mayor al que se requeriría para tratar adecuadamente la “enfermedad holandesa” en ausencia de entrada desestabilizadora de capitales.

Apéndice

Determinantes del tipo de cambio real cuando no hay movimiento de capitales ni cambio en el nivel de reservas monetarias.

Aún cuando las políticas monetarias sean similares en el país in en el exterior y no haya movimiento de capitales no compensatorios, el tipo de cambio real puede variar si se alteran determinantes reales, tales como:

1. Diferentes ritmos de crecimiento de la productividad entre la economía local y la del exterior.
2. Diferentes ritmos de crecimiento de la productividad entre sectores productores de bienes transables y no transables en la economía local.
3. Cambios en los términos del intercambio externo.
4. Cambios en la proporción que el gasto público representa del Ingreso Nacional y en su composición en términos de bienes transables y no transables.
5. cambios en la estructura impositiva que afectan diferencialmente los costos de producción de bienes transables y no transables.
6. Cambios en los aranceles de importación, en los derechos de exportación y en las restricciones cuantitativas al comercio exterior.

Para analizar cómo influyen estos cambios sobre el tipo de cambio real en función de cada uno de estos seis determinantes, conviene comenzar razonando como si la cuenta corriente de la balanza de pagos no pudiera alejarse mucho del equilibrio, es decir, si no hubiera movimientos de capitales ni intervenciones de la autoridad monetaria en el mercado cambiario.

En el caso 1, si la productividad de la economía nacional en los sectores productores de bienes transables crece a un ritmo más elevado en el país que en los Estados Unidos, la economía tenderá a ser más competitiva y aumentarán las exportaciones. Para reequilibrar la cuenta corriente de la balanza de pagos, la moneda local tenderá a apreciarse en términos reales.

Si el tipo de cambio es flexible, también habrá apreciación nominal y la tasa de inflación interna seguirá siendo igual a la externa, porque la diferencial de productividad con los Estados Unidos se manifestará como menor inflación. Si en la economía local el aumento de la productividad es muy elevado, puede haber incluso deflación en lugar de inflación.

Por el contrario, si el régimen cambiario es de tipo de cambio fijo, la apreciación real vendrá por una tasa de inflación interna mayor a la tasa de inflación externa.

En el caso 2, ocurrirá algo parecido a lo descrito para el caso 1, aún cuando el aumento de la productividad en los sectores transables de la economía local no sea diferente al que se da en los Estados Unidos, siempre que el aumento de la productividad en los sectores no transables de la economía nacional sea inferior al de los sectores transables.

Si el tipo de cambio es flexible y la política monetaria interna apunta a la misma tasa de inflación que prevalece en el exterior, el menor aumento de productividad de los sectores no transables debe ser compensado por apreciación del tipo de cambio nominal para que los salarios pagados por las empresas de los sectores transables no aumenten a un ritmo mayor que el aumento de la productividad en el resto de la economía. Si ello no ocurriera y el sector de bienes transables atrajera mucha mano de obra e inversión que antes iba a los sectores productores de no transables, también tendería a producirse un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Si el tipo de cambio es fijo, la inflación interna tenderá a ser más alta que la externa por que los salarios pagados por los productores de bienes no transables tenderán a aumentar tanto como aquellos pagados por los sectores que experimentan mayores aumentos de productividad y, por consiguiente, determinarán aumentos de precios de los bienes no transables para los que la productividad relativa se va rezagando. Este es el denominado efecto Balassa-Samuelson.

En el caso 3, si los precios de los principales bienes de exportación aumentan más que los precios de importación, la moneda tenderá a apreciarse en términos reales por la simple razón de que el mejoramiento de los términos del intercambio tiende a crear un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Si el tipo de cambio nominal es fijo, el aumento de los precios de exportación tiene el mismo efecto que el aumento de la productividad en los sectores transables y produce el efecto Balassa Samuelson, que determina un aumento de los precios de los bienes no comerciables por la vía de la tendencia a la igualación de los salarios entre sectores.

Si el tipo de cambio nominal es flexible y la política monetaria apunta a una tasa de inflación igual a la externa, inferior a la de los precios de exportación, el tipo de cambio nominal también tenderá a apreciarse para provocar la apreciación real que reequilibra la cuenta corriente sin que aumenten los precios internos más que en el exterior.

En el caso 4, normalmente el gasto público se transforma en demanda de bienes no transables en una proporción mayor que el gasto privado. Por consiguiente a mayor gasto público, más apreciación real de la moneda, porque el exceso de demanda de bienes no transables significa que los precios relativos deben cambiar a favor de esos bienes.

Si el tipo de cambio nominal es fijo, esta apreciación se producirá por un aumento de la inflación. Si el tipo de cambio es flexible y la política monetaria apunta a una inflación igual a la externa, tendrá que haber una menor tasa de inflación (o incluso deflación) de los transables por vía de la apreciación nominal de la moneda.

En el caso 5, si cambios en la estructura impositiva encarecen los costos de producción de los sectores no transables en relación a la de los sectores transables, el resultado será también una apreciación real de la moneda, porque ese encarecimiento de costos demandará un aumento del precio relativo de los bienes no transables con respecto al de los bienes transables.

Si el régimen cambiario no permite cambios en el tipo de cambio nominal, el resultado será una tasa de inflación más alta que en Estados Unidos. Por el contrario si el régimen cambiario es de flotación, la apreciación real resultará de una apreciación nominal.

Finalmente, en el caso 6, cuando aumentan los aranceles de importación o se acentúan las restricciones cuantitativas a las importaciones se tiende a aumentar el saldo favorable de la cuenta corriente. Por consiguiente el ajuste requiere una apreciación real de la moneda.

Cuando se imponen o aumentan derechos de exportación (o, lo que es equivalente, se imponen restricciones cuantitativas a las exportaciones) se produce el efecto contrario, es decir, se tiende a deteriorar la cuenta corriente y el ajuste requiere una depreciación real de la moneda.

Los efectos de la política monetaria sobre el tipo de cambio real son sólo transitorios.

En todas las economías, cualquiera sea el régimen cambiario, el tipo de cambio real depende de variables reales mucho más que del régimen cambiario y de la política monetaria. La política monetaria sólo altera el tipo de cambio real en el corto plazo y de manera no sostenible, sea que se trate de una política monetaria que persigue metas de inflación con un régimen de cambio flexible o se trate de operaciones de esterilización del efecto monetario de las compras de divisas por parte del Banco Central en un régimen de tipo de cambio fijo.

Además, altera el tipo de cambio real, sólo si las políticas monetarias en el resto del mundo determinan una tasa de inflación global significativamente diferente a la que la autoridad monetaria local se fija como meta. Dado la importancia de la política de los Estados Unidos como proveedor de la moneda global, y la importancia de su política monetaria en determinar las condiciones de liquidez de la economía global, en lo que resta de esta nota vamos a reemplazar la expresión “resto del mundo” por “Estados Unidos”.¹

Cuando todos los demás factores permanecen inalterados, si la política monetaria en EEUU determina una inflación de $x\%$ para la economía global y la política monetaria interna tiene como meta también el $x\%$, el tipo de cambio real no debería variar. En principio un tipo de cambio fijo para la moneda interna en relación al dólar asegura que las políticas monetarias sean equivalentes y las tasas de inflación externa e interna converjan. Si los dos países tuvieran políticas monetarias que apuntan a la misma tasa de inflación y el régimen cambiario fuera de flotación limpia, no sólo se mantendría estable el tipo de cambio real sino también el tipo de cambio nominal, con lo que sería prácticamente imperceptible la diferencia entre los dos regímenes cambiarios.

¹ Para una explicación reciente del efecto de la política monetaria de los Estados Unidos sobre la inflación global véase Ronald McKinnon, “The FED on the Cusp of Worldwide Inflation”, Jan 4, 2011, Stanford University http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/fed_on_cusp_worldwide_inflation.pdf and “Rehabilitating the unloved dollar standard”, Heinz W Arndt Memorial LECTURE, Canberra, 15 April, 2010, http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/unloved_dollar_standard.pdf