

¿Importa la cuenta corriente? El punto de vista tradicional y el moderno

W. Max Corden

En este artículo compararé el “punto de vista tradicional” y el “punto de vista moderno” sobre la cuenta corriente. Mi propia perspectiva va de acuerdo con el punto de vista moderno, pero dedicaré gran parte de este artículo a explorar posibles salvedades al mismo. Puesto que ambos enfoques son ya bien conocidos, la contribución de este artículo consiste en la búsqueda de estas salvedades. El punto de vista tradicional mantiene que la cuenta corriente es desde luego importante y que, en general, los así llamados desequilibrios en la cuenta corriente son indeseables y requieren medidas, en especial si es improbable que sean “sostenibles”. El punto de vista moderno considera que la cuenta corriente no tiene importancia alguna para la elaboración de la política económica, aunque varios de los elementos que la determinan ciertamente son relevantes para tal propósito.

El punto de vista tradicional se describirá en la primera sección y el moderno en la segunda. En la tercera sección se habla de las posibles salvedades de este último. La cuarta considera las implicaciones del teorema de la neutralidad de la deuda de Barro-Ricardo para el tema que nos ocupa. La quinta sección recapitula. Limitaré el ámbito abarcado por el artículo en un sentido particular: solamente se anali-

Traducción del inglés de Susana Marín de Rawlinson. Revisión del doctor Ángel Palerm.

zarán países que tienen cuentas corrientes deficitarias. Aunque el punto de vista moderno también es válido para los países con superávit, existen ciertas características distintivas de los casos en que hay un superávit que no se discutirán en este artículo.

Jacques Polak no escribió explícitamente sobre este tema,¹ pero durante el largo y fructífero periodo de su gestión se publicó un importante artículo en el Departamento de Investigaciones del FMI, de Salop y Spitäller (1980), que de hecho fue una de las primeras exposiciones del punto de vista moderno.² Recuerdo que Jacques me citó ese artículo y comentó su aprobación al respecto varios años después. De manera que tiene poco de nuevo este punto de vista "moderno", no más que la Nueva Economía cuando finalmente llegó la economía keynesiana a Washington en 1961. Pero sí es novedoso, en el sentido de que apenas a últimas fechas se ha introducido en el *World Economic Outlook* del Fondo Monetario, en sus *Staff Studies for the World Economic Outlook* y en los *Economic Outlook* de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), además de haber adquirido gran aceptación en el mundo académico como algo "obvio".³ No obstante, el punto de vista tradicional persiste, por lo menos implícitamente, dadas las constantes preocupaciones por los "desequilibrios" o las expresiones de gozo ante la reducción de éstos y las posibilidades de que sigan reduciéndose.

Antes de entrar en detalles, he de plantear dos cuestiones generales. En primer lugar, este tema se puede comparar con el debate entre el libre comercio y el proteccionismo. La manera más común en que los economistas abordan el tema es partiendo del principio de la ventaja comparativa, un principio que no es ampliamente comprendido fuera de nuestra profesión y que exponen y defienden interminablemente los economistas del mundo entero. Este principio, en mi opinión, es comparable al punto de vista moderno. Es aquí donde se debe em-

¹ Las propuestas para coordinar los objetivos de cuenta corriente fueron particularmente frecuentes después del primer impacto petrolero, pero han seguido existiendo desde entonces. Jacques no simpatiza con estos puntos de vista, lo cual sugiere que tendería a estar de acuerdo con lo que aquí denominamos el punto de vista moderno. También conviene señalar que, de cualquier manera, no cree que los países tengan objetivos para la cuenta corriente. Véase Polak (1989, pp. 378-379).

² Lo introduje en Corden (1977) y lo analicé con mayor detalle en la tercera edición (1985) de la misma obra, en donde también estudié algunas de sus limitaciones. El presente artículo es en realidad el desarrollo de los argumentos que se presentan en ese libro. Véase también Congdon (1982), donde el punto principal fue retomado, desarrollado y difundido en el Reino Unido.

³ Véanse Fondo Monetario Internacional (1990), Artis y Bayoumi (1990) y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (1989).

pezar, aun si se han de considerar las salvedades del caso. Pero como bien se sabe, bajo condiciones específicas, pueden plantearse argumentos sólidos en favor del proteccionismo o del intervencionismo de algún tipo. No es que nieguen el principio de la ventaja comparativa, pero representan salvedades a sus implicaciones prácticas en casos particulares. El meollo es si se dan las condiciones que validan ciertos argumentos específicos en favor del proteccionismo, y en particular si los diversos argumentos tendrían en efecto un peso significativamente mayor al principio básico como para acabar con la presunción a favor del libre comercio. Las salvedades al punto de vista moderno que voy a analizar son comparables con el análisis de argumentos a favor del proteccionismo. Pueden constituir salvedades al punto de vista moderno sin destruirlo.

El segundo planteamiento se refiere a la actitud que debe adoptarse cuando se perciben "problemas". El mundo está lleno de problemas, y ciertamente es tarea de los economistas estudiarlos, llamar la atención sobre aquellos que tal vez no han sido ampliamente reconocidos como tales y propugnar por la adopción de cambios en las políticas que los eviten en el futuro. Pero indudablemente es importante no sólo que los problemas se definan con claridad, sino también que no desviemos nuestra atención hacia problemas imaginarios. Por ejemplo, yo argumentaría que cuando se dieron movimientos de capitales alemanes hacia España a gran escala en años recientes, ello en sí no constituía un problema. Más bien se trataba de un movimiento natural de fondos de una economía con un alto nivel de ahorro hacia otra en que estaban surgiendo oportunidades de inversión. Por supuesto, es concebible que se generaran problemas, como podría ocurrir con cualquier movimiento de factores o bienes, pero sugerir que los desequilibrios de las cuentas corrientes dentro de Europa Occidental constituían en sí un problema equivale a fabricar preocupaciones artificiales en un mundo que de por sí cuenta con suficientes problemas reales por los cuales preocuparse.

El punto de vista tradicional

Considérese el siguiente caso sencillo. Un país está comprometido con el mantenimiento de un régimen de tipo de cambio fijo. Por algún motivo, la movilidad internacional del capital privado es muy reducida o nula. La capacidad de endeudamiento en el extranjero del sector pri-

vado, si bien puede existir potencialmente, es reducida o nula. Por último, el gobierno o el banco central no pueden endeudarse con el extranjero, excepto en el corto plazo para enfrentar una emergencia. Fuera de estos préstamos de corto plazo, en especial a través del FMI, un déficit en la cuenta corriente debe por tanto financiarse haciendo uso de las reservas de divisas que tiene el propio país. Ésta es, a grandes rasgos, la situación que prevaleció en todos los países, aparte de Estados Unidos, durante los primeros años del sistema de Bretton Woods.

En esta situación, un país puede incurrir en un déficit de la cuenta corriente por un periodo limitado. Pero ningún déficit positivo es sostenible indefinidamente. Debe llegar a su fin. Si continúa, es probable que, mucho antes de que se agoten las reservas de divisas, sobrevenga una crisis de divisas generada por la expectativa de una devaluación. Tal vez exista un flujo regular y predecible de inversión directa, como el que se dirigió hacia Europa Occidental durante la década de los sesenta. Esto hace posible un prolongado déficit en la cuenta corriente, siempre y cuando no sea mayor que el flujo de capital. Así pues, el déficit sostenible puede no ser igual a cero.

La conclusión práctica es que debe vigilarse cuidadosamente la evolución de la cuenta corriente, para evitar una crisis repentina. Un aumento del déficit en cuenta corriente, o el pasar de una posición superavitaria o de equilibrio a un déficit es motivo de preocupación, aun cuando el déficit sea visto como temporal y, por ende, autocorregible. Por otra parte, sus causas —por ejemplo, si su crecimiento es producto del aumento de la inversión privada, la baja del ahorro privado o el incremento del déficit presupuestal— son irrelevantes. Cualquier déficit en la cuenta corriente que, a falta de cambios en la política económica, se espera que se prolongue y que exceda los flujos de inversión directa predecibles es “preocupante” o “causa de inquietud”, para utilizar algunas frases oficiales socorridas.

Ésta es la manera más sencilla de darle sentido al punto de vista tradicional. El problema es que los tiempos han cambiado. Sí hay movilidad del capital privado y, además, los gobiernos que desean fijar su tipo de cambio pueden recurrir y recurren en forma directa a los mercados internacionales de capital para financiar sus déficit. Ésta es la situación de los países desarrollados, así como la de algunos países en desarrollo, desde principios de los años setenta y, en alguna medida, incluso desde antes. Sin embargo, el punto de vista tradicional ha sobrevivido, por lo menos hasta hace muy poco tiempo.

Es obvio que una cifra para la cuenta corriente se refiere a un

flujo y que lo que importa, incluso desde el punto de vista tradicional, es el pasar a una situación de acervos, es decir la baja de las reservas de divisas en el ejemplo planteado, a un nivel que dé lugar a una crisis. Así pues, poco valdría como crítica del punto de vista tradicional, decir que no tiene sentido plantearse objetivos de flujo. Sólo puede tenerse como objetivo un acervo —por ejemplo, un nivel de reservas— en combinación con un punto de vista sobre el perfil temporal óptimo para los flujos de la cuenta corriente que permita alcanzar ese acervo. Así pues, no distingo el punto de vista tradicional del moderno sobre estas bases. Parece razonable suponer que los seguidores del punto de vista tradicional saben distinguir entre acervos y flujos. Cuando se inquietan ante una situación de la cuenta corriente o de la trayectoria esperada de la cuenta corriente, les preocupa que no esté bajando con la debida velocidad para lograr el nivel del acervo deseado (o el cociente entre el acervo y, digamos, las importaciones o el producto nacional bruto).

El punto de vista tradicional ha estado implícito en gran cantidad de literatura sobre este tema del Fondo Monetario Internacional, la OCDE, el Banco de Pagos Internacionales de muchos gobiernos y de comentaristas independientes, incluidos algunos del Instituto de Economía Internacional. El problema para mí en este sentido es que no se ha presentado ningún fundamento teórico claro. De hecho, este punto de vista sólo ha quedado implícito. Se refleja en las extensas discusiones sobre los desequilibrios de la cuenta corriente y sus perspectivas y en comentarios breves que sugieren que su reducción es bienvenida y representa un “avance” para alcanzar cierto objetivo.

Es importante no ser injustos a este respecto. Posiblemente la preocupación sobre los desequilibrios de la cuenta corriente no surge del argumento que acabo de exponer —es decir, en un modelo en el cual el país no tiene acceso al mercado internacional de capitales—, sino en un juicio, a menudo implícito, de que una o más de las salvedades al punto de vista moderno que se discuten en la tercera sección son tan importantes empíricamente que sobrepasan la simple lógica del punto de vista moderno en sí. Esto sugeriría que el punto de vista moderno no lo es siquiera en las mentes de quienes aparentemente son los proponentes del “punto de vista tradicional”.⁴

La evidencia empírica de que el punto de vista tradicional ha influido en la formulación de la política económica seguida por los go-

⁴ Debo este argumento a algunos comentarios de John Williamson.

biernos es quizá más importante que lo que se ha escrito. Parece ser que los gobiernos deliberadamente han intentado evitar o moderar los desequilibrios de la cuenta corriente, aunque durante la década de los ochenta esta práctica fue menos común que antes. Esta conclusión surge de las investigaciones realizadas por Bayoumi (1990) y Artis y Bayoumi (1990) en busca de explicaciones sobre la correlación entre el ahorro nacional y la inversión nacional, detectada originalmente por Feldstein y Horioka (1980) y atribuida por estos últimos a la baja movilidad del capital.⁵

El punto de vista moderno

En su forma más general, el punto de vista moderno puede plantearse de la siguiente forma: la cuenta corriente es el resultado neto del ahorro y la inversión, privados y públicos. Un incremento en el déficit de la cuenta corriente puede ser provocado por un aumento en la inversión o por una baja en el ahorro, o cualquier combinación de ambos, distinguiendo nuevamente entre inversión y ahorro públicos y privados. En efecto, existen muchos tipos de inversión y muchos agentes distintos que pueden ahorrar, de manera que no se trata tan sólo de cuatro variables. Si para fines de exposición, simplificamos agregando y suponiendo que existen sólo dos agentes, el sector privado y el sector público, y sólo dos decisiones para cada uno, la decisión de invertir y la decisión de ahorrar, se puede concebir un resultado óptimo cuando las cuatro decisiones son las óptimas.

Existen problemas en este enfoque porque las cuatro decisiones no necesariamente son independientes, un punto al que volveré en la sección sobre el teorema de Barro-Ricardo. Pero, para proseguir, el

⁵ En Polak (1989, p. 378), Jacques cuestiona el que los gobiernos tengan puntos de vista u objetivos para la cuenta corriente. En una nota al pie comenta, como muestra de profunda percepción, que:

si los países adjudicaran gran importancia a los balances de su cuenta corriente como directrices para sus políticas, se asegurarían de contar con buenas estadísticas al respecto. El hecho de que en años recientes las estadísticas sobre la cuenta corriente para el mundo sumaron un déficit combinado de aproximadamente 100 000 millones de dólares, en lugar del teórico cero, constituye en sí una prueba de que la cuenta corriente no ocupa el lugar más importante en la mente de los gobiernos cuando planean sus políticas.

Esta idea es interesante, pero resulta difícil relacionarla con la conclusión que se cita aquí de Artis y Bayoumi (1990).

resultado óptimo acarreará un nivel particular de la cuenta corriente en un punto cualquiera en el tiempo. Empero, este nivel no puede describirse en realidad como la "cuenta corriente óptima" al logro de la cual deben orientarse las políticas, pues podría obtenerse mediante diversas combinaciones de ahorro e inversión públicos y privados, y no sólo de la combinación óptima. El nivel de la cuenta corriente que resultaría de los niveles de ahorro e inversión óptimos podría ser también el resultado, por ejemplo, de una situación en la que el déficit presupuestal fuera demasiado alto y la inversión privada demasiado baja. La cifra de la cuenta corriente por sí misma no nos dice nada. Debe analizarse cada una de las decisiones.

Un incremento en el déficit de la cuenta corriente podría tener como causa principal un aumento en el déficit presupuestal, como ha ocurrido en Estados Unidos desde 1982. También podría ser el resultado de un aumento en la inversión privada en combinación con una disminución del ahorro privado, como ha ocurrido recientemente en el Reino Unido y Australia. Se trata de situaciones muy distintas que requieren cambios en la política también diferentes, si acaso es que requieren algún cambio de política. Por ejemplo, si la inversión aumentó a causa de un crecimiento en la productividad percibida de la inversión, y existen razones para creer que es igual o mayor que la tasa de interés sobre los fondos tomados en préstamo del extranjero, no se requeriría ningún cambio en las políticas. Existen numerosos factores que determinan los niveles óptimos de ahorro e inversión, así como divergencias entre los niveles observados y los óptimos, y son éstos los que resultan relevantes para la formulación de las políticas.

A este respecto puede hacerse un sencillo paralelismo con la teoría del comercio. Por el momento ignoraré los efectos de los términos de intercambio y supondré que nos estamos refiriendo a un país pequeño que enfrenta unos términos de intercambio y una tasa de interés mundial dados. Los volúmenes de comercio y los patrones comerciales resultantes del libre comercio son entonces óptimos para un país, si no existen "distorsiones internas", es decir, si las decisiones subyacentes sobre producción y consumo no están distorsionadas por impuestos, subsidios o controles, falta de información, etc. Si existen distorsiones, la mejor política es eliminarlas. El seguimiento de lo que ocurre con los volúmenes de comercio no nos dice absolutamente nada acerca de las distorsiones y es imposible determinar cuáles son los volúmenes de comercio y los patrones comerciales óptimos, excepto observando lo que ocurre o especulando sobre lo que podría ocurrir en caso de elimi-

narse las distorsiones. En un sistema descentralizado, es necesario lograr que los señalamientos y las señales de tráfico sean correctos, y esto incluye el establecimiento de los impuestos y subsidios u otros incentivos apropiados para enfrentar las externalidades; con ellos se logrará el flujo óptimo del tráfico.

Existen actualmente muchos artículos teóricos en que o bien se deja implícito o se plantea con claridad el punto de vista moderno y donde se ofrece un análisis intertemporal del equilibrio externo. Éstos asumen con frecuencia que el ahorro y la inversión privados (o nacionales) están determinados independiente y óptimamente, de manera que la trayectoria temporal para la cuenta corriente óptima surge endógenamente.⁶ Esta literatura reciente constituye un avance considerable sobre los modelos anteriores que, de forma algo engañosa, identificaban los desequilibrios de la cuenta corriente con la desacumulación o la acumulación de la riqueza neta nacional e ignoraban por ende la inversión nacional.

Expuse el punto de vista moderno en su forma más enfática en Corden (1977, pp. 50-51). Debemos suponer que las decisiones sobre ahorro e inversión privados son óptimas a menos de que existan razones específicas para pensar lo contrario. No hay razón alguna para presuponer que un gobierno o un observador externo esté mejor informado que los propios agentes privados respecto de cuánto deben invertir y ahorrar. Estas decisiones privadas no deben incumbir a las políticas públicas, más que para asegurar la ausencia de distorsiones impuestas por el gobierno.

Las diversas divergencias entre los costos y beneficios sociales y privados deben corregirse, de tal manera que las decisiones privadas se tomen con base en señales de precios que indiquen los costos y beneficios sociales y no sólo los privados. Pero no hay necesidad de preocuparse por los resultados cuantitativos particulares, y ciertamente tampoco por establecer en las políticas públicas objetivos cuantitativos.

Por otra parte, el comportamiento del sector público —es decir, el balance presupuestal— es un tema que incumbe a las políticas públicas y hacia él debe dirigirse la atención. Esto no significa que el balance

⁶ Véanse, especialmente, Bruce y Purvis (1985, pp. 844-854), Frenbel y Razin (1987), Obstfeld (1987), Stockman (1988), y Pitchford (1989). Estos artículos contienen referencias adicionales. Por cierto que indicaciones anteriores sobre el punto de vista moderno pueden encontrarse en McKinnon (1978) y Cooper (1981), y más recientemente ha sido citado por Mankin (1989), quien se refiere a "desequilibrios" siempre entre comillas.

presupuestal deba ser igual a cero (como quiera que se calcule), sino tan sólo que surge un tema de política pública en lo tocante a las políticas fiscales adecuadas.⁷

Se desprende que un incremento en el déficit de la cuenta corriente derivado de un cambio en la conducta del sector privado —un aumento en la inversión o una baja en el ahorro— no debe ser causa de inquietud. En Estados Unidos existe una confusión generalizada sobre si el problema (si es que existe) es el déficit presupuestal o el déficit de la cuenta corriente, puesto que desde 1982 han tendido a moverse juntos. Sin embargo, en contraste, los sucesos recientes en el Reino Unido y en Australia han resaltado el tema de este artículo. En ambos países, los presupuestos del gobierno central se han aproximado a una posición balanceada o incluso a un superávit, mientras que los déficit de la cuenta corriente se han incrementado a causa del auge del consumo y la inversión privados. En consecuencia, estos países no tienen un doble déficit, y claramente puede distinguirse el tema de la cuenta corriente, sobre el cual trata este artículo, del tema de la política fiscal que es en principio un tema aparte.

La posición oficial en Australia ha sido que el déficit de la cuenta corriente ciertamente constituye un problema, y este punto de vista cuenta con el apoyo de la comunidad financiera y de otros. Pero John Pitchford —en Pitchford (1990) y en otras fuentes— ha planteado con firmeza el argumento que aquí sugerimos de que en realidad no existe ningún problema y, en Australia, el punto de vista moderno se conoce como la "corriente Pitchford". Cuando el Reino Unido presentó un déficit de la cuenta corriente en 1988, la "doctrina Lawson" propuso el mismo enfoque, aunque fue muy debatida. Como se apuntó anteriormente, ya antes se había planteado en Congdon (1982).

En Chile se presentó una situación similar entre 1979 y 1981.⁸ El presupuesto se había equilibrado, pero hubo un endeudamiento masivo en el extranjero por parte del sector privado, lo cual generó un déficit grande en la cuenta corriente. Éste es posiblemente el único ejemplo de este tipo de situación desde 1973 en un país en desarrollo. La posición oficial fue que, por las razones aquí expuestas, el déficit de la cuenta corriente no representaba ningún problema. El triste resultado en este

⁷ Véase la amplia discusión en Estados Unidos sobre este tema de política fiscal, por ejemplo, en el simposio sobre el déficit presupuestal en *Journal of Economic Perspectives* (Yellen et al., 1989).

⁸ Véanse Corbo (1985) y Mellor (1990).

caso fue que, con el advenimiento de la crisis de la deuda, el gobierno se vio obligado por los acreedores extranjeros a hacerse cargo de las deudas del sector privado. A este tipo de situación me referiré más adelante, cuando discuta las salvedades.

Salvedades y complicaciones

Supongamos ahora que se deteriora la cuenta corriente de un país, quizá en forma repentina y abrupta, por un auge en el gasto privado, es decir, un aumento en la inversión privada o una caída en el ahorro. La tasa de interés tenderá a subir, lo cual atraerá capital del extranjero, y el tipo de cambio real se apreciará como resultado de la combinación de aumentos en los precios internos y apreciación nominal. Si las autoridades desean evitar una inflación pasajera —que posiblemente daría lugar a la generación de expectativas inflacionarias y por ende a problemas de más largo plazo— estos sucesos vendrán asociados con algún grado de contracción monetaria, la cual puede evitar el alza de los precios nacionales y causará una apreciación mayor del tipo de cambio nominal. En cualquier caso, se presentará una apreciación real, con los efectos redistributivos ya conocidos, que afectan negativamente a productores de bienes comerciables, y probablemente aumenten los salarios reales, por lo menos en los sectores no comerciables. Suponemos que la política fiscal se mantiene inalterada, aunque, por supuesto, el balance presupuestal podría verse afectado por estos sucesos. Naturalmente, un resultado será el crecimiento de la deuda externa. La pregunta es, nuevamente, si el déficit de la cuenta corriente y el crecimiento de la deuda externa son asuntos que deben incumbir a las políticas públicas. Se pueden concebir varias vías a través de las cuales éste podría ser el caso.

Los préstamos privados sin solidez y el papel señalizador de la cuenta corriente

Tal vez el auge en el gasto tenga bases poco sólidas. Esto podría deberse a que se cree que el gobierno o el banco central proporcionan garantías implícitas o explícitas a los prestatarios nacionales (un problema de riesgo moral) o a que, por algún motivo, el país está tan sólo experimentando el usual auge carente de solidez que está destinado a terminar

en un colapso. Aun sin garantías que impliquen la posibilidad de operaciones de rescate, las pérdidas privadas son proclives a extenderse al sector público, aunque sea a través de la baja en la recaudación fiscal.

Básicamente estoy suponiendo o bien que existe una divergencia entre los intereses sociales y privados (una distorsión interna) o que los agentes privados son miopes y presas de una mentalidad expansionista y no saben realmente qué es lo que más les conviene, por lo que al dañarse tanto a sí mismos como a sus accionistas y a sus acreedores, están también dañando a la sociedad en su conjunto. Uno puede reconocer el caso chileno —donde el gobierno terminó asumiendo las deudas privadas— y a las opiniones desfavorables sobre la toma de decisiones del sector privado que se expresan con frecuencia, por ejemplo recientemente en Australia. Cualquiera que conozca las actividades recientes de diversos empresarios australianos probablemente tendrá simpatía por estas opiniones.

Puede haber, entonces, un argumento a favor de políticas que moderen el auge a través de la contracción monetaria o que compensen sus efectos mediante una contracción fiscal. El paso a un marcado déficit de la cuenta corriente se puede considerar como una señal de advertencia sobre un problema. El déficit es importante en cuanto que es necesario vigilarlo.

Este argumento no significa que se deba intentar moderar o evitar un déficit de la cuenta corriente, sino tan sólo que el auge en el gasto que lo provoca posiblemente sí deba ser moderado o evitado.⁹ Sigue siendo necesario estudiar en detalle las fuentes del déficit, como nos enseña el punto de vista moderno. No todos los auges carecen de solidez, ni siquiera parcialmente, ni justifican que las autoridades se anticipen adivinando si así es. Además, también se presentaría un problema si el auge no se manifestara en un déficit de la cuenta corriente, sino en el alza de las tasas de interés, lo que conduciría a un desplazamiento masivo de las inversiones “sólidas”. El punto de vista moderno no se ve afectado en realidad por esta consideración.

⁹ Si no existe un problema de riesgo moral, la sugerencia de que un auge “carente de solidez” puede justificar acciones de política que lo restrinjan implica la creencia de que las autoridades oficiales pueden tener mayor conocimiento o un mejor juicio que los agentes privados que crean el auge. Nuestros cartesianos modernos, basados en principios básicos aceptados actualmente por muchos economistas, preguntarían: “¿Por qué habrían de saber más los gobiernos?, ¿cuándo sabríamos que saben más?, y ¿se puede confiar en que actúen adecuadamente, incluso si saben más?” No me suscribo a la posición cartesiana tan religiosamente como lo hacen algunos, pero ciertamente estaba implícita en mi propio planteamiento del punto de vista moderno en Corden (1977).

El efecto de contaminación

Cuanto más piden prestado los agentes privados o los gobiernos, mayor será la participación de sus acciones o de los instrumentos de deuda que emitan en las carteras internacionales. Mientras mayor sea esta participación, mayor será el factor de riesgo y por lo tanto las tasas de interés que deberán pagar los prestatarios, o menor será el precio de sus acciones.¹⁰ Obviamente, éste no es un argumento para mantener el déficit de la cuenta corriente en ceros, puesto que no puede existir una presuposición de que el acervo existente de activos financieros del país en el extranjero sea óptimo para empezar. Además, el factor de riesgo ciertamente depende también del estado de la economía y de sus perspectivas, los cuales dependen, entre otras cosas, de la manera en que se hayan empleado los fondos tomados en préstamo. Las trayectorias temporales esperadas para las relaciones entre deuda y PIB y entre deuda y exportaciones pueden ayudar a explicar el factor de riesgo, aunque esto es lo más que se puede decir sobre estas tan favorecidas y tan citadas estadísticas.

Todo esto no es relevante en realidad para la cuestión central de si la cuenta corriente —a diferencia de la acumulación de *deuda pública* colocada dentro o fuera del país— debe incumbir a las políticas públicas. El problema real es si los cambios en el factor de riesgo derivados de la elevación del endeudamiento son totalmente internalizados por los diversos agentes, privados y públicos, o si existe alguna externalidad o efecto “de contaminación”. Si están totalmente internalizados —de tal manera que el mayor endeudamiento de un agente no eleve el factor de riesgo enfrentado por otro agente— no habría ningún problema relevante que atender mediante políticas públicas como resultado de los déficit de la cuenta corriente. Éste es el meollo del asunto. Tiene que haber alguna externalidad. Si no la hay, entonces no hay necesidad de realizar cálculos complejos, por ejemplo, del posible crecimiento en la participación de los activos emitidos en Estados Unidos

¹⁰ Esto no se refiere a los efectos que tienen las expectativas acerca del tipo de cambio sobre la tasa de interés interna, ni a los efectos del riesgo cambiario derivado de la incertidumbre sobre el tipo de cambio. En este punto se puede suponer que la totalidad de la deuda está denominada en divisas, de manera que la tasa de interés pertinente sea la externa. En el caso de la deuda, la preocupación se dirige pues al riesgo de moratoria. Si los préstamos se hacen en la moneda local (como ocurre en el caso de Estados Unidos), se deben separar los elementos de riesgo cambiario y de moratoria; la atención aquí se centra en este último. (Pero el riesgo de una inflación inesperada constituiría, en ese caso, una forma de riesgo de moratoria.)

dentro de las carteras financieras mundiales, o de los cambios en la relación entre deuda y PIB en Estados Unidos. Los agentes individuales incorporarán los efectos adversos esperados del mayor endeudamiento en sus propias decisiones de endeudamiento y, por ende, de ahorro e inversión. A falta de externalidades, el punto de vista moderno se mantiene indemne.

Sin embargo, existe ciertamente la posibilidad de que los prestatarios sí se contaminen unos a otros, de manera que sí haya una externalidad. Los mercados se preocupan por los riesgos de un país y sí prestan atención a los cocientes de endeudamiento total de los países. No es descabellado suponer que mientras más pidan prestado los agentes privados de un país, mayores tendrán que ser las tasas de interés pagadas tanto por el gobierno del país como por los agentes privados. Tal vez no sea siempre así, y si los mercados son razonables, también prestarán atención a los detalles: cuánto se usó para consumo, cuánto para inversión, etc. Sin embargo, esta preocupación de los mercados con el riesgo de un país no es totalmente irracional y puede ser explicada por consideraciones que ya hemos discutido antes.

El gobierno tal vez tenga que rescatar a los agentes privados con problemas, y puede por ello enfrentar más dificultades financieras propias como resultado de un exceso de endeudamiento privado (con lo cual se incrementa la necesidad de recalendarizar sus propias deudas, por ejemplo) y, a la inversa, los agentes privados tal vez tengan que rescatar a gobiernos en problemas pagando mayores impuestos para financiar las obligaciones crecientes de servicio de la deuda gubernamental. Más aún, si algunos agentes privados se meten en problemas, los gobiernos tal vez tengan que aumentar los impuestos o reducir los servicios públicos a fin de financiar su rescate, lo que a su vez acarrearía problemas financieros para otros agentes privados.

Hay pues una salvedad genuina al punto de vista moderno derivada de la existencia del riesgo de algún país: al menos, desde esta perspectiva, la cuenta corriente como un todo es relevante, y no sólo las fuentes de sus cambios y el crecimiento de su déficit es causa de “inquietud”. La toma de decisiones descentralizada podría conducir a un endeudamiento excesivo desde el punto de vista de la nación. Pero esta salvedad sólo pasará a ser pertinente una vez que los cocientes de endeudamiento y los déficit de la cuenta corriente superen ciertos niveles y, en particular, cuando el mayor endeudamiento se dirija al consumo y no a la inversión.

Existe un factor adicional en el caso de un prestatario grande en

términos mundiales, entiéndase Estados Unidos. Mientras más pida prestado una economía como ésta, cualquier que sea el propósito, más hará que suban las tasas de interés mundiales para un factor de riesgo dado, y no sólo aquellas que debe pagar Estados Unidos. Si es un deudor neto, este hecho tiene un efecto adverso sobre la economía en su conjunto (como cualquier deterioro en los términos de intercambio), un efecto adverso que no se internalizará. Este tipo de efecto ofrece un argumento estándar desde un punto de vista estrictamente nacional en apoyo de la gravación del influjo de capital.¹¹ Por supuesto, no ofrece ninguna base para fijar metas para la cuenta corriente, sino tan sólo para un impuesto óptimo (con cambios en la tasa impositiva a lo largo del tiempo) que tendría el efecto neto de reducir el flujo de los déficit de la cuenta corriente en alguna medida. De mayor relevancia bajo las condiciones actuales resultan los efectos internacionales del alza de las tasas de interés generada por la elevación del endeudamiento neto estadounidense. Como resultado, los deudores pierden y los acreedores ganan; se podría argumentar que la pérdida para los países en desarrollo deudores es un efecto redistributivo internacional indeseable que debieran tener en cuenta las políticas estadounidenses.

El tipo de cambio real actual y futuro

Gran parte de la preocupación respecto a los déficit de la cuenta corriente y su sostenibilidad parece relacionarse con consideraciones relativas a los tipos de cambio y a los cambios en las posiciones absoluta y relativa de los sectores de productos comerciables y no comerciables de la economía, así como a los salarios reales. En otras palabras, no se refiere en absoluto a consideraciones sobre el endeudamiento u otorgamiento de préstamos óptimos, sino a los efectos sobre los precios relativos y la distribución que tienen los cambios en la cuenta corriente.

Si una cuenta corriente pasa a ser deficitaria de la manera antes descrita, el problema puede ser de dos tipos. En primer lugar, los efectos distributivos que de hecho genera este cambio pueden considerarse indeseables, y con seguridad así los verán los perdedores. Así, pasar a tener un déficit probablemente estará asociado con una apreciación real (ya sea a través de un aumento en los precios internos como

¹¹ Véanse Kemp (1962) y Corden (1974, capítulo 12).

resultado del auge o de una apreciación nominal derivada del influjo de capital o ambos), y esto afectará negativamente a los productores de bienes comerciables. En segundo lugar, es posible que se espere que el déficit de la cuenta corriente sea temporal, por basarse en un auge de la inversión inevitablemente temporal, o puede ser "insostenible" a causa de una relación creciente entre la deuda y el PIB o de un crecimiento de los instrumentos de deuda del país en las carteras internacionales, lo cual conducirá a que crezca el factor de riesgo y a un ajuste inevitable hacia un déficit menor. La naturaleza temporal del déficit y, por ende, de los patrones de apreciación real y producción nacional que lo acompañan, a menudo se consideran indeseables por ser presumiblemente fuentes de inestabilidad.

Estas dos inquietudes —el efecto distributivo inmediato y la adversión hacia una perturbación pasajera— son un tanto contradictorias. Si los efectos distributivos son temporales, se supone que serán menos dañinos en el ámbito sectorial que si fueran permanentes. Y si se sabe que son pasajeros, no deben conducir a reasignaciones costosas de recursos que más tarde se lamentarían a medida que el tipo de cambio real se depreciara de nuevo al llegar a su fin el auge y el influjo de capital.

En realidad parece existir cierta confusión respecto a si es deseable o no tener un déficit "insostenible". ¿Un suceso será necesariamente indeseable porque no es probable, o posible, que persista permanentemente? ¿Debe ponerse fin a un auge de consumo o de inversión del sector privado y el déficit de la cuenta corriente que lo acompaña, porque a la larga se va a detener de todas maneras? Un auge de la inversión puede ser perfectamente "sólido" —porque la productividad marginal esperada del capital supera la tasa de interés extranjera—, pero inevitablemente será temporal. Se puede interpretar como un ajuste de acervos sólidos un giro en la cartera del país consistente en pasar de activos financieros a activos reales a causa de una mejoría en la rentabilidad esperada de los activos reales. De manera similar, un auge aparente en el consumo a menudo es en realidad un auge en la adquisición de bienes de consumo duradero por parte de los hogares, caso que, nuevamente, puede considerarse como un ajuste en la cartera de activos. La literatura sobre políticas muestra una gran preocupación por la "sostenibilidad". Pero podríamos recordar que la tasa de crecimiento de un adolescente también es insostenible. ¿Será por ello menos que óptima?

No obstante, podemos consentir en que la estabilidad del tipo de

cambio real y, por ende, del tamaño y de la rentabilidad de los sectores comerciables en relación con los no comerciables podría ser deseable, si todas las demás circunstancias permanecen iguales; podría ser uno de varios argumentos de una función de bienestar social plausible. De hecho, sólo introduciendo la estabilidad del tipo de cambio como una preocupación aparte, independiente de los niveles óptimos de endeudamiento y préstamo, se puede racionalizar una buena parte de la inclinación por tener una política en este campo.¹²

Esto sugiere que se podría justificar alguna medida de política diseñada para modificar o compensar, por lo menos en parte, los efectos sobre la cuenta corriente y el tipo de cambio real de un auge del sector privado. Una intervención en el mercado cambiario orientada a evitar la apreciación sería inflacionaria y sería ineficaz en evitar la apreciación real, a menos que se diese simultáneamente una contracción fiscal. Con una alta movilidad del capital, la contracción monetaria sería poco eficaz para reducir el gasto privado. Por lo tanto, tendría que haber una acción compensatoria mediante una contracción fiscal. Por supuesto que esto podría conducir a un balance presupuestal que no es óptimo—con un gasto público demasiado bajo o impuestos demasiado elevados—, un efecto adverso que tendría que hacerse a cambio del objetivo de estabilidad del tipo de cambio real. Pero esta clase de política de estabilización dirigida al tipo de cambio real se ve sujeta a todas las críticas modernas contra el manejo de la demanda de corto plazo y de las políticas de estabilización.

En este punto se podría reflexionar también sobre el panorama de “aterrizaje forzoso” que se planteó con frecuencia a mediados de los años ochenta y que aparentemente proporcionaría un argumento a favor de la reducción del déficit de la cuenta corriente estadounidense por sus probables efectos sobre el tipo de cambio.¹³ Se argumentaba que era inevitable una depreciación del dólar, implícitamente no sólo nominal sino también real, y que, en algún momento, esto llevaría a una repentina depreciación de choque que tendría repercusiones negativas adicionales, aparentemente tanto de inflación como de recesión.

¹² Varias razones para intentar manejar los tipos de cambio se discuten en Kenen (1988). Una preocupación entre quienes apoyan el establecimiento de objetivos para el tipo de cambio o algún tipo de intervención han sido los efectos de las “burbujas” en el tipo de cambio como resultado de la especulación, las cuales se distinguen de las fluctuaciones o “desalineamientos” provocados por cambios en la inversión, en las propensiones al ahorro o en las políticas fiscales. Este es uno de los elementos en el análisis de Williamson (1985).

¹³ Véase Marris (1985), un estudio que durante un tiempo influyó sustancialmente.

Nunca me ha quedado claro por qué una depreciación tan ampliamente esperada, y que parecía una consecuencia lógica de diversas proyecciones, tendría que ocurrir repentinamente y en un ambiente de crisis. Como sabemos ahora, tal cosa no ha ocurrido. Se puede aceptar que una depreciación podría tener efectos negativos (más inflación para un nivel general de empleo dado), y que la reducción del déficit de la cuenta corriente se vería acompañada por una depreciación real. Pero ¿por qué habría de ser deseable hacer que esto ocurra pronto en lugar de esperar? Tal vez el argumento haya sido en realidad que el déficit presupuestal era excesivo y que era necesario reducirlo, lo cual a la larga forzosamente ocurriría. Los efectos sobre la cuenta corriente y el tipo de cambio serían efectos colaterales adversos del inevitable ajuste. Si ésta era la postura, encajaría muy bien con el punto de vista moderno, puesto que el problema de política económica tenía que ver de hecho con el déficit presupuestal.

Los déficits de la cuenta corriente generan proteccionismo

El siguiente argumento es bien conocido. En Estados Unidos se dice que el déficit de la cuenta corriente genera presiones proteccionistas, supuestamente como respuesta a los efectos adversos del déficit, o de la apreciación real, sobre los productores que compiten con las importaciones. Así pues, lo que se discute no es que los propios efectos distributivos sean malos, sino que las presiones creadas por los efectos distributivos tienen un efecto adverso sobre la economía nacional.

Cabe señalar que, bajo un sistema de tipos de cambio flotantes o flexibles, no hay razón para pensar que en efecto un aumento en la protección produzca una mejoría en la cuenta corriente, es decir, que incrementalmente el nivel de ahorro o reduzca la inversión (Corden, 1990). Más aún, la protección solamente acarrearía beneficios para los productores protegidos que compiten con las importaciones a costa de los no protegidos (o de los menos protegidos); por consiguiente, lo que haría sería redistribuir, y no reducir el monto agregado de pérdidas sufridas en el sector de bienes comerciables como resultado de la apreciación real.

Sería difícil objetar que se deben buscar mejores formas de resistir a tales presiones, si es que no existen otras razones para que se desee reducir el déficit. Pero, si es cierto que un déficit o un aumento en el déficit genera este tipo de presiones y que éstas son eficaces en generar un mayor proteccionismo, posiblemente tengamos aquí un argumento

a favor de la moderación del déficit en la cuenta corriente, aun si éste fuera un planteamiento en términos de la segunda mejor opción. Pero, ¿será cierto? No es difícil pensar en ciertos países con superávit que distan mucho de ser librecambistas, ni en países (como el Reino Unido y Australia) donde el surgimiento de un déficit no ha conducido a un mayor proteccionismo. Pero la relación entre los balances de la cuenta corriente y el proteccionismo es una cuestión empírica propia de una tesis de doctorado.

Si pensamos en países con superávit, podríamos suponer que el efecto sería simétrico, que los déficit conducen a un aumento y los superávit a una reducción del nivel de protección. Se podría esperar entonces que el efecto del superávit japonés y alemán —que han sido prácticamente la otra cara de la moneda del déficit estadounidense— habría sido la reducción del nivel de protección en esos países. Esto parece haber ocurrido en Japón, pero no en Alemania. Si en realidad existiera la simetría, el argumento básico quedaría refutado. Los desequilibrios de la cuenta corriente en el mundo no necesariamente producirían un aumento en el nivel de protección para el mundo en su conjunto, puesto que el nivel de protección más alto de los países deficitarios (o de los países que han ampliado su déficit) se compensaría con el menor nivel de los países superavitarios. Podría esperarse que una reducción del déficit estadounidense asociada a una depreciación real del dólar generara un aumento en el nivel de protección (o una mayor renuencia a la liberalización) en otros países. La argumentación supone entonces que de hecho hay una reacción asimétrica.

¿Dos salvedades más?

En mi afanosa búsqueda de salvedades al nuevo punto de vista, trataré de precisar dos argumentos más, que gozan de gran popularidad.

1) El primer argumento es válido para Estados Unidos, cuyo endeudamiento es en moneda nacional. Se dice que mientras mayor sea el acervo de dólares en el extranjero como resultado de los déficit de la cuenta corriente estadounidense, mayor será la volatilidad del tipo de cambio, al depender el tipo de cambio de las opiniones caprichosas de los extranjeros. Este argumento se debe distinguir del mencionado anteriormente, que se refiere a la inestabilidad del tipo de cambio real en el mediano plazo.

Parece haber un error en el argumento, en la medida en que señala

los déficit de cuenta corriente como la causa del problema. Si hay movilidad internacional del capital, mientras mayor sea el monto de activos líquidos denominados en dólares en manos de extranjeros o en manos de residentes en Estados Unidos, más probable será que haya grandes alteraciones en el tipo de cambio generado por los mercados de activos, es decir, como resultado de cambios en el corto plazo en las expectativas. La posible fuga de capitales constituye un problema de igual dimensión en un país como Brasil, donde los activos denominados en moneda local (se definan o no como "dinero") están totalmente en manos de residentes nacionales. Cuando el conjunto de activos líquidos en una moneda particular se acumula se puede en efecto presentar un problema, pero esto también ocurre cuando los ahorradores locales y no los extranjeros mantienen grandes montos en moneda nacional o en deuda pública de corto plazo.

El problema, nuevamente, es el déficit presupuestal y no la cuenta corriente. En el caso de Estados Unidos, ciertamente podemos suponer que las vastas tenencias de activos líquidos en dólares en manos de residentes del país son más que suficientes para asegurar que el mercado cambiario responderá con rapidez y posiblemente con grandes movimientos a los cambios en las "noticias".

2) A continuación paso al argumento de que los déficit en cuenta corriente sostenidos conducen a una creciente e indeseable participación extranjera en la propiedad y el control de la economía nacional. Este punto de vista es popular actualmente en Estados Unidos, en especial en lo que se refiere a la inversión japonesa. Existe una literatura extensa respecto a este supuesto problema de la propiedad extranjera, estimulada en gran medida por el flujo de inversiones estadounidenses en el extranjero después de la guerra.¹⁴ Aceptemos para fines de la discusión que existe en este caso un factor de bien público (o de "mal público"): en el margen, por lo menos, el control nacional del capital es mejor que el control extranjero, y esta consideración no entra en los cálculos para la toma de decisiones privada. La mejor política sería entonces gravar los ingresos de la inversión directa de los extranjeros por arriba de las tasas impositivas correspondientes a otros rubros.¹⁵ La gravación de los ingresos de todas las inversiones extranje-

¹⁴ La literatura proviene en su mayoría de Canadá. Espero que la reciente preocupación estadounidense al respecto no traiga consigo un redescubrimiento completo de viejas ideas con un nuevo lenguaje.

¹⁵ Existen en este sentido ciertas complicaciones; éstas se discuten en Corden (1974,

ras, incluidos los ingresos de inversiones de la cartera y de instrumentos de deuda (para los cuales el extranjero no es relevante), sería la segunda mejor opción o aún peor.

El resultado de un impuesto, al ingreso de todos los flujos de capital externo o al ingreso derivado de la inversión directa, sería una elevación de la tasa de interés interna y del rendimiento sobre las acciones, y esto posiblemente aumentaría el ahorro interno y ciertamente reduciría la inversión en el país, esta última, en el margen, con financiamiento externo. Así, el resultado sería en efecto una reducción del déficit de la cuenta corriente por debajo del nivel que habría alcanzado en otras circunstancias. Pero la mejor opción es, con seguridad, establecer un impuesto óptimo (estimado) sobre la inversión directa —si en realidad se cree que la reducción del control extranjero es un bien público— y entonces permitir que el mercado determine el ahorro, la inversión y, por lo tanto, el resultado para la cuenta corriente. El enfoque alterno del punto de vista tradicional de apuntar directamente a una meta para la cuenta corriente disuadiría también de manera no óptima un influjo de capital extranjero que no implique ningún control, de tal manera que el intento de enfrentar una distorsión daría como resultado una nueva distorsión como efecto colateral. Además, y de mayor importancia, una meta para la cuenta corriente no consideraría los numerosos factores que usualmente influyen y modifican al ahorro y a la inversión, que un mercado libre modificado con tasas fiscales dadas automáticamente tendría en cuenta.

El punto de vista moderno y el teorema de Barro-Ricardo

Ante la enorme atención que ha recibido el teorema de la neutralidad de la deuda de Barro-Ricardo en la literatura sobre política fiscal, difícilmente puede ser ignorado en este artículo.¹⁶ La idea básica es que los déficit y los superávit públicos afectan a los impuestos esperados a futuro, y que estas expectativas, a su vez, afectarían al ahorro del sector privado. Para un gasto público dado, una reducción en los impuestos actuales elevaría el déficit presupuestal y esto se compensaría, al me-

pp. 335-347), donde se analizan varios factores que determinan los impuestos óptimos sobre la inversión extranjera, teniendo en cuenta también los impuestos sobre el capital nacional.

¹⁶ Barro (1989) ofrece una conveniente presentación de este punto de vista. Algunas críticas pueden encontrarse en Gramlich (1989).

nos en cierta medida, por una elevación en el ahorro privado con el propósito de pagar los incrementos fiscales futuros. En el caso extremo, la compensación sería completa: un cambio en el financiamiento de los ingresos tributarios a financiamiento mediante endeudamiento no modificaría el ahorro nacional total.

Los datos parecen sugerir que algunas veces existe una tendencia en esa dirección, pero ciertamente no hacia una compensación completa. Esta tendencia puede encontrarse en los recientes episodios en Gran Bretaña y Australia a los que se hizo referencia antes, aunque el paso de la cuenta corriente australiana a un gran déficit parece explicarse principalmente por un auge en la inversión, y no estoy convencido de que el argumento de Barro-Ricardo sea la explicación correcta para los auges en el consumo en estos dos países. Es más probable que estos auges hayan sido provocados por la liberalización financiera que facilitó el endeudamiento. Desde 1982 Estados Unidos ha servido como experimento de laboratorio para esta proposición, y es obvio que el ahorro privado en Estados Unidos no ha respondido de la manera sugerida.¹⁷

Lo que concluimos a propósito de nuestra discusión es que el ahorro o el desahorro público y privado posiblemente estén relacionados y ciertamente deberían estarlo, si los agentes privados individuales siguieran un comportamiento óptimo desde su propio punto de vista o desde el punto de vista de sí mismos y de sus herederos y sucesores combinados. Esto lleva a una cuestión relativa al ahorro óptimo. Para cualquier nivel y patrón de inversión privada y pública, dados los incrementos esperados en la productividad y las expectativas sobre los términos de intercambio, existe, en principio, una trayectoria óptima para el ahorro nacional (público y privado combinados). Si se presentara un incremento en la productividad esperada de la inversión o una expectativa de mejoría en el futuro en los términos de intercambio, el ahorro nacional óptimo caería, puesto que parte de las ganancias esperadas futuras se deben trasladar al presente, permitiendo una elevación del consumo actual. En otras circunstancias tal vez fuera necesario un incremento del ahorro nacional. Si no se presentaran cambios en estas circunstancias y otras similares (y no hubiera ningún cambio en las preferencias temporales sociales), el ahorro nacional debería permanecer constante.

¹⁷ Véase Gramlich (1989).

El siguiente paso consiste en ignorar las distinciones entre ciudadanos y suponer que el contribuyente promedio, en cualquier momento en el tiempo, también es el ahorrador promedio. Si el sector privado se comportara de manera óptima desde el punto de vista nacional (incluyéndose las generaciones futuras en "la nación"), debería entonces compensar cualquier cambio en el ahorro del sector público. Si el teorema de Barro-Ricardo fuera válido en su forma extrema, el sector privado en efecto lo haría. Un cambio en el financiamiento del gasto gubernamental mediante impuestos a financiamiento por medio de endeudamiento no alteraría el ahorro nacional y, por consiguiente, la cuenta corriente. Por supuesto, el saldo de la cuenta corriente aún estaría sujeto a variaciones ocasionadas por cambios en los niveles de inversión pública y privada y, además, el ahorro nacional óptimo podría cambiar por diversas razones, y esto alteraría la cuenta corriente a través de los cambios correspondientes en el ahorro del sector privado.

De ahí se desprende que si se adoptara el supuesto de que los agentes privados pueden "descifrar" las implicaciones de los cambios entre impuestos y financiamiento mediante endeudamiento y, además, que se comporten óptimamente desde un punto de vista nacional (incluidas las generaciones futuras), las decisiones de ahorro del sector privado asegurarían la optimalidad del ahorro nacional, y cualquier cambio en la cuenta corriente aparentemente generado por cambios en el ahorro no debe ser motivo de inquietud. Es posible que quisiéramos suponer además que la inversión privada siempre es óptima, dada la información disponible, en cuyo caso sólo los cambios en la cuenta corriente generados por cambios en la inversión gubernamental serían causa de preocupación. La moraleja sería entonces que se debe estudiar directamente la inversión pública, puesto que la mayoría de las causas de los cambios en la cuenta corriente serían resultado de decisiones óptimas.

Como ya se señaló, incluso si se ignora el teorema de Barro-Ricardo, difícilmente resulta razonable suponer que las decisiones de ahorro e inversión del sector privado siempre se toman con base en señales no distorsionadas, o que los agentes privados siempre se comportan de manera óptima, incluso desde su propio punto de vista. Pero tenemos ahora una complicación o problema adicional. Las evidencias empíricas parecen muy claras en el sentido de que los agentes privados no "descifran" completamente (o en lo absoluto) las implicaciones fiscales futuras del endeudamiento público o, incluso, si las descifran, no responden en su conducta de ahorro de la manera extrema que sugiere

la versión más sencilla del teorema de Barro-Ricardo. Hay entonces ahí una causa adicional para la ausencia de optimalidad. De hecho, el financiamiento mediante endeudamiento público genera una "distorsión interna" adicional que conduce a una divergencia entre la conducta de ahorro del sector privado y el ahorro óptimo desde un punto de vista intergeneracional nacional. El financiamiento mediante endeudamiento público probablemente conduzca a un nivel demasiado bajo de ahorro nacional, y mientras mayor sea el déficit financiado mediante endeudamiento, mayores serán las discrepancias entre el ahorro nacional realizado y el ahorro óptimo (a menos que se presenten otras distorsiones con efecto contrario).

Todas estas complicaciones no alteran el mensaje central del punto de vista moderno. No tiene sentido observar solamente los cambios en la cuenta corriente. Aun debe hacerse la distinción entre los que se originan en el sector privado y en el sector público, y entre cambios en la inversión y cambios en el ahorro.

Sin embargo, una vez dicho esto, continuaré mi tenaz búsqueda de salvedades al punto de vista moderno. La idea de Barro-Ricardo puede servir como guía para comprender la reacción intuitiva común de que un déficit presupuestal financiado con ahorro interno probablemente represente un problema menor en el futuro que un déficit presupuestal financiado mediante un déficit de la cuenta corriente.

Comparemos a dos países —llamémosles Estados Unidos e Italia— que tienen un déficit presupuestal de tamaño similar (en relación con el PIB), y donde los déficit tienen implicaciones similares para los futuros contribuyentes.¹⁸ Supongamos también que la inversión privada en ambos países es óptima en el sentido de que el rendimiento social marginal esperado es igual a la tasa de interés mundial esperada durante los periodos pertinentes. Pero Estados Unidos tiene un nivel de ahorro privado bajo, apenas suficiente, podemos decir, para financiar la inversión privada, de tal manera que el déficit de la cuenta corriente estadounidense corresponde al flujo de recursos externos destinados a financiar el déficit presupuestal. Por otra parte, Italia tiene un ahorro privado alto, suficiente para financiar la inversión privada y el déficit presupuestal. Por consiguiente, Italia no tiene un déficit en la cuenta corriente. De hecho, para nuestro argumento sólo se requiere

¹⁸ Esta no es la situación real. El déficit de Italia es mucho más alto y en parte se ha financiado por medio de un impuesto inflacionario.

que el ahorro en Italia sea más alto (en relación con el PIB) que en Estados Unidos, pero el caso que he descrito es un caso claro.

Lo que sí muestra este ejemplo es que el mayor déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos refleja su menor tasa de ahorro privado. El déficit en cuenta corriente de Estados Unidos constituye entonces un problema, si la tasa de ahorro estadounidense es demasiado baja. En la práctica, el déficit en cuenta corriente podría reflejar también una mayor tasa de inversión como resultado de mayores oportunidades de inversión, pero suponemos que en este caso no es así.

La pregunta ahora es si Italia está ahorrando demasiado o Estados Unidos muy poco. El punto de vista intuitivo es que Estados Unidos tiene un problema en este caso e Italia no. La teoría implícita podría ser la siguiente: Los contribuyentes italianos, presentes y futuros, son inteligentes en el sentido de Barro y pueden ver a través del velo del financiamiento mediante el endeudamiento, y, más aún, muestran previsión y preocupación por sus herederos, por lo que ahorran más. Así, aseguran que no enfrentarán ningún problema en el futuro a causa del déficit presupuestal. En contraste, los estadounidenses no han logrado penetrar el velo de la deuda o —lo que es más probable— no muestran previsión ni se preocupan por las generaciones futuras, de manera que ahorran poco o nada como consecuencia tan sólo del déficit presupuestal. El asesor económico o tomador de decisiones visionario a la Barro-Ricardo ve que el problema estadounidense se manifiesta como un problema de acumulación de deuda externa. El meollo del asunto es que podría concebirse que el bajo nivel de ahorro en Estados Unidos se puede atribuir a que los ahorradores privados no tienen en cuenta el desahorro del gobierno. Pero sigue siendo cierto que no basta con observar el déficit en cuenta corriente, pues este déficit también depende de la inversión.

Conclusión

Para concluir, cabe preguntar si las diversas salvedades y complicaciones que se han discutido afectan seriamente al enfoque moderno de la cuenta corriente. No lo creo así.

En primer lugar, podemos conceder que la cuenta corriente (como algo distinto del balance fiscal) merece seguimiento como señal de advertencia sobre problemas en el ahorro e inversión privados: los auges en el gasto pueden no ser "sólidos" o estar sujetos a distorsiones. Pero

el punto de vista moderno ni siquiera se ve mellado, porque aún es necesario ver lo que sucede con la inversión y el ahorro privados por separado y directamente, y buscar distorsiones o señales de que las decisiones se han tomado irracionalmente.

En segundo lugar, si existen efectos de contagio por el riesgo del país, la deuda *del país* (posiblemente en relación con el PIB, o en relación con las exportaciones) pasa a ser relevante, y no sólo las deudas de los agentes por separado. En este caso sí debe darse seguimiento a la trayectoria observada y esperada del déficit en cuenta corriente. Pero esta consideración sólo adquiere importancia una vez que las proporciones de deuda son relativamente elevadas; podríamos conjeturar que no es de importancia para Estados Unidos o el Reino Unido, pero podría serlo ahora para Australia.

En tercer lugar, existe la preocupación sobre la estabilidad del tipo de cambio real. En este caso lo que importa, por supuesto, es el tipo de cambio real y no la cuenta corriente, pero ambos están estrechamente relacionados. La pregunta en realidad es si se debe poner tanto énfasis en la estabilidad del tipo de cambio real como se hace en la literatura. Ciertamente se tiene que sopesar contra otros objetivos, en especial con que el ahorro y la inversión, privados y públicos, se acerquen lo más posible a su óptimo. ¿Será realmente sensato renunciar a un auge de la inversión porque acarrea inestabilidad en el tipo de cambio real?

En cuarto lugar, existe el argumento, común en Estados Unidos, de que el déficit en cuenta corriente genera presiones proteccionistas que se vuelven efectivas y generan pérdidas en la economía. Ésta es, esencialmente, una cuestión empírica donde la evidencia parece algo ambigua. Pero este argumento tal vez podría justificar acciones de política —esencialmente segundas mejores opciones de política—, diseñadas bajo ciertas circunstancias con el fin de reducir el déficit por debajo del nivel que tendría de otra manera. El eslabón más débil de la cadena en esta argumentación es que presupone una falta de simetría.

En quinto lugar está la preocupación por la propiedad extranjera. Incluso si se acepta esta preocupación (y dudo en hacerlo), el punto de vista moderno no se ve afectado en absoluto en este caso, pues la relación entre la cuenta corriente y el incremento del control extranjero es bastante indirecta; los impuestos dirigidos específicamente a este punto serían la mejor opción.

Finalmente, el ahorro nacional puede tener un nivel menor al óptimo cuando existe un déficit fiscal financiado con endeudamiento,

porque los agentes privados no realizan una compensación completa mediante el incremento de su propio ahorro. Las evidencias empíricas sugieren que es improbable que actúen como perceptivos optimizadores a la Barro. Pero esta consideración no afecta al punto de vista moderno; de hecho, lo apoya en su totalidad, pues significa que la fuente del problema es específicamente el déficit presupuestal. Como lo subraya el enfoque moderno, el déficit presupuestal es el factor determinante del balance de la cuenta corriente, que debe ser vigilado de cerca para detectar si existe un problema de política económica.

Referencias bibliográficas

Fe de erratas: Por un lamentable error, omitimos del presente artículo la bibliografía correspondiente. Por tanto, la incorporamos sin foliación en la presente hoja.

- Artis, Michael y Tamim Bayoumi (1990), "Saving, Investment, Financial Integration, and the Balance of Payments", *Staff Studies for the World Economic Outlook*, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- Barro, Robert J. (1989), "The Ricardian Approach to Budget Deficits", *Journal of Economic Perspectives*, Nashville, Tennessee, vol. 3, primavera, pp. 37-54.
- Bayoumi, Tamim (1990), "Saving-Investment Correlations: Immobile Capital, Government Policy, or Endogenous Behavior?", *Staff Papers*, Washington, Fondo Monetario Internacional, vol. 37, junio, pp. 360-387.
- Bruce, Neil y Douglas D. Purvis (1985), "The Specification and Influence of Goods and Factor Markets in Open-Economy Macroeconomic Models", en Ronald W. Jones y Peter B. Kenen (eds.), *Handbook of International Economics*, Ámsterdam, North-Holland, vol. II.
- Congdon, Tim (1982), "A New Approach to the Balance of Payments", *Lloyds Bank Review*, Londres, núm. 146, octubre, pp. 1-14.
- Cooper, Richard N. (1981), "Comments on Sachs", *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, The Brookings Institution, núm. 1, pp. 269-273.
- Corbo, Vittorio (1985), "Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile During 1974-84", *World Development*, Oxford, vol. 13, agosto, pp. 893-916.
- Corden, W. Max (1974), *Trade Policy and Economic Welfare*, Oxford, Clarendon Press.
- (1985), *Inflation, Exchange Rates and the World Economy*, 1a. ed., Chicago, University of Chicago Press, y Oxford, Oxford University Press, 1977; 3a. ed., Oxford, Clarendon Press.
- (1990), "Trade Policy and the Current Account", en Charles S. Pearson y James Riedel (eds.), *The Direction of Trade Policy*, Cambridge, Massachusetts, Basil Blackwell.
- Feldstein, Martin y Charles Horioka (1980), "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economic Journal*, Londres, vol. 90, junio, pp. 314-329.
- Fondo Monetario Internacional (1990), *World Economic Outlook, May 1990*, Washington.
- Frenkel, Jacob A. y Assaf Razin (1987), *Fiscal Policies and the World Economy*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press.
- Gramlich, Edward (1989), "Budget Deficits and National Saving: Are Politi-

- cians Exogenous?", *Journal of Economic Perspectives*, Nashville, Tennessee, vol. 3, primavera, pp. 23-35.
- Kemp, Murray C. (1962), "The Benefits and Costs of Private Investment from Abroad: Comment", *Economic Record*, Sydney, vol. 38, marzo, pp. 108-110.
- Kenen, Peter B. (1988), *Managing Exchange Rates*, Londres y Nueva York, Routledge.
- Makin, John (1989), "International 'Imbalances': The Role of Exchange Rates", *The Amex Bank Review*, Londres, American Express Bank, Special Paper 17, noviembre.
- Marris, Stephen (1985), *Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk*, Washington, Institute for International Economics.
- McKinnon, Ronald I. (1978), "Exchange Rate Instability, Trade Imbalances, and Monetary Policies in Japan and the United States", en Peter Oppenheimer (ed.), *Issues in International Economics*, Londres, Oriel Press.
- Mellor, Patricio (1990), "Chile", en John Williamson (ed.), *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, Washington, Institute for International Economics.
- Obstfeld, Maurice, "International Finance", en John Eatwell et al. (eds.), *The New Palgrave*, Londres, Macmillan, vol. 2.
- Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (1989), *Economic Outlook*, París, diciembre.
- Pitchford, J.D. (1989), "Optimum Borrowing and the Current Account When There Are Fluctuations in Income", *Journal of International Economics*, Ámsterdam, vol. 26, mayo, pp. 345-358.
- (1990), *Australia's Foreign Debt: Myths and Realities*, Sydney, Allen & Unwin.
- Polak, Jacques J. (1989), "Comment", en Ralph C. Bryant et al. (eds.), *Macroeconomic Policies in an Interdependent World*, Washington, The Brookings Institution, Centre for Economic Policy Research y Fondo Monetario Internacional.
- Salop, Joanne y Erich Spittaller (1980), "Why Does the Current Account Matter?", *Staff Papers*, Washington, Fondo Monetario Internacional, vol. 27, marzo, pp. 101-134.
- Stockman, Alan C. (1988), "On the Roles of International Financial Markets and Their Relevance for Economic Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, Columbus, Ohio, vol. 20, agosto, pp. 531-549.
- Williamson, John (1985), *The Exchange Rate System*, 2a. ed., Washington, Institute of International Economics, Policy Analyses in International Economics, núm. 5.
- Yellen, Janet L. et al. (1989), "Symposium on the Budget Deficit", *The Journal of Economic Perspectives*, Nashville, Tennessee, vol. 3, primavera, pp. 17-93.

Un marco de análisis teórico para el "problema" de la cuenta corriente

Raúl Aníbal Feliz

Los años noventa son testigos de importantes cambios estructurales en la economía mexicana. El gobierno y el sector privado redefinen su papel en la economía y cambian radicalmente las reglas del juego económico.

El gobierno abandona años de intervención en los mecanismos de asignación de recursos, adopta una actitud de prudencia y responsabilidad fiscal, al mismo tiempo que los mercados internos se abren a los flujos globales de comercio e inversión.

El objetivo de este ensayo es desarrollar un modelo macroeconómico que permita evaluar los efectos probables de estos cambios en las decisiones de ahorro e inversión de los agentes del sector privado, la cuenta corriente y el tipo de cambio real.

En este modelo se supone una economía no monetaria, en donde las familias, el gobierno y las empresas, consumen, producen y acumulan dos tipos básicos de bienes: *no comerciables* y *comerciables*.

Los bienes no comerciables solamente se producen domésticamente.

El autor presentó una versión preliminar de este ensayo en la sexagésima segunda conferencia anual de la Southern Economic Association realizada en Washington, D.C., en noviembre de 1992 y en el Banco de la Reserva Federal de Dallas y El Colegio de México en junio del presente año. El autor agradece las críticas y sugerencias recibidas en esas presentaciones.

El autor agradece especialmente a Juan Navarrete su competente asistencia en la elaboración de este documento.