

# Déficit en cuenta corriente y devaluación

**EDUARDO SARMIENTO PALACIO**

Director del Centro de Estudios Económicos de la Escuela Colombiana de Ingeniería Julio Garavito.

eduardo.sarmiento@escuelaing.edu.co

## INTRODUCCIÓN

En mi último libro, *Distribución del ingreso con crecimiento es posible*, se sostiene que el déficit en cuenta corriente constituye uno de los temas no resueltos de la ciencia económica. Las recesiones de 2008 en Estados Unidos, de 2010 en Europa y ahora en América Latina se originan en incrementos de los déficits en cuenta corriente y de las políticas para enfrentarlos. Se da por hecho que el déficit genera una devaluación que lo corrige o puede subsanarse con la entrada de capitales. La realidad es distinta. El déficit en cuenta corriente ocasiona una severa deficiencia de demanda efectiva que interfiere en el funcionamiento regular del sistema y, en particular, en las políticas fiscales y monetarias austeras.

En la ortodoxia de libre mercado se considera que el déficit en cuenta corriente es un no problema. Así, las economías operan en un estado de equilibrio en que el déficit en cuenta corriente no tiene ningún efecto sobre la actividad real. Por ejemplo, en el modelo IS-LM-FF<sup>2</sup> el aumento del déficit en cuenta corriente produce una reducción de la tasa de interés que propicia la devaluación que de inmediato lo corrige. En términos simples, las economías que operan con tasas de cambio flotantes son inmunes a los efectos del déficit en cuenta corriente.

El análisis anterior supone que las economías operan permanentemente en equilibrio. El déficit en cuenta corriente es un estado de equilibrio y, como tal, su alteración da lugar a movimientos del tipo de cambio

que lo retornan a la posición inicial. Se equivocan en materia grave. El déficit en cuenta corriente es un estado de desequilibrio ocasionado por un exceso de demanda de bienes transables con respecto a la oferta. En tales condiciones, la reducción de los ingresos originados por una caída del precio externo produce una contracción de la demanda porque los agentes económicos reciben menos ingresos. La ley de Say no se cumple. Al mismo tiempo, ocasiona una escasez de divisas que provoca la elevación del tipo de cambio. Pero esta devaluación no afecta significativamente las exportaciones cuando están dominadas por las *commodities* y la producción tiene un alto contenido importado. Es posible que el déficit en cuenta corriente persista y ocasione una deficiencia

---

**El déficit en cuenta corriente es un estado de desequilibrio ocasionado por un exceso de demanda de bienes transables con respecto a la oferta. En tales condiciones, la reducción de los ingresos originados por una caída del precio externo ocasiona una contracción de la demanda porque los agentes económicos reciben menos ingresos.**

---

estructural de la demanda. Se configuraría un círculo vicioso de devaluación, déficit en cuenta corriente y caída creciente de la actividad productiva.

En cierta forma, por la vía de los hechos se confirma que el déficit en cuenta corriente no es neutral y no corresponde a una solución de equilibrio. Es precisamente lo que señala el análisis global. El déficit en cuenta corriente corresponde a un estado de exceso de demanda de bienes transables sobre la oferta que implica el incumplimiento de la solución de equilibrio general en que todas las ofertas y demandas se igualan. En consecuencia, la ley de Say no se cumple. De acuerdo con la ley de Walras, que es una simple tautología, a menos que se presente un exceso de oferta de bienes no transables, o de otra naturaleza, el déficit en cuenta corriente no puede persistir. La economía quedaría expuesta a una fuerte contracción que se corregiría por la vía de la reducción de la producción.

## DESEQUILIBRIO MONETARIO

El aporte teórico de más alcance de Keynes está en la invalidez de la ley de Say y el equilibrio monetario. Los dos conceptos están íntimamente relacionados. La ley de Say sólo se cumple cuando el mercado monetario está en equilibrio<sup>1</sup>. En una economía cerrada, el desequilibrio monetario es una condición suficiente para la invalidez de la ley de Say, o si se quiere, para que se presente exceso de oferta de bienes.

1. La ley de Walras, que es una tautología presupuestal, establece que la suma de ofertas y demanda de bienes y dinero es igual a cero. En términos matemáticos, es una identidad que siempre se cumple.

$$\sum_{i=1}^n (x_i^d - x_i^s) p_i + m^d - m^s \equiv 0$$

Donde  $x_i^d$  demanda del bien  $i$ ,  $x_i^s$  oferta del bien  $i$ ,  $p_i$  precio del bien,  $m^d$  demanda de dinero,  $m^s$  oferta de dinero.

Si el mercado de dinero está en equilibrio  $m^d = m^s$ , entonces se cumple la ley de Say como identidad.

$$\sum_{i=1}^n (x_i^d - x_i^s) \equiv 0$$

En palabras, la suma de excesos de oferta siempre es igual a cero. La recesión y el desempleo no pueden persistir. La proposición es falsa cuando el mercado monetario está en desequilibrio:  $m^d > m^s$ .

En economías cerradas sin dinero, en todos los sectores de bienes las ofertas y demandas se igualan. La ley de Say se cumple y todos los mercados están en equilibrio. En cambio, en una economía con dinero y en desequilibrio, el exceso de demanda de dinero tiene que estar representado por un exceso de oferta de bienes. La ley de Say no se cumple. La economía entraría en una recesión indefinida.

La conformación de excesos de demanda de dinero ha sido la causa más repetida de las grandes recesiones. Sin duda, la recesión tanto de los años treinta como de 2008 fue el resultado de deficiencias de demanda efectiva ocasionada por excesos de ahorro sobre la inversión.

Aunque el resultado fue reconocido en los debates en que participaron Lange, Patinkin, Baumol y el mismo Keynes, no se incorporó de manera explícita en la teoría formal, y lo más grave, en las instituciones económicas. Sin ir muy lejos, los bancos centrales autónomos que surgieron en la era neoliberal se fundamentan en la hipótesis de que el mercado monetario opera en equilibrio y el dinero no tiene efectos reales, visión responsable en gran medida de la proliferación de las recesiones y crisis de balanza de pagos.

Lo cierto es que las condiciones del sistema varían notoriamente cuando se abre la posibilidad de que el mercado monetario opere en desequilibrio. Si la oferta de dinero es inferior a la demanda, de hecho debe existir algún mercado en que la oferta supere la demanda. Las condiciones de equilibrio general no se cumplirían y la ley de Say dejaría de ser válida.

El resultado tiene una sólida verificación empírica en el desempeño de las economías. Por lo general, se observa que las recesiones provienen de una severa restricción monetaria que adquiere la forma de contracción de los agregados monetarios con respecto a la tendencia y elevadas tasas de interés. Así mismo, las salidas se consiguen aumentando la cantidad de dinero, bien por conducto del crédito o del déficit fiscal financiado con emisión. En el fondo, se acepta que una razón de incumplimiento de la ley de Say es el desequilibrio monetario.

## DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE

La teoría del comercio internacional no se ha incorporado adecuadamente en los análisis de equilibrio general formulados por Arrow y Debreu. En el modelo

de equilibrio general se prueba que en condiciones ideales el sistema tiende a un estado en que las ofertas y demandas se igualan en todos los mercados. De allí se concluye que la ley de Say se cumple. El exceso de oferta de un mercado ocasionaría un exceso de demanda en los restantes que induciría cambios de precios hasta restablecer el equilibrio. La aparición de un exceso de oferta genera ajustes que lo eliminan y la ley de Say se cumple: la oferta genera su propia demanda.

El resultado sólo se presenta en una economía sin dinero, o en una economía donde la oferta y la demanda de dinero se igualan automáticamente. En una economía con dinero, tal como se observa en la realidad, se abre la posibilidad de desequilibrio. En razón de que quienes crean la oferta y la demanda son distintos, lo más probable es que el equilibrio sea un caso excepcional. Es normal que la oferta y la demanda discrepen y que la diferencia se mantenga, como sería el caso de un déficit fiscal persistente.

El dinero no es la única causa del desequilibrio. También puede provenir de un déficit en cuenta corriente que corresponde a un estado en que la demanda de bienes transables supera la oferta. La solución de equilibrio general de Arrow y Debreu y de la ley de Say no se cumple. Por la ley de Walras, el exceso de demanda de bienes transables debe tener como contraparte un exceso de oferta en algún otro mercado. Este mercado no puede ser el de bienes no transables, que por definición está en equilibrio; la oferta iguala la demanda. Por exclusión de materia, el exceso de oferta debe estar en el mercado monetario. Ahora, si se tratara de una economía sin dinero, no habría exceso de oferta de dinero ni déficit en cuenta corriente. En tal sentido, la existencia y la persistencia de un déficit en cuenta corriente son pruebas de un estado de exceso de oferta sobre la demanda de dinero. Si este exceso no existe, la economía entraría en un proceso recesivo que terminaría desapareciendo el déficit en cuenta corriente. La presencia del Estado es indispensable para mantener la máxima producción y el empleo.

El gran desacuerdo con el déficit en cuenta corriente está en que se trata como un fenómeno de equilibrio aislado del conjunto de la economía. El aumento ocasionado por cualquier factor determina una devaluación o una entrada de capitales que lo corrige. Falso. Se trata de un estado de desequilibrio determinado por el fuerte vínculo con el dinero. La persistencia del déficit



en cuenta corriente está condicionada a un exceso de oferta sobre la demanda de dinero. Así, el aumento aislado del déficit ocasiona una fuerte contracción de la demanda que reduce la producción y el empleo, y luego de un proceso complejo, elimina el déficit en cuenta corriente y deja la economía operando por debajo de su capacidad. Las cosas son distintas cuando el déficit en cuenta corriente está acompañado de un exceso de oferta de dinero con respecto a la demanda, como podría ocurrir con un déficit fiscal financiado con emisión. En tal circunstancia, se crearía un marco expansivo que facilitaría los ajustes de los precios relativos. Tanto en un sistema de libre cambio como en un sistema regulado la devaluación generaría los movimientos de la inflación y el salario real que propiciarían el incremento de las exportaciones y de la sustitución de importaciones, sin afectar la producción y el empleo. El ajuste se realizaría sin alterar la actividad real.

Lo anterior plantea interrogantes sobre el tipo de cambio flotante que realiza el ajuste sin afectar la cantidad de dinero. El aumento del déficit en cuenta corriente ocasiona una devaluación que tiene lugar dentro de un marco contractivo que impide la elevación de la inflación y la baja del salario real. Las empresas industriales, que en su mayoría importan el doble de lo que exportan, tendrían una reducción de utilidades que les impediría bajar los precios de las exportaciones para competir en los mercados externos. Es más, en algunos casos no dispondrían de las divisas para movilizar las exportaciones. Al final, la devaluación reduciría la producción destinada al mercado interno y no permitiría

## En cierta forma se confirma que el déficit en cuenta corriente corresponde a un estado de desequilibrio que se trata como si fuera de equilibrio.

ampliar las exportaciones. Bien puede ocurrir que la devaluación reduzca las exportaciones.

El problema no resuelto del déficit en cuenta corriente se encuentra en sus efectos contractivos sobre el mercado de bienes y el mercado de divisas. Por un lado, produce una escasez de divisas porque los ingresos de moneda extranjera son mayores que los egresos; por otro lado, determina una contracción de demanda porque los ingresos por exportaciones disminuyen más que las importaciones. En un mercado cambiario libre la escasez de divisas ocasiona la devaluación del tipo de cambio, al tiempo que el marco contractivo no permite trasladar los mayores costos de los insumos ni reducir los precios de las exportaciones para competir en los mercados internacionales. Como se vio anteriormente, la devaluación no está en capacidad de incrementar las exportaciones y reducir las importaciones de manera apreciable.

En cierta forma, se confirma que el déficit en cuenta corriente corresponde a un estado de desequilibrio que se trata como si fuera de equilibrio. Se da por sentado que su presencia genera una devaluación que lo corrige o una entrada de capitales que los subsana. Su efecto sobre el salario real es de orden menor y tiende a corregirse por su propia cuenta. Se equivocan. El déficit en cuenta corriente es una típica situación de desequilibrio que contradice los postulados de equilibrio general. La economía queda expuesta a un exceso de demanda de bienes transables, y si no está acompañada de un exceso de oferta en otro sector, más concretamente en el monetario, la producción y el empleo se derrumban. Tan sólo cuando el salario baja el déficit en cuenta corriente desaparece y la economía se estabiliza por debajo de sus posibilidades reales.

En este punto se puede concretar la incidencia de un choque externo que aumenta el déficit en cuenta corriente, por ejemplo, una caída en el precio de las

exportaciones. De inmediato se presenta una contracción de demanda efectiva, provocada por el aumento de importaciones con respecto a las exportaciones. Al mismo tiempo, se produce una escasez de divisas que devalúa el tipo de cambio. Si esta devaluación aumenta las exportaciones con respecto a las importaciones, se contrarrestaría el incremento del déficit, lo mismo que su efecto sobre la actividad productiva: el sistema volvería a la posición inicial. La economía sería inmune a las alteraciones externas. Pero si la respuesta de las exportaciones a la tasa de cambio es de menor orden, el déficit en cuenta corriente persistiría. El proceso tendería a agravarse. El tipo de cambio continuaría devaluándose y la caída de la actividad productiva se acentuaría. La economía se dirigiría a un colapso que tarde o temprano obligaría a una intervención drástica en el mercado cambiario.

La intervención en el mercado cambiario no puede hacerse de cualquier manera. La medida ocasionaría una cuantiosa salida de capitales de las reservas internacionales y una contracción monetaria que puede disparar las tasas de interés y conducir a una severa recesión. De hecho, se plantea seguir una política fiscal y monetaria expansiva y la adopción de un control de cambios que defina un régimen distinto tanto para las exportaciones industriales y agrícolas como para las importaciones. Más concretamente, habría que establecer un tipo de cambio mayor para las exportaciones industriales y agrícolas y uno menor para las exportaciones de *commodities* y las importaciones. De ese modo, los ingresos de divisas de las empresas que destinan menos del 40 % de la producción a las exportaciones incrementarían más que los costos de producción. Las empresas exportadoras aumentarían sus utilidades y estarían en capacidad de bajar los precios externos para aumentar la competitividad y colocar sus productos en los mercados internacionales, al tiempo que los productores orientados al mercado interno podrían trasladar los precios y sustituir las importaciones.

El resultado sería un aumento en las exportaciones y reducción progresiva del déficit en cuenta corriente. La devaluación dejaría de subir, incluso disminuiría, y la actividad productiva se recuperaría. La economía recuperaría progresivamente el comportamiento del pasado, con un perfil productivo dominado por la industria.

La incorporación del comercio internacional en la formulación de equilibrio general es, a todas luces,

insatisfactoria. En la formulación de Arrow y Debreu se encuentra que la competencia conduce a un estado en que las ofertas y demandas se igualan en todos los mercados. La ley de Say se cumple. El exceso de oferta en un mercado da lugar a fuerzas que lo retornan a la posición inicial. Los excesos de oferta no prosperan. El resultado es muy distinto cuando se introduce el dinero y se reconoce que su oferta y su demanda no se igualan, es decir, puede estar en desequilibrio.

Las condiciones son más complejas cuando se presenta un déficit en cuenta corriente. El sistema operaría con un exceso de demanda de bienes transables. Los requisitos de equilibrio general no se cumplirían. En algún otro sector se debe presentar un exceso de oferta. Y como la oferta de bienes no transables es igual a la demanda por su propia naturaleza, el sector no puede ser otro que el del dinero. Por exclusión de materia, el mercado monetario tendría que operar con exceso de oferta. De otra manera, el déficit en cuenta corriente ocasionaría una fuerte contracción de demanda, la actividad productiva se contraería y esto reduciría el déficit en cuenta corriente.

La aparición de un déficit en cuenta corriente significa una contracción de la demanda efectiva porque las importaciones aumentan más que las exportaciones. Así mismo, da lugar a una escasez de divisas. El mercado no está en capacidad de corregir los dos desajustes. En su lugar, se requiere la presencia del Estado para crear un exceso de oferta sobre la demanda de dinero que evite la contracción de demanda efectiva, así como una intervención en el mercado de divisas vendiendo dólares y calibrando la devaluación para evitar su disparo y propiciar ajustes que incrementen las exportaciones y sustituyan las importaciones. Es posible que las exportaciones aumenten con respecto a las importaciones, se reduzca el consumo interno y se sostengan la producción y el empleo.



## ENFERMEDAD HOLANDESA E INESTABILIDAD

En las visiones neoclásicas se considera que los países se especializan en las actividades de ventaja comparativa y adquieren los restantes en el exterior. Así, la baja de los precios de un producto exportable induce un aumento de las exportaciones de los otros productos de ventaja comparativa y la reducción de las importaciones. La igualdad entre las importaciones y exportaciones se recupera y el tipo de cambio se estabiliza. Los resultados son distintos cuando el consumo está representado en una alta proporción por los bienes no transables. En tal caso, el alza de los precios de las exportaciones da lugar a un incremento en los ingresos de divisas mayor que los egresos por concepto de importaciones. El tipo de cambio se revalúa y el déficit comercial de la industria aumenta sistemáticamente. Si se invierten las condiciones y los precios de los productos básicos caen, la reducción de los ingresos de divisas sería muy superior a la disminución de los egresos.

En los países plenos en recursos naturales se conforman estructuras industriales altamente deficitarias. En las épocas de altos precios de las *commodities*, los ingresos de divisas son superiores a los egresos. El tipo de cambio se revalúa, el consumo de bienes industriales se adquieren en el exterior abaratados y el déficit comercial de la industria se aumenta. Cuando el precio de las *commodities* desciende, el comportamiento se invierte. Los ingresos de divisas provenientes de las *commodities* disminuyen más que los egresos. Al déficit comercial de la industria se agrega una reducción de los ingresos de divisas de las *commodities* mayor que los egresos. Se configura una escasez de divisas que devalúa la moneda y presiona al alza los costos de producción de los bienes transables. Si éstos son trasladados en forma de mayores precios de los bienes finales y menores salarios reales, las exportaciones aumentarían y las importaciones descenderían. El déficit en cuenta corriente disminuiría, la escasez de divisas se moderaría, el tipo de cambio dejaría de devaluarse —e incluso podría revaluarse— y la economía se normalizaría. Las cosas son muy distintas dentro de un marco restrictivo que impide el alza de los precios de los bienes transables destinados al mercado interno y la baja del salario real. En este caso, los exportadores no podrían bajar los precios externos para aumentar la competitividad y los productores de materias primas nacionales no podrían subir los precios ni incrementar la producción. Bien puede ocurrir que



las exportaciones no aumenten y las importaciones no se sustituyan. El déficit en cuenta corriente no se reduciría y la devaluación continuaría indefinidamente, por lo que la economía quedaría al borde del colapso. La actividad productiva y el empleo disminuirían y el salario real terminaría descendiendo. El ajuste se haría por la vía de la recesión y el desempleo.

El efecto de la enfermedad holandesa se da tanto en las subidas como en las bajadas. En las épocas de alzas de los precios de las *commodities*, el aumento de ingreso de divisas es mayor que el aumento de ingresos por concepto de importaciones. Del mismo modo, en la fase de caída la reducción de los ingresos de divisas es mayor que la reducción de los ingresos de divisas por concepto de importaciones. Algo similar ocurre con la inversión extranjera, que tiende a aumentar en la época de revaluación para obtener los beneficios del mayor valor de la divisa y a disminuir en las devaluaciones. Así las cosas, el ciclo de divisas se amplía en los países ricos en recursos naturales por la presencia de bienes no transables. Los precios de los bienes industriales y agrícolas se sitúan muy por debajo de los internacionales en las épocas de vacas gordas y muy por encima en los de vacas flacas.

En la época de revaluación se generan grandes superávits de balanza de pagos en las *commodities* que son contrarrestados por grandes déficits en la industria y la agricultura, y viceversa en las épocas de devaluación. Así, la industria pasa de un régimen de déficit en cuenta corriente a superávits que requieren ajustes en los precios relativos, los cuales exceden con creces las posibi-

lidades de sustitución física. En la práctica, los sectores se ven desplazados masivamente por las importaciones en las épocas de altos precios de las *commodities* y están abocados a elevaciones de costos de producción por encima de los ingresos en las épocas de bajos precios.

El principal obstáculo es el ahorro. El cambio de una estructura industrial deficitaria a otra superavitaria no es un simple ajuste monetario. Se requiere pasar de un estado de bajo ahorro a otro de alto ahorro que no es viable fácilmente por la vía de los precios relativos y del mercado. De hecho, implica una baja de salarios que permita la ampliación de la reducción de las exportaciones y la baja de las importaciones.

La asimetría no puede ser más dramática. En la época de revaluación, los precios nacionales superan los internacionales y en las devaluación ocurre lo contrario. De hecho, están expuestos a ajustes de precios muy superiores a los que tienen lugar en la economía mundial. En particular, están condicionados a elevados salarios en las épocas de revaluación y bajos salarios en las épocas de devaluación, que generan grandes resistencias sociales.

## EXPERIENCIA COLOMBIANA RECIENTE

En cierta forma, se repite la historia. La constante de los últimos años ha sido la conformación de cuantiosos déficits en cuenta corriente ocasionados por la enfermedad holandesa y por la incapacidad de remediarla, o siquiera aliviarla. El proceso es la conformación de déficit en cuenta corriente por la revaluación en las épocas de altos precios por las *commodities* y por la caída de los precios. En 1999 se enfrentó con una política monetaria altamente contractiva que elevó las tasas de interés a 70 %, redujo el gasto público y subió los impuestos. El expediente provocó una caída sin precedentes de la producción y un disparo del desempleo que ocasionaron una baja del salario real que redujo el déficit en cuenta corriente. El ajuste de la balanza de pagos se realizó por la vía de la recesión y el desempleo. La historia se repite en 2015. Luego de la revaluación y los elevados precios de las *commodities* durante diez años, y la caída de los precios del petróleo en 2014, la economía se vio abocada a un déficit en cuenta corriente de 4 % del PIB que pasó a 7 % en seis meses, con visos de superar el 8 %. La economía experimentó una seria contracción de demanda efectiva que bajó el crecimiento econó-

mico de más de 5 % anual a 2 % en un plazo de un año. Al mismo tiempo, generó una enorme escasez de divisas que provocó el disparo de la devaluación y una disminución de las importaciones que limita el crecimiento del producto. Así, el ajuste de la balanza de pagos se hace por una fuerte restricción de divisas y una reducción forzada de las importaciones. El ajuste de la balanza se consigue mediante la caída de la producción y el empleo.

En fin, en ambas circunstancias el aumento del déficit en cuenta corriente no estuvo acompañado de un exceso de oferta sobre la demanda de dinero que contrarrestara sus efectos contractivos. En 1999, el ajuste se forzó por una severa contracción monetaria de tasas de interés del 70 % que sumió la economía en la mayor caída del producto y el empleo del siglo. En 2015, la falta de liquidez o de exceso de oferta sobre la demanda de dinero adquirió la forma de restricción de divisas que disparó el dólar y redujo las importaciones, que arrastraron consigo el crecimiento del producto y el empleo. En ambos casos, el ajuste se realizó a cambio de reducir la producción y el empleo.

Las cosas habrían sido distintas si el déficit en cuenta corriente hubiera estado acompañado por un exceso de oferta sobre la demanda de dinero, como habría sido un déficit fiscal similar al externo. La reducción del déficit de la balanza de pagos se habría logrado con un aumento de las exportaciones y la sustitución de importaciones, sin afectar la producción y el empleo. En su lugar, se produjo una reducción forzada de las importaciones que se llevó consigo la producción y el empleo.

## DEVALUACIÓN COMO FENÓMENO MONETARIO

El déficit en cuenta corriente se convirtió en villano. Luego de presentarse como un no problema, aparece como el principal factor de perturbación, inestabilidad y recesión de las economías desarrolladas y emergentes. Las devaluaciones han propinado serios golpes a las economías de Europa y América Latina por razones que no se han precisado. A Colombia le significó la peor recesión del siglo en 1999 y ahora, en 2015, una fuerte caída del crecimiento. La explicación es teórica. El déficit en cuenta corriente es la típica situación de desequilibrio que se trata como si fuera de equilibrio. En las teorías convencionales se considera que el déficit en

cuenta corriente da lugar a una devaluación que lo corrige sin afectar mayormente la actividad productiva. No es cierto. El déficit en cuenta corriente causa una fuerte contracción de la demanda efectiva y una escasez de divisas. El mercado no está en condiciones de conciliar las dos falencias, que en cierta forma son antagónicas; un instrumento de política no puede lograr dos propósitos que van en la dirección contraria. Se requiere una estrategia que contrarreste la contracción de demanda efectiva y garantice que el tipo de cambio induce las exportaciones y la sustitución de importaciones. No se ha advertido que la devaluación es un fenómeno monetario que no puede hacerse realidad sin la presencia activa del dinero. En esto se ha operado equivocadamente. En varias ocasiones se restringe la cantidad de liquidez y en otras, las divisas de moneda extranjera.

El drama del sistema de cambio flexible es que pretende hacer la devaluación dentro de un marco contractivo, que impide efectuar los ajustes de los precios relativos. En las descripciones más elementales se encuentra que la devaluación masiva sólo es efectiva cuando aumenta la cantidad de dinero, sube la inflación y se reduce el salario real. De otro modo, el expediente provoca la caída de la actividad económica y no genera los estímulos para aumentar las exportaciones y reducir las importaciones. El remedio resulta peor que la enfermedad: causa la caída de la actividad económica y no corrige el desbalance externo. Así lo confirman las experiencias de Europa y América Latina, en particular Grecia, Brasil y Colombia.

El error teórico está en desconocer que el déficit en cuenta corriente y la devaluación son fenómenos monetarios por excelencia que no pueden enfrentarse sin alguna actividad monetaria. La recesión de 1999 se causó por la fuerte contracción monetaria y la actual se genera por la restricción de divisas. La devaluación del tipo de cambio dentro de un marco de neutralidad monetaria es inocua. Es hora de que se entienda que la devaluación sólo reduce el déficit en cuenta corriente cuando eleva la inflación y baja el salario real.

El déficit en cuenta corriente tiene una gran similitud con el exceso de demanda de dinero que sirvió para demostrar la invalidez de la ley de Say, de acuerdo con la ley de Walras; este déficit puede provenir del mercado monetario o del mismo sector. En el primer caso sería un fenómeno monetario y en el segundo, de estructura productiva.

## AJUSTE

El ajuste de un déficit en cuenta corriente puede hacerse mediante un sistema de cambio flotante o fijo, o en otros términos, flotante intervenido. En el primer caso, el proceso se realiza por la escasez de divisas y la devaluación y en el segundo por la contracción monetaria y alza de tasas de interés.

Veamos el primer caso. El déficit ocasiona una escasez de divisas y una fuerte contracción de demanda efectiva. La economía queda expuesta a una devaluación creciente que no genera los ajustes de inflación y salario real que induzcan a las empresas a bajar los precios externos para aumentar las exportaciones. El déficit en cuenta corriente y la deficiencia de demanda persisten, lo mismo que la devaluación. El sistema entra en un estado de caída de la producción y el empleo y en algún momento reduce el salario nominal. El déficit en cuenta corriente se contrae y se normaliza el sistema a tasas de crecimiento inferiores a las posibilidades y elevados niveles de desempleo.

Veamos ahora el ajuste con tipo de cambio fijo, o mejor regulado. El aumento del déficit en cuenta corriente al significar la entrega de divisas de las reservas internacionales para mantener el tipo de cambio ocasiona una fuerte contracción monetaria que eleva la tasa de interés y acentúa el estado contractivo. La economía entra en un estado de recesión y elevación del desempleo que acaba reduciendo el salario real. Al igual que en el caso anterior, la economía se normaliza con bajas tasas de crecimiento y elevado desempleo.

Es claro que ambas modalidades generan fuerzas contractivas que precipitan la economía en recesión y desempleo: en un caso por el encarecimiento de los costos con respecto a los ingresos generales y en el otro por los altos cargos financieros. El ajuste de la balanza de pagos se realiza por la baja del salario propiciada por la recesión. En el fondo se confirma que el déficit en cuenta corriente es un estado de desequilibrio que se autodestruye por la vía de la recesión y el desempleo.

En fin, el ajuste del déficit en cuenta corriente puede hacerse dentro de un contexto de tasa de cambio flotante o fija. En el caso de la modalidad cambiaria flotante, el ajuste se realizaría mediante una cuantiosa devaluación que da lugar a ajustes de costos mayores que los ingresos. La economía queda expuesta a serias fuerzas contractivas que reducen el crecimiento y aumentan el desempleo. En el caso del cambio fijo, el ajuste ocasiona

---

## Los bancos centrales han buscado que la reducción del déficit en cuenta corriente y de la devaluación se haga dentro de marcos contractivos que no afecten la inflación.

---

una fuerte contracción monetaria que dispara la tasa de interés y causa serias tensiones recesivas. La economía queda expuesta a bajas tasas de crecimiento y elevación del desempleo que terminan reduciendo el salario y extirpando el déficit en cuenta corriente. La economía se normaliza a tasas de crecimiento por debajo de las posibilidades y elevando el desempleo.

El resultado se puede evitar con una intervención monetaria orientada a contrarrestar el desequilibrio con un exceso de oferta sobre la demanda de dinero. De esta manera, se impedirán la autodestrucción del déficit en cuenta corriente y la conformación de un marco contractivo. Ahora, la ampliación del déficit en cuenta corriente se cubre con la venta de divisas de las reservas internacionales.

El expediente ocasionaría una fuerte contracción monetaria y un alza en la tasa de interés que tendría que contrarrestarse con una política fiscal y monetaria laxa, es decir, una baja de la tasa de interés de referencia y la ampliación del déficit fiscal financiado con emisión. La economía operaría con un tipo de cambio regulado por la autoridad monetaria y un marco macroeconómico expansivo que permitiría trasladar los mayores costos de la devaluación a los usuarios y al salario. Las empresas quedarían en capacidad de reducir los precios externos y ampliar las exportaciones. Así las cosas, la devaluación se haría en forma gradual, sin crear mayores traumatismos en la producción y el empleo.

El desafío es regular el tipo de cambio para evitar tanto su desbordamiento como los efectos contractionistas de la intervención. La tarea se puede realizar estipulando en forma anticipada la magnitud del ajuste del tipo de cambio y vendiendo divisas para hacerlo efectivo. Adicionalmente, habría que bajar la tasa de interés de intervención y aumentar el déficit fiscal financiado con emisión. De esta manera, las empresas quedarían en condiciones de trasladar los mayores costos de los

insumos importados y bajar los precios externos de las exportaciones. Incluso el contexto podría flexibilizarse más, estableciendo un tipo de cambio distinto para las exportaciones de *commodities* y las importaciones.

## CONCLUSIONES

La devaluación puede clasificarse en expansiva y contractiva. En la primera, la inflación se eleva y el salario real baja, induciendo la expansión de las exportaciones y de la sustitución de importaciones. El déficit en cuenta corriente se reduce, sin afectar la producción y el empleo. En la segunda, los efectos de la devaluación sobre la inflación se evitan con un alza de la tasa de interés proveniente de la intervención en el mercado de divisas o de la elevación de la tasa de interés de referencia y la contracción de liquidez.

Tradicionalmente, la devaluación se realizaba dentro de marcos expansivos carburados por la amplitud monetaria que propiciaba los cambios en los precios relativos, en particular la elevación de la inflación y la baja del salario real. Por eso, una de las secuelas inevitables de la devaluación ha sido la inflación.

Las cosas cambiaron con el mantenimiento de los bancos centrales, que le dan prioridad a la inflación sobre cualquier otro objetivo. Los bancos centrales han buscado que la reducción del déficit en cuenta corriente y de la devaluación se haga dentro de marcos contractivos que no afecten la inflación. El procedimiento consiste en restringir la liquidez, el dinero, para impedir que la devaluación propicie los ajustes que les permiten a las empresas trasladar los mayores costos. La otra forma es dejar que la escasez de divisas encarezca y reduzca las importaciones a fin de contraer la producción. En ambos casos el tránsito se realiza por una caída de la producción que en algún momento deprime los salarios y extingue el déficit en cuenta corriente. El ajuste se efectúa por la vía de la recesión y puede tomar varios años por la resistencia de las remuneraciones a la baja.

En Colombia, los grandes déficits en cuenta corriente de 1999 y 2015 se explican por factores de oferta. El de 1999 por la apertura económica y la revaluación y el del 2015 por la revaluación y la caída de los precios del petróleo. Sin embargo, en ambos casos se trató como un problema monetario que se resuelve con contracción monetaria o limitación de divisas. El resultado ha sido

la caída de la producción y el empleo, al igual que el atraso del proceso de desarrollo.

La explicación económica es simple. La elasticidad de las actividades transables a la tasa de cambio es baja por el alto predominio de las *commodities* cuyos precios están fijados en dólares y por el elevado componente importado de las empresas industriales que representan los bienes con mayor posibilidad de colocarse en el exterior. De hecho, se requieren elevadas tasas de cambio para equilibrar la balanza de pagos, incluso en condiciones normales de precios de las *commodities*. De ninguna manera la tasa de cambio, y menos la flotante, constituye el instrumento más adecuado para propiciar el desarrollo industrial. La mejor opción es una política industrial basada en la protección escalonada y en un sistema cambiario regulado que le dé un tratamiento distinto a las exportaciones industriales y agrícolas y a las importaciones.

La relación entre el dinero y el déficit en cuenta corriente es un viejo debate no explícito entre monetaristas y estructuralistas. El déficit en cuenta corriente puede provenir del mercado monetario o del mismo sector. En el primer caso sería un fenómeno monetario que podría corregirse con austeridad monetaria y devaluación. En el segundo se trataría de un fenómeno de oferta productiva y solo se puede curar con cambios estructurales dentro de un marco de amplitud monetaria.

Difícilmente se pueden encontrar evidencias más contundentes del fracaso del libre comercio y del orden macroeconómico que le da prioridad excluyente a la inflación sobre cualquier otro objetivo y gira en torno a la modalidad cambiaria flotante y la austeridad fiscal y monetaria. La especialización en las actividades que el país está en mejores condiciones de elaborar, minería,



bienes agrícolas tropicales e industrias intensivas en mano de obra no calificada, carecen de demanda y dan lugar a déficits de balanza de pagos que se amplían en las épocas de bajos precios de las commodities. El déficit en cuenta corriente ocasiona devaluaciones monumentales que no afectan mayormente las exportaciones y las importaciones y resultan insuficientes para equilibrar la balanza de pagos. El expediente significa inestabilidad de balanza de pagos, resquebrajamiento de la industria y la agricultura y crecimiento de la producción y el empleo por debajo de las posibilidades. De hecho, se plantea un nuevo modelo que concilie las actividades que el país está en mejores condiciones de producir y disponen de demanda externa, a tiempo que les dé prioridad a la producción, el empleo y la estabilidad de la balanza de pagos sin que la inflación se salga de madre. Sus elementos centrales son la política industrial y agrícola, la elevación del ahorro, la regulación del tipo de cambio y la amplitud monetaria y fiscal.

## BIBLIOGRAFÍA

- Arrow, K. & Debreu, G. (1954). Existence of equilibrium for a competitive economics. *Econometrica*, 22.
- Baumol, W.J. (1960) Monetary and revalue theory. *Review of Economic Studies*.
- Becker, G.S. & Baumol, W.J. (1952). The classical monetary theory: the outcome of the discussion. *Economica*, vol. 19, N.º 76.
- Clower, R.W. (1965). "The Keynesian counterrevolution": A theoretical appraisal. En F.H. Hahn & F.P.R. Brechilig (eds.). *The Theory of interest rates*. Londres: Macmillan.
- Dornbusch, R. (1976). "Expectations and exchange rate dynamics" *Journal of political economy* (diciembre).
- Keynes, J.M. (1936). *The General theory of employment, interest and money*. Nueva York.
- Lange, O. (1942). *Say law: A restatement and criticism and O. Lange, studies in Mathematical Economics and Econometrics*. Chicago University of Chicago Press.
- Leijonhufvud, A. (1981). *Information and coordination. Essays in macroeconomic theory*. New York Oxford University Press.
- Mill, J. (1821). *Elements of political economy*. Londres.
- Mill, J.S., *Essays on some unsettled questions of political economy* (1844). Reprinted, Londres, 1948.
- Patinkin, D.P. (1965). *Money, interest, and prices*. Nueva York: Harper & Row, Publishers, New York.
- Ricardo, D. (1951-1952). *Works and correspondence*, 9 vols. P. Sraffa (ed). Cambridge.
- Sarmiento, E. (2002). *El modelo propio*. Bogotá: Grupo Editorial Norma - Editorial Escuela Colombiana de Ingeniería.
- Sarmiento, E. (2008). *Economía y globalización*. Bogotá: Grupo Editorial Norma.
- Sarmiento, E. (2014). *Distribución del ingreso con crecimiento es posible*. Editorial Escuela Colombiana de Ingeniería.
- Sarmiento, E. (julio-septiembre de 2015). Crecimiento desbalanceado y política industrial. *Revista de la Escuela Colombiana de Ingeniería*, N.º 199.
- Schumpeter, J.A. (1956). Money and the social products. *International Economic Papers*.