

ALGUNAS CONTRIBUCIONES HISTÓRICAS Y TEÓRICAS  
PARA COMPRENDER LAS ACTUALES CONTROVERSIAS  
SOBRE EL TIPO DE CAMBIO

Axel Kicillof y Cecilia Nahón

# ALGUNAS CONTRIBUCIONES HISTÓRICAS Y TEÓRICAS PARA COMPRENDER LAS ACTUALES CONTROVERSIAS SOBRE EL TIPO DE CAMBIO<sup>+</sup>

Axel Kicillof\* y Cecilia Nahon\*\*

## 1. Introducción

Es probable que el tipo de cambio pueda contarse entre los fenómenos más enigmáticos y controvertidos dentro de la teoría económica actual. Las "leyes" que intervienen en su determinación parecen colocarse en un terreno fangoso, incluso para la ortodoxia, habitualmente tan segura de sus propios dogmas. Es que ni siquiera las explicaciones convencionales logran atraer el entusiasmo de los economistas oficiales: la efectividad de la antigua y consagrada teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA), por caso, debió ser confinada a un indefinido largo plazo y las tibias adhesiones que consigue parecen provenir del "instinto" más que de la razón, tal como reconoce nada menos que K. Rogoff: "While few empirical literate economists take PPP as a short-term proposition, most instinctively believe in some variant of purchasing power parity as an anchor for long-run real rates" (1996: 647).

Mientras el **mainstream** persiste en la búsqueda de las esquivas leyes que gobiernan el movimiento cambiario, ya sea en el corto o en el largo plazo, algunos reconocidos representantes de la heterodoxia convirtieron a la ausencia de toda determinación profunda del tipo de cambio, en una preciada bandera: "Las tasas de cambio no son determinadas por los 'fundamentals' del mercado sino más bien por las expectativas y convenciones de los inversores que operan en los mercados a futuro con el cambio extranjero y los activos" (Eatwell & Taylor, 2005:70). Más aun, al tiempo que se lamentan por no tener las ideas del todo claras, los economistas, también **instintivamente**, se ven a menudo obligados a referirse a fenómenos como la sobrevaluación o subvaluación de las monedas nacionales sin ser capaces de explicitar cuál es el nivel de equilibrio, tendencial o, al menos, "esperable y adecuado" para el tipo de cambio corriente.

Pero: ¿cuáles son los factores que intervienen en la fijación del tipo de cambio? En una época como la actual, caracterizada por una densa integración de los mercados monetarios, financieros y de mercancías que avanza a pasos agigantados y en la que la flotación cambiaria se transformó prácticamente en una norma, este interrogante se convierte en una cuestión crucial tanto en lo que respecta a las explicaciones como al debate sobre política económica. No obstante, la falta de definiciones universalmente aceptadas sobre el tipo de cambio no debería provocar sorpresa. Por el contrario. No es exagerado decir que en la **cuestión cambiaria** confluyen, secretamente, algunos de los más complejos problemas de la teoría económica. Examinemos el asunto con más detalle.

A primera vista, el tipo de cambio se presenta como una mera relación cuantitativa: la cantidad de unidades de una moneda nacional que se obtiene a cambio de una unidad de moneda extranjera<sup>1</sup>. En

---

<sup>+</sup> Una versión anterior del presente Documento de Trabajo fue presentada en las Primeras Jornadas de Economía Política organizadas por la Universidad de General Sarmiento el 6 y 7 de diciembre de 2007.

\* Investigador del Centro de Estudios para el Desarrollo Argentino (CENDA), del CONICET y de la Universidad de Buenos Aires (UBA). Correo electrónico: akicillof@gmail.com.

\*\* Investigadora del Centro de Estudios para el Desarrollo Argentino (CENDA), del Área de Economía y Tecnología de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO) y de la Universidad Nacional de Quilmes (UNQ). Correo electrónico: cnahon@gmail.com.

<sup>1</sup> Para simplificar, expresamos al tipo de cambio como la cantidad de pesos que se obtienen a cambio de un dólar (simbólicamente, \$/US\$).

ese sentido, su expresión se asemeja a la de un simple precio relativo entre dos “bienes”. Pero ni bien se recuerda que esos “bienes” son en realidad unidades monetarias, se cae en la cuenta de que su determinación remite a la antiquísima controversia acerca del “valor del dinero” y, para peor, en este caso, el problema se ha duplicado, pues se trata de la relación entre el valor de dos unidades monetarias distintas. Como todo el mundo sabe, por otra parte, el dinero –fiduciario–, a diferencia de las mercancías comunes carece de un “valor propio o intrínseco” que provenga de sus propios efectos útiles o de sus costos de producción, sino que el dinero “vale” porque tiene un determinado poder adquisitivo sobre todos los bienes. De manera que el poder adquisitivo del dinero no es otra cosa que su capacidad de compra sobre los bienes en general, poder de compra que puede representarse por (la inversa) del nivel general de precios. Es así que el enigma del tipo de cambio nos conduce a la polémica de los precios; y pocos temas enfrentan a las diversas corrientes de la teoría económica con más fuerza que esta: la determinación de (el nivel general de) los precios.

En síntesis: en la controversia sobre el tipo de cambio se condensan las divergencias de opinión sobre la teoría del dinero, la teoría del precio y, a través de ellas, se cuelan en la discusión las distintas teorías acerca de la tasa de interés, el comercio internacional, el nivel de producción y ocupación **et hoc genus omnes**. En la variable “tipo de cambio”, pues, se anudan causalmente los precios, el empleo, la tasa de interés, etc. No puede esperarse que reine un acuerdo acerca del tipo de cambio mientras no lo haya en **todos** estos difíciles terrenos. Sin embargo, son las múltiples teorías del dinero (y de los precios en conjunto) las que parecen producir los más grandes entredichos. Puesto de otro modo: si hubiera un consenso acerca del modo en el que se fijan los precios de una mercancía y del conjunto de ellas dentro de un país y sobre la manera en que tal nivel general se manifiesta en el poder adquisitivo del dinero, no habría seguramente motivo alguno que impidiera el acuerdo a la hora de establecer los principios que gobiernan a los tipos de cambios. Pero no se necesita ser un especialista en la materia para saber que tal consenso es inexistente.

El artículo se encuentra organizado de la siguiente manera. En la **Primera Parte** se ensayará una clasificación un tanto inusual de las diversas teorías acerca del tipo de cambio; nos proponemos asociar a cada una de ellas con una determinada explicación teórica acerca de la naturaleza del dinero y, también, con un determinado momento histórico en el desarrollo del sistema capitalista. Iniciaremos el recorrido con una breve explicación de la cuestión cambiaria durante la época del patrón oro y avanzaremos históricamente desde allí hasta la consolidación del papel moneda inconvertible y, luego, hacia las consecuencias de la primacía de los mercados financieros internacionales de las últimas décadas. En la **Segunda Parte** se presentan de manera relativamente esquemática las principales explicaciones que dominan el debate actual acerca de la determinación del tipo de cambio. En el terreno de la ortodoxia se destacan la paridad del tipo de interés, la paridad del poder adquisitivo y algunos modelos de equilibrio general en los que el tipo de cambio se define endógenamente. En el campo heterodoxo conviven al menos dos explicaciones contrapuestas: la estructuralista y la marxista. En esta sección pasaremos revista a cada una de ellas. Por último, cerramos el artículo con una sucinta evaluación de conjunto.

## 2. De la historia del tipo de cambio al tipo de cambio en la historia

En esta sección se estudiará la relación entre las diversas teorías acerca de la naturaleza del dinero y las correspondientes teorías sobre el tipo de cambio. Para simplificar la exposición, en lugar de describir extensamente cada una de las teorías dinerarias se las ordenará según las funciones principales que desempeña el dinero. En primer lugar, se considerarán las dos funciones “clásicas” del dinero: medida de valor (o estándar de precios) y medio de cambio (Marshall, 1923: 16). Luego, una función adicional cuya paternidad se le atribuye modernamente –aun cuando su origen es mucho más antiguo– a la teoría keynesiana: depósito de valor (Keynes, 1939 [1936]: 168).<sup>2</sup>

### Medida de los valores

Tanto la teoría clásica como la neoclásica suelen recurrir a dos supuestos cuya función es la de facilitar la exposición de sus respectivas teorías de los precios. En primer lugar, se sostiene que el oro –o algún metal precioso– desempeña el papel de dinero y en segundo lugar, mediante otro supuesto se le atribuye al dinero metálico un valor fijo. Es así como procedió Ricardo en el primer capítulo de **Principios de economía política y tributación** (Ricardo, 1996 [1817]). El mismo camino siguió Marshall en sus **Principios de economía** (Marshall, 1948 [1890]). El dinero reúne entonces dos propiedades: al ser una mercancía más, posee un valor o precio (relativo) propio pero, además, a ese valor se lo coloca en un nivel fijo a través de un supuesto analítico. La suma de estas dos propiedades convierte al oro en el material perfecto para desempeñar la primera función del dinero, la de servir como **medida de valor**. En efecto, al ser el oro una mercancía como cualquier otra, existe siempre un precio relativo que lo relaciona con cada una de las restantes mercancías; pero, a la vez, como el valor del oro nunca se modifica durante el análisis, todo cambio en el precio relativo entre un bien y el oro indica una variación en el valor de la mercancía seleccionada.<sup>3</sup>

Esta explicación sobre el dinero puede hacerse compatible con tres de las principales vertientes en el plano de la teoría de los precios: la utilidad marginal, los costos (marginales) de producción y el “valor-trabajo”.<sup>4</sup> En efecto, la relación de precios entre una mercancía y el oro puede ser considerada igual al cociente de las utilidades marginales (relación de intercambio de Jevons), de los costos marginales (precio normal de Marshall) o bien de las cantidades de trabajo empleadas para producir a la mercancía en cuestión y al oro (Ricardo). Al suponer que el oro cuenta con una utilidad marginal constante o, alternativamente, con costos (marginales) constantes, el precio en dinero de cada bien, como se dijo, mide los cambios en el valor de cada una de las mercancías y no del dinero. En síntesis: el dinero funciona como medida del valor del resto de las mercancías por el hecho de que se le atribuye un valor propio fijo.

---

<sup>2</sup> En las citas de textos clásicos de la historia del pensamiento económico se consigna primero el año de la edición del texto de la cual se extrae la referencia y, entre corchetes, el año de publicación original.

<sup>3</sup> El **numerario** de Walras se ajusta también a la misma descripción: el numerario es un determinado bien cualquiera cuyo precio se supone fijo e igual a la unidad. El punto de partida de la teoría monetaria es que el dinero es en esencia una mercancía cuyo precio relativo está determinado por las leyes generales pero que por conveniencia se supone que permanece fijo. La microeconomía moderna forma parte de la misma tradición al emplear en su análisis del equilibrio parcial la misma definición del dinero, tal como sugirió originalmente Hicks (1974 [1939]: 30) y, por ejemplo, aplican también Mas-Collel, Whinston y Green equiparando al dinero con un “bien compuesto” de valor fijo (Mas-Collel et al., 1995: 316).

<sup>4</sup> La exposición de las diversas teorías de los precios se realiza aquí de una forma deliberadamente sencilla con el objetivo de hacer eje en las teorías del dinero.

En realidad, este dispositivo es sencillo: para que una mercancía a la que se considera dinero sirva como “medida del valor” de otras, es necesario que su propio valor permanezca constante. Esta fue precisamente la objeción que presentó Adam Smith ante los intentos de medir el valor de las mercancías empleando los metales preciosos. Decía Adam Smith: “El oro y la plata, como cualquier otro bien, cambian de valor; unas veces son más caros, y otras, más baratos [...] de la misma manera que una medida que estuviese siempre cambiando su longitud como el pie natural, el palmo o el brazo, no podría ser jamás una medida exacta de otras cosas, así una mercadería que varíe continuamente su propio valor, nunca podrá ser medida exacta del valor de otros artículos” (Smith, 1997 [1776]: 33). Ni Ricardo ni Marshall, por caso, pensaban que el oro y la plata cuentan con un valor propio e invariable, pero para convertirlo en dinero introducían esta condición a modo de “supuesto”. Dice Ricardo: “Para facilitar, pues, el objeto de la presente investigación, aunque reconozco plenamente que el dinero hecho con oro está sujeto a la mayor parte de las variaciones que sufren las demás cosas, lo supondré invariable, y, por ende, supondré también que todas las alteraciones en el precio fueron ocasionadas por alguna alteración en el valor del bien del que puedo estar hablando” (Ricardo, 1993 [1817]: 34). Marshall, por su parte, sigue igual camino: “[W]e may throughout this volume neglect possible changes in the general purchasing power of money. Thus the price of anything will be taken as representative of its exchange value relatively to things in general, or in other words as representative of its general purchasing power” (Marshall, 1948 [1890]: 62).

Esta teoría del dinero se difundió vigorosamente durante el prolongado período histórico (que abarcó prácticamente todo el siglo XIX) en que el papel del dinero fue desempeñado directamente por los metales preciosos —circulaban entonces monedas de oro y plata— o, en su defecto, por papel moneda convertible por oro. Es ésta, indudablemente, la teoría del dinero predominante durante la era del patrón oro.

¿Cómo puede traducirse esta explicación de los precios en general, es decir, del poder adquisitivo del dinero, al terreno de la teoría del comercio internacional y del tipo de cambio? Cuando circulan libremente las mercancías entre los distintos países (y, entre ellas, también el oro), los “tipos de cambio” no encierran ningún misterio. Examinemos el problema en una economía con dinero metálico. Para hacerlo, conviene comenzar por una extrema simplificación.

Supongamos en primer lugar, que los precios de todas las mercancías están expresados en términos de cantidades físicas de oro y que las diversas monedas se identifican por su peso en oro y no por sus nombres nacionales. Si en un determinado país algunas mercancías se encarecen, su precio en oro se elevará y, por tanto, el oro de los habitantes de dicho país fluirá hacia el exterior con el fin de comprar las mismas mercancías pero más baratas. A la larga, este encarecimiento llevará a que dichas mercancías dejen de producirse en el interior. Se arriba así a la siguiente conclusión: si el dinero tiene un valor intrínseco (como tiene el oro), la cantidad de oro en el país se ajusta siempre a las necesidades del comercio interior, en donde sirve para expresar el valor de todas las mercancías.<sup>5</sup> El libre comercio se encarga de que cada país oriente su producción según sus ventajas absolutas y el oro se acomoda a esta distribución de la actividad económica.

La explicación simplificada que acaba de darse (defendida, entre otros, con crudeza, por D. Hume y J. B. Say), no cambia para nada si en lugar de suponer que circulan monedas de oro que llevan por nombre su propio peso, el “nombre” de una cantidad determinada de oro es reemplazada por el de una moneda nacional metálica. Un sencillo ejemplo sirve para analizar el mecanismo: si en el país A

---

<sup>5</sup> Es cierto que el dinero entra y sale de un país para realizar las operaciones de compra-venta, con lo cual está funcionando como “medio de cambio”. Aquí se enfatiza la función de medida de valores porque hasta el momento esta segunda función está subordinada a la primera. Veremos más adelante que el cambio de foco produce importantes interrogantes teóricos. El oro que hay dentro de un país es el necesario para “expresar” el valor de todas las mercancías que se negocian.

veinte varas de lienzo cuestan dos onzas de oro y en el país B cuestan cuatro onzas de oro, todo el lienzo se comprará en el país A y el oro fluirá de B hacia A con ese propósito. Obviamente, el nombre que se le ponga a cada cantidad de oro en cada país no hace diferencia. Tampoco importa que para trasladarse de un país a otro y funcionar como dinero el oro deba fundirse y acuñarse nuevamente como moneda nacional, siempre y cuando, se suponga –tal como se hace ahora- que la acuñación es gratuita. Si una moneda que contiene una onza de oro se llama “libra” en el país A y en el país B se denomina “franco” a una moneda que contiene dos onzas de oro, el resultado será el mismo. La única diferencia es que cuando el oro sale de un país para expresar internamente el valor de las mercancías del otro debe cambiar de uniforme: las monedas de oro llamadas “francos” deberán fundirse, convertirse en lingotes, y luego amonedarse bajo la forma de libras.

Como se ve, en un sistema que opera bajo estas premisas –libre comercio, libre circulación de los metales, convertibilidad plena- el comercio y el tipo de cambio se rigen por leyes muy sencillas y sumamente familiares: las ventajas absolutas, la ley del precio único y la paridad –inmediata- del poder adquisitivo. Esto es así porque, en equilibrio, el oro tiene el mismo valor en todos los puntos del sistema, de manera que la relación de cambio entre cada mercancía y el oro, con independencia del nombre de la unidad monetaria, expresa su valor de manera única y contundente. Para decirlo en el lenguaje clásico, el oro-dinero es una medida invariable del valor. Las mercancías se producen allí donde es más “barato” hacerlo, lo cual se conoce universalmente por que se cambian por cantidades menores de dinero de valor fijo.

En una hipotética economía mundial de este tipo, el tipo de cambio es una cuestión de nombres: si, como dijimos, una onza de oro se llama “una libra” en el país A y “medio franco” en el país B, el tipo de cambio entre la libra y el franco será de 2 a 1.<sup>6</sup> Una onza de oro vale lo mismo (tiene igual poder adquisitivo) en todo el orbe, pero se llama de distinta manera en los distintos países.

## La teoría cuantitativa del dinero como explicación del desequilibrio

Sin modificar en nada la naturaleza profunda de la explicación, puede realizarse un hipotético ejercicio inverso al que se realizó antes: supóngase que en la órbita circulatoria del país A se multiplica **by decree** por cinco la cantidad de monedas de oro circulantes. Este es el ejemplo ofrecido por Hume en su célebre panfleto **On Trade**.

Again, suppose, that all the money of Great Britain were multiplied fivefold in a night, must not the contrary effect follow? Must not all labour and commodities rise to such an exorbitant height, that no neighboring nations could afford to buy from us; while their commodities, on the other hand, became comparatively so cheap, that, in spite of all the laws which could be formed, they would be run in upon us, and our money flow out; till we fall to a level with foreigners, and lose that great superiority of riches, which had laid us under such disadvantages? (Hume, 1985 [1756]).

Para explicar los efectos de esta abrupta sobreabundancia de oro dentro de un país, Hume aplica la vieja teoría de la oferta y la demanda. Más allá de su precio “normal” (ya sea que esté basado en la utilidad, los costos o el trabajo), la oferta se eleva súbitamente, con el resultado de que el precio circunstancial (de mercado o transitorio) del oro deberá caer por la abundancia de metal. Sin embargo, una caída del precio del oro implica un incremento equivalente en el precio de todas las mercancías que expresan su valor en el oro. Esta proposición es sumamente familiar, pues coincide con la llamada teoría cuantitativa del dinero según la cual los incrementos en la cantidad de dinero se traducen en incrementos proporcionales en los precios. Ahora bien, para Hume, este aumento súbito no tiene por

---

<sup>6</sup> De acuerdo a la forma de expresión elegida para el tipo de cambio, esto quiere decir que el tipo de cambio es igual a £2 / £1.

resultado un cambio permanente en el nivel general de precios, sino que produce una situación transitoria de desequilibrio, pues momentáneamente en el país A el oro será barato y las mercancías, caras. El flujo comercial se ocupará de reestablecer el equilibrio: el oro fluirá hacia el exterior hasta que se recobre el equilibrio. Ese equilibrio reestablece también la función del dinero (con valor intrínseco) como medida del valor del mundo de las mercancías. El argumento de Hume, como se ve, es contrario a la teoría cuantitativa, pues sostiene que el desequilibrio dejará lugar nuevamente al equilibrio.

Nótese también que cuando el dinero es transformado en una medida invariable del valor se cumple la llamada “ley del precio único” (LPU) a escala mundial: el oro “vale” lo mismo en todos los países y si alguna mercancía tiene en alguna nación un precio mayor, dejará de producirse y su demanda será abastecida a través del comercio internacional. Además, se cumple la denominada teoría de la paridad del poder adquisitivo del dinero (PPA): todos los bienes valen lo mismo en términos de oro y los tipos de cambio permiten igualar los precios nacionales y extranjeros cuando se los expresa en la misma moneda nacional. Las 20 varas de lienzo valen 2 onzas de oro en cualquier país pero en nombres nacionales esa cantidad de oro es equivalente a dos libras del país A y un franco del país B. La teoría de la paridad adquisitiva del dinero, aplicada a la libra, puede expresarse así: dos libras de oro compran 20 varas de lienzo ya sea en el país A o el país B, tienen, por tanto, el mismo poder adquisitivo, cualquiera sea la nación en la que dicho poder se ejerza. LPU y PPA son dos corolarios triviales de esta teoría del dinero.

Veamos ahora cómo funciona la relación entre el “valor del dinero” y la “cantidad de dinero”. Si el dinero es sólo una medida invariable del valor debido a que posee un valor intrínseco y fijo, es el valor del oro el que determina la cantidad necesaria de oro en cada órbita nacional. Esta posición puede llamarse, en realidad, “anti-cuantitativa”<sup>7</sup>. Es más, si se introduce el supuesto de que cada pieza de oro se emplea una determinada cantidad de veces a lo largo de un plazo de tiempo para realizar operaciones de compra venta (llamamos a ese valor “velocidad de circulación”), entonces se llega a que, como el valor total de las mercancías que circulan en cada país se supone dado, es el valor del oro el que determina la cantidad necesaria de oro para expresar la totalidad del valor y ese número dividido la velocidad de circulación de cada pieza da la cantidad total de dinero requerido para realizar todas las operaciones. En efecto: si el valor del oro se duplicara (porque cambia su utilidad, costo o cantidad de trabajo) y las 20 varas de lienzo pasaran a valer 1 onza de oro o, una libra en el país A, se necesitaría una cantidad menor de oro para comprar esa y todas las mercancías, pues el valor del oro sube mientras todos los precios en oro descienden. Ahora bien, si el valor del oro no cambia, pero se quintuplica su cantidad, transitoriamente, funcionará la llamada teoría cuantitativa del dinero, donde el fenómeno es exactamente el inverso: antes, el valor del oro determinaba su cantidad, ahora –dado también el volumen de transacciones- la cantidad de dinero es la que fija su valor pues mientras exista un exceso de oro su valor se reducirá y crecerán proporcionalmente todos los precios. Para Hume, como se mostró, esta situación es meramente transitoria: los canales del comercio internacional permitirán que drene el exceso de oro hasta que se recobre el equilibrio y la relación de cambio entre mercancías y oro vuelva a ser la del inicio.

## Cómo funciona la devaluación bajo el patrón oro

Como se mostró, si el dinero es una mercancía de valor fijo que funciona como medida invariable del valor, una determinada cantidad de oro servirá para comprar las mismas mercancías en cualquier país, y esto significa lo mismo que decir que el poder adquisitivo de una libra (o de un franco, o del oro) es el mismo en todo el globo. Sin embargo, la condición para que esto ocurra es que las mercancías y el metal fluyan libremente entre los países, por un lado, y que el valor del oro sea fijo e igual en todos los países. Esta relación se puede presentar mediante una serie de fórmulas tautológicas.

---

<sup>7</sup> Cfr. Levín (1995).

Si se representa con la variable TC al tipo de cambio definido como la cantidad de libras que se obtienen a cambio de un franco ( $\text{£}/\text{Fr}$ ), P al precio de las 20 varas de lienzo en el país A y P\* su precio en el país B, en tanto el precio en material oro es el mismo en ambos países, tendremos que, necesariamente, el tipo de cambio será también igual al cociente entre el precio en cada país de las 20 varas de lienzo expresado en libras.

$$TC = \text{£} / \text{Fr} = 2 \quad (1)$$

$$P = P^* \cdot TC \quad \Rightarrow \quad (2)$$

$$TC = P / P^* \quad (3)$$

Bajo estos supuestos, esta tautología hace que por definición se verifiquen la teoría de la paridad del poder adquisitivo y la ley del precio único, y que se conviertan en una forma de “explicar” pero también de “predecir” el valor que tomará el tipo de cambio de equilibrio, más allá de los arreglos provenientes de los cambios en la cantidad de dinero. En el ejemplo de Hume, el aumento de la masa monetaria lleva a un aumento de precios en el país A: al quintuplicarse la cantidad de metal en la órbita circulatoria del país A, las 20 varas de lienzo pasan a tener un precio de 10 libras, en lugar de las 2 originales. Sin embargo, el comercio se encargará de que el lienzo se compre en el país B, hasta que el oro salga del país A y recobre su volumen original, lo que a su vez hará que los precios retornen a la tasa inicial, es decir, el lienzo volverá a su precio de 2 libras. Pero habrá un lapso de tiempo durante el cual el oro tendrá un poder adquisitivo mayor en el país B que en el país A. Se trata de una apreciación real –transitoria- de la libra. Se produce un desbalance también transitorio entre el tipo de cambio (que sigue siendo de dos libras por franco) y la relación de precios.<sup>8</sup>

Entre los términos de la ecuación (3) durante el período de desequilibrio no habrá igualdad, ya que el tipo de cambio será menor que la relación de precios. La reinstauración de la ley del precio único devolverá las cosas a la normalidad. La teoría de la paridad del poder adquisitivo serviría de este modo para predecir la trayectoria del tipo de cambio.

También en este sistema sencillo hay lugar para que la autoridad monetaria, que aquí tiene como única función la acuñación de la moneda metálica, produzca una devaluación de la moneda nacional. La forma de hacerlo es sencilla: alcanza con modificar el contenido metálico de la moneda, conservando su nombre anterior. Si la moneda llamada libra en lugar de contener una onza de oro pasa a poseer media onza de oro, se habrá depreciado la libra. El efecto no es en modo alguno despreciable. En lo que respecta a la relación de cambio entre el oro y las mercancías no debe esperarse ningún cambio ya que, por ejemplo, veinte varas de lienzo aun se cambian por dos onzas de oro. Sin embargo, esas dos onzas de oro se llaman ahora “cuatro libras” y no “dos libras”, pues cada moneda de una libra tiene ahora la mitad del contenido metálico. La libra se ha depreciado. Es una genuina inflación monetaria, pues bajo el supuesto de que el oro tiene una relación de cambio (valor) fijo, la maniobra implica una duplicación de todos los precios en libras. El tipo de cambio, entendido como la cantidad de libras que se entregan a cambio de un franco habrá de reflejar también esta modificación: con un franco se obtienen ahora cuatro libras, no dos. Como se dijo, se devaluó la libra aunque no cambió el valor del oro ni de las mercancías sino únicamente el contenido de metal de cada moneda llamada una libra. Nuevamente, si los precios tardan en realizar su proceso de ajuste, el oro que se transforme en libras podrá comprar más mercancías que antes, pero se trata, claro está, de un fenómeno de transición, hasta que la ley del precio único y la paridad del poder adquisitivo recobren su fuerza.

La depreciación de la moneda nacional mediante la reducción de su contenido metálico tiene, no obstante, fuertes efectos distributivos. Todos los contratos nominales, fijos en términos de libras, no han cambiado. Es por eso que la depreciación de la moneda enriquece al deudor y empobrece al acreedor. El gobierno, por su parte, recauda así el llamado impuesto inflacionario, pues puede honrar

---

<sup>8</sup> Los tipos de cambio nominales estaban fijos y regulados por el contenido de oro de las monedas.

todos sus compromisos nominados en libras con exactamente la mitad del oro que el que antes necesitaba.

Es por eso que Adam Smith condenaba este habitual modo de proceder de las autoridades: “A mi modo de ver, en todos los países del mundo la avaricia e injusticia de los príncipes y Estados soberanos abusaron de la confianza de los súbditos, disminuyendo grandemente la cantidad real de metal que originariamente deberían contener la monedas” (Smith, 1997 [1776]: 29).

## Obstáculos de la paridad del poder adquisitivo y de la ley del precio único bajo el patrón oro

Así y todo, sin aplicar demasiada violencia sobre los sencillos supuestos de este ejercicio, la ley de la paridad del poder adquisitivo choca con algunas dificultades. Hasta aquí, la libra tiene igual poder adquisitivo en el país A y en el país B pues se dijo que en ambos países las 20 varas de lienzo se cambian por dos onzas de oro independientemente del cuño de las respectivas monedas. Para vulnerar el principio basta con suponer únicamente que existe algún costo involucrado en el traslado de las mercancías que se producen en un determinado país y no en el otro. Supóngase que el lienzo se fabrica en el país A y debe transportarse hasta el país B; en ese caso, se encontrarán diferencias en el poder adquisitivo de la libra. Si, por ejemplo, el flete de 20 varas de lienzo costara una onza de oro, esa mercancía, puesta en el país B, se cambiaría por tres onzas de oro o, lo que es lo mismo, tres libras, es decir, un precio en oro 50% mayor que en el país A. No hay un único precio y por tanto no se verifica tampoco la paridad del poder adquisitivo de la moneda. Y el comercio no asegura entonces la ley del precio único, sino que necesariamente la deja sin efecto. Veamos cómo repercute esta circunstancia sobre el tipo de cambio.

El hecho de que las 20 varas de lienzo cuesten el equivalente a dos onzas de oro en su país de origen y tres onzas de oro en el extranjero no afecta para nada el hecho de que en el país A se denomine “dos libras” a dos onzas de oro y en el país B se las denomine “un franco”. El tipo de cambio sigue siendo 2:1. Sin embargo, el tipo de cambio real, es decir, el poder adquisitivo relativo del oro en cada uno de los países se ha modificado. La aparición de costos de transporte impide afirmar que la ecuación (3) se cumplirá siempre como una igualdad. Otro tanto ocurre si el propio oro tiene costos de transporte, ya que si el oro se produce en el país B y se exporta al país A la relación entre el valor de las mercancías en A y el oro puesto en A será también distinta.

Por supuesto que a estas alteraciones pueden agregarse otras también obvias: todo impuesto aplicado sobre el comercio exterior modificará los valores internos de las mercancías y repercutirá sobre la ley del precio único. Es por eso que la ley de la paridad del poder adquisitivo tiene además de la versión absoluta de la ecuación (3) una versión relativa, que establece que las **variaciones** del tipo de cambio son las que tienden a igualarse a las variaciones de los precios relativos. Así, si no cambian los costos de transporte las variaciones deberán ser equivalentes. La perturbación introducida a través de los costos de transporte puede, por analogía, explicar el modo en el que los impuestos al comercio perturban la ley del precio único y la paridad del poder adquisitivo.

Así y todo, el inconveniente más grave que enfrenta la teoría de la paridad del poder adquisitivo y la ley del precio único, aun cuando circula el oro, se asocia con la presencia de ciertas mercancías que por razones diversas no pueden ser objeto del comercio internacional, los bienes “no-transables”. Los ejemplos obvios de este tipo de bienes son los artículos perecederos y los servicios locales. Cuando los bienes no comerciables tienen valores distintos en los distintos países (de utilidad, costo o trabajo), queda invalidada la ley del precio único y, por tanto, el oro (y la libra) tendrán un poder de compra distinto en relación a esos bienes según el país en el que se gaste. Una libra, por ejemplo, no tiene por qué comprar un pasaje de bus en el país B por el solo hecho de que así sea en el país A. Aun si una libra

(o una onza de oro) comprarán el doble de pasajes en el transporte local en el país B, ni las exportaciones ni el flujo del metal pueden contribuir a instaurar la ley del precio único, por definición.

La igualdad de la ecuación (3), que parecía estar garantizada, como mínimo en el equilibrio, presenta, pues, ese problema: si  $P$  y  $P^*$  representan los precios de canastas de bienes que contienen bienes no transables, dicha equiparación no está garantizada, exceptuando que la composición entre transables y no transables sea la misma en ambos países y, además, sus precios internos combinados sean (por azar) equivalentes en términos de oro. Podría decirse en cambio que sí se cumpliría la PPA relativa, es decir, referida a las variaciones, siempre y cuando la composición de la canasta y los precios de los artículos no comerciables del período inicial permanezcan constantes.

Todos estos inconvenientes y atenuantes, sin embargo, no parecen tener peso suficiente como para obstaculizar la “instintiva” inclinación por la LPU y la PPA, pues el oro, en última instancia, sea a largo plazo o en equilibrio, cuenta con un valor propio, inmovible, que funciona como centro gravitatorio, como patrón absoluto que permite medir y comparar los valores de todas las demás mercancías. El oro, ya sea en persona o representado por billetes estrictamente convertibles por oro en una proporción determinada prestó trascendentales servicios a la teoría del valor, a la teoría monetaria y, por consecuencia, a la teoría del tipo de cambio. Nada volverá a ser lo mismo a partir de la desaparición del dinero mercancía, cuya secuela fue un crónico dolor de cabeza para la teoría económica, una vez que fue privada de su principal punto de apoyo en lo que al dinero respecta.

## Medio de cambio o medio de circulación

La segunda función del dinero que hemos de considerar es la que desempeña como medio de circulación. Algo se ha dicho ya de ella. Aun en su apariencia inmediata, el dinero, además de servir como estándar de los precios (medida de los valores) se utiliza para realizar las transacciones del mundo mercantil. Más aún, en una economía monetaria, las operaciones de trueque son sólo una fantasía teórica pues todo intercambio debe atravesar por la intermediación del dinero: las mercancías no se intercambian directamente entre sí sino que primero deben venderse a cambio de dinero para luego convertirse en otra mercancía.

Prácticamente todas las corrientes económicas asociaron esta función del dinero estrechamente con la anterior. El tratamiento de este atributo del dinero suele realizarse mediante una explicación descriptiva o funcionalista, que apela a la conducta real del dinero, por un lado, y las necesidades prácticas del mercado, por el otro. En tanto el intercambio directo de bienes resulta poco conveniente cuando no directamente imposible debido a los inconvenientes ocasionados por la indivisibilidad de los bienes, por una parte, y por la poco probable correspondencia recíproca entre los deseos de sus poseedores, por el otro, el dinero-mercancía –divisible y unánimemente aceptado- es habitualmente presentado como un artificio eminentemente “técnico”, destinado principalmente a facilitar las operaciones propias del cambio generalizado. Es precisamente de este modo como, de manera precursora, Adam Smith se refiere a la necesidad de que el dinero desempeñe este papel:

One man, we shall suppose, has more of a certain commodity than he himself has occasion for, while another has less. The former consequently would be glad to dispose of, and the latter to purchase, a part of this superfluity. But if this latter should chance to have nothing that the former stands in need of, no exchange can be made between them. [...] No exchange can, in this case, be made between them. He cannot be their merchant, nor they his customers; and they are all of them thus mutually less serviceable to one another. In order to avoid the inconveniency of such situations, every prudent man in every period of society, after the first establishment of the division of labour, must naturally have endeavoured to manage his affairs in such a manner as to have at all times by him, besides the peculiar produce of his own

industry, a certain quantity of some one commodity or other, such as he imagined few people would be likely to refuse in exchange for the produce of their industry (Smith, 1997 [1776]: 127).

Aunque ciertamente la relación entre ambas funciones –medida del valor y medio de cambio– pocas veces es analizada en profundidad, lo cierto es que ambas se reúnen y refuerzan mutuamente en el cuerpo del dinero-mercancía, ya que no es en modo alguno extraordinario que se emplee como medio de cambio aquella mercancía que sirve como medida de los valores. Pese a esta confluencia, en la historia del pensamiento económico, no obstante, una cierta tensión caracterizó a la relación teórica entre ambas funciones, que se manifiesta de un modo peculiar y cuya explicación intentaremos develar: cuando se estudiaba el papel del dinero como medida de los valores solía dejarse de lado su examen en cuanto medio de cambio y viceversa. En efecto, como se mostró en la sección anterior, la tradición clásica y la neoclásica se abocaban a la exposición de sus respectivas teorías del valor y de la distribución valiéndose del dinero mercancía con valor propio y fijo, ignorando completamente –y explícitamente posponiendo el tratamiento– la función de medio de cambio. De este modo, el dinero-mercancía representado por el oro funcionaba como la medida invariable del valor que permitía registrar inequívocamente las variaciones de valor de las restantes mercancías. A lo largo de la exposición, el dinero tenía un valor propio o, lo que es lo mismo, un poder adquisitivo determinado por las leyes generales, es decir, por las mismas leyes que gobernaban los precios de todas las demás mercancías; había una única diferencia: en el caso del oro el valor se dejaba artificialmente fijo.

No obstante, tanto Ricardo como Walras y Marshall –principales exponentes de estas tradiciones– se veían forzados a considerar en una etapa posterior de la exposición las cuestiones vinculadas a la circulación real del dinero. Era en este punto donde hacía su aparición la teoría cuantitativa del dinero antes mencionada. Ahora bien, en el tramo del desarrollo expositivo dedicado a la teoría del valor, se suponía que tanto la demanda de oro como su oferta se comportaban de forma similar a la demanda y oferta de un producto cualquiera. Pero si se acepta que el dinero es el instrumento general de cambio, resulta que su demanda viene dada por la cantidad y el valor de la masa de mercancías que durante un determinado lapso de tiempo cambiarán de manos. Además de sus usos industriales y de consumo, el oro tiene una fuente adicional de demanda, y ésta no es precisamente despreciable. ¿Cómo se determina la cantidad de dinero necesaria para sostener el proceso circulatorio? ¿Tiene esta circunstancia consecuencias sobre el valor del oro? ¿Puede sostenerse la hipótesis del valor fijo para el dinero mercancía?

## Problemas teóricos

La tensión teórica se localiza en el hecho de que, en el caso en el que el dinero cuenta un valor propio, es la cantidad de metal que resulta necesaria para realizar las operaciones comerciales durante un lapso determinado de tiempo –dado el valor de esas transacciones– la que debe tomarse como la variable determinada, como la incógnita. Sin embargo, en los experimentos teóricos como el de Hume, en los que se convierte a la cantidad de dinero disponible en una magnitud variable y arbitraria (“se quintuplica por decreto”), los cambios en la cantidad de dinero se reflejan en cambios inversamente proporcionales en su propio valor o, lo que es lo mismo, en variaciones directamente proporcionales en el nivel general de precios. Ahora la cantidad de dinero es la variable dada y el valor del dinero la incógnita. El valor del dinero no es más que su poder adquisitivo que, a su vez, es la inversa del nivel general de precios. En esta segunda versión la cantidad de dinero establece el nivel general de precios, con lo que el dinero se inmiscuye dentro de la teoría del valor de una manera peculiar.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> Keynes, del que hablaremos extensamente más adelante, acusaba a la escuela clásica y a la neoclásica de haber establecido una separación tajante y por tanto equivocada entre la teoría del valor y la distribución, de un lado, y la teoría del dinero, del otro. Dice en la **Teoría General**: “So long as economists are concerned with what is called the Theory of Value, they have been accustomed to teach that prices are governed by the conditions of supply and

Así, según Ricardo, cuando el valor del dinero se toma como un dato, “[t]he quantity of money that can be employed in a country must depend on its value: if gold alone were employed for the circulation of commodities, a quantity would be required [...]” (Ricardo, 1996 [1817]: 352). La forma habitual de reconciliar ambas versiones sostenía que los cambios “exógenos” en la cantidad de dinero y, por consiguiente, en los precios, debían considerarse como meras perturbaciones, es decir, como resultados propios del desequilibrio (o del corto plazo). La ley que fija la cantidad de dinero según su propio valor se restablecería de manera automática a través de la salida o el ingreso de oro a la circulación, lo que a su vez produciría un retorno al equilibrio de los precios. El libre flujo de oro y, como contrapartida, de mercancías o, en otras palabras, el libre comercio, asegura la ley del precio único y la paridad del poder adquisitivo del oro, del dinero mercancía con valor fijo.

Más allá de las múltiples variantes que admitió esta teoría, existía en torno a ella un amplio acuerdo general. Sin embargo, las transformaciones en el sistema monetario mundial dieron por tierra con este consenso. Indudablemente, el ocaso del patrón oro fue un factor decisivo en el abandono de las teorías monetarias basadas en el dinero de valor propio o valor intrínseco. ¿Cuál fue la reacción teórica ante el derrumbe del sistema monetario mundial basado en dinero metálico? Recordemos que desde los tiempos de los mercantilistas se había evaluado la hipotética posibilidad de que la cantidad de piezas metálicas fuera multiplicada “por decreto”. A través del comercio internacional, al cabo de un intervalo de tiempo, el oro volvería a cambiarse según su valor, pero mientras tanto su precio se vería reducido por la sobre abundancia, y los precios de las mercancías crecerían. Pues bien, el derrumbe del patrón oro convirtió a esta circunstancia de excepción en norma.

La emisión de una cantidad arbitraria de billetes inconvertibles por parte de los estados nacionales fue la consecuencia necesaria de la interrupción primero y del desbarranco posterior y definitivo del patrón oro. Los episodios históricos que forzaron estas turbulencias a principios del siglo XX fueron la Primera Guerra Mundial y la crisis de la década de 1930. En ambos casos, el comercio internacional se resintió profundamente entorpeciendo el libre flujo de mercancías y metales, obstruyendo, claro está, el mecanismo de funcionamiento del patrón oro. De este modo, el oro de cuerpo entero dejó de ser amonedado y los billetes, antes convertibles por oro, cesaron de serlo. La regulación (científica) de la emisión se convirtió en una cuestión teórica de enorme importancia. Así, en ausencia del oro, las versiones de la teoría cuantitativa –que ocupara principalmente el lugar de una explicación del desequilibrio transitorio- se convirtieron en la nueva teoría monetaria destinada a explicar los estados de equilibrio.

Antes de anudar estas notas con la cuestión cambiaria, conviene recordar las expresiones más habituales de la teoría cuantitativa:  $MV=PT$  (versión de Fisher) y  $M=kY$  (versión de Cambridge), en donde  $M$  representa a la cantidad de dinero,  $P$  al nivel general de precios,  $T$  al volumen de transacciones,  $V$  a la velocidad de circulación y  $k$  a la velocidad-ingreso del dinero.<sup>10</sup> En síntesis, el punto de partida es ahora que el dinero no es más una mercancía sino que toma la forma únicamente de billetes de curso legal con escaso o ningún valor propio. Los viejos mecanismos que restauraban el

---

demand; and, in particular, changes in marginal cost and the elasticity of short-period supply have played a prominent part. But when they pass in volume II, or more often in a separate treatise, to the Theory of Money and Prices, we hear no more of these homely but intelligible concepts and move into a world where prices are governed by the quantity of money, by its income-velocity, by the velocity of circulation relatively to the volume of transactions, by hoarding, by forced saving, by inflation and deflation *et hoc genus omne*; and little or no attempt is made to relate these vaguer phrases to our former notion of the elasticities of supply and demand.” (Keynes, 2005[1936]: 292).

<sup>10</sup> Como reconoce Pigou: “I am not in any sense an "opponent" of the "quantity theory" or a hostile critic of Professor Fisher's lucid analysis. He has painted his picture on one plan, and I paint mine on another. But the pictures that we both paint are of the same thing, and the witness of the two, as to what that thing in essential is, substantially agrees.” (Pigou, 1917: 39).

equilibrio, lisa y llanamente, dejan de existir: mientras el oro tendía a tener un valor igual en todos los países, los billetes no lo tienen; mientras el oro sobrante salía de la circulación, los billetes nacionales carecen de poder de compra fuera de las fronteras del país emisor. El fin del patrón oro sacudió a la teoría económica, ensanchando la fisura teórica de separación entre la teoría del valor y la teoría monetaria. Esto implicó, a su vez, que la teoría cuantitativa se consolidara como la explicación predominante acerca de los determinantes del valor del dinero y, al mismo tiempo, del nivel de precios, lo que es lo mismo que decir que la función primordial que se le reconoce al dinero dentro de la teoría es la de ser un medio de cambio, destinado simplemente a hacer circular a las mercancías. Claro que si el valor del dinero depende de la cantidad y ésta de la caprichosa voluntad de las autoridades, la capacidad del dinero para funcionar como una medida invariable de los valores se ve claramente resentida, con perjuicios claros para la exposición usual de la teoría del valor. No obstante, no parece fácil someter a los billetes inconvertibles a las exigencias teóricas del dinero mercancía con valor propio. No obstante, la teoría cuantitativa parece ser el único puerto seguro a partir del cual puede aventurarse mar adentro la teoría monetaria.

El valor del papel moneda inconvertible, como sostiene Ricardo, se regula exclusivamente por su cantidad, lo que invierte las leyes de la determinación en relación a la circulación metálica: “It is on this principle that paper money circulates: the whole charge for paper money may be considered as seignorage. Though it has no intrinsic value, yet, by limiting its quantity, its value in exchange is as great as an equal denomination of coin, or of bullion in that coin.” (Ricardo, 1996 [1817]: 353).

Más allá de estas diferencias, cuyas consecuencias seguiremos analizando, conviene decir una palabra o dos acerca de la compartida noción del dinero que se desprende tanto de la versión centrada en el dinero mercancía como en la que se desliza hacia los billetes sin valor. Una y otra se inclinan por una representación del dinero que lo convierte en un mero “instrumento” en última instancia inocuo para el sistema económico (en el fraseo moderno: el dinero es “neutral”). Casi nada hay que agregar en lo que refiere al dinero tomado como una mercancía que sirve como medida de los valores. El dinero no tiene ninguna particularidad porque, en esencia, es una mercancía más y su valor está regulado por los mismos principios que gobiernan los valores de las restantes mercancías. La única particularidad que tiene es la de haber sido elegida –por el teórico– para medir el valor del resto de sus compañeras y, también por conveniencia analítica, la de contar con un valor fijo.<sup>11</sup> Es en realidad la representación de una economía de trueque, sólo que la mercancía dinero se utiliza para expresar los precios relativos como precios absolutos. Cuando, en el polo opuesto, el dinero es tomado únicamente como un medio de circulación, su presencia se convierte en algo, si es posible, todavía menos sustantivo. El dinero ya no es una mercancía, ya no tiene valor propio, no es útil, su costo de producción es despreciable, nadie desea al dinero por sí mismo. Es un signo, un símbolo. Su existencia misma se vuelve etérea, inasible. Sobre esta base, los teóricos no se cansaron de afirmar que el dinero no es, en realidad, nada: es sólo un **medium**, un vehículo de poder de compra, un representante circunstancial y transitorio de atributos ajenos, pues son las mercancías las que valen mientras el dinero actúa como un simple representante o mandatario, llamado a desaparecer tan pronto como se cierra definitivamente la transacción. Aunque ya no parece existir el trueque directo, la efímera presencia del dinero no acarrea ninguna diferencia. El dinero se desvanece por completo; tal es la idea de J. B. Say, que luego, vía Ricardo, se contagia y expande por la teoría monetaria clásica y neoclásica.

¿Para qué desean ustedes dinero? –se pregunta Say y pregunta a los comerciantes que se quejaban de la falta de liquidez– ¿No es para adquirir las materias primas de vuestra industria o

---

<sup>11</sup> El caso de los **Elementos** de Walras es el que lleva este ejercicio más lejos. Llama numerario a una mercancía cualquiera cuyo valor es igual a la unidad. De modo contrario, el sistema de equilibrio general contaría con meros valores relativos. El numerario es un “ancla nominal” del sistema que al contar con un valor fijo y determinado convierte en absolutos a todos los precios relativos y convierte al sistema de ecuaciones en compatible determinado, según la categoría del álgebra (cfr. Walras, 1987 [1974]).

los comestibles para vuestra boca? [...] Pues bien, el dinero no es más que un vehículo del valor de los productos [...]. El dinero desempeña una función pasajera en este doble intercambio, y cuando se cierra una transacción se encontrará siempre que los productos fueron pagados con productos. (Say, 2002 [1803]: I.XV.4)

El eco de esta frase, “los productos siempre fueron pagados con productos”, resuena en todos los rincones de la teoría ortodoxa del dinero. La teoría cuantitativa es la exacerbación de esta concepción del dinero. Lo reduce a la mera función circulatoria y reafirma la absoluta independencia (indiferencia) entre la teoría del valor y la teoría del dinero: la determinación de la cantidad y del valor (relativo) de las mercancías así como la retribución relativa de las distintas clases, es decir, las leyes del valor y la distribución pueden formularse “como si” el dinero no existiese. El tratamiento por completo independiente de la teoría del dinero puede realizarse, por tanto, en una sección distinta y separada de la que corresponde a la teoría de la producción. En todo caso, los precios se elevarán o se reducirán equiproporcionalmente cuando se expande y contrae la oferta del dinero no metálico, de papel, un mero medio de cambio. Y la teoría cuantitativa se convirtió en la última palabra de la ortodoxia en cuanto al dinero y sus efectos en la economía.

## La teoría cuantitativa y los tipos de cambio

Aunque en nuestra exposición nos hemos referido ya a las más usuales teorías ortodoxas sobre el tipo de cambio, fue en realidad la caída del patrón oro la que puso en el centro de la escena a la teoría de la paridad del poder adquisitivo. De hecho, los célebres artículos de G. Cassel datan precisamente de la época de la Primera Guerra Mundial, cuando el comercio internacional se encontraba fuertemente resentido, el tráfico de metales preciosos interrumpido y, por consiguiente, todas las monedas nacionales se vieron obligadas a abandonar la convertibilidad por el oro.

Mientras el oro fluía libremente de un país a otro como contrapartida del comercio, el valor propio del oro era la norma que aseguraba la vigencia de la ley del precio único y de la paridad del poder adquisitivo. Aun cuando las divisas nacionales tuvieran nombres distintos y convencionales e incluso cuando algún desarreglo modificara su tasa de cambio por el oro y la cotización del oro en una moneda específica sufriera alguna variación, en tanto la libre convertibilidad estuviera asegurada, en el fondo, la cuestión cambiaria no resultaba tan misteriosa. Y esto se debía a que el oro tenía, como solía afirmar la literatura, un valor intrínseco que servía como punto de referencia y centro gravitatorio de todo el sistema cambiario. Al quedar las diferentes monedas libradas a su propia suerte, la determinación de los tipos de cambio “de equilibrio” pasó a representar un problema práctico y teórico cuya importancia es difícil de exagerar.

Al terminar la guerra, cuando la apasionada controversia acerca del regreso a la convertibilidad por el oro se encontraba recién comenzando, Cassel resumía su posición del siguiente modo:

According to the theory of international exchanges which I have tried to develop during the course of the war, the rate of exchange between two countries is primarily determined by the quotient between the internal purchasing power against goods of the money of each country. The general inflation which has taken place during the war has lowered this purchasing power in all countries, though in a very different degree, and the rates of exchanges should accordingly be expected to deviate from their old parity in proportion to the inflation of each country. At every moment the real parity between two countries is represented by this quotient between the purchasing power of the money in the one country and the other. I propose to call this parity "the purchasing power parity." (Cassel, 1918: 413)

El planteo es transparente: el oro actuaba como un punto fijo dentro de todo el sistema cambiario, sin el oro, la relación de cambio entre las distintas monedas nacionales debe ajustarse al

**propio movimiento del poder adquisitivo** de las propias monedas, lo que es lo mismo que decir que el tipo de cambio varía en proporción al cociente entre las tasas de inflación. Así y todo, la teoría de Cassel cuenta con un mecanismo de ajuste que opera a través de las relaciones comerciales. Aun sin el oro, cuando el comercio exterior permite adquirir a voluntad los productos del extranjero y el mercado cambiario no está sujeto a restricciones, puede esperarse que el valor relativo de las monedas se ajuste hasta alcanzar la paridad del poder adquisitivo. Si una libra del país A compra más mercancías en el país B que en el país A, debe esperarse que las libras sean cambiadas por francos para comprar productos en el extranjero y, de este modo, el franco tenderá a apreciarse y la libra a depreciarse hasta alcanzar el equilibrio. Este equilibrio es precisamente un equilibrio en su poder adquisitivo. Como señalaba Keynes ya en 1923, mucho antes de convertirse en el autor de su influyente y revolucionaria **Teoría General** y todavía fiel a la línea neoclásica de Marshall, la teoría de la paridad del poder adquisitivo se convirtió en la explicación de los tipos de cambio sólo en épocas de dinero inconvertible:

[C]uando las monedas del mundo estaban casi todas bajo un patrón oro, su valor relativo (es decir, los cambios) dependía de la cantidad real de oro representada por cada unidad de ella, con pequeños ajustes debidos al costo de transferir el metal de un sitio a otro. Una vez que esa medida común dejó de operar y que en su lugar tenemos diversos sistemas independientes de papel moneda inconvertible, ¿Qué es lo que determina el tipo al cual se intercambian las unidades monetarias de los distintos países? [...]. [M]ientras no tenga lugar una alteración permanente en las relaciones económicas básicas ente dos países, y siempre y cuando el poder de compra interno de la moneda se haya estabilizado en equilibrio en cada país de acuerdo con la política monetaria de las autoridades, entonces el tipo de cambio entre las dos monedas debe también estabilizarse para corresponder en el largo plazo a sus poderes de compra internos relativos. Con estos supuestos, el poder adquisitivo interno relativo ocupa el lugar de la antigua paridad del oro y suministra el punto en torno del cual en el corto plazo fluctúan los tipos de cambio. (Keynes, 1996 [1923]: 100 y 110)

Combinando esta explicación con la teoría de los precios fundada en la teoría cuantitativa, se obtiene una teoría de la paridad del poder adquisitivo “monetaria”. Como los precios internos varían en proporción a los cambios en la cantidad de dinero nacional en circulación, si el gobierno del país A decide acelerar la emisión hasta duplicar las libras a disposición del público, los precios de los productos en libras se duplicarán, y para recobrar la paridad del poder adquisitivo de la libra, ésta deberá depreciarse en relación al franco hasta que el tipo de cambio se reduzca a la mitad.

A esta explicación se le pueden plantear todas las objeciones antes señaladas, asociadas a los bienes no transables, a la velocidad del ajuste, a la existencia de barreras comerciales arancelarias y para arancelarias, etc. Pero además, sus cimientos se encuentran apoyados sobre la teoría cuantitativa como explicación única de los precios y, por tanto, en una teoría del dinero que lo reduce exclusivamente a la función de medio de cambio. Esta teoría del dinero y de los precios se encuentra lejos de haber conquistado la unanimidad entre los economistas.

## Las múltiples “teorías cuantitativas”

Así y todo, la teoría cuantitativa enfrenta algunos inconvenientes que produjeron no pocas controversias aun entre sus sostenedores. El mensaje primordial de esta proposición es que, **ceteris paribus**, un aumento en la cantidad de dinero inconvertible provoca un incremento proporcional en los precios de las mercancías, y nada más que eso. La razón es simplemente que el papel moneda debe su valor no a sus propias cualidades intrínsecas ni a su capacidad de relacionarse como valor con el resto de los productos, sino puramente a su función como medio de circulación, de manera que si la cantidad disponible de billetes desborda las necesidades de la circulación el resultado será, exclusivamente, una reducción del poder adquisitivo de cada billete -vale decir, un incremento general en el nivel de los

precios-. En símbolos, suponiendo que tanto la velocidad de circulación  $V$  o, alternativamente, la velocidad ingreso  $k$  como el volumen de las transacciones  $T$  permanecen constantes, los cambios en la cantidad de dinero  $M$  provocan una variación proporcional en el nivel general de precios  $P$  o en el ingreso monetario  $Y$ .<sup>12</sup> La investigación no se agota aquí; más aún, bien vista la cosa, el problema recién comienza en este punto. El interrogante que falta contestar es el siguiente: ¿Cuál es el mecanismo preciso que sirve como correa de transmisión entre el aumento del dinero circulante y el de los precios, dicho en símbolos, de qué modo la variación en  $M$  es la causa de la variación de  $P$ ?

Las variadas e irreconciliables respuestas para este interrogante han desembocado en décadas de controversias. Esquemáticamente, las propuestas más difundidas pueden acomodarse en dos grandes grupos, según pongan el foco en el mercado de bienes o en el mercado de crédito. La primera solución se limita a analizar el enfrentamiento entre las mercancías y la masa total de bienes producidos y dictamina que la variación de los precios ocurrirá de manera, por así decir, directa, debido a que se verifica un exceso de oferta de dinero en relación con la cantidad total de mercancías. En esta misma tradición se inscribe la solución (inversa, pero del mismo tipo) que asegura que con la oferta de mercancías fija, un incremento en la cantidad de dinero implica un aumento de la demanda de bienes que producirá un crecimiento de los precios. La segunda tradición introduce en la explicación una mediación más sofisticada, pues tiene en cuenta la presencia del crédito. En efecto: suelen ser los bancos los que “crean” o “inyectan” el dinero en el sistema a través de sus préstamos. Luego esos préstamos se traducen en compras de mercancías y, por tanto, elevan los precios, suponiendo que la oferta total de bienes se encuentre fija –lo que habitualmente se da por hecho. Aunque la aparición del engranaje del crédito que conecta al dinero con las mercancías no parece modificar demasiado el resultado final, en realidad, el panorama cambia ni bien se recuerda que toda alusión al crédito refiere implícitamente a la incómoda presencia de la tasa de interés.

Fuera de las versiones simplistas de la teoría cuantitativa, que parecen estar avaladas por las contribuciones fundacionales de Fisher (1911) y Pigou (1917), casi todas las referencias a la teoría cuantitativa contenían usualmente, de un modo u otro, alguna mención de la tasa de interés, que quedaba de este modo implicada en la teoría monetaria. No obstante, esta aparición resultaba siempre de algún modo incómoda ya que tanto la tradición clásica como la neoclásica carecían de instrumentos teóricos para evaluar los cambios ocurridos en la tasa de interés debidos a las condiciones del crédito “en dinero”, pues si en un punto coinciden ambas escuelas es en el hecho de tomar a la tasa de interés como un fenómeno fundamentalmente “real”. Esta distinción resulta de fundamental importancia. Si bien afirmar que la tasa de interés es un fenómeno real puede tener muchos significados, empleamos aquí esta expresión para referirnos a una proposición muy precisa: la tasa de interés es considerada como un equivalente de la ganancia del capitalista. Si bien el campo de las teorías de la tasa de interés se caracteriza también –y especialmente- por una enorme diversidad de enfoques, incluso dentro del campo de la escuela neoclásica, en términos muy esquemáticos las distintas posiciones tienen todas un núcleo común: la tasa de interés es la retribución del “factor de la producción” llamado capital que, en conjunto con el trabajo y la tierra, participan del proceso productivo y reciben por consiguiente una parte del producto (proporcional a su contribución, según la teoría de la productividad marginal y que agota el producto completamente, según el teorema de Euler).<sup>13</sup> Se inmiscuye así una nueva tensión teórica, pues o bien la tasa de interés depende de las condiciones del crédito o bien depende de la productividad del capital dentro de los procesos productivos. Pero no pueden darse ambas referencias a la vez.

---

<sup>12</sup> Si bien la versión Cambridge no distingue explícitamente las variaciones de los precios de las de las cantidades, ya que  $Y=PT$ , el eje está siempre situado en los cambios en los precios, ya que también supone que el nivel de actividad permanece invariable. La teoría cuantitativa era un instrumento diseñado para, y consagrado al, análisis de los cambios en los precios, no en el volumen de producción (y empleo).

<sup>13</sup> Es recomendable revisar las distintas explicaciones sobre la tasa de interés que conviven en la escuela neoclásica, para lo que **Capital e Interés** de Böhm Bawerk (1947 [1884]) resulta particularmente indicado.

En realidad, la tasa de interés se había mezclado con la teoría cuantitativa aun en tiempos del patrón oro. El llamado “decano de los banqueros centrales”, Walter Bagehot, ya en 1873 describía que para sostener el patrón oro “Cualquier entidad, sea uno o muchos bancos, y en cualquier país, que retenga la reserva bancaria nacional, debería, desde el momento en que se registre un tipo de cambio desfavorable, elevar en seguida la tasa de interés para evitar que sus reservas disminuyan aun más y poder rehacerlas mediante importaciones de metálico” (1968: 49). Dicho de otro modo, si el Banco de Inglaterra comenzaba a sentir una pérdida de reservas, debía actuar elevando la tasa de interés –de redescuentos. Así, la tasa de interés se involucra en la operación de la teoría cuantitativa.

El capital prestable, como cualquier otra mercancía, acude adonde mejor partido se saca de él. Los banqueros de Europa continental y de otros lugares envían instantáneamente hacia acá grandes sumas tan pronto como el tipo de interés muestra que puede hacerse ventajosamente. En tanto sea bueno el crédito inglés, un alza del valor del dinero en Lombard Street, provocada por alguna operación bancaria, atraerá el dinero hacia ese lugar. Y hay también una operación mercantil más lenta: la elevación de la tasa de descuento actúa inmediatamente en el comercio de este país. Los precios interiores descienden y, en consecuencia, disminuyen las importaciones, aumentan las exportaciones y, por tanto, hay más probabilidades de que venga a este país un saldo efectivo después de registrarse un alza superior a la tasa que prevalecía anteriormente (loc. cit.)

Para hacer justicia, debe reconocerse que también Ricardo y Marshall se habían referido a los movimientos de la tasa de interés en sus versiones sofisticadas de la teoría cuantitativa. La clave, no obstante, se encuentra en la primera oración del pasaje de Bagehot recién citado: al reconocer que el dinero es capaz de influir sobre la tasa de interés, el dinero deja, en verdad, de ser una simple “medida” o “vehículo” del valor ajeno para convertirse en “capital prestable”. Si en un comienzo la teoría económica pretendía considerar al dinero como una mercancía cualquiera con valor propio, enfatizando su función como medida del valor; si luego, acicateada por los acontecimientos históricos que dieron por tierra con el régimen monetario del patrón oro se había quedado prendada del dinero de papel sin valor, poniendo a la función de medio de circulación en el rol protagónico; ahora ese dinero sin poder de atracción propia, sin atributos especiales, en fin, neutro, soso, e inerte ante el mundo del cambio y la producción, debía ser tratado también como capital. Sea que se lo denomine capital prestable o simplemente “depósito o almacén” de valor, desde esta óptica el papel deslucido y secundario reservado para el dinero en la teoría económica se ve definitivamente sustituido por una imagen nueva y mucho más potente del dinero: si se acepta que es, o sirve, bien como capital o bien como un medio para conservar valor, debe aceptarse también que los individuos desearán tener dinero por lo que el dinero es “en sí” y no sólo como vehículo del poder adquisitivo ajeno (de las mercancías).

## Depósito de valor

El problema central que enfrenta la teoría del dinero puede formularse sintéticamente del siguiente modo: el dinero no es –únicamente- una mercancía cualquiera, pero tampoco es un simple trozo de papel de curso forzoso que actúa como circunstancial intermediario en el proceso de cambio, facilitándolo; el dinero es además **algo** deseable por sí mismo **en cuanto dinero**. Aparece así una tercera función que el dinero desempeña en la práctica: la de servir como “depósito” o “almacén” de valor. El dinero “vale” y es por eso que el público lo conserva, más allá de sus necesidades inmediatas para el cambio.

Pero ni bien se acepta que el dinero -aun los billetes sin valor intrínseco- puede utilizarse para resguardar el poder de compra a lo largo del tiempo, es decir, como “depósito de valor”, debe aceptarse también que un individuo o, más en general, el público, puede inclinarse por conservar su riqueza en forma de dinero antes que conservarla en forma de mercancías durables e incluso puede preferir el

“atesoramiento” en dinero a la adquisición de un equipo de capital que arroja un rendimiento. Pues bien, el simple hecho de aceptar que el dinero es deseable por sí mismo obliga a reconocer también que a cambio de la posesión del dinero puede pagarse una tasa de interés. En efecto, si los individuos desean hacerse de una determinada cantidad de dinero, estarán dispuestos a incurrir en un pago adicional al cabo de un período de tiempo, y ese pago no es otra cosa que la tasa de interés. De esta forma, la tasa de interés queda asociada al dinero y, por tanto, el dinero mismo, lejos de ser una simple mercancía o un mero signo que hace circular a las mercancías, comienza a asimilarse, nada más ni nada menos, que al capital. Porque hasta aquí, solo el capital arrojaba un rendimiento para su poseedor.

La idea de que el dinero viene a engrosar, empleando las palabras de Bagehot, un “fondo de préstamos”, estaba ya implícita en algunas versiones de la teoría cuantitativa. Sin ser conscientes de ello, quienes sostenían que los incrementos en la cantidad de dinero estimulan la demanda **a través del sistema de crédito**, no hacían más que aceptar que el dinero no funciona únicamente como medio de circulación sino también como instrumento de **crédito** y, al mismo tiempo, aunque más no sea de manera transitoria, el dinero se transforma en un factor capaz de modificar la tasa de interés. No obstante, si el dinero es equiparado al capital por su capacidad de arrojar interés, el concepto mismo de tasa de interés se vuelve problemático, pues la tasa de interés debe estar vinculada a dos elementos distintos: el dinero y el capital.

Se realizaron variados intentos encaminados a integrar en una explicación única esta doble dependencia de la tasa de interés. Mencionaremos aquí sólo a dos de ellos: las dos tasas de interés convergentes de K. Wicksell, y el divorcio entre la tasa de interés y la eficiencia marginal del capital de J. M. Keynes. En ambos casos se observa un alejamiento con respecto a las teorías del dinero que se concentran exclusivamente en la función de medio de circulación y que, por lo mismo, confían ciegamente en la teoría cuantitativa en su versión “directa”. Ambas también descubren que la tasa de interés está o bien condicionada o bien directamente determinada por las condiciones monetarias y no por el rendimiento del capital. Por último, veremos que esta perspectiva es la base para una modificación sustancial en la teoría acerca del tipo de cambio.

## Tasa de interés del dinero (crédito) y tasa de interés del capital

Al reconocer que las variaciones en la cantidad de dinero no afectan directamente a los precios sino que, en primer lugar, ejercen su influjo sobre la tasa de interés -pues la emisión se encuentra a cargo del sistema bancario que inyecta efectivo facilitando el crédito (**easy money**)-, la teoría económica convencional, tanto clásica como neoclásica, debía ofrecer alguna solución teórica que permitiera reconciliar esta determinación “monetaria” de la tasa de interés con su origen “real”, vinculado a la productividad física del “factor de producción” capital. Uno de los intentos precursores y más influyentes -aun en la actualidad- fue el que ideó el economista sueco K. Wicksell.

Wicksell sostenía que los cambios en la cantidad de dinero se producían siempre que los bancos modificaran la tasa de interés. Más precisamente, por medio de su llamado “proceso acumulativo” se propuso cuestionar a las versiones ingenuas de la teoría cuantitativa, ligando el movimiento de los precios con los cambios en la cantidad de dinero a través de las variaciones de la tasa de interés. Para conseguirlo, “dividió” al concepto de tasa de interés en dos categorías distintas: la tasa de interés **natural** y la tasa de interés de **préstamos**. La primera corresponde al rendimiento real del capital y la segunda a las condiciones del crédito. Mientras la tasa de interés natural (también llamada normal o real) viene dada por las condiciones técnicas y psicológicas, la tasa de préstamos puede alejarse, aunque solo transitoriamente, de ese valor. El mecanismo que empuja a la tasa de préstamos hacia su nivel normal involucra un cambio en los precios. El dispositivo es el siguiente: una reducción de la tasa de interés de los préstamos, ocasionada por los bancos “que ceden su dinero a préstamo a tipos de interés realmente más bajos que el normal” (Wicksell, 1947 [1911]: 357) desencadena un incremento de la demanda de bienes de consumo y, por lo mismo, un crecimiento de la demanda de bienes de inversión. El aumento de la demanda de consumo e inversión ocasionará un incremento en los precios.

No obstante, las desviaciones de la tasa de interés de préstamos con respecto a la natural tienden a eliminarse automáticamente: “When interest is low in proportion to the existing rate of profit, and if, as I take it, **the prices thereby rise**, then, of course, trade will require more sovereigns and bank-notes, and therefore the sums lent will **not** all come back to the bank, but part of them will remain in the boxes and purses of the public; in consequence, the bank reserves will melt away while the amount of their liabilities very likely has increased, which will force them to raise their rate of interest” (Wicksell, 1907: 215). El aumento de los precios reduce la cantidad de dinero en poder de los bancos y los obliga a reducir nuevamente la tasa hasta llevarla a su nivel natural. El efecto sobre los precios es “acumulativo” ya que si bien la tasa de interés retorna a su antiguo nivel real, los precios no tienen por qué volver a disminuir hasta alcanzar su nivel original, sino que conservan su nivel acrecentado. Para reducir los precios los bancos deben colocar a la tasa de interés de préstamos por encima de su nivel normal. En el supuesto caso de que los bancos consiguieran hacerlo de manera sistemática, podrían reducir los precios a cero: “If, other things remaining the same, the leading banks of the world were to lower their rate of interest, say 1 per cent, below its ordinary level, and keep it so for some years, then the prices of all commodities would rise and rise and rise without any limit whatever; on the contrary, if the leading banks were to **raise** their rate of interest, say 1 per cent, above its normal level, and keep it so for some years, then all prices would fall and fall and fall without any limit except Zero.” (ídem: 213).

## De las dos tasas de interés al nacimiento de la tasa monetaria de interés

La conexión que ofrece Wicksell entre la tasa de interés y el dinero, si bien coloca a éste último en una nueva posición, no representa una ruptura definitiva con la tradición clásica y marginalista, pues la tasa de interés es, en esencia, un fenómeno real asociado a la productividad del capital. En sus propias palabras: “Interest on money and profit on capital are not the same thing, nor are they immediately connected with each other; if they were, they could not differ at all, or could only differ a certain amount at every time. There is no doubt some connecting link between them, but the proper nature and extent of this connection is not so very easy to define.” (ídem: 214). Si bien hay dos tasas de interés distintas, ni conceptual ni terminológicamente se alcanza a definir una tasa de interés del dinero por completo separada de la del capital. De manera que la función del dinero como “depósito de valor” sólo se encuentra a medias reconocida.

Fue J. M. Keynes en su **Teoría General** el que, por así decir, llevó hasta su extremo la idea de Wicksell de diferenciar la tasa de interés del capital y la tasa de interés correspondiente al dinero a préstamo. Incluso fue más allá ya que, como se verá, la tasa de interés en Keynes no se determina en el mercado de crédito sino en un genuino e independiente mercado de dinero. En 1930 Keynes publicó su **Tratado sobre el dinero** en el que declaraba aún su admiración por Wicksell, pero en 1936, con su obra cumbre, la **Teoría General**, corta definitivamente amarras con la teoría tradicional del dinero. Para Keynes la tasa de interés es, lisa y llanamente, la retribución recibida por privarse de la posesión de dinero en efectivo, mientras el rendimiento de los equipos de capital (para el que acuña un nombre distinto, **eficiencia marginal del capital**) es un concepto por completo independiente de la tasa de interés del dinero (Keynes, 2005 [1936]: 146).

Esta posición significa una verdadera ruptura con respecto a la teoría cuantitativa, ya que los cambios en la cantidad de dinero se traducirán pura y exclusivamente en variaciones de la tasa de interés **del dinero** pero no tendrán un efecto directo sobre el nivel general de precios. Este giro teórico enfatiza el papel del dinero como depósito de valor ya que esta cualidad es la que permite a quien se desprende de la posesión de dinero obtener una tasa de interés. Se consolida así un mercado independiente de dinero donde la oferta y la demanda de dinero como “almacén de valor” tienen una recíproca relación que Keynes asocia a un comportamiento especulativo y cuya manifestación es la tasa puramente monetaria de interés.

Habitualmente, la teoría de Keynes sobre la determinación de la tasa de interés se confunde con la familia de teorías derivadas de la Wicksell. Sin embargo en un artículo especialmente preparado a tal efecto, publicado en 1937 (“Alternative Theories of the Rate of Interest”), Keynes distingue tajantemente su propia teoría del interés de la que denomina **teoría de los fondos prestables**: “The liquidity-preference theory of the rate of interest which I have set forth in my General Theory of Employment, Interest and Money makes the rate of interest to depend on the present supply of money and the demand schedule for a present claim on money in terms of a deferred claim on money. This can be put briefly by saying that the rate of interest depends on the demand and supply of money [...]. The alternative theory held, I gather, by Prof. Ohlin and his group of Swedish economists, by W. Robertson and Mr. Hicks, and probably by many others, makes it to depend, put briefly, on the demand and supply of credit or, alternatively (meaning the same thing), of loans, at different rates of interest. Some of the writers (as will be seen from the quotations given below) believe that my theory is on the whole the same as theirs and mainly amounts to expressing it in a somewhat different way. Nevertheless the theories are, I believe, radically opposed to one another” (Keynes, 1937: 241).

Las consecuencias de este alejamiento son innumerables; no obstante, lo que interesa analizar aquí es su efecto sobre la determinación del tipo de cambio. Para eso basta con señalar que la función primordial del dinero está asociada con su propio rendimiento y que, por tanto, cuando se subraya esta función, los movimientos internacionales del dinero quedan atados a la magnitud de la tasa de interés, en lugar de considerarse una contrapartida del movimiento de las mercancías, es decir, del comercio exterior.

## Los tipos de cambio y la tasa de interés

Tempranamente, en el **Breve tratado sobre la reforma monetaria** de 1923, Keynes señala que existe un defecto en el mecanismo de funcionamiento del patrón oro, ocasionado precisamente por la relación entre la cantidad de dinero y la tasa de interés:

[E]l movimiento de la tasa de interés hacia arriba o hacia abajo a veces tenía más efecto para atraer capital extranjero o impulsar la inversión en el exterior, que para actuar sobre los precios locales. Cuando el desequilibrio era puramente estacional ello se convertía en una ventaja indudable, puesto que eran preferibles el flujo y el reflujo de los fondos exteriores entre las estaciones de estancamiento y las dinámicas, a las subidas y bajadas de los precios. Pero cuando ello se debía a causas más permanentes el ajuste era imperfecto, aun antes de la guerra, porque el estímulo a los préstamos externos, aunque restauraba el equilibrio por un tiempo, podía ocultar la gravedad real de la situación y permitir que un país viviera más allá de sus posibilidades durante un tiempo muy considerable a riesgo de una bancarrota final (Keynes, 1996 [1923]: 173-4).

En el pasaje citado, Keynes sostiene que el movimiento del oro, aun cuando regía la convertibilidad incondicionada, podía responder muchas veces a las diferencias entre las tasas de interés de las distintas plazas y no a las condiciones del comercio regidas por los precios relativos. De aquí se sigue que si el dinero es considerado fundamentalmente un depósito de valor y, como tal, su principal cualidad es la de arrojar una tasa de interés, los movimientos del dinero a escala mundial deben responder no a la ley del precio único y a su contrapartida, la paridad de poder adquisitivo, sino al equilibrio en el mercado de dinero **considerado como un activo**.

No es raro entonces que estos movimientos “distorsivos” del dinero se acentuaran notablemente luego del derrumbe definitivo del patrón oro. Recapitulando, la teoría del dinero como medio de circulación ponía énfasis en la paridad del poder adquisitivo, es decir sostenía -en su versión “monetaria”- que las variaciones en la cantidad de moneda nacional inconvertible afectaban los precios y que los tipos de cambios tenderían a ajustarse a las relaciones entre los niveles de precios relativos.

Ahora bien, el dinero no sólo tiene la capacidad de funcionar como medio de cambio entre las mercancías de los distintos países, sino que el dinero arroja una tasa de interés y, como se dijo, al funcionar como depósito de valor su comportamiento se asemeja más al del capital.

Desde este punto de vista, y si se parte del supuesto de (o si la observación revela) que el tráfico internacional de las mercancías no es del todo fluido y, en cambio, los movimientos de dinero entre los distintos países con el propósito de colocarlo a interés en otras plazas sí lo es, se arriba a una perturbadora conclusión: el dinero no circula de forma tal de equilibrar los precios de las mercancías sino que se traslada de un país a otro según las diferencias en la tasa de interés.

Nuevamente, la historia de la teoría del dinero y, por tanto, de la teoría de las tasas de cambio se ve atravesada por las transformaciones económicas del sistema capitalista. A principios de la década de 1960, cuando el patrón oro hacía tiempo que estaba sepultado, R. A. Mundell uno de los dos “descubridores” de la teoría de la paridad de los tipos de interés (junto con J. M. Fleming), señalaba en su célebre artículo “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates”:

The world is still a dosed economy, but its regions and countries are becoming increasingly open. The trend, which has been manifested in both freer movement of goods and increased mobility of capital, has been stimulated by the dismantling of trade and exchange controls in Europe, the gradual erosion of the real burden of tariff protection, and the stability, unparalleled since 1914, of the exchange rates. The international, economic climate has changed in the direction of financial integration and this has important implications for economic policy. (Mundell, 1963: 475)

Tal como señala Mundell, luego de la Segunda Guerra Mundial, en primer lugar el comercio internacional de mercancías comenzó a ganar en densidad paulatinamente, pero, más adelante, el libre movimiento de los flujos financieros (especulativos) se transformó en el rasgo más llamativo: se inició la etapa de la liberalización ya no sólo comercial sino financiera. Los movimientos del dinero, si se lo toma de manera inmediata como “capital” –o, más modernamente, como activo-, responden entonces a un patrón muy preciso, aunque diferente del que proponen las otras explicaciones. Cuando la tasa de interés difiere entre los distintos países el dinero fluye atraído por la tasa de interés más elevada y no por los precios reducidos de los bienes. El mecanismo de ajuste opera a través del cambio del precio de la divisa, que es ahora considerada como un activo con precio propio.<sup>14</sup> Así, los tipos de cambio quedan regulados por la igualación de las tasas de interés a escala mundial y no por la equiparación del poder de compra de los productos, tal como sostenía la teoría de la paridad del poder adquisitivo. Se consolida así la llamada teoría de la paridad del tipo de interés.<sup>15</sup>

Desde el punto de vista histórico, se han demarcado tres etapas definidas: en primer lugar, la etapa del patrón oro; luego, su caída, que abrió una época de monedas nacionales inconvertibles en la que, sin embargo, se reinstauró el libre tráfico de mercancías. Por último, la década de 1960 puede marcarse como el inicio de la etapa de liberalización financiera que se consolida en la década posterior. Con un cierto grado de esquematismo, puede establecerse una determinada correlación entre las teorías monetarias imperantes y estos períodos históricos. Esas teorías, a su vez, pueden clasificarse según el énfasis que pone cada una en una determinada función del dinero: medida del valor, medio de circulación, depósito de valor. Por último, hemos vinculado las teorías ortodoxas sobre el tipo de cambio a estas diversas explicaciones.

---

<sup>14</sup> Desde luego, este proceso difiere en los casos de regímenes cambiarios flexibles o fijos.

<sup>15</sup> En la segunda parte de este trabajo se expone el mecanismo completo de funcionamiento de esta teoría a través de la variación en las expectativas de depreciación de la moneda local.

En la época del patrón oro el dinero era concebido fundamentalmente como medida de los valores porque el dinero en sí contaba con un valor intrínseco. Los “tipos de cambio” eran, simplemente, las relaciones entre los nombres dinerarios con los que en cada país se denominaba a una misma cantidad de oro; los precios en dinero de cada bien estaban dados por la relación entre los respectivos valores del bien en cuestión y el oro; las variaciones del tipo de cambio, por su parte, correspondían a las modificaciones del contenido áureo de cada moneda nacional. En estas circunstancias, la teoría del tipo de cambio estaba integrada con la teoría general del valor y no concitaba prácticamente ningún interés teórico particular. Sin embargo, con la Primera Guerra Mundial se inicia el largo y tortuoso proceso que desembocaría en la caída del patrón oro. El reemplazo de las piezas de metal por billetes inconvertibles, carentes de valor intrínseco, hizo que los teóricos enfatizaran la función del dinero como medio de circulación. Comenzó así el reinado de la teoría cuantitativa que sostiene que el nivel general de precios varía de modo proporcional ante los cambios en la cantidad de dinero circulante. De ahí se sigue que, en épocas de libertad comercial, el precio de las mercancías tenderá a igualarse, lo que lleva a la teoría de la paridad del poder adquisitivo. Por último, una vez que termina la llamada “reconstrucción europea”, se inicia el período de liberalización financiera que implica que enormes masas de dinero atraviesan las fronteras para obtener así los máximos rendimientos. El dinero no tiene entonces la función de facilitar el flujo de mercancías sino que comienza a manifestarse la primacía de su capacidad de arrojar interés. Es entonces cuando se formula una nueva explicación para los movimientos del tipo de cambio basada ahora en el papel del dinero en tanto un activo que tiene la función de equilibrar los tipos de interés.

Esta clasificación teórica e histórica es, desde luego, algo arriesgada en la medida en que ningún teórico de fuste dejó de tomar en consideración, de un modo u otro, las tres funciones del dinero que aquí se mencionan. Más aún, si bien en algunas etapas primó alguna de las funciones dinerarias por sobre las otras, las tres estuvieron presentes en todo momento histórico, aunque no siempre fueron objeto de análisis del científico. Lo que permite la observación de la distancia que separa a las distintas teorías de los precios y de los tipos de cambio, lleva a concluir que generalmente, estos ángulos distintos provienen del hecho de concentrarse en una función particular despreciando las demás. O bien, de la costumbre de pasar de una a otra pagando el costo de introducir explicaciones contradictorias. La virtud de las distintas teorías acerca del tipo de cambio es que la inclinación por una determinada función del dinero se hace especialmente evidente.

### 3. El debate actual sobre el tipo de cambio

Ante la diversidad de explicaciones que se examinaron en la Primera Parte, podría decirse que la actual ortodoxia —a la que llamaremos convencionalmente escuela neoclásica—, en lugar de optar por alguna de ellas realizó un doble movimiento. Por un lado, comenzó una acumulación de artículos de naturaleza eminentemente empírica encaminados a corroborar tanto la teoría de la paridad del poder adquisitivo como la de la paridad del tipo de interés, encontrándose con un incómodo resultado: ni la una ni la otra eran capaces de explicar el verdadero comportamiento del tipo de cambio. Pero también avanzó en dirección contraria: los libros de texto ensayaron una suerte de —problemática— integración entre teorías opuestas, pasando por supuesto por alto sus diversas filiaciones teóricas, en última instancia fundadas en las distintas concepciones sobre el dinero y los precios. El dispositivo teórico empleado para compatibilizarlas es similar al que describimos al analizar la teoría de Wicksell sobre las dos tasas de interés: distinguir un nivel **natural** de otro **circunstancial**. En realidad, la versión moderna de este procedimiento fue propuesta originalmente por Marshall, cuando estableció la diferencia en el plano analítico entre el llamado “corto plazo” y el “largo plazo”. De hecho, ante la imposibilidad de aceptar o rechazar alguna de las teorías convencionales, la ortodoxia optó por conservar a las dos, sólo que la teoría de la paridad de intereses quedó alojada en el análisis de corto plazo mientras la paridad del poder adquisitivo se convirtió en una descripción del equilibrio de largo plazo. En lo que sigue se

exponen ambas explicaciones, y su recíproca relación, con el fin de reflejar el estado de la discusión en materia de tipo de cambio en la escuela neoclásica. Una vez revisado el debate en la ortodoxia, se exponen dos visiones heterodoxas destinadas a completar la presentación de la controversia actual.

## I. La posición de la ortodoxia: nada nuevo bajo el sol

### I.a. La paridad descubierta del tipo de interés y el tipo de cambio<sup>16</sup>

Para la escuela neoclásica, la determinación del tipo de cambio en el corto plazo está vinculada a la denominada “paridad de los tipos de interés”. Esta explicación hace hincapié en el movimiento de los flujos financieros internacionales para explicar las fluctuaciones del tipo de cambio entre países. En un sistema con libre movilidad de capitales se supone que los inversores financieros persiguen las mayores tasas de rendimiento para los activos y que entre su abanico de opciones se encuentran tanto los activos nacionales como los extranjeros. La exigencia de la paridad de los tipos de interés es que el rendimiento esperado de dos activos denominados en dos divisas cualesquiera, y expresados en la misma unidad monetaria, sea el mismo. Esta condición implica que los tenedores potenciales de activos los consideren a todos como igualmente deseables, al margen de su denominación monetaria. De este modo, en equilibrio, todos los activos son perfectamente sustituibles entre sí: a los tenedores de valores les resulta indiferente poseer uno u otro activo en sus carteras. Esta igualdad desemboca en una teoría del tipo de cambio cuando se considera que el dinero de cada país hace las veces de un activo más (“depósito de valor”).

En estas circunstancias, cualquier situación excepcional en que algún activo exhiba un rendimiento esperado mayor al resto se eliminará rápidamente debido a los veloces movimientos de los inversores que intermedian en los mercados. Los inversores, traders o especuladores se comportan de manera racional y son adversos al riesgo. De esta manera, se supone que los propios movimientos de fondos de los inversores financieros en su búsqueda de rendimientos extraordinarios son los que garantizan el equilibrio en los rendimientos esperados. Esto implica, de suyo, que los diferenciales de rendimiento de los activos perduran poco tiempo y que, a su vez, estos márgenes son muy reducidos. El arbitraje asegura la misma tasa de rendimiento esperada con independencia de la denominación monetaria de los activos.

En la medida en que se comparan los rendimientos esperados de activos en diversas monedas, el tipo de cambio es relevante por dos razones: para conocer la relación de cambio entre la divisa extranjera y la local en el momento de adquirir el activo, y para anticipar cómo va a ser esa relación en el futuro. Pensemos en la comparación que realiza un inversor entre el rendimiento de un bono local nominado en pesos y un bono extranjero nominado en dólares. Según la paridad de los tipos de interés, el rendimiento de ambos activos expresado en la misma moneda (en este caso en pesos) debe ser igual. Esta condición se plantea de la siguiente manera:

$$r = r^* + (\varepsilon_{t+1}^e - \varepsilon_t) / \varepsilon_t \quad (4)$$

donde  $r$  y  $r^*$  son el tipo de interés real nacional y extranjero,  $\varepsilon_{t+1}^e$  es el tipo de cambio real esperado en  $t+1$  y  $\varepsilon_t$  es el tipo de cambio real vigente en el período  $t$ .<sup>17</sup> Esta ecuación establece que el rendimiento del bono local en términos reales debe ser igual al rendimiento del bono extranjero más la

---

<sup>16</sup> Esta presentación se basa en Krugman y Obstfeld (1994), Blanchard y Pérez Enrí (2000) y Astarita (2007a).

<sup>17</sup> La ecuación 4 expresa la condición de paridad de intereses en términos reales, tal como se hace, por ejemplo en Blanchard y Pérez Enrí (2000: 301), pero esta condición también se puede expresar en términos nominales, es decir, considerando las tasas de interés nominal y el tipo de cambio nominal. Preferimos hacerlo en términos reales ya que esta exposición nos acerca más directamente a la forma de determinación del tipo de cambio real a largo plazo según la teoría neoclásica.

tasa **esperada** de depreciación real de la moneda nacional. En rigor, esta relación se denomina paridad “descubierta” de los tipos de interés. El término “descubierta” se utiliza para distinguir esta ecuación de la paridad “cubierta”, en que se contrasta el tipo de cambio actual con el tipo de cambio futuro, en lugar de hacerlo con el tipo de cambio esperado. De hecho, se supone que la operación incluye la adquisición de las divisas en un mercado de futuros a una paridad conocida hoy, de manera tal de asegurarse un cierto rendimiento sin estar expuesto a las fluctuaciones cambiarias. Por tanto, a diferencia de la paridad “descubierta”, la paridad “cubierta” es una condición de arbitraje sin riesgo.

La ecuación (4) plantea que si se tiene en cuenta el tipo de cambio, la rentabilidad del inversor internacional que adquiere un bono nacional estará formada por dos componentes: el tipo de interés internacional y las variaciones esperadas del tipo de cambio. Esto implica que si el tipo de interés real nacional es más alto que el internacional, entonces los inversores deben estar esperando una depreciación real.<sup>18</sup> En los casos de países altamente endeudados, al segundo término de la ecuación se agrega también una prima por el riesgo de “cesación de pagos”, lo que amplía la diferencia entre el tipo de interés local y el internacional.<sup>19</sup>

Ahora bien, ¿qué nos dice la condición de paridad de interés respecto de la determinación del tipo de cambio? A partir de la ecuación 4 se puede establecer la siguiente ecuación:

$$\varepsilon_t = \varepsilon_{t+1}^e / (1 + r - r^*) \quad (5)$$

Esta relación indica que el tipo de cambio real actual se determina en función del tipo de cambio real futuro esperado y de la diferencia entre el tipo de interés real nacional e internacional. La ecuación (5) establece dos causalidades sobre la paridad cambiaria. Por un lado, el nivel del tipo de cambio está relacionado negativamente con la tasa de interés nacional (y positivamente con la internacional). Cuando la tasa de interés local sube, el tipo de cambio real baja.<sup>20</sup> El mecanismo es el siguiente: un aumento del tipo de interés local (o una caída del internacional) impulsa el ingreso de capitales a la economía nacional —ya que los inversores convertirán sus tenencias en otras monedas a bonos en pesos-, lo que genera un exceso de demanda de moneda local que tiende a apreciar la moneda en términos reales o, lo que es lo mismo, a reducir el tipo de cambio real. La apreciación cambiaria tiene como contrapartida un aumento de las expectativas de depreciación, lo que convalida el mayor nivel del interés local por sobre el internacional, asegurando la paridad de los tipos de interés. En una situación de flexibilidad cambiaria, la tasa de cambio nominal se reduciría directamente por efecto de la mayor demanda de pesos y, al hacerlo, se produciría la apreciación real (suponiendo que los precios no cambian). En un régimen de tipo de cambio fijo —y creíble-, la mayor afluencia de capitales se reflejaría en una mayor oferta monetaria local (como contrapartida del aumento de las reservas del banco central, que absorbe las divisas que ingresan al país a la paridad establecida), lo que, tarde o temprano, reduciría la tasa de interés a su nivel original, eliminando la oferta extraordinaria de capitales y el exceso de demanda de moneda local. También podría pasar que el aumento de la demanda agregada por el mayor efectivo en circulación (teoría cuantitativa) arrastre un aumento de los precios y, por tanto, genere una apreciación real, tal como predice la ecuación (4). En ambos casos, mientras el tipo de interés supere el

<sup>18</sup> Por ejemplo, podría darse el caso en que el interés local sea del 10% anual como resultado de la suma del interés internacional del 3% y una expectativa de depreciación real del peso respecto del dólar del 7% (si, por ejemplo, se esperara un aumento del tipo de cambio real de 2 a 2,15).

<sup>19</sup> Como sostiene Astarita (2007a) en este caso ya no hay sustitución perfecta entre los activos, ya que el bono del país endeudado rinde más que lo que establece la paridad de tipos de interés, aunque, según la teoría ortodoxa, esto se explica por el mayor riesgo de este activo. Por lo tanto, hay igualdad entre los rendimientos si se considera que las diferencias se explican por el **trade-off** entre asumir un riesgo y el rendimiento esperado.

<sup>20</sup> Por sencillez, no nos involucramos aquí con los determinantes del tipo de interés que, según establece la teoría neoclásica, dependerían del equilibrio en el mercado de dinero o, alternativamente, del rendimiento del capital, tal como se expuso anteriormente.

nivel internacional tendría lugar un aumento de las expectativas de devaluación, compatibles con un rendimiento mayor de los bonos en pesos.

En definitiva, las modificaciones del tipo de interés (local o internacional) regulan el movimiento del tipo de cambio real (y nominal) en el corto plazo. El tipo de cambio corriente se establece de manera tal de equilibrar instantáneamente el mercado de activos para garantizar la condición de la paridad descubierta del tipo de interés. Esto implica que hay modificaciones en la paridad cambiaria nominal (en los regímenes flexibles) y/o cambios en las expectativas de devaluación/depreciación o revaluación/apreciación de la moneda (bajo tipo de cambio fijo/flexible) que surgen de contrastar el tipo de cambio vigente con un tipo de cambio real esperado tomado como referencia ( $\varepsilon_{t+1}^e$ ).

Es justamente el tipo de cambio esperado en el futuro la segunda variable que determina el tipo de cambio real corriente según la ecuación (4). La condición de paridad de tipos de interés establece una relación positiva entre ambas variables. Un aumento del tipo de cambio esperado se refleja en un aumento proporcional en la paridad cambiaria corriente. La dinámica del ajuste sería la siguiente. Si se elevara el tipo de cambio esperado, entonces aumentaría también la expectativa de devaluación/depreciación del peso, con lo cual, **ceteris paribus**, tendría lugar una salida de capitales de la economía como resultado de la venta de bonos locales para convertirlos en otro tipo de activos extranjeros. En un régimen de tipos flexibles, esta mayor demanda de divisas conllevaría una depreciación real del peso y el fin de la expectativa de depreciación. La nueva paridad sería entonces más elevada. En un esquema cambiario rígido, la salida de capitales continua, junto a las expectativas de devaluación, forzarían, tarde o temprano, el alza de la paridad nominal, convalidando mediante una devaluación el aumento del tipo de cambio real esperado por los mercados financieros. En definitiva, según este esquema el tipo de cambio esperado también es uno de los determinantes clave del tipo de cambio presente.

Queda claro, por tanto, que bajo el “paraguas” de la condición de paridad de tipo de interés, el tipo de cambio se determina como **residuo** o bien es el factor **pasivo**, es decir, de modo tal de asegurar el arbitraje entre los rendimientos de los activos, que son los que guían sus fluctuaciones. Llegado este punto, no obstante, la teoría neoclásica debe mostrar con precisión cómo se establece el tipo de cambio esperado, ya que de otro modo toda la explicación pecaría de tautológica: pues, en última instancia, el tipo de cambio depende del tipo de cambio.

## I.b. El tipo de cambio real a largo plazo y el equilibrio general del sistema económico

La teoría neoclásica ofrece una respuesta respecto de la determinación del tipo de cambio esperado que saca el problema fuera del terreno de la paridad de los tipos de interés y lo coloca en un marco de equilibrio general, es decir, de la teoría neoclásica de los precios. Según esta aplicación de la teoría, el tipo de cambio esperado por los agentes en cada momento del tiempo debería coincidir con el tipo de cambio real a largo plazo. Para Blanchard y Pérez Enrrri: “A largo plazo, es razonable suponer que el comercio estará más o menos equilibrado. Ningún país puede tener déficit comercial indefinidamente ni quiere tener superávit comercial permanentemente. Si el comercio está equilibrado a largo plazo, el tipo de cambio debe ser tal que garantice el equilibrio comercial. Por lo tanto, podemos pensar que el tipo de cambio real futuro esperado es aquel que es compatible con el equilibrio comercial a largo plazo” (2000: 302-303).<sup>21</sup> Es decir, el tipo de cambio de largo plazo remite a los denominados **fundamentals** de la economía. La confianza de la teoría neoclásica en la racionalidad de los inversores –y en sus capacidades analíticas como para diagnosticar si una economía se encuentra por fuera de su tipo

---

<sup>21</sup> Algunos autores plantean que el tipo de cambio de largo plazo es aquel que equilibra la cuenta corriente y no solamente la balanza comercial.

de cambio de largo plazo- la lleva a no explayarse demasiado sobre cómo se determina este nivel cambiario, aunque ofrece algunas respuestas a este interrogante.

Olivera establece algunas precisiones sobre el tipo de cambio de largo plazo: “el tipo de cambio de equilibrio desde el punto de vista del balance de pagos es aquél que, además de nivelar la oferta con la demanda de divisas, resulta compatible con el equilibrio de los precios, la producción y la ocupación interna del país” (1962: 48). Es decir, la discusión sobre el equilibrio del balance comercial no se agota en el análisis del equilibrio externo sino que remite, en rigor, al equilibrio económico interno, ya que el equilibrio del balance comercial es un concepto que puede insertarse dentro del equilibrio general. Uno de los primeros modelos que incorporó este enfoque fue el sistema de equilibrio simultáneo en dos mercados, IS-LM, a través del modelo Mundell-Fleming.

El modelo desarrollado paralelamente por Robert Mundell (1963) y John Marcus Fleming (1962) se propuso extender el esquema IS-LM típico de la síntesis neoclásica-keynesiana para el caso de economías abiertas. Estos autores hicieron una propuesta que consigue incorporar las transacciones comerciales y, especialmente, los movimientos internacionales de capitales dentro del esquema básico del IS-LM. El resultado fue un modelo de equilibrio general en que, bajo ciertos supuestos, puede congeniar el equilibrio interno con el equilibrio externo tanto en situaciones de tipo de cambio fijo como de tipo de cambio flexible. Si bien este modelo no establece el modo en el que se determina un tipo de cambio de equilibrio, sí se desprende del análisis que el tipo de cambio de largo plazo debe ser compatible con el equilibrio interno y externo.<sup>22</sup> En esa situación el balance de pagos se encuentra en una situación estable -el banco central no está ganando ni perdiendo reservas-, y los flujos de capitales son permanentes pero se mantienen en el margen -sin movimientos bruscos- ya que rige la paridad de tipos de interés y los rendimientos de los activos son iguales dentro y fuera de las fronteras nacionales.

Este primer desarrollo de Mundell-Fleming dio origen a una familia de modelos que aspiran a combinar el equilibrio interno y el externo, y en donde el tipo de cambio de equilibrio se convierte en una variable endógena. La cantidad, enfoque y variedad de estos diversos modelos coloca a su sistematización comprensiva por fuera de los propósitos de este trabajo. Sin embargo, las causas de esta proliferación no son difíciles de identificar: una vez que se acepta que el tipo de cambio depende de la tasa de interés pero también de los precios internos e incluso del nivel de producción y empleo, la necesidad de encuadrar a la explicación del tipo de cambio dentro de un sistema más amplio salta a la vista. Pero, del mismo modo, todas las divergencias que existen entre las distintas escuelas contemporáneas en cada uno de estos aspectos quedan reflejadas ahora en las explicaciones sobre el tipo de cambio. No es extraño que en el momento actual en el que avanza la apertura comercial y financiera y la integración de las economías nacionales la cuestión cambiaria gane en centralidad, por un lado, y en complejidad, por el otro. La Marca (2004) ofrece una plausible clasificación de los numerosos modelos existentes. Un primer grupo refleja las contribuciones heterodoxas de extracción keynesiana: los herederos de la pata más keynesiana de la síntesis neoclásica de posguerra. En este grupo conviven los modelos regidos por la demanda agregada que postulan la ley del precio único al estilo Mundell-Fleming con algunos modelos estructuralistas de un sector que asumen competencia imperfecta. Un segundo grupo reúne a los modelos de equilibrio general y pleno empleo que son el corazón de la teoría neoclásica actual, tanto en su versión estática como dinámica. Se destacan los modelos de la nueva macroeconomía abierta (modelos de equilibrio general multisectorial), los modelos que analizan el tipo de cambio desde la perspectiva de los precios relativos de los sectores transables y no transables (modelos de tres bienes y de una economía dependiente) y los modelos de equilibrio intertemporal (con

---

<sup>22</sup> Como dice Astarita: “el consenso neoclásico keynesiano plantea que una balanza de pagos sustentable en el largo plazo exige un tipo de cambio que permita el equilibrio en la balanza comercial. O sea, se reconoce que un equilibrio conseguido mediante la entrada de capitales, por variaciones de la tasa de interés, es simplemente un método de financiar desequilibrios” (2007a: 6).

uno, dos o tres bienes) en que el equilibrio se logra durante un determinado horizonte de tiempo.<sup>23</sup> En todos los casos, la determinación del tipo de cambio queda incorporada dentro de un modelo más abarcador. Un rasgo común a todos ellos es también que en la medida en que se establece una posición de estabilidad interna y otra externa queda definido un tipo de cambio compatible con ese equilibrio.

¿Cuál es el supuesto crítico para que la economía se ubique en el punto en que se alcanza tanto el equilibrio interno como el equilibrio externo? Desde un punto de vista lógico y de principios, J. Olivera (1962) señala que para lograr esta posición –que combina un saldo en el balance de pagos igual a cero con el pleno empleo de los recursos productivos- la flexibilidad de los precios internos es una condición necesaria. Esto es así aún en vigencia de tipos de cambio flexibles y, más todavía, bajo un sistema de tipos de cambio rígidos. El mecanismo que expone Olivera por el cual se alcanza el equilibrio general está emparentado con el propuesto por los economistas clásicos durante la vigencia del patrón oro, pero en este caso se aplica a las relaciones entre economías en que circula exclusivamente el papel moneda inconvertible.

Básicamente, en el caso en que haya un déficit comercial -reflejado en un exceso de demanda de divisas-, en un esquema de tipo de cambio fijo, se produciría una caída de las reservas del banco central y, como contrapartida, en la absorción por parte de esta entidad de medios de circulación internos, es decir, una disminución de la oferta monetaria. Esta circunstancia generaría una contracción de la demanda agregada que implica a su vez una caída de los precios (ya que se los considera flexibles) por la presión del exceso de oferta en los mercados de bienes y servicios. Esta caída de costos y precios debería favorecer las exportaciones y a la vez reducir las importaciones por el encarecimiento relativo de los artículos importados. Si las elasticidades del comercio exterior no son demasiado bajas, el movimiento de precios debería eliminar el exceso de divisas y restaurar el equilibrio comercial. En breve, la flexibilidad de los precios restauraría el equilibrio externo sin necesidad de caída del nivel de ocupación y producción –es decir, manteniendo el equilibrio interno-. En palabras de Olivera: “La flexibilidad de precios, sobre la cual se basa este mecanismo de ajuste, sustituye pues acabadamente a la flexibilidad del tipo de cambio como condición de estabilidad; en tanto que, según hemos visto, la flexibilidad del tipo de cambio no sustituye a la de los precios [para garantizar el equilibrio interno y externo]. Así, contra lo que suele creerse, la relación de sustitución entre una y otra clase de flexibilidad no es simétrica” (1962: 59).

Después de todo, los modelos ortodoxos apoyan buena parte de sus conclusiones en la confianza en la antigua ley del precio único, lo que conduce el análisis nuevamente a las teorías de la paridad del poder adquisitivo (Cfr. Olivera, 1962; Astarita, 2007a).

### **I.c. La paridad del poder adquisitivo o los fundamentos del tipo de cambio real**

La teoría de la paridad del poder adquisitivo vuelve a reaparecer en la teoría neoclásica a la hora de establecer con precisión qué es lo que rige el nivel del tipo de cambio real de equilibrio en el largo plazo. Recordemos las palabras del propio K. Rogoff, una autoridad indiscutida en la materia: “While few empirical literate economists take PPP as a short-term proposition, most instinctively believe in some variant of purchasing power parity as an anchor for long-run real rates” (1996: 647).

La teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA) plantea que el tipo de cambio entre las monedas de dos países corresponde a la razón entre los niveles de precios de esos dos países. Esto equivale a afirmar que el poder de compra de cada una de las dos monedas debe ser el mismo en ambos

---

<sup>23</sup> La Marca (2004) distingue también un conjunto de modelos de tipo keynesiano-kaleckiano en donde lo relevante es el comportamiento relativo de los productos transables y no transables y en que se analizan supuestos de precios fijos y flexibles, en que se inscriben mayormente los modelos estructuralistas.

países. Este resultado se apoya en una hipótesis fuerte: la existencia de un mercado perfecto en que cada mercancía tiene un precio único a escala mundial. Si el mundo en su conjunto funcionara como un mercado perfecto, gracias al comercio internacional, los precios de equilibrio de los mismos productos en los distintos países serían exactamente iguales, calculados a los tipos de cambio vigentes (Olivera, 1962). Se trata de la ya expuesta “ley del único precio”. Esta es la denominada “versión absoluta” de la paridad del poder adquisitivo.

El cumplimiento de la “versión absoluta” de la PPA requiere movilidad perfecta de productos entre países, lo que supone la inexistencia de costos de transporte, de impuestos aduaneros y de cualquier otro tipo de barreras al comercio internacional. El elevado grado de exigencia de estas condiciones —que ni siquiera se cumplen en la actualidad, luego de décadas de desregulación comercial a escala mundial y una pronunciada tendencia hacia el abaratamiento de los costos de transporte— llevó a desarrollar la “versión relativa” o “versión comparativa” de la paridad del poder adquisitivo. Según ésta, la variación porcentual en el tipo de cambio entre dos divisas a lo largo del tiempo debe ser igual a la diferencia entre las variaciones porcentuales de los índices de precios nacionales. Esta nueva definición se recuesta sobre condiciones menos exigentes y ha sido adoptada como sustituta de la anterior. Por caso, si los costos adicionales de las mercancías vinculadas con el comercio (transporte, aduanas, etc.) representan una fracción constante del precio interno, entonces la versión comparativa podría verificarse aun cuando la versión absoluta no se cumpla. Según la propia definición de esta teoría podrían admitirse desviaciones de corto plazo, pero no en el largo plazo, donde se sostiene que el arbitraje del comercio internacional debería bastar para igualar, sino el precio, al menos las variaciones de los precios de los productos. El corolario de esta definición es que el tipo de cambio real debe ser más o menos constante, o estacionario, a lo largo del tiempo (Harrod, 1933; Dornbusch, 1988).

Como dijimos, la PPA se encuentra por detrás de los modelos —a lo Mundell-Fleming— que sostienen que hay un tipo de cambio que asegura el equilibrio externo e interno. Se explicó además que la PPA está emparentada con la teoría de las ventajas comparativas.

#### **I.d. Algunas críticas a la teoría ortodoxa**

Shaikh (1999) realiza una serie de críticas a la PPA fundada en sus objeciones a la teoría ortodoxa del comercio, es decir, la teoría de las ventajas comparativas. Argumenta —convincientemente— que no hay razones para esperar que las economías tengan una tendencia hacia el equilibrio en sus balances comerciales o de cuenta corriente. En ese caso, el mecanismo de ajuste expuesto por Olivera no entraría en operaciones, ya que pueden existir otros flujos de capital que financien los desequilibrios comerciales en materia de divisas, tales como remisiones de utilidades, IED o préstamos. En este caso, el desbalance en el comercio entre regiones o países puede sostenerse por período largos y no hay razones para creer que el tipo de cambio real deba ubicarse en el punto en el que simultáneamente se equilibra el comercio entre dos naciones y se mantiene el pleno empleo en ambas. Eatwell y Taylor coinciden en este cuestionamiento: “en la práctica —tanto en las economías ricas como en las pobres—, un pronunciado déficit comercial [...] no conduce necesariamente al ajuste del tipo de cambio” (2005: 87). McCombie y Thirwall (1994) destacan que también es posible que el déficit comercial se corrija a través de una caída de la producción y el empleo debido a la contracción de la demanda agregada, con lo cual el equilibrio externo se corregiría a expensas del equilibrio interno. Otra alternativa es que la caída de la oferta monetaria, expuesta en el razonamiento de Olivera, genere un aumento de la tasa de interés y, por tanto, atraiga capitales que compensen —pero no rectifiquen— el déficit comercial.

En definitiva, la teoría de la PPA no logra explicar los déficit externos persistentes, habituales en la economía internacional. Más en general, hay amplio consenso en la literatura respecto del escaso sustento empírico que tiene la teoría de la PPA, sea en su versión absoluta o relativa. En

palabras de Eatwell y Taylor: “a pesar de su abultado pedigrí y de que en general se piensa que funciona, la PPA no se aplica en la práctica” (2005: 83).

Otra de las más fuertes críticas a la teoría de la PPA introdujo la problemática de los productos no transables –con precios distintos en cada país y sin contacto recíproco por la evidente ausencia de comercio internacional- en la determinación de los niveles de precios de las economías supuestamente vinculadas a través del tipo de cambio. Esta situación dejó en claro que incluso la “versión relativa” de la PPA no puede verificarse en la práctica (Balassa, 1964). De hecho, sólo si las canastas de producción o consumo en dos regiones o países fueran idénticas y si los ratios entre los precios de los bienes transables y no transables fueran también iguales, y si ambos se mantuvieran a lo largo del tiempo, se moverían entonces los índices de precios regionales/nacionales de la misma manera.

El incumplimiento de la PPA, especialmente en la relación entre las economías desarrolladas y los países periféricos llevó a “corregir” esta explicación introduciendo una modificación: las monedas de los países dependientes están tendencialmente depreciadas en términos reales. Este es el origen del modelo denominado Balassa-Samuelson, que argumenta la mayor diferencia en los niveles de productividad entre los sectores productores de bienes transables y no transables en los países desarrollados que en los no desarrollados.

También la explicación neoclásica sobre los movimientos del tipo de cambio en el corto plazo –la paridad descubierta del tipo de interés- ha cosechado un conjunto importante de críticas tanto fácticas como teóricas. Como sintetizan Eatwell y Taylor, “la evidencia indica que la paridad descubierta de los tipos de interés no se sostiene: las modificaciones esperadas en la tasa de cambio (se midan como se midan) no tienen una correlación confiable con los diferenciales de tasa de interés” (2005: 81). Según estos autores, los márgenes de tasa de interés no siempre están estrechamente vinculados con las modificaciones esperadas en la tasa de cambios. En el plano teórico, Astarita también argumenta que: “Lo que sucede en la realidad es que permanentemente el mercado está ‘dividido’, y existen capitales que están saliendo de colocaciones, y otros que están entrando. Por eso no hay manera de afirmar, con alguna seriedad, que se opera en el margen; los ajustes están lejos de llevar a algún tipo de equilibrio tranquilo, y ‘el inversor representativo’ no existe porque está esquizofrénicamente escindido entre ‘bajistas’ y ‘alcistas’. La oferta y demanda de fondos en los mercados monetarios y de crédito son las que deciden en cada momento las tasas de interés, y ambas están influenciadas por múltiples circunstancias –situación del ciclo económico, equilibrios macroeconómicos, decisiones del Banco Central- que hacen imposible realizar los cálculos de probabilidades que la teoría dice que gobiernan las decisiones de los inversores” (2007a: 9).

## II. Los aportes heterodoxos: dos visiones contrapuestas

Hemos puesto de manifiesto que las teorías ortodoxas sobre el tipo de cambio son incapaces de responder a los cuestionamientos alzados contra su validez empírica y sus raíces teóricas. De hecho, fuera de los libros de texto que tienen por costumbre presentar como verdades absolutas y universales aun a las teorías más frágiles, en el campo de la escuela neoclásica el debate sobre el tipo de cambio se encuentra aún abierto y las contribuciones siguen engrosando la discusión.

Como respuesta a esta crisis, en parte, y como resultado de sus particulares desarrollos teóricos, en el seno de las corrientes heterodoxas la pregunta acerca de los determinantes del tipo de cambio atrae también el interés de los economistas.

## II.a. En busca del determinante estructural: las explicaciones marxistas

La explicación marxista más influyente acerca de la determinación del tipo de cambio real probablemente sea la que está asociada a la contribución de A. Shaikh (1999). Su propuesta adopta un abordaje de tipo “estructural” del tipo de cambio, sustentado en la idea de que la competencia internacional está regulada por las ventajas absolutas, del mismo modo que la competencia de los capitales al interior de una nación. De esta manera, el tipo de cambio real entre dos países está determinado por los precios relativos de las mercancías comerciadas entre sí. Para Shaikh, como se dijo, la clave para comprender el fenómeno se encuentra en que los precios relativos de los productos internacionales se regulan de igual manera que los precios relativos nacionales: la ley de los precios es en ambos casos la misma y es un resultado necesario de la tendencia a la igualación de la tasa de ganancia entre los capitales denominados **reguladores**. Los “capitales reguladores” son aquellos que poseen el costo de reproducción menor en cada rama y que fijan los precios en el mercado mundial de acuerdo a sus propios precios de producción. Al igual que sucede a escala nacional, la tasa de ganancia de los capitales reguladores tiende a igualarse a nivel mundial y es precisamente mediante ese proceso de igualación que se establecen los tipos de cambio.<sup>24</sup>

Hay dos supuestos clave del modelo: la movilidad del capital a escala internacional en busca de mayores retornos y la existencia de diferencias salariales entre países, que pueden ser mayores y más persistentes que al interior de las naciones. Sobre esta base, se presenta un modelo con dos países y dos productos en que cada país tiene ventajas (absolutas) de costo en un determinado producto que exporta. Para cada producto, el productor de menor costo es el regulador del precio y, por tanto, se apropia de parte del mercado del otro país. De esta manera, cada país determina el precio internacional de un producto, según sus precios de producción. Por caso, supondremos que el país A es más avanzado, produce un medio de producción, **k**, y su moneda es \$a. Supondremos, por otra parte, que el país B es “atrasado”, que produce un bien de consumo **c**, y su moneda es \$b. En este modelo, el tipo de cambio real no es otra cosa que el precio relativo de los dos productos comercializados:

$$\epsilon = E (\$b/\$a) P_{kA}/P_{cB} \quad (6)$$

donde  $\epsilon$  es el tipo de cambio real, E el tipo de cambio nominal,  $P_{kA}$  el precio de los bienes producidos en A y  $P_{cB}$  el precio de los bienes fabricados en B. El tipo de cambio real está determinado por la igualación de las tasas de ganancia entre los capitales que fijan los precios para las mercancías que se comercian en el mercado mundial (**k** y **c**). En este caso, los no transables afectan el tipo de cambio al influir sobre los salarios reales y los precios de las materias primas que ingresan en la producción de los productos exportados. Por tanto, el tipo de cambio de largo plazo está determinado por la igualación internacional de las tasas de ganancia lo que al mismo tiempo involucra el costo de los productos no transables. Para Shaikh, la variable relevante que debe explicarse sobre esta base es el tipo de cambio real.

---

<sup>24</sup> Debe tenerse en cuenta la siguiente aclaración de Shaikh respecto de la tendencia a la igualación de la tasa de ganancia: “The rates of profit which are equalized by capital flows are the profit rates of new investments in the regulating conditions of production. Non-regulating capitals will be forced by competition to sell at the same price, and will therefore have a variety of profit rates determined by their own various conditions of production. [...] It should be emphasized that since only regulating rates of profit are equalized across sectors, average profit rates across nations (which encompass non regulating capitals and non tradable goods) need not be equal” (1999: 2).

<sup>25</sup> Al igual que se hace en Astarita (2007b), se adaptó la notación original de Shaikh para hacerla coherente con la que usualmente emplean los textos de macroeconomía utilizados en Argentina: una suba de  $\epsilon$  implica una depreciación de la moneda del país atrasado (\$b).

Otra cualidad relevante de esta explicación es que dado que los precios relativos se establecen de acuerdo a los precios de producción de las mercancías comercializadas, los tipos de cambio tienden a ser estables a lo largo del tiempo. Según el autor: “[...] the terms of trade are determined by the international equalization of profit rates and they will generally follow the evolution of real unit labor costs over time” (Shaikh, 1999:13). Más aún, los tipos de cambio se pueden mover solamente dentro de ciertos límites estrechos: “[...] the terms of trade can only vary within the strict limits imposed by the positivity of sectoral profit rates (which may be net of interest)” (1999: 10).

La posición presentada por Shaikh tampoco ha estado exenta de objeciones, especialmente al interior del marxismo. Una crítica reciente, basada en la experiencia de la Argentina, fue realizada por Astarita (2007b) quien argumentó que la tesis de Shaikh no logra explicar lo que sucede con el comercio de los países dependientes, su tipo de cambio y la situación de sus balanzas de pago. Concretamente, este autor destaca que la evidencia empírica no respalda tampoco la explicación ofrecida por Shaikh, ya que no se verifica ni la persistencia de desequilibrios comerciales a lo largo del tiempo, ni la estabilidad de los tipos de cambio reales ni la ausencia de influencia de las variaciones del tipo de cambio nominal en el real. Estas limitaciones se asocian con una crítica teórica más de fondo: Shaikh habría pasado por alto la especificidad de los espacios nacionales de acumulación y, peor aún, su explicación no tendría una dimensión monetaria por lo cual el tipo de cambio en Shaikh no tendría “espesor monetario” –al igual que las explicaciones clásicas de la etapa de vigencia del patrón oro-.<sup>26</sup>

## II.b. La ausencia de determinación del tipo de cambio en los modelos estructuralistas

En la actualidad, en especial dentro del debate que se desarrolla en los países del tercer mundo, uno de los polos con mayor peso en la discusión es la corriente llamada **neo**estructuralista. L. Taylor es uno de sus más prominentes representantes. En un reciente libro sobre el estado de las finanzas mundiales, en co-autoría con J. Eatwell, se realiza un duro diagnóstico: “A pesar del rol central que tanto los niveles de las tasas de cambio desempeñan en la economía internacional, las explicaciones satisfactorias sobre cómo se determinan brillan por su ausencia” (Eatwell y Taylor, 2005: 69). Para los autores, la profunda liberalización de los mercados de capital transformó sustancialmente al movimiento cambiario y sus determinantes.

El punto de partida de la discusión se encuentra en su definición del tipo de cambio real, que si bien refiere al precio relativo entre los no transables y los transables, es tomado como el precio de un activo (**asset price**).<sup>27</sup> Destacan el rol central que los niveles de las tasas de cambio desempeñan en las relaciones mundiales, pero son profundamente escépticos acerca de la posibilidad de hallar una explicación satisfactoria sobre cómo se determinan esos niveles basada en los denominados **fundamentals** (o fundamentos). Más allá del carácter de sus propias explicaciones, proporcionan sólidos argumentos para rechazar las dos explicaciones características de la teoría neoclásica: tanto la paridad descubierta del tipo de interés como la paridad del poder adquisitivo son duramente cuestionadas por su falta de correspondencia con la evidencia empírica y sus fallas teóricas (Taylor, 2004). En lugar de estas explicaciones, los estructuralistas ofrecen un conjunto de hechos estilizados acerca de cómo se comportan los tipos de cambio en los mercados de capital liberalizados. No se trata de una explicación de carácter teórico que establezca cómo se determina el tipo de cambio real, ya que dudan de la existencia de tal explicación, sino que se ofrece una caracterización de cómo se establece el valor del tipo de cambio en los mercados financieros reales.

---

<sup>26</sup> Astarita (2007a) tiene su propia visión sobre la determinación del tipo de cambio, en donde se resalta que el tipo de cambio vincula dos equivalentes de tiempos de trabajos sociales, nacionalmente determinados. Estos tiempos sociales de trabajo nacionalmente determinados se asientan en los diferentes niveles de productividad que varían según las condiciones imperantes en cada país.

<sup>27</sup> Esta perspectiva coincide con la tradición iniciada por Keynes, que enfatiza el papel del dinero como “almacén de valor”, lo que lo acerca a todos los restantes “activos”: bonos, acciones, etc.

De esta manera, a contramano de la teoría neoclásica pero también de las explicaciones de otras vertientes de la heterodoxia (incluyendo la escuela marxista) sostienen que la tasas de cambio **no** son determinadas por los fundamentos del mercado sino más bien por las expectativas y las convenciones de los inversores que operan en los mercados a futuro con el cambio extranjero y los activos. Esta conclusión no es sorprendente: al considerar al dinero (y en particular al papel de las monedas extranjeras dentro de una economía pequeña) como un **activo financiero**, las leyes que determinan su **precio** quedan sometidas a las mismas caprichosas fluctuaciones que rigen los precios de los bonos, las acciones, las deudas y los títulos en general. La tradición keynesiana se había encargado de señalar –inspirada en algunos de los lineamientos que se encuentran contenidos en el célebre capítulo 12 de la **Teoría General**- que en los mercados de activos la especulación cobra una dinámica propia, ajena a toda determinación económica más profunda. En ellos, el estado de la confianza y las convenciones adquieren mayor relevancia que las condiciones reales y su desempeño puede describirse así con metáforas como la del “juego del anillo de las solteras o de las sillas musicales” (Keynes 2005, [1936]: 137).

Si bien ninguna teoría puede predecir de forma confiable la evolución del tipo de cambio, “it is not unreasonable to assume that a more or less floating rate is determined in spot and future asset markets: in effect, the spot rate floats against its ‘expected’ future values.” (Frenkel y Taylor, 2006: 6). ¿De qué depende el tipo de cambio esperado? Allí no rige ni el arbitraje en los mercados de activos según establece la paridad descubierta del tipo de interés ni el arbitraje en los mercados de bienes según surge de la paridad del poder adquisitivo. Para Eatwell y Taylor, “el árbitro definitivo es el estado de las expectativas mercantiles” (2005: 73). Al poner a las expectativas en el centro de su explicación, esta escuela se ve forzada a exponer su “teoría de las expectativas”, es decir, a explicitar el comportamiento que se le atribuye a las expectativas de los agentes financieros. La metáfora elegida es la del “concurso de belleza” también ideada originalmente por Keynes en la **Teoría General**. Según los estructuralistas, los agentes que operan en los mercados todo el tiempo intentan anticipar cómo se comportarán los restantes inversores pero, tristemente, la inmensa mayoría de los operadores del mercado no pueden anticipar los cambios financieros. La realidad es aún más cruda para los analistas, ya que a pesar de la enorme importancia de las tasas de cambio para el sistema financiero los expertos se encuentran inevitablemente en serias dificultades cada vez que intentan explicar su comportamiento. En síntesis, no son los fundamentos los que rigen el mercado de cambios, pero tampoco hay una explicación alternativa que sea completamente confiable.

A pesar de esta dificultad, lo que Eatwell y Taylor descubren es que aún frente al desconocimiento de los verdaderos determinantes de las tasas de cambio, los **fundamentals** pueden desempeñar algún papel relevante. En efecto, cuando quienes operan en los mercados cambiarios incorporan en sus decisiones a alguno de estos famosos fundamentos, entonces, por esta vía indirecta, a través de las expectativas, los indicadores convencionales –la igualdad de las tasas de interés o de los precios- consiguen un cierto grado de influencia sobre el nivel real de las tasas cambiarias. En sus palabras: “En la práctica no se observa ninguna condición de paridad, por lo que estas hipótesis son un tanto dudosas. Pero ambas se emplean comúnmente como fundamentales de la tasa de cambio; vale decir que de vez en cuando los operadores del mercado **creen** que una u otra paridad es verdadera. Si una de las hipótesis fuera violada, el mercado probablemente llegaría a la conclusión de que el nivel de la tasa de cambio actual es inapropiado.” (Eatwell y Taylor 2005: 72). Es decir que, si bien los datos fundamentales de la economía **no** son los que establecen el nivel del tipo de cambio, como estos datos son tenidos en cuenta por los operadores en los mercados financieros entonces se transforman en referencias sumamente relevantes para la política económica. Variables tales como el déficit de cuenta corriente, el déficit fiscal o los precios relativos entre transables y no transables son clave no por su propio peso en la determinación del tipo de cambio sino por ser las que rigen el comportamiento de los operadores cambiarios. En la medida en que: “La sustentabilidad de la tasa hoy y mañana dependerá

[...] de cómo perciban los operadores los fundamentales de la economía” (2005: 77), estas variables adquieren relevancia.

El resultado de este desarrollo es sumamente peculiar, y hasta paradójico. La explicación estructuralista no afirma que la paridad de poder adquisitivo o la paridad de la tasa de interés tienen un influjo real sobre los tipos de cambio. No obstante, como los inversores creen en las explicaciones neoclásicas, entonces éstas se vuelven reales y los **fundamentals** se transforman en indicadores clave de la evolución cambiaria. Pero esto no implica que toda corrida, por caso, se deba a problemas de desequilibrio fundamental –como sostiene la ortodoxia de, por ejemplo, el FMI-, ya que pueden haber situaciones en que las corridas se originen en desarreglos provocados por la política económica, como crisis políticas, contagio de vecinos, etc.

Las dificultades de esta visión son evidentes. Por una parte, se abandona toda pretensión de explicar el comportamiento del tipo de cambio, lo que es igual a declarar una verdadera bancarrota teórica en esta materia. Y, por supuesto, los hechos estilizados son incapaces de reemplazar a una explicación teórica. No es, sin dudas, lo que hace la escuela neoclásica, que aún luego de corroborar una y otra vez el escaso sustento empírico de sus explicaciones, las mantiene obstinadamente como las leyes económicas que se agitan por detrás de las fluctuaciones cambiarias. La presunta solución estructuralista se ubica en las antípodas de este fanatismo. Sin embargo, una cosa es aceptar que las teorías convencionales fracasaron y otra muy distinta es negar la existencia de leyes económicas, lo que podría verse como la antítesis de la teoría económica. Más sorprendente aún es que sea justamente la escuela estructuralista la que niega toda determinación “estructural” de la tasa de cambio en favor de una explicación que reposa sobre las volubles “expectativas mercantiles”. Ahora bien, es innegable que esta visión ofrece algunas ventajas, y especialmente una: si el tipo de cambio es resultado de un juego de señales y especulación que afectan los mercados de futuros, entonces el sector público puede ingresar de lleno en ese terreno e intentar influir sobre el tipo de cambio esperado por los mercados. Según Eatwell y Taylor: “El hecho de que ninguna forma única de transacción u operación de arbitraje pueda determinar la tasa de cambio significa que los gobiernos tienen, hasta cierto punto, el campo libre para establecer el factor de escalamiento entre el sistema de precios de su país y el del resto del mundo. Sin embargo, su capacidad de maniobra no es ilimitada. La tasa fija está siempre en peligro de violar lo que la opinión del promedio del mercado considera un fundamento (2005: 99).

Aunque se admite una cierta capacidad de maniobra por parte del Estado, capacidad que la ortodoxia niega por su ciega confianza en los fundamentos, el mensaje del neoestructuralismo resulta un tanto perturbador. Con el propósito de influir sobre el tipo de cambio, el sector público debe enviar a los especuladores financieros las señales adecuadas destinadas a proteger el valor de su moneda. Sin embargo, en tanto éstos están convencidos de la centralidad de los **fundamentals**, entonces probablemente el estado deba someterse a estos criterios para convencer a los operadores. Se impone así el ajuste fiscal, el superávit de cuenta corriente y una rigurosa política monetaria destinadas a garantizar un tipo de cambio estable en el futuro. Hay espacio para la política cambiaria pero dentro de los márgenes que permiten las señales correctas al sector privado. Además, como reconocen Frenkel y Taylor: “programming the real exchange rate [...] is no easy task. It is most directly impacted by the nominal exchange rate, which is itself influenced by many factors, but also depends on the overall inflation rate and shifting relative prices” (2006:5). En suma, el tipo de cambio real es el resultado de la interacción de una gran cantidad de factores dentro de los cuales las expectativas juegan un papel fundamental. El comportamiento de tipo concurso de belleza que tienen las maniobras de los especuladores convierte a la política cambiaria en una tarea sumamente compleja, y de un elevado grado de sutileza, a la que se puede entregar el sector público –notablemente el Banco Central- para tratar de sostener la paridad elegida en función de su política cambiaria. Esto implica enfrentarse a todo tipo de trilemas y dilemas de difícil abordaje para los técnicos del sector público.

#### 4. Palabras finales

El recorrido por las diversas vertientes teóricas acerca del tipo de cambio muestra, por un lado, que las antiguas explicaciones neoclásicas llevan aún la voz cantante. Según creemos haber probado, este protagonismo se debe, en realidad, a la íntima conexión que guarda la cuestión cambiaria con la teoría monetaria. Por otra parte, la abundante evidencia empírica acumulada y las críticas teóricas a la ortodoxia, de suyo irrefutables, han abierto nuevas vetas en la discusión. A modo de sucinta evaluación, podría decirse que las contribuciones heterodoxas abren un camino que es necesario transitar. Los “hechos estilizados” presentados por el **neo**estructuralismo, si bien no logran –y a veces ni siquiera pretenden– explicar los determinantes últimos del tipo de cambio, ofrecen en cambio algunas claves provechosas sobre el comportamiento de los mercados financieros y su influencia en las políticas económicas de los estados nacionales. El marxismo, por su parte, no ha renunciado a la búsqueda de una determinación estructural (económica) capaz de dar cuenta de estos novedosos fenómenos. El debate está abierto.

## 5. Referencias

- Astarita, R. (2007a), "Tipo de Cambio: un enfoque alternativo para un país dependiente", Mimeo.
- Astarita, R. (2007b), "Tipo de cambio en Anwar Shaikh", Mimeo.
- Bagehot, W. (1968 [1873]), Lombard Street, México, Fondo de Cultura.
- Balassa, B. (1964), "The parity-power purchasing doctrine: a reappraisal", The Journal of Political Economy, Volume 72, N° 6 (noviembre) 584-596.
- Blanchard, O. y Pérez Enri, D. (2000), Macroeconomía: teoría y política económica con aplicaciones a América Latina, Prentice Hall, Buenos Aires.
- Böhm Bawerk, E. V. (1947 [1884]), Capital e Interés, México, Fondo de Cultura Económica.
- Cassel, G. (1918), "Abnormal Deviations in International Exchanges", The Economic Journal, Vol. 28, N° 112.
- Dornbusch, R. (1988), "Real Exchange Rates and Macroeconomics: a selective survey", Working Paper N° 2775, National Bureau of Economic Research.
- Eatwell, J. y Taylor, L. (2005), Finanzas globales en riesgo. Un análisis a favor de la regulación internacional, Buenos Aires, Siglo XXI Editores.
- Fisher, I. (1911), "The Equation of Exchange, 1896-1910", The American Economic Review, Vol. 1, No. 2 (junio), 296-305.
- Fleming, J. M. (1962), "Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates", I.M.F. Staff Papers, N° 9 (noviembre), 369-379.
- Frenkel, R. y Taylor, L. (2006), "Real Exchange Rate, Monetary policy and Employment", DESA Working Paper N° 19.
- Harrod, R. (1933), International Economics, University of Chicago Press, Chicago.
- Hicks, J. R. (1974 [1939]), Valor y Capital, México DF, Fondo de Cultura Económica.
- Hume, D. (1985 [1756]), "On Money", en Eichengreen, B. (Ed.), The Gold Standard in Theory and History, Nueva York y Londres, Methuen.
- Keynes, J. M. (1937), "Alternative Theories of the Rate of Interest", The Economic Journal.
- Keynes, J. M. (1939 [1936]), The General Theory of Employment, Interest and Money, Londres, Macmillan.
- Keynes, J. M. (1996 [1923]), Breve tratado sobre la reforma monetaria, México DF, Fondo de Cultura Económica.
- Keynes, J. M. (2005 [1936]), Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica.

- Krugman, P. y Obstfeld, M. (1994), *Economía internacional. Teoría y práctica*, McGraw Hill (segunda edición), Madrid.
- La Marca, Massimiliano (2004), "Real Exchange Rate, Competitiveness and Policy Implications: a formal analysis of alternative macro models", Mimeo.
- Levín, P. (1995), *El capital tecnológico*, Buenos Aires, Catálogos.
- Marshall, A. (1923), *Money, Credit and Commerce*, Londres, Macmillan.
- Marshall, A. (1948 [1890]), *Principios de economía. Un tratado introductorio*, Madrid, M. Aguilar.
- Mas-Collel, A., Whinston, M. D. y Green, J. R. (1995), *Microeconomic Analysis*, Oxford University Press.
- McCombie, J. S. y Thirwall, A. P. (1994), *Economic growth and the balance of payments constraint*, St. Martin's Press, New York.
- Mundell, R. A. (1963), "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates", *The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue Canadienne d'Economique et de Science Politique*, N° 29, 475-485.
- Olivera, J. H. G. (1962), "Equilibrio monetario y ajuste internacional", *Revista Desarrollo Económico*, Vol. 2 N° 2 (julio-septiembre).
- Pigou, A. C. (1917), "The Value of Money", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 32, No. 1 (noviembre), 38-65.
- Ricardo, D. (1993 [1817]), *Principios de economía política y tributación*, México DF, Fondo de Cultura Económica.
- Ricardo, D. (1996 [1817]), *On Principles of Political Economy and Taxation*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Rogoff, K. (1996), "The Purchasing Power Parity Puzzle", *Journal of Economic Literature*, Vol. 34, No. 2. (junio), pp. 647-668.
- Say, J. B. (2002 [1803]), *Traité d'économie politique, ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent, et se composent les richesses*, edición electrónica.
- Shaikh, A. (1999), "Real Exchange Rates and the International Mobility of capital", Working Paper N° 265, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Smith, A. (1997 [1776]), *Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*, México DF, Fondo de Cultura Económica.
- Smith, A. (1997 [1776]), *The Wealth of Nations*, Londres, Penguin Books.
- Taylor, L. (2004), "Exchange rate indeterminacy in portfolio balance, Mundell-Fleming and uncovered interest rate parity models", *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 28: 205-227.
- Walras, L. (1987 [1874]) *Elementos de economía política pura*, Alianza.

Wicksell, K. (1907), "The Influence of the Rate of Interest on Prices", *The Economic Journal*, 17, 213-220.

Wicksell, K. (1947 [1911]), *Lecciones de economía política*, Madrid, Aguilar.