

Puyana Ferrerira, Jaime. Globalización financiera y determinación de los tipos de cambio. En publicación: Reforma financiera en América Latina. Eugenia Correa y Alicia Girón. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Buenos Aires, Argentina. 2006. ISBN: 987-1183-42-9

JAIME PUYANA FERREIRA*

GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y DETERMINACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO¹

Disponible en la web: <http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/libros/edicion/correa/ferreira.pdf>

Fuente: Red de Bibliotecas Virtuales de Ciencias Sociales de América Latina y el Caribe de la red CLACSO
<http://www.clacso.org.ar/biblioteca>

INTRODUCCIÓN

En este trabajo se presentan y se evalúan las principales teorías sobre la determinación de los tipos de cambio, a la luz de las estructuras financieras internacionales que han estado vigentes desde la finalización de la Segunda Guerra Mundial.

Se intentará contrastar las mismas con algunas experiencias de la vida real, aunque enfatizando lo ocurrido desde que se liquidó el sistema de Bretton Woods a comienzos de la década del setenta.

El tema dista de ser sencillo, ya que no parece haber consenso alguno al respecto. De hecho, existen varias teorías sobre la determinación del tipo de cambio, asociadas todas ellas a varios enfoques sobre

* Doctor en Economía, New School for Social Research, New York City. Ha sido profesor de la Universidad de los Andes, Universidad Nacional de Colombia, Universidad Industrial de Santander, Universidad Autónoma de Bucaramanga, en Colombia. Actualmente es profesor investigador en la Universidad Autónoma Metropolitana (UAM), Unidad Iztapalapa, México DF.

¹ Ponencia presentada en el Tercer Seminario Institucional de Economía Financiera "Reformas Financieras en América Latina: Consecuencias y Perspectivas", realizado en el Instituto de Investigaciones Económicas de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México (IIeC-UNAM), México DF.

los desequilibrios en las distintas cuentas de la balanza de pagos: la cuenta corriente y la cuenta de capital. Esto hace que el tratamiento del problema sea complejo.

En efecto, para analizarlo es necesario dividir la posguerra en dos partes: el período de tipos de cambio fijos pero ajustables, que corresponde a la vigencia de los acuerdos surgidos en Bretton Woods (1944-1971), al que designaremos como el Régimen Bretton Woods (RBW, en adelante) y el período de tipos de cambio fluctuantes, que llamaremos el Régimen Dólar-Wall Street (RDWS, en adelante) para utilizar la apta designación empleada por Peter Gowan (Gowan, 1999: 24).

En general, la mayor parte de las teorías comúnmente conocidas, y consignadas en los libros de texto de comercio y finanzas internacionales, fueron formuladas durante el período del RBW, cuando todas las monedas (a excepción de las economías centralmente planificadas) tenían una relación fija con el dólar (y este con el oro), que podía modificarse bajo circunstancias que el Fondo Monetario Internacional (FMI) considerara como extremas. Bajo ese régimen, el centro de atención se concentraba en la balanza comercial y en la cuenta corriente de la balanza de pagos, ya que los flujos internacionales de capital se encontraban regulados. Fue en tal entorno donde surgieron enfoques sobre los desequilibrios de dichos balances, como el enfoque elasticidades, el enfoque ingreso-absorción, el enfoque desplazamiento, el enfoque monetario, y el enfoque fiscal de la Nueva Escuela de Cambridge. Dado que se trata de teorías hartamente conocidas, no se elaborará mucho al respecto, ya que nuestro interés es en analizar el período del RDWS.

Ahora bien, lo primero a considerar es que, mientras que la teoría del comercio internacional se ha desplazado de los mercados mundiales libremente competitivos e integrados a enfoques que enfatizan la diferenciación de productos, la competencia imperfecta, los mercados segmentados y los rendimientos crecientes, el análisis de las finanzas internacionales se ha movido en la dirección opuesta. Así, se plantea un mundo donde los mercados financieros se encuentran altamente integrados, bajo condiciones de alta flexibilidad de precios (dentro de los cuales está el tipo de cambio) y elevados niveles de competencia e información. Actualmente, en la determinación del tipo de cambio, el problema básico parece ser el desdoblamiento entre los tipos de cambio fijados en los mercados financieros y las variables “reales” que determinan el comercio internacional y los niveles de inversión. Precisar la conexión entre estos dos aspectos es el problema fundamental que constituye el núcleo mismo de las más recientes teorías del tipo de cambio (Harris, 1994). Hoy, las teorías de las finanzas internacionales son, en efecto, teorías del tipo de cambio. Pero son herederas de la tradición previa del RBW, cuando se basaban en modelos de la balanza de pagos. Bajo el RDWS, el problema consiste en establecer cómo los mercados de divisas definen el tipo de cambio, mientras que bajo el RBW el

problema era decidir la política de balanza de pagos a seguir. Una parte importante de este trabajo es el análisis de este desplazamiento teórico.

Proseguiremos con una evaluación de las crisis financieras desde la década del ochenta, haciendo énfasis también en las más recientes, es decir, las crisis mexicana (1994-95), asiática (1997-98), rusa y brasileña (1998), y argentina (2001). Ello nos permitirá presentar y estudiar las llamadas “generaciones” de modelos de crisis financieras (modelos de primera generación para las crisis de los ochenta, y modelos de segunda generación para las crisis de los noventa y actuales). Esto nos conducirá a una reconsideración, en la que se enfatiza el fracaso de los mercados para determinar un tipo de cambio de equilibrio en el largo plazo, dada la naturaleza altamente volátil de los mismos. Por último, se elaboran una serie de consideraciones finales, dentro de las cuales ocupa un lugar destacado la necesidad de establecer algún tipo de control internacional a los movimientos internacionales de capital especulativo de corto plazo, dentro del marco de una nueva arquitectura financiera internacional.

LOS TIPOS DE CAMBIO BAJO EL RÉGIMEN DE BRETTON WOODS (RBW): UN BREVE RECUENTO

El desempeño del sistema financiero internacional en un período histórico dado depende en gran parte del régimen de tipos de cambio en ese momento. Este constituye la principal fuerza motriz que le imparte al mismo su dinámica. Durante la vigencia de los acuerdos de Bretton Woods, que regularon las relaciones comerciales y financieras internacionales entre 1946 y 1971, los tipos de cambio en relación con el dólar eran fijos, y el dólar a su vez mantenía una relación fija con el oro de 35 dólares por onza, garantizada por el gobierno de Estados Unidos. Estos tipos de cambio eran ajustables, aunque su relativa estabilidad se daba por garantizada². Para los países del hoy llamado Grupo de los Siete, la estabilidad cambiaria fue sobresaliente. El tipo de cambio de la libra con el dólar, depreciado en 1949, permaneció estable hasta 1966. México, por su parte, mantuvo un tipo de cambio estable de 1954 a 1976, aunque para la mayoría de los países en desarrollo la estabilidad no era tan sólida.

Fue durante dicho período cuando se formularon la mayoría de las teorías sobre la determinación del tipo de cambio. Estas se fundamentaban en distintos enfoques sobre las causas de los desequilibrios en las distintas cuentas de la balanza de pagos, *particularmente la cuen-*

2 El tema de la génesis, desarrollo, declinación y colapso de la estructura financiera surgida en Bretton Woods, en 1944, ha sido tratado por nosotros en una serie de trabajos y ponencias presentados en varios eventos académicos, razón por la cual no nos extendemos aquí al respecto.

ta corriente, ya que por lo general la cuenta de capitales se encontraba sometida a fuertes regulaciones. Estas regulaciones, como bien se sabe, fueron propuestas e implantadas por Harry Dexter White y John Maynard Keynes, en su calidad de voceros de EE.UU. y Gran Bretaña en la conferencia que instauró el sistema financiero internacional que surgió de las cenizas de la Segunda Guerra Mundial.

La razón de ser de tales controles se basaba en las desastrosas experiencias del período entre las dos guerras mundiales, cuando los flujos especulativos internacionales de capital contribuyeron a la desestabilización y derrumbe del sistema de patrón oro, y a la desintegración del comercio multilateral, experiencias que han sido ilustradas en una abundante literatura (Yeager, 1969; Félix, 1996: 151-230; y Ashworth, 1979).

Ahora bien, es generalmente aceptado que el desempeño del RBW fue bastante satisfactorio en relación con regímenes previos como el del patrón oro (1881-1914), el de entreguerras (1919-1939), y el actual de tipos de cambio fluctuantes (RDWS)³. Pero el RBW incorporaba contradicciones que eventualmente lo conducirían a su colapso.

En efecto, los acuerdos de Bretton Woods no le proporcionaron suficiente liquidez al FMI, que nunca pudo realmente asumir el papel de banquero de última instancia a nivel internacional. Tal rol fue asumido por la Reserva Federal de los Estados Unidos, pues ese fue el único país objetivamente capaz de fijar el precio de su moneda en términos de oro.

Así, el dólar sustituyó al oro como patrón internacional, estableciéndose como la fuente de liquidez internacional. Esto implicó que su oferta a nivel internacional dependiera de la posición de balanza de pagos de EE. UU. Sobra decir que dicho país arrojaba anualmente grandes saldos favorables en su cuentas comercial y corriente, que se utilizaban para llevar a cabo sus compromisos militares y políticos a nivel mundial –bases militares y ayuda extranjera–, y para financiar las inversiones realizadas por sus corporaciones en el extranjero. Estas partidas, sin embargo, superaban la cuantía de los saldos favorables mencionados, y el resultado era un déficit que debía ser cubierto mediante una erosión anual en sus reservas de oro. Así se dio origen a la “paradoja de Triffin” (Triffin, 1960), formulada por el economista así llamado a finales de la década del cincuenta: tales déficits tenían su contraparte en crecientes reservas de dólares en los bancos centrales de otros países, que eventualmente no pudieron ser respaldadas por

³ Para una verificación empírica de esta aseveración, ver Félix (1996: 156-170). Historiadores económicos tales como Eric Hobsbawm (1991) y Robert Brenner (1998) hablan de este período como la “edad dorada del capitalismo”.

las reservas de oro de EE.UU. al tipo de cambio vigente. Esta situación llevó fortuitamente al colapso del sistema.

Ahora bien, fue durante la vigencia de este régimen financiero cuando se formularon varias de las más conocidas teorías de la determinación del tipo de cambio. Estas se elaboraron, en gran parte, en referencia a las características propias de economías desarrolladas, haciendo sólo alusiones secundarias al caso de los países en desarrollo. El foco de atención era el desequilibrio persistente en la cuenta corriente de la balanza de pagos, y los distintos enfoques intentaban dar respuesta a dos interrogantes: cuál es el origen del desequilibrio, y cuáles son los mecanismos de ajuste que llevan a la formulación de políticas económicas que lo producen.

ENFOQUES ALTERNATIVOS SOBRE EL MECANISMO DE AJUSTE DE LA BALANZA DE PAGOS

Los planteamientos teóricos sobre la determinación del tipo de cambio están estrechamente asociados con los diversos enfoques que se tengan sobre el mecanismo de ajuste de la balanza de pagos. Estos son variados, y pueden distinguirse entre los que se derivan de la teoría económica neoclásica y los que provienen de la macroeconomía keynesiana. Los primeros sostienen que son los cambios en el nivel de precios y en los precios relativos los que logran desplazamientos hacia puntos de equilibrio en la balanza de pagos. Para los segundos, en tanto, las variaciones en el nivel de producción e ingreso resultantes de los cambios en la balanza de pagos son la fuerza que posteriormente incide en la misma, asegurando mediante un proceso iterativo el desplazamiento hasta un eventual equilibrio.

La mayoría de estos enfoques se encuentran presentados en detalle en innumerables libros de texto sobre comercio internacional y relaciones financieras internacionales, o en los escritos originales de sus gestores, razón por la cual remitimos al lector a los mismos. Nos limitaremos a destacar que, dentro de la corriente ortodoxa, los principales son: el enfoque *elasticidades*, el enfoque *ingreso-absorción*, y el enfoque *monetario*. Fuera de la ortodoxia situaríamos a los enfoques *desplazamiento* (“switching”), y *fiscal de la Nueva Escuela de Cambridge*.

Básicamente, una teoría de la balanza de pagos debe establecer qué se considera como un desequilibrio de la misma, y dar respuesta a dos interrogantes clave: cuál es el origen del desequilibrio externo, y cuáles son las políticas y los mecanismos de ajuste. Entre estos últimos, la política de tipos de cambio ocupa un lugar primordial. Dentro de la corriente ortodoxa, los enfoques *elasticidades* e *ingreso-absorción* consideran que el problema fundamental es un déficit persistente en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Ninguno de los dos precisa

cuál es la causa, procediendo más bien a proponer una serie de mecanismos de ajuste que restablezcan el equilibrio. En ambos casos, el centro de atención es el corto plazo, y las diferencias básicas residen en el énfasis que se le da a los aspectos específicos del proceso de ajuste.

En efecto, el enfoque elasticidades (también llamado de precios relativos) centra su atención en el impacto de una devaluación en el saldo en cuenta corriente. Se requiere que dicha cuenta sea significativamente elástica a las variaciones del tipo de cambio, para que la devaluación constituya un mecanismo efectivo que corrija déficits persistentes en la cuenta corriente. Se basa en los supuestos altamente restrictivos de que la balanza está inicialmente en equilibrio, y que las ofertas de las exportaciones y las importaciones son infinitamente elásticas (a fin de que los precios relativos sean alterados únicamente por variaciones en el tipo de cambio y no por variaciones en la demanda). Un caso especial extremo se presenta cuando se cumple la “condición Marshall-Lerner”: para que una devaluación mejore la balanza comercial y la cuenta corriente se requiere que la suma de los valores absolutos de la elasticidad de demanda extranjera por exportaciones y la elasticidad de demanda interna por importaciones sea mayor que la unidad: $|\eta_x| + |\eta_m| > 1$.

Aparte de lo anterior, se prescinde de movimientos de capital –un supuesto heroico en la actualidad–, fluctuaciones en las tasas de interés y variaciones en la oferta monetaria. También se dejan de lado los efectos secundarios en los niveles de precios y de ingreso. Como puede verse, es un análisis limitado en sus objetivos, y corresponde básicamente a una época en la que el componente principal de la cuenta corriente era la balanza comercial, y la cuenta de capital no ocupaba el lugar crucial que tiene en la actualidad.

El enfoque ingreso, por su parte, fue desarrollado por discípulos de Keynes que consideraron necesario analizar el caso de una economía abierta, a fin de estudiar el proceso de ajuste de la balanza de pagos resultante de variaciones en el nivel de ingreso. Al aplicar la teoría keynesiana de la determinación del ingreso, es claro que las variaciones en las exportaciones y las importaciones, vía multiplicador, impactarán en el nivel de ingreso, y tales efectos influyen a su vez en la cuenta corriente. El grado de elaboración de estos modelos puede variar sustancialmente de autor a autor, pero en esencia este enfoque separa los cambios autónomos en las exportaciones y las importaciones de los cambios inducidos que resultan de las variaciones en el nivel de gasto agregado. Así, un desequilibrio originado por variaciones autónomas de las exportaciones y/o las importaciones puede ser compensado mediante una política económica activa que altere los componentes del nivel de gasto agregado. Sobra destacar que este tipo de enfoque es bastante impopular en la actualidad en la comunidad académica de economistas ortodoxos, ya que implica políticas económicas activas por parte del gobierno.

En lo que respecta al enfoque absorción, este constituye una variante del enfoque ingreso. Alexander (Alexander, 1952), en 1952, sugirió que una formulación basada en la brecha entre el nivel agregado de ingreso, por una parte, y el nivel total de gasto, por otra, constituía una forma más fructífera de tratar el problema. De este modo, si llamamos absorción al nivel de gasto interno ($A = C + I + G$), y ($B = X - M$) al saldo en cuenta corriente, entonces tenemos que $B = Y - A$.

Lo anterior implica que el saldo en cuenta corriente es la diferencia entre la producción y el nivel de absorción interno. El nivel de producción (ingreso) sería la determinante primaria de la absorción, y esta última determinaría la balanza en cuenta corriente. Sin embargo, la absorción también sería función de otras variables, dentro de las cuales el nivel de precios internos jugaría un papel importante. En general, los cambios en la cuenta corriente pueden expresarse como: $\Delta B = \Delta Y - \Delta A$. Así, puede verse que si la economía se encuentra operando a niveles menores a la plena utilización de los recursos, es posible mejorar la cuenta corriente aumentando el nivel de ingreso en una mayor cuantía que el nivel de absorción. Pero a pleno empleo, sólo reducciones en el nivel de absorción podrían mejorar la cuenta corriente.

Los anteriores enfoques son acompañados por otros un tanto difíciles de clasificar. Uno de ellos es el llamado enfoque desplazamiento (“switching”), que consiste fundamentalmente en una serie de recomendaciones de política discrecional por parte del gobierno, a fin de *desplazar* o desviar el gasto, de la producción importada hacia la producción doméstica, a fin de mejorar la balanza comercial. El abanico de recomendaciones es variado, y depende mucho del contexto donde se formule. En el caso de América Latina, las políticas de industrialización sustitutiva de importaciones (ISI) alentadas por sectores de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) dieron la pauta durante las décadas del cincuenta y del sesenta. Este conjunto de medidas puede incluir controles a las importaciones (listas de prohibida importación, aranceles, depósitos previos, licencias, controles de cambios, etc.) y estímulos a las exportaciones (subsidios, promociones, etcétera). Este tipo de enfoque ha estado adquiriendo popularidad en los últimos tiempos, como resultado de la cadena de crisis financieras que afectó a los países que adoptaron el neoliberalismo. Al igual que en los enfoques anteriores, el objeto de análisis también es el desequilibrio de la cuenta corriente.

Otro enfoque, esbozado inicialmente en la década del cincuenta por F. H. Hahn (Hahn, 1959: 110-125) y H. G. Johnson (Johnson, 1958), y desarrollado posteriormente por autores como Mundell, Jones, Kemp, Dornbusch, McKinnon y Negishi, es el enfoque monetario de la balanza de pagos. Aunque no debe confundirse con la escuela monetarista de Chicago propiamente dicha, puede afirmarse que es un derivado de la

misma en el sentido de que es una extensión para el caso de economías abiertas. De acuerdo con este enfoque, la variable relevante para analizar problemas de desequilibrio en la balanza de pagos no es la cuenta corriente, sino los movimientos en las reservas internacionales. Los desequilibrios en la balanza de pagos son considerados básicamente un fenómeno monetario, que surge cuando existe un exceso *ex ante* en la oferta monetaria, de manera que el análisis pertinente no se dirige a la balanza comercial ni a la cuenta corriente, sino a los cambios en las reservas internacionales, que es lo que queda tras los movimientos reales y de capital. Así, el desequilibrio en la balanza de pagos es un síntoma de desequilibrio monetario, que se corregirá automáticamente, sin necesidad de política discrecional por parte del gobierno.

El enfoque sostiene que la variación en las reservas internacionales es, ante todo, un fenómeno monetario. Como quiera que la balanza de pagos es una medida de los flujos monetarios, estos solamente pueden ser explicados mediante desequilibrios entre la oferta y la demanda de dinero.

La diferencia entre los ingresos y los gastos agregados de los residentes y no residentes de un país dado determinan las variaciones en las reservas internacionales. Entonces, un déficit en cuenta corriente refleja un exceso de demanda en el flujo de bienes y servicios, mientras que un saldo positivo en la cuenta neta de capitales refleja un exceso de oferta de activos a agentes económicos extranjeros. El enfoque monetario se explica por lo general mediante modelos que relacionan la balanza de pagos con el mercado de dinero.

En última instancia, las variaciones en las reservas internacionales terminan siendo una función directa de la demanda por saldos reales y nivel de precios, y una función inversa de la oferta de dinero, la cual es identificada con el crédito doméstico. La conclusión fundamental del modelo es que el crecimiento (o disminución) de las reservas internacionales está inversamente relacionado con la creación de crédito doméstico. Se conservan los supuestos básicos de la escuela monetarista de Chicago, esto es: que la demanda por dinero es función de un conjunto de variables macroeconómicas –tales como el ingreso real (y) y la tasa de interés (i)– que muestran un comportamiento relativamente estable y predecible; que la oferta de dinero está exógenamente determinada; que la economía opera a niveles cercanos a la plena utilización de recursos (o, lo que es igual para dicha escuela, que se opera con un nivel de desempleo “no acelerador de la inflación”); y que los cambios en el acervo de dinero no afectan a las variables reales de la economía, al menos en el largo plazo.

El argumento es simple: el incremento en el crédito doméstico crea un exceso de oferta monetaria que se manifiesta en una mayor demanda interna por bienes y servicios. Si la economía se encuentra

cercana a un nivel correspondiente a la “tasa natural” de empleo, el exceso de liquidez en manos del público se desbordará, dirigiéndose hacia la compra de bienes y servicios y activos en el exterior. Esto, obviamente, deteriorará las cuentas corriente y de capitales, traducándose en una reducción de las reservas internacionales. Este proceso continúa hasta que se restaura el equilibrio en el mercado monetario. Aunque el modelo fue formulado inicialmente bajo el supuesto de un tipo de cambio fijo durante el período de Bretton Woods, es posible relajar tal supuesto. También se supone la “ley del precio único”, es decir, que los mercados son eficientes, y que el arbitraje en los mismos asegura que se igualen los precios internos y externos de bienes y servicios (expresados en moneda local, según el tipo de cambio vigente) y los rendimientos de todo tipo de activos.

Otro enfoque que debe mencionarse es el enfoque fiscal de la Nueva Escuela de Cambridge, que destaca las interrelaciones entre el saldo fiscal y el saldo externo, estableciendo una relación causal –aunque por razones que difieren del enfoque monetario– entre el déficit del sector público y el déficit en la cuenta corriente. Sus críticos señalan que la causalidad puede ir en ambas direcciones, y que los supuestos del modelo son extremadamente rígidos.

Aunque existen también otros enfoques adicionales, los anteriores constituyen los primordiales, y en ellos se basan las principales teorías de la determinación de los tipos de cambio.

LA DETERMINACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO EN LA TEORÍA Y EN LA PRÁCTICA

Como se mencionara, las teorías sobre la determinación del tipo de cambio están estrechamente asociadas con los enfoques sobre el mecanismo de ajuste de las cuentas de la balanza de pagos.

Actualmente, las más destacadas son: la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA), la de la paridad de los tipos de interés, los modelos monetaristas, la de “la balanza de pagos”, la que considera los tipos de cambio como precios de activos (modelo Mundell-Fleming) y los modelos de “expectativas racionales”. Dado que los aspectos básicos de dichas teorías se han presentado con detalle en infinidad de obras y textos sobre comercio y finanzas internacionales, haremos aquí tan sólo una referencia muy somera y general (Krugman y Obstfeld, 1998).

Lo primero que debe tomarse en cuenta al analizar estas teorías es que su perspectiva es de mediano y largo plazo, en un contexto de tipos de cambio fijos y generalizados (RBW). Se trata de establecer el nivel al cual se fija el tipo de cambio en tal entorno, y qué variables determinan la necesidad de ajustarlo. El centro de atención es la cuenta corriente porque sólo en la misma era permisible la libre convertibili-

dad de las monedas. Se consideraba que los movimientos en la cuenta de capitales jugaban un papel secundario, ya que esta cuenta usualmente se encontraba sometida a regulaciones.

En las teorías de la PPA y de la paridad de los tipos de interés, el elemento esencial es el arbitraje ejercido por los agentes económicos, tanto en los mercados de bienes y servicios para la PPA, como en los mercados financieros para la paridad de intereses.

En el caso de la PPA, el tipo de cambio *nominal* lo determinaría la relación entre el precio en la moneda de cada país de una canasta de bienes y servicios idéntica. Las *variaciones* en el tipo de cambio, por su parte, dependerían de los diferenciales en las respectivas tasas de inflación en los países considerados⁴. El arbitraje determinaría que los bienes y servicios intercambiados entre países tiendan a tener el mismo precio, expresado en las diferentes monedas existentes.

Como en el caso de la teoría cuantitativa del dinero, esta teoría data de hace mucho tiempo (comienzos del siglo XIX), aunque sólo fue formalizada a principios del siglo XX por el economista sueco Gustav Cassell. No obstante su amplia utilización, su apoyo empírico es bastante tenue en la actualidad. En las palabras de Rudiger Dornbusch, “es una de esas regularidades empíricas que son lo bastante ciertas a través de largos períodos de tiempo como para recabar nuestra atención, pero de las que surgen desviaciones lo bastante importantes a corto plazo” (Dornbusch, 1981: 12). Las barreras aduaneras y los costos de transporte, por ejemplo, pueden resultar en desviaciones importantes de la PPA.

A la paridad de los tipos de interés se la asocia con John M. Keynes, quien consideró al tipo de cambio como el precio de un activo (Keynes, 1992). También está basada en el arbitraje, en este caso en los mercados financieros. Se parte de la opción que tienen los inversionistas entre activos denominados en diferentes signos monetarios, con sus correspondientes rendimientos calculados en términos de tasas de interés. Es posible demostrar que el arbitraje en los mercados financieros trae como consecuencia que *la tasa esperada de cambio en el tipo de cambio es igual al diferencial internacional en las tasas de interés*. Entre más estables sean las tasas de interés, y menores sean las expectativas de que estas se alteren, menores serían los diferenciales internacionales en las tasas de interés como consecuencia del arbitraje. En términos de fórmulas tendríamos que $\Delta e^E/e = i - i^*$, donde $\Delta e^E/e$ es el cambio esperado en el tipo de cambio, e , $e - i - i^*$ es la diferencia existente entre la tasa de interés doméstica (i), y la tasa de interés internacional (i^*).

4 Así, $e = P_d/P_f$, donde e es el tipo de cambio de la unidad de moneda extranjera expresada en términos de la moneda nacional; P_d es el nivel de precios nacional, y P_f es el nivel de precios extranjero. La tasa de variación del tipo de cambio está dada por $de/e = dP_d/P_d - dP_f/P_f$.

Obviamente, $e = \Delta e^E / (i - i^*)$. Este sería el caso de la “paridad no cubierta de la tasa de interés”⁵.

En la actualidad, sin embargo, se sustituye el desconocido e incierto tipo de cambio *esperado* a futuro por un tipo de cambio a futuro de carácter contractual. Las diferencias observadas en las tasas de interés serían iguales al premio o descuento del tipo de cambio a futuro (*forward*, F) por sobre el tipo de cambio a la vista (*spot*, S). Es lo que se denomina la “paridad cubierta de la tasa de interés”. De nuevo en términos de fórmulas, tendríamos que $(F - S)/S = i - i^*$. Naturalmente, $S = F - S/(i - i^*)$ ⁶. Como se verá luego, esta teoría juega un papel importante en el análisis de la determinación del tipo de cambio en el actual entorno especulativo. También en este caso, la sustentación empírica en el contexto actual es casi nula, y sólo parece encontrar alguna validez en el caso de la paridad cubierta de los intereses (Blecker, 1998).

La teoría monetaria de los tipos de cambio, como es evidente, constituye una extensión del enfoque monetario de la balanza de pagos: en este, eran los excedentes en la demanda u oferta en los mercados de dinero los que determinaban los cambios en las reservas internacionales de divisas de un país. Los tipos de cambio serían establecidos por las diferentes tasas de crecimiento en la oferta monetaria de los distintos países, es decir, por las políticas monetarias que estos apliquen.

Los modelos adscritos a esta escuela –Frenkel y Johnson, Mussa, Bilson, etc.– suelen combinar la teoría de la PPA con la teoría cuantitativa del dinero a fin de determinar el tipo de cambio. Las variables pertinentes serían las ofertas relativas de dinero, las velocidades medias y los ingresos reales en los dos países. En general, si se mantienen dadas las demás variables, el tipo de cambio se depreciará si el acervo nominal de dinero de un país aumenta relativamente con respecto al de los países extranjeros⁷. Dado que en el contexto actual, la posibili-

5 Supongamos que 1 peso puede ser invertido internamente a intereses anuales de i , obteniendo $(1 + i)$. Si la tasa de interés externa, i^* , es mayor que la interna ($i^* > i$), se podría invertir en el exterior pero con el riesgo de variaciones en el tipo de cambio. Convirtiendo todo a pesos, al tipo de cambio actual, e , el arbitraje aseguraría que: $(1 + i)e = (e + \Delta e^E)(1 + i^*)$. Con algún manipuleo algebraico, y suponiendo que $\Delta e \cdot i^*$ es insignificante, podemos determinar el tipo de cambio y sus variaciones esperadas: $e = \Delta e^E / (i - i^*)$; $\Delta e^E / e = (i - i^*)$.

6 En este caso, el arbitraje logrará que $(1 + i)S = (1 + i^*)F$. Reordenando y restando la unidad de ambos lados, tenemos: $(1 + i)/(1 + i^*) - 1 = (F/S) - 1$, es decir, $(i - i^*)/(1 + i^*) = (F - S)/S$. Dado que $(1 + i^*) \sim 0$, tenemos que: $(F - S)/S = i - i^*$.

7 Si se parte de la ecuación cuantitativa del dinero, $MV = Py$, tendremos que $P = V(M/y)$. Ahora bien, de acuerdo con la PPA tenemos que $P = eP^*$. Sustituyendo: $eP^* = VM/y$. Despejando a e , tenemos que: $e = (1/P^*)(VM)/y$. Si se supone que P^* se determina de la misma manera, y $e = P/P^*$, entonces $e = [(MV/y)]/[(M^*V^*)/y^*] = (M/M^*)(V/V^*)(y^*/y)$. Así, lo relevante para la determinación del tipo de cambio serían las ofertas relativas de dinero, dada la estabilidad de las velocidades y los ingresos reales de los dos países.

dad de proseguir políticas monetarias expansionistas es poco menos que nula, la influencia de esta teoría ha declinado sustancialmente, aunque todavía recibe una atención considerable.

La teoría de la balanza de pagos, por su parte, es una teoría con una perspectiva multidimensional, en el sentido de que contempla la influencia de un cierto número de variables en la determinación del tipo de cambio de equilibrio y sus fluctuaciones. Podría expresarse en términos de una ecuación dada, como la siguiente: $B = C(eP^*/P, y, y^*) + K(i, i^*, s)$. Los cambios en las reservas internacionales están representados por B , siendo C la cuenta corriente y K los flujos netos de capital. EP^*/P expresa el precio relativo de los bienes extranjeros (y , por lo tanto, la competitividad doméstica), e y P son el tipo de cambio y el nivel interno de precios, P^* es el nivel de precios extranjero, i e i^* son las tasas de interés doméstica e internacional, mientras que y e y^* son los niveles reales de ingreso interno y foráneo, respectivamente. Se añadiría s , una variable especulativa. Así, el tipo de cambio vendría a ser determinado por los siguientes factores: $e = f(y, y^*, i, i^*, P^*/P, s)$. Se concibe como un “precio” cuyo nivel de equilibrio “despeja” (vacía) un conjunto de balances macroeconómicos.

El problema con esta teoría es que en el actual sistema financiero internacional el tipo de cambio dista mucho de ser un “precio” que se ajusta para equilibrar mercados. Como veremos, el tipo de cambio sí está influenciado por estas variables macroeconómicas (y a la vez las influencia) en la medida en que las “relaciones macro fundamentales” influyen en la configuración de las percepciones convencionales de los agentes económicos.

Existen, por último, otras teorías cuya perspectiva es de corto plazo, y centran su análisis los precios relativos de los activos financieros. Nos referimos a los modelos Mundell-Fleming y de “expectativas racionales” y a la teoría de “selección de cartera”.

LA DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EN EL ENTORNO DE LA GLOBALIZACIÓN

¿Cómo han resistido estas teorías la dura prueba actual impuesta por la globalización? Debe tomarse en cuenta que fueron formuladas en el contexto de los acuerdos de Bretton Woods, y el tratamiento teórico que se le daba entonces a un tipo de cambio fluctuante suponía que los demás países mantenían el suyo fijo, y se lo consideraba como un caso de excepción. Una situación como la actual, donde *todos* los tipos de cambio son potencialmente fluctuantes, sólo fue recientemente considerada en la teoría, y hoy poseemos más interrogantes que respuestas.

Lo cierto es que la utilidad efectiva de las teorías sobre la determinación del tipo de cambio esbozadas más arriba es hoy en día bastante

relativa, ya que se refieren fundamentalmente a las balanzas comercial y de cuenta corriente. Desde luego, todas estas teorías también consideran los movimientos en la cuenta de capital, pero debe tomarse en cuenta que el papel jugado por los flujos de capital –particularmente los especulativos de corto plazo– durante el período de vigencia del RBW, no era ni remotamente comparable al rol preponderante que ahora tienen.

En efecto, el lugar clave en la determinación de los tipos de cambio y sus fluctuaciones lo tienen los flujos de capital a corto plazo, en cuya conformación resultan fundamentales las expectativas, que no son necesariamente “racionales” en el sentido dado al concepto por la teoría económica ortodoxa. Los intentos de explicar hoy en día cómo se establecen los tipos de cambio bajo el RDWS se encuentran, por así decirlo, en sus albores. Como acertadamente lo destacan John Eatwell y Lance Taylor, “A pesar del papel crucial que juegan tanto el nivel como los cambios en los tipos de cambio en la economía internacional, explicaciones satisfactorias de cómo estos son determinados son notorias por su ausencia” (Eatwell y Taylor, 2000: 54).

No es sorprendente que ello sea así. El desmantelamiento del marco regulacionista asignado a las instituciones surgidas en Bretton Woods como consecuencia de la aparición de un gigantesco sector financiero internacional privado con una autonomía relativa propia, ha llevado a que la determinación de los tipos de cambio se produzca principalmente como resultado de las apuestas especulativas de los inversionistas en los mercados financieros internacionales, particularmente los mercados mundiales de divisas. Estas apuestas, por naturaleza, tienden a ser volátiles, y el análisis de su formación cae en el terreno de las reflexiones especulativas más que en el de las construcciones teóricas sólidamente fundadas. Cualquier intento de dar explicación teórica a la determinación de los tipos de cambio bajo el RDWS debe tener como referencia obligada el proceso de globalización actualmente en curso. Este es un proceso objetivo multidimensional, y no sólo económico, cuya expresión más determinante, de acuerdo con el investigador español Manuel Castells, “es la interdependencia global de los mercados financieros, permitida por las nuevas tecnologías de información y comunicación y favorecida por la desregulación y liberalización de dichos mercados” (Castells, 2002: 38). Efectivamente, en dichos mercados se intercambian por día unos 2 billones de dólares, mayoritariamente con fines de carácter especulativo (Puyana Ferreira, 2002)⁸. Esto necesariamente nos lleva al terreno de la formación de expectativas.

8 Para una presentación más elaborada de las principales características del actual sistema financiero internacional, ver Puyana Ferreira (2002).

De acuerdo con John Eatwell y Lance Taylor, la determinación del tipo de cambio es actualmente un proceso complejo que depende de las expectativas volátiles de inversionistas especuladores que operan en los mercados mundiales de cambios. Según estos autores, más del 90% de las transacciones en los mercados cambiarios son a menos de un año, es decir, son de carácter especulativo. También influyen significativamente las transacciones en títulos bursátiles de todo tipo, lo mismo que la actividad bancaria internacional. Lo anterior le imprime al RDWS dos importantes características: 1) su *alta volatilidad* y 2) su *susceptibilidad al contagio*. La primera se debe a que las tasas de interés, los tipos de cambio, y los precios de los activos están sujetos a grandes fluctuaciones en el corto plazo, y a virajes en el mediano y largo plazo. La segunda corresponde al “comportamiento de horda” de los especuladores financieros, lo que lleva a que sus percepciones, *correctas o no*, sobre posibles dificultades macroeconómicas de un país se propaguen hacia toda una región o la comunidad económica internacional entera. Es este segundo aspecto el que muchos analistas consideran como crucial en la determinación de los niveles y los tipos de cambio.

En efecto, el tipo de cambio y sus fluctuaciones dependen de expectativas influidas por la “sabiduría convencional” incorporada en un cierto conjunto de relaciones macroeconómicas –conocidas en la literatura como “fundamentales”– que se suponen válidas por naturaleza en el actual mundo de “pensamiento único”. Esto independientemente de si dichas relaciones y su análisis teórico son válidos o no. Desde luego, el soporte teórico de tales “fundamentales” lo proporciona la teoría económica ortodoxa. Subyacentes en el mismo se encuentran la Teoría cuantitativa del dinero, la Ley del precio único (o PPA), la Hipótesis de los mercados eficientes, el Teorema fundamental de la economía del bienestar, y otros postulados de la teoría económica convencional que siempre han sido sujeto de acaloradas controversias.

Así, se supone que “los fundamentales” de un país están correctos cuando: el déficit fiscal es un porcentaje casi nulo del PIB; la tasa de inflación no excede la prevaleciente a nivel internacional (o en su principal socio comercial); el gobierno prosigue políticas económicas aperturistas; las políticas monetaria y fiscal son “sensatas” (es decir, restrictivas), etcétera. Dado un conjunto de valores asumido por “los fundamentales”, los inversionistas especuladores a nivel individual tratan de establecer, en las palabras de Eatwell y Taylor, “lo que todos los demás en el mercado piensan que los demás piensan” (Eatwell y Taylor, 2000: 12-13).

Para dichos autores, al estar los mercados dominados por esta “opinión promedio sobre lo que será la opinión promedio”, surge un premio enorme a cualquier información o señal que proporcione pistas sobre posibles virajes en tal opinión promedio cuando ocurren cambios en los even-

tos corrientes. Según afirman, “estas señales deben ser simples y nítidas. Interpretaciones sofisticadas de los datos económicos no proveerían una dirección clara. De allí que los mercados monetarios y de divisas quedan dominados por consignas (*slogans*) simples” (Eatwell y Taylor, 2000: 12-13).

¿Y cuáles son tales consignas? Pues justamente las propuestas usualmente identificadas con la política económica neoliberal: “mayores déficits fiscales llevan a tasas de interés más altas, una oferta de dinero incrementada resulta en una tasa de inflación más elevada, el gasto público es malo, el desempleo en descenso siempre conduce a una inflación acelerada, y así sucesivamente” (Eatwell y Taylor, 2000: 12-13). Nótese que todos estos eslóganes encuentran su fundamento último en formulaciones de largo arraigo en la teoría económica convencional, tales como la teoría cuantitativa del dinero, la Ley de Say, etcétera. Independientemente del pretendido carácter científico de dichas propuestas, lo pertinente es que la opinión promedio cree en ellas: “Durante períodos sustanciales de tiempo los mercados pueden ser estabilizados por la convención –todos creen que todos los demás creen que la economía es saludable y los mercados son fundamentalmente estables. Pero si la convención es cuestionada, o peor aún, derrumbada por un cambio significativo en las creencias, entonces los valores de los activos financieros pueden remontarse a grandes alturas o desplomarse a nada [...] No importa si las consignas simplistas de la sabiduría convencional que dominan los mercados financieros son verdaderas o falsas. Lo que importa es que la opinión promedio cree que son verdaderas. La opinión promedio es reforzada al designar como ‘fundamentales’ a esas creencias [...] Es lo que la opinión pública cree que es un fundamental” (Eatwell y Taylor, 2000: 12-13).

Podrían citarse varios casos del anterior proceso, aunque el más conocido es el de los países del Sudeste asiático. Antes de la crisis de 1997-98, sus indicadores “fundamentales” eran impecables. Sin embargo, un cambio en las percepciones de los inversionistas en el caso de Tailandia llevó a un retiro masivo de capitales, no sólo de ese país, sino de casi todos los del área. No nos extenderemos al respecto, dada la abundante literatura sobre el tema.

TEORIZACIÓN ECONÓMICA DE LAS CRISIS FINANCIERAS GLOBALIZADAS

Tras la formal finalización del RBW, la teorización sobre la determinación de los tipos de cambio intentó tomar también en consideración la cuenta de capitales, aunque rebasando los límites del modelo Mundell-Fleming. De acuerdo con Laurence Harris, “los nuevos modelos de la cuenta de capital y de la selección de activos se relacionaban con el sistema financiero mundial que se desarrolló en los 1970 –un sistema [...] caracterizado por tasas de cambio fluctuantes y mercados interna-

cionales de capital integrados— aunque por supuesto el grado actual de flexibilidad e integración del mercado no se equiparaba con los supuestos simplificadores de aquellos modelos” (Harris, 1994: 117).

Esencialmente, se planteaba que la base de la determinación de los tipos de cambio en el nuevo entorno internacional (RDWS) eran las *expectativas racionales* y la *hipótesis de los mercados eficientes*, que los tipos de cambio se determinaban en los mercados de divisas a través de la selección de activos basada en expectativas racionales, y que además el arbitraje eficiente en los mercados financieros sí era existente.

Tomando un antiguo trabajo de Milton Friedman (Friedman, 1953: 157-203), se afirmaba que cuando no había intervención estatal alguna, los tipos de cambio alcanzaban un equilibrio que reflejaba “los fundamentales”, ya que de otra forma los especuladores perderían dinero sistemáticamente. Se asumía que los mercados eran eficientes, y que por lo tanto los precios reflejaban plena e instantáneamente toda la información, de manera que ningún operador de mercado podía aprovecharse de conocimientos especiales a fin de obtener ganancias extras.

Tras la cadena de crisis financieras de los noventa, cuya frecuencia y severidad no tenían precedentes, tales ilusiones sufrieron un duro golpe y quedaron bastante desacreditadas. La conveniencia de abrir abrupta e indiscriminadamente la cuenta de capitales de la balanza de pagos quedó sometida a serios cuestionamientos. Economistas del calibre de Joseph Stiglitz y Paul Krugman plantean ahora la necesidad de controles a los flujos de capitales en los casos de países que confrontan afluencias masivas y repentinas de capitales de corto plazo —principalmente especulativos— que de un momento a otro cambian de dirección, con consecuencias desastrosas para los mismos.

Por otra parte, un número creciente de economistas ha producido una serie de trabajos sobre el tema, subrayando la necesidad de *explicar* adecuadamente estos procesos, y no solamente señalar la naturaleza volátil del actual sistema financiero internacional. De acuerdo con Korkut Erturk, economista de la Universidad de Utah, “bajo condiciones de liberalización de la cuenta de capitales, el tipo de cambio se convierte de hecho en tan sólo otro precio de activo que puede ser sujeto de especulación. Así, justo como cualquier otro precio de activo con horizonte a futuro, los rumores, ruidos y sentimientos del inversionista, al menos en el corto plazo, son más importantes que lo que ocurre en la economía real⁹. Así, la cuestión es si la dinámica de las finanzas especulativas puede ser establecida en cualquier forma sistemática

9 En la literatura empírica está hoy en día bien establecido que las fluctuaciones del tipo de cambio, al menos en el corto plazo, están completamente desasociadas de las variaciones en los “fundamentales” macroeconómicos (Flood y Rose, 1999: 660-672).

diferente de simplemente observar que los desplazamientos abruptos en los sentimientos del inversionista causan estragos en los mercados financieros, y que existen los efectos de contagio” (Erturk, 2003: 3).

En efecto, tanto el autor como un creciente número de estudiosos de la materia, están intentando actualmente elaborar un análisis “estilizado” de las crisis financieras recientes. Se trata de una tarea bastante ambiciosa y difícil, dado que dichas crisis dependen en un alto grado de las expectativas volátiles de los inversionistas especulativos internacionales¹⁰.

Al analizar la literatura pertinente, el primer aspecto que salta a la vista es que la mayoría destaca la enorme diferencia entre las crisis cambiarias de los años ochenta y las de los noventa. Mientras que las crisis de la década del ochenta se consideraban relativamente predecibles, y causadas fundamentalmente por desequilibrios en la cuenta corriente, las de los noventa eran impredecibles y surgían por fenómenos relacionados con la evolución de la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Como consecuencia de estas diferencias, es usual plantear la existencia de varias generaciones de modelos de crisis (Erturk, 2003: 8; Bajo Rubio, 2002: 118).

Suele entenderse por “modelos de primera generación” a los surgidos para explicar las crisis cambiarias de los ochenta. En ellos juega un papel primordial la evolución desfavorable de los “fundamentales”, particularmente la cuenta corriente, lo que eventualmente tiene un impacto negativo en el tipo de cambio.

Formulados bajo la influencia de las experiencias que supuestamente atravesaron los países del Cono Sur sudamericano entre fines de la década del setenta y comienzos de la del ochenta, constituyen lo que podría llamarse el punto de vista tradicional, asociado a una formulación inicialmente planteada por Paul Krugman (1998). Se creía que un país afrontaba un ataque especulativo contra su moneda, y por lo tanto atravesaba una crisis cambiaria y financiera, cuando sostenidos y crecientes déficits fiscales¹¹, financiados a través de emisiones monetarias

10 Aparte de los esfuerzos pioneros de Krugman (1998), tomamos nota de Erturk (2003) y Palma (2000). Aunque se refiere a la medición del riesgo, también cabe mencionar a Vilariño Sanz (2001).

11 Erturk cuestiona que tal hubiese sido realmente la experiencia de los países del Cono Sur, ya que estos se encontraban experimentando programas antiinflacionarios en el entorno de una cuenta de capital liberalizada, y utilizaban el tipo de cambio como un ancla en contra de la inflación. Ese autor, y varios otros, creen que el énfasis en los crecientes gastos del gobierno y los déficit fiscales está fuera de lugar. En realidad, lo que estos programas intentaban era reducir la inflación mediante una reducción creciente de la tasa de devaluación. Al no caer la inflación al mismo ritmo que el tipo de cambio, tomó lugar una apreciación real de la moneda. Esto llevaría eventualmente a los ataques especulativos contra la misma.

(monetización), resultaban en una progresiva disminución de sus reservas internacionales. El inexorable proceso inflacionario que necesariamente acompañaba este tipo de financiamiento deficitario llevaba a una sobrevaluación del tipo de cambio, con el consecuente deterioro de las balanzas comercial y corriente. Una vez que la caída en las reservas internacionales sobrepasaba un cierto umbral crítico, sobrevenía un ataque especulativo contra el tipo de cambio prevalectante. Puede verse que en estos modelos la cuenta corriente, y los “fundamentales” en general, son los factores decisivos en la formación de las expectativas.

En tanto, los “modelos de segunda generación” parten de la acepción generalizada de que las crisis cambiarias se transformaron sustancialmente en los noventa, aunque todavía no parece surgir un consenso respecto de lo que esto conllevó. La literatura sobre el tema es abundante, y una revisión de la misma permite establecer que lo fundamental en este segundo tipo de modelos son las *expectativas*, que se convierten en profecías autoconfirmadas.

Sin embargo, el balance de importantes autores sobre los modelos en cuestión difiere esencialmente. Según el trabajo de Erturk ya citado, Radalet y Sachs en su conocido trabajo sobre la crisis asiática (Radalet y Sachs, 1998: 1-90), esbozan cinco diferentes tipos de crisis –mientras que Paul Krugman establece tres distintas generaciones de modelos de crisis (Krugman, 2000)–, que en última instancia pueden ser reclasificados en dos grupos: los modelos de primera generación, impulsados por los “*fundamentales*”, y los de segunda generación, impulsados por las *expectativas*. Esta última distinción se traza porque se produjo un *cambio en la forma en que se configuran las expectativas de los inversionistas*, que son las que regulan los flujos internacionales de capital.

En efecto, en los años ochenta era el déficit en la cuenta corriente resultante de la evolución de los “fundamentales” el que aumentaba el riesgo de devaluación, jugando así un papel decisivo en la formación de las expectativas. En los noventa, ya había ocurrido una transformación institucional en la economía mundial, y los mercados de activos secundarios, tales como los derivados y los futuros, se habían expandido explosivamente por todo el planeta. Así, en un simposio sobre la globalización que tuvo lugar en el año 2000, Paul Krugman (2000) declaraba que “en los noventa la especulación con los precios variables de los activos y consideraciones de riesgo soberano toman el centro del escenario [...] Mientras que activos de precios fijos en la forma de préstamos bancarios eran el principal conducto de los flujos de capital financiero hacia las economías en desarrollo en los ochenta, activos de precios variables tales como bonos y acciones parecen haber tomado su lugar en la siguiente década. Así, la mejor designación para el primer tipo de crisis podría ser la de *impulsada por la cuenta corriente*, mientras que *impulsada*

por la cuenta de capital podría serlo para las del segundo tipo” (Ertuk, 2003: 9). Cabe anotar que esta opinión es crecientemente compartida por investigadores provenientes de variadas vertientes del pensamiento económico¹².

Puede verse, entonces, que la actual volatilidad de las relaciones financieras internacionales, donde las expectativas erráticas de los inversionistas especulativos de corto plazo tienen un rol fundamental, ha llevado a que la determinación de los tipos de cambio sea un problema bastante incierto. Por una parte, todas las teorías previamente existentes son actualmente irrelevantes, ya que fueron formuladas en un entorno totalmente diferente (el RBW), mientras que las actuales se encuentran en sus albores y confrontan el difícil problema de incorporar expectativas volátiles configuradas en el marco de incertidumbre propio del RDWS.

En realidad, la única generalización posible hoy es la de señalar que los tipos de cambio son determinados en la cuenta de capitales de la balanza de pagos, y que en dicha determinación resultan decisivas las expectativas volátiles de los inversionistas especulativos de los mercados cambiarios.

Esta es la razón por la cual han surgido múltiples opciones teóricas, cada una de ellas dependiente del tratamiento dado a la formación de expectativas. Creemos que tal situación continuará, hasta tanto no se defina lo que se da en llamar una nueva arquitectura financiera internacional, hecho que difícilmente puede vislumbrarse para el futuro inmediato.

CONCLUSIONES

El surgimiento de aparatosas crisis cambiarias y financieras en una serie de países en la década del noventa, con desastrosas consecuencias económicas, políticas y sociales, tenía necesariamente que producir no sólo una abundante literatura analítica sobre las causas de las mismas,

12 De acuerdo con el economista español Óscar Bajo Rubio, “los modelos de ‘primera generación’ relacionan los ataques especulativos con los ‘fundamentos’, de manera que los países experimentan crisis cambiarias porque en última instancia llevan a cabo políticas monetarias o fiscales insostenibles, o bien sufren un deterioro de su competitividad, lo que los obliga eventualmente a abandonar el tipo de cambio fijo. En los modelos de ‘segunda generación’, por el contrario, los ataques especulativos pueden aparecer incluso en ausencia de problemas con los ‘fundamentos’, esperados o futuros. Ello va a ocurrir porque los ataques se autoafirman (esto es, si se espera que ocurran, terminarán ocurriendo), desplazando el tipo de cambio de un equilibrio a otro. Simplificando el argumento, podríamos decir que en los modelos de ‘primera generación’ los mercados anticipan la crisis, mientras que en los modelos de ‘segunda generación’ son los mercados los que provocan la crisis” (Bajo Rubio, 2002: 120).

sino también una reacción adversa a las políticas económicas que pudieron ocasionarlas. En general, se considera que, independientemente de si fueron factores reales o financieros, *la apertura de la cuenta de capitales está centralmente implicada*.

La liberalización de la cuenta de capitales permitió inicialmente la entrada de enormes flujos de capitales, principalmente especulativos de corto plazo, sin coordinación alguna. Esta fue seguida de enormes flujos de salida de dichos capitales, siendo la consecuencia una crisis cambiaria y financiera que usualmente se propagó a otros países, sin que estos tuvieran mayores relaciones con el país afectado.

Los años que anteceden a la liberalización de la cuenta de capitales se caracterizaron por persistentes saldos negativos de la misma. Tras la liberalización, siguió un período de torrenciales y abruptas percepciones netas de capitales. En *todos* los casos, el proceso culminó en una crisis financiera masiva¹³. Las causas específicas de cada una de ellas es objeto de debate, ya que las entradas masivas de capitales han resultado en el surgimiento de burbujas especulativas de distinto tipo, cuyo eventual estallido fue el factor fundamental que dio lugar a la crisis. Qué tipo de burbuja especulativa surja depende de cada caso analizado¹⁴.

Al predecir los inversionistas el posible estallido de la burbuja en cuestión, llevan a cabo acciones que resultan en el estallido de la crisis, independientemente de lo que ocurra con los “fundamentales”.

En cuanto a los tipos de cambio propiamente dichos, en el sistema actual de tipos de cambio fluctuantes (RDWS) muchos países fijan sus tipos de cambio relacionando sus monedas con la de su principal socio comercial, o con una canasta de monedas, que es un promedio ponderado de las divisas de los principales socios comerciales.

Otros países optan por una flotación “sucia”, lo cual quiere decir que esta es permitida dentro de ciertos límites o topes establecidos por las autoridades monetarias, que intervienen activamente en el mercado cambiario cuando dichos límites son rebasados. Otra opción es un régimen de deslizamiento o mini-devaluaciones periódicas (devaluación reptante), dependiente de las diferencias inflacionarias con

13 Esto, sin embargo, no es necesariamente válido para todos los países que emprenden liberalizaciones de este tipo, tal como lo demuestra el caso de varios países latinoamericanos (Colombia, Ecuador, etcétera).

14 En los casos de México y Corea, la oleada de afluencias de capitales se manifestó en una expansión del crédito, que en el primer caso fue empleado en un incremento en el consumo y la especulación bursátil, mientras que en el segundo caso se destinó a la inversión. Brasil evitó los considerables aumentos en el consumo de México, para no repetir su trayectoria. Tailandia e Indonesia combinaron ambas utilidades. Para un tratamiento detallado, ver Palma (2000: 30-31).

el principal socio comercial, a fin de mantener la paridad del poder de compra, es decir, la competitividad internacional. Estas opciones requieren que los mercados financieros tengan confianza en la credibilidad del país que las implementa. En general, estas experiencias han sido efímeras, y los países que las llevaron a cabo se vieron eventualmente forzados a abandonarlas, remplazándolas con alguna de dos alternativas polares: un tipo de cambio rígidamente fijo (o la dolarización completa), o un tipo de cambio totalmente fluctuante. La mayoría ha optado por la segunda medida.

En efecto, adoptar un tipo de cambio fijo implica que la moneda del principal socio comercial termine sustituyendo a la moneda nacional. En su versión blanda, se establece un Consejo Monetario (o Caja de Conversión) que reemplaza al Banco Central, y que se encarga de asegurar que a un tipo de cambio fijo, la cantidad de dinero en circulación sea igual o estrictamente proporcional, según el tipo de cambio fijado, a las reservas internacionales disponibles. Esto conlleva la renuncia a toda política monetaria activa.

La versión más extrema es la dolarización, esto es, el reemplazo del signo monetario local por el del principal socio comercial. En este caso, la economía queda totalmente sometida a choques externos, con enormes fluctuaciones en la producción y el empleo. Es lo que básicamente ha ocurrido en Argentina.

En lo que respecta al tipo de cambio fluctuante, este asumirá un carácter errático si se prosigue con políticas monetarias y fiscales de carácter anticíclico. Aunque se supone que esta es la mejor opción, los países que la eligen se ven obligados a renunciar a políticas económicas activas a fin de evitar embates especulativos que culminen en crisis cambiarias y financieras. Ante tal situación, se recurre a políticas macroeconómicas “perversas”: altas tasas de interés (para atraer capitales indiscriminadamente) y programas de austeridad fiscal (para evitar presiones inflacionarias), en medio de un entorno recesivo. El objetivo es, supuestamente, retener y aumentar la confianza de los mercados, aunque tales políticas, en la medida en que sólo contribuyen a profundizar la recesión, obtienen el resultado opuesto.

No creemos que esta situación pueda mantenerse indefinidamente. Actualmente un número creciente de gobiernos y de autoridades mundiales ven la necesidad de negociar el establecimiento de un nuevo marco regulador de las relaciones financieras internacionales. El surgimiento del mismo, sin embargo, será resultado de un proceso prolongado y no desprovisto de conflictos profundos.

BIBLIOGRAFÍA

- Alexander, S. S. 1952 "Effects of a devaluation on a trade balance" in *IMF Staff Papers* (IMF) April.
- Ashworth, William 1979 *Breve historia de la economía internacional (desde 1850)* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Bajo Rubio, Óscar 2002 "Teoría económica y crisis cambiarias: aportaciones recientes" en Juan, Óscar de y Febrero, Eladio (coords.) *La fragilidad financiera del capitalismo* (España: Universidad de Castilla-La Mancha).
- Blecker, Robert A. 1998 *International capital mobility, macroeconomic imbalances and the risk of global contraction* (New York: CEPA-New School for Social Research).
- Brenner, Robert 1998 *The economics of global turbulence: a special report on the world economy, 1950-1998* (United Kingdom: NLR).
- Castells, Manuel 2002 "Globalización y antiglobalización" en Varios Autores *Pánico en la globalización* (Bogotá: FiCa).
- Dornbusch, Rudiger 1981 "Política monetaria bajo flexibilidad del tipo de cambio" en *Cuadernos Económicos de ICE* (Madrid) N° 17.
- Eatwell, John and Taylor, Lance 2000 *Global finance at risk* (New York: The New Press).
- Erturk, Korkut 2003 *On the changing nature of currency crisis* (New York: CEPA-New School University).
- Félix, David 1996 "La globalización financiera contra el libre comercio: defensa del Impuesto Tobin" en *Investigación Económica* (México: Facultad de Economía, UNAM) N° 217, julio-septiembre.
- Flood, R. and Rose, A. K. 1999 "Understanding exchange rate volatility without the contrivance of macroeconomics" in *The Economic Journal* (London) N° 109.
- Friedman, Milton 1953 "The case for flexible exchange rates" in Friedman, Milton (ed.) *Essays in positive economics* (Chicago: Chicago University Press).
- Gowan, Peter 1999 *The global gamble: Washington's Faustian bid for world dominance* (London: Verso).
- Hahn, F. H. 1959 "The balance of payments in a monetary economy" in *Review of Economic Studies* (London) Vol. 26.
- Harris, Laurence 1994 "New theories of international trade and exchange rates" en Varios Autores *Teaching economics in developing and other countries, Journal of Development Planning*, N° 24.
- Hobsbawm, Eric 1991 *The age of extremes: a history of the world, 1914-1991* (New York: Vintage).
- Johnson, H. G. 1958 "Toward a general theory of the balance of payments" in *International Trade and Economic Growth* (London: Allen & Unwin).

- Johnson, H. G. 1972 "The monetary approach to balance of payments theory" in *Further Essays in Monetary Economics* (London: Allen & Unwin).
- Keynes, John M. 1986 *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Keynes, John M. 1992 *Breve tratado sobre la reforma monetaria* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Krugman, Paul R. 1998 *Currencies and crisis* (Cambridge, Ma.: MIT Press).
- Krugman, Paul R. 2000 "Crisis: the price of globalization?". Ponencia presentada en el simposio Global Economic Integration: Opportunities and Challenges, Federal Reserve Bank de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 24 al 26 de agosto, mimeo.
- Krugman, Paul R. y Obstfeld, Maurice 1998 *Economía internacional: teoría y política* (Madrid: McGraw Hill).
- Palma, Gabriel 2000 *The three routes to financial crises: the need for capital controls* (New York: CEPA-New School University).
- Puyana Ferreira, Jaime 2002 "Inestabilidad financiera internacional, regímenes cambiarios y controles de capital: impacto en la política económica" en UAM-I *Anuario del Departamento de Economía, 2000-2001* (México).
- Radalet, S. and Sachs, J. 1998 "The onset of the East Asian financial crisis: diagnosis, remedies and prospects" in *Brookings Papers on Economic Activity* (Washington DC) N° 1.
- Triffin, Robert 1960 *Gold and the dollar crisis* (New Haven: Yale University Press).
- Vilariño Sanz, Ángel 2001 *Turbulencias financieras y riesgos de mercado* (Madrid: FT/Prentice).
- Yeager, Leland B. 1969 *International monetary relations* (New York: Harper & Row).