

Tipo de Cambio Real y Conflicto Distributivo: Reflexiones sobre tipo de cambio y desarrollo desde una perspectiva del abordaje del excedente

Matías Vernengo¹

1. Las teorías convencionales sobre el tipo de cambio sugieren que en el largo plazo el precio de la moneda refleja procesos de arbitraje, sea de los precios de las mercancías comerciadas entre países, siguiendo alguna versión de la Ley del Precio Único, resultando en la teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA), o de la remuneración de los activos financieros, en alguna versión de la Paridad de la Tasa de Interés (PTI). La diferencia entre una y otra, en cierta medida, depende si se pone énfasis sobre los elementos de la cuenta corriente o de la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos en la determinación del tipo de cambio.

En el caso de la PPA se trata esencialmente de una extensión de la ley del precio único, y la idea es que, abstrayéndose de costos de transporte, restricciones comerciales, y otras ficciones del mundo real, los precios de canastas de consumo de bienes transables deberían tener precios equivalentes. En otras palabras, si se pudiera comprar más barato en otro lugar, los agentes económicos buscarían la moneda extranjera, y en el proceso la moneda doméstica se devaluaría. La causalidad iría de los precios al tipo de cambio. Por lo general, en versiones ortodoxas de la teoría se supone que las causas de la inflación estarían asociadas a la emisión monetaria, y esta, a su vez, con algún tipo de exceso fiscal del gobierno.

De manera similar, la PTI presupone que la remuneración de activos financieros, abstrayéndose de los diferentes perfiles de riesgo y otros costos de transacción, domésticos y extranjeros tienden a equipararse. La depreciación del tipo de cambio reflejaría la búsqueda de los agentes domésticos por moneda extranjera para obtener activos financieros en moneda extranjera. De esta manera, en lugar de buscar moneda extranjera por motivos relacionados al consumo, y a la balanza comercial o de la cuenta corriente, con el caso de la PPA, los agentes económicos

¹ Profesor Bucknell University, co-editor del *Review of Keynesian Economics* y editor en jefe del *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Una versión de esta ponencia fue presentada en Lafayette College, Pensilvania en 1 septiembre de 2017 y en la Facultad de Estudios Superiores (FES-Acatlán) en el 26 del mismo mes.

estarían en este caso impulsados por cuestiones financieras relacionadas a la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos.

Aunque cada teoría termina por imponer la preponderancia sobre la cuenta corriente o financiera, y a pesar de los debates sobre la relevancia de los elementos reales o financieros en la determinación del tipo de cambio, ambas teorías sugieren algo similar y son complementarias dentro del contexto de la teoría marginalista dominante.² Por ejemplo, tomando la conocida argumentación de Wicksell, basta notar que si la tasa de interés monetaria está por debajo de la tasa natural de interés, con lo que habría exceso de inversión sobre ahorro, y con la economía en pleno empleo, un proceso inflacionario sería la consecuencia. En ese caso, la tasa de interés muy baja provocaría fuga de capitales y devaluación del tipo de cambio. Del mismo modo uno podría decir que la inflación doméstica estaría por detrás de la devaluación, y tanto la PPA como la PTI tendrían el mismo efecto.

La diferencia es que en una versión la devaluación resulta de un problema monetario, la tasa de interés baja, y en el otro por lo general el problema es visto como teniendo raíces fiscales.³ En ese sentido, es que uno podría referirse al tipo de cambio que resulta del arbitraje en una economía con tendencia al pleno empleo, como supone la teoría marginalista, como siendo un tipo de cambio natural, una vez que corresponde al tipo de cambio de equilibrio cuando la economía está en su tasa natural de interés, y en lo que Milton Friedman célebremente denominó como la tasa natural de desempleo.⁴ Aunque ambas, la PPA y la PTI, terminan por derivar en una

² Knut Wicksell, que es en gran medida el autor fundamental para entender la macroeconomía moderna, es responsable por una versión preliminar de la PTI, anterior a Keynes que por veces es incorrectamente visto como el autor por detrás de esa teoría. Wicksell es el mayor crítico inicial de la PPA desarrollada por Gustav Cassel. Ambas teorías, sin embargo, presuponen una tendencia de la economía de mercado al pleno empleo, y los diferenciales de tasas de interés de Wicksell tienen implicaciones sobre los precios, que son centrales en la teoría de Cassel. Para una discusión del tema véase Vernengo (2001).

³ Además, en el caso de la PTI Wickselliana la moneda es endógena, mientras que en la PPA de Cassel, más relacionada con la Teoría Cuantitativa de la Moneda (TCM) la moneda es exógena. En ambos casos la devaluación al estimular las exportaciones y reducir las importaciones, de acuerdo con el principio de sustitución, reduciría las presiones de demanda exacerbadas por el exceso de inversión en un caso, o los excesos fiscales, en el otro. De cualquier modo, es el retorno a la tasa natural de interés, y al nivel de producto de pleno empleo, lo que elimina las presiones sobre el tipo de cambio y sobre los precios al final. Esto sugiere, además, que la endogeneidad o no de la moneda no es una característica central de los resultados sobre el tipo de cambio.

⁴ Si Friedman hubiera tenido más conocimiento de la historia del pensamiento económico tendría que haber sugerido la noción de una tasa de salario natural, y un nivel de empleo al que estaría relacionada. Los autores clásicos (del abordaje del excedente), como Adam Smith y David Ricardo, pero no así Karl Marx, y marginalistas utilizaban el

teoría similar del tipo de cambio de equilibrio, es razonable suponer que, en un mundo con transacciones diarias en el mercado cambiario de más de US\$5 billones (trillones en inglés), el predominio de la cuenta financiera y de capital sea difícil de cuestionar.

2. Podríamos decir entonces que el tipo de cambio de equilibrio en la teoría marginalista está directamente vinculado con la tasa natural de interés (o la tasa natural de desempleo). En ese sentido, la teoría del tipo de cambio de la economía marginalista o neoclásica tiene los mismos problemas asociados con la teoría del valor y de la distribución que fueron levantados durante los famosos debates del capital.⁵ Bastante antes de estos debates, Keynes criticó duramente la idea de la tasa natural de interés. Aunque Keynes seguramente no estaba al tanto de los asuntos relacionados a la teoría del valor,⁶ es bastante claro que, a raíz del debate entre Piero Sraffa y Friedrich Hayek sobre la tasa-mercancía de interés, Keynes entendió las limitaciones de la tasa natural de interés. No solo nos dice que la tasa natural es una mala idea, sino que también sugiere que la tasa normal de interés es más bien determinada de modo histórico e institucional y no es meramente una tasa psicológica dependiente puramente de las expectativas individuales (Keynes, 1936).

Es importante clarificar que el resultado relevante de los debates del capital, aceptado generalmente por todos (e.g. Samuelson, 1966), sugiere que no hay una relación entre intensidad del uso del capital y su remuneración, y por lo tanto el principio de sustitución, central en el análisis marginalista, perdería su rol como mecanismo de asignación de recursos. Los precios relativos no serían resultado de la escasez o abundancia relativa, o de la oferta y la demanda, si se prefiere. En ese sentido, la tasa de interés normal, determinada por mecanismos históricos e

termino natural para precios. Por eso en la teoría marginalista uno tendría una tasa de interés, un salario y un tipo de cambio naturales.

⁵ Es interesante notar que hay pocas extensiones del debate del capital para campos específicos de la economía, más allá de la teoría del valor. Una excepción es el caso del comercio internacional. Véanse los artículos en Ian Steedman (1979). Aquí no se pretende hacer una extensión de los resultados del debate del capital para la determinación del tipo de cambio, simplemente notar que, si el tipo de cambio de equilibrio está relacionado con la tasa de interés natural, entonces su determinación es tan problemática como la de esta última.

⁶ Joan Robinson famosamente dijo que, de acuerdo con Gerald Shove, Keynes nunca se tomó los veinte minutos necesarios para entender la teoría del valor (Robinson, 1962, p. 76).

institucionales,⁷ puede muy bien ser tal que la economía se encuentre en equilibrio por debajo del pleno empleo.

Esto tiene implicaciones directas para la teoría del tipo de cambio, tanto para la PPA como para la PPT. Por ejemplo, un aumento de la oferta monetaria, todo lo demás constante, en el caso de la PPA, o si el mecanismo fuera una tasa de interés monetaria más baja, en el caso de la PTI, redundaría en precios domésticos más altos, y un tipo de cambio más depreciado. Sin embargo, los mecanismos de ajuste requieren que la economía se encuentre en pleno empleo, y que el ajuste se por la vía de los precios, en lugar de las cantidades. En este caso, el aumento de la oferta monetaria o la reducción de la tasa monetaria de interés puede simplemente tener un efecto sobre el nivel de actividad. Los efectos sobre el tipo de cambio pueden en este caso ser ambiguos. Si bien es verdad que una tasa de interés bancaria menor puede conllevar a flujos de salida de capital y una depreciación del tipo de cambio nominal, al mismo tiempo los efectos del aumento del nivel de actividad, dependiendo de su magnitud, pueden estimular la entrada de capital, sea simplemente relacionado con los rendimientos de los exportadores o de capital productivo buscando aprovechar la expansión de la economía local, y contraponerse a los efectos de la baja de la tasa de interés. Además, en este caso, si hubiera un efecto inflacionario asociado a una devaluación, la inflación sería el resultado y no la causa de la primera.

En ese sentido, la preocupación de Keynes con una tasa de interés normal podría ser tomada como la base de una discusión de las influencias histórico-institucionales sobre la determinación del tipo de cambio. Suponiendo que la tasa de interés normal es exógenamente determinada por la autoridad monetaria, uno podría suponer que la dinámica del tipo de cambio está relacionada con el diferencial de interés doméstico y externo, que a diferencia de la tasa natural implícita en la teoría marginalista no requiere pleno empleo del capital. De modo que la autoridad monetaria puede manipular, en alguna medida, el tipo de cambio, manejando la tasa de interés.

⁷ Sraffa (1960, p. x) argumentó que la tasa de interés podría ser determinada exógenamente por la autoridad monetaria. El desarrollo de esta versión de la teoría del excedente es por veces denominada la Teoría Monetaria de la Distribución. Véase Pivetti (1991).

3. Con base en estas ideas se puede desarrollar un modelo simple para la determinación del tipo de cambio real.⁸ Primero analizamos la dinámica del tipo de cambio real. Aquí se supone que el banco central en general busca obtener un tipo de cambio real compatible con flujos de capital que le permitan hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, aunque otras razones también pueden afectar las decisiones tomadas con relación a la tasa de interés, como, por ejemplo, intentar mantener un tipo de cambio real competitivo. A su vez las decisiones del banco central sobre la tasa de interés, al afectar los flujos de capital, tendrían el efecto esperado sobre el tipo de cambio. Tendríamos:

$$\frac{\dot{e}}{e} = \alpha \frac{\dot{p}}{p} - \beta(i - i^* - \phi)$$

Donde el punto arriba de la variable representa el cambio temporal. O sea, la tasa de cambio nominal, e , se devalúa de acuerdo con la tasa de inflación, la tasa de cambio del precio, p , y con el diferencial del tipo de interés doméstico y externo, donde i es la tasa de interés y el asterisco representa la variable internacional, y ϕ es un factor de riesgo. Además, los parámetros α y β están entre cero y uno. La dinámica del tipo de cambio real es dada, ε , entonces, por:

$$\frac{\dot{\varepsilon}}{\varepsilon} = (\alpha - 1) \frac{\dot{p}}{p} - \beta(i - i^* - \phi)$$

En otras palabras, el tipo de cambio real depende de la actuación del banco central que interviene en el mercado de cambio para ajustar el tipo de cambio nominal frente a cambios de la inflación doméstica, y también, indirectamente, dada su influencia sobre los flujos de capital, que responden a la tasa de interés. Un aumento de la tasa de interés internacional y/o un aumento del riesgo país tienen el efecto de forzar una devaluación nominal, que se traduce en una devaluación real para precios estables. Hay que discutir, entonces la dinámica de los precios.

4. Para entender la dinámica del tipo de cambio no basta con mirar a los efectos del tipo de cambio sobre la competitividad de la economía, y como esta afecta los flujos de capital

⁸ Este es esencialmente el modelo presentado en Vernengo (2003).

relacionados con el comercio, o los flujos financieros, que son por cierto los dominantes entre esas dos fuentes de oferta y demanda por moneda extranjera. Es importante tener claro que, en una economía integrada globalmente, el tipo de cambio afecta la estructura productiva, y los costos, y por lo tanto tiene efectos sobre los precios, y de ese modo tiene efectos distributivos importantes.

Los autores clásicos, o del abordaje del excedente, en particular desde las contribuciones de David Ricardo, tenían clara la relación inversa entre tasa de ganancia y salario y el carácter constitutivo del conflicto distributivo en la economía capitalista. Del mismo modo, una vez que se pasa a considerar una economía abierta con bienes importados, variaciones del tipo de cambio tienen efectos distributivos. La igualdad en oferta y demanda agregada implica que la masa salarial, las ganancias, los impuestos y las importaciones que conforman la oferta agregada, son iguales a la demanda agregada, que es dada por el consumo, la inversión, los gastos del gobierno y las exportaciones. Del lado de la oferta tenemos:

$$pQ = W + R + T + M$$

Donde las variables tienen los significados normales, producto (Q), salarios (W), ganancias (R), impuestos (T) y importaciones (M). Dividendo, en ambos lados por la oferta total, y arreglando obtenemos lo siguiente:

$$1 - \pi = \omega l + \varepsilon m$$

En este caso, π representa la fracción de las ganancias en el total del producto, ω es el salario real, y l y m representan los coeficientes relacionados a la cantidad de trabajadores y los bienes importados necesarios en la producción. Si el tipo de cambio real permanece fijo, es evidente que hay una relación inversa entre la fracción de las ganancias en el total de la producción y el salario real, para los demás coeficientes fijos.⁹ Pero más relevante para el presente análisis, si la

⁹ Acá no se discute la teoría de los precios de largo plazo, de la cual los autores del abordaje del excedente derivan la relación conflictiva entre capital y trabajo. Tampoco hay una discusión de la relación de la teoría de los precios normales o de producción clásica y su relación con la tradición de los precios determinados con base en los costos, en particular, el llamado principio de los costos totales del Grupo de Investigación de los Economistas de Oxford

participación de las ganancias está dada, entonces hay una relación inversa entre tipo de cambio y salarios. En otras palabras, un tipo de cambio real más devaluado corresponde, todo lo demás constante a un salario real más bajo.

De la definición del salario real se puede determinar la dinámica del mismo en los siguientes términos:

$$\frac{\dot{\omega}}{\omega} = \frac{\dot{W}}{W} - \frac{\dot{p}}{p} = \gamma \frac{\dot{p}}{p} - \frac{\dot{p}}{p} = (1 - \gamma) \frac{\dot{p}}{p}$$

Se supone que los salarios nominales se reajustan, de acuerdo con un coeficiente γ entre cero y uno, con relación a los precios. Además, se supone que los capitalistas tienen una fracción de las ganancias en el ingreso deseada (π^*) y que si la ganancia se encuentra por debajo de esta aumentarían los precios. O sea:

$$\frac{\dot{p}}{p} = \pi^* - \pi$$

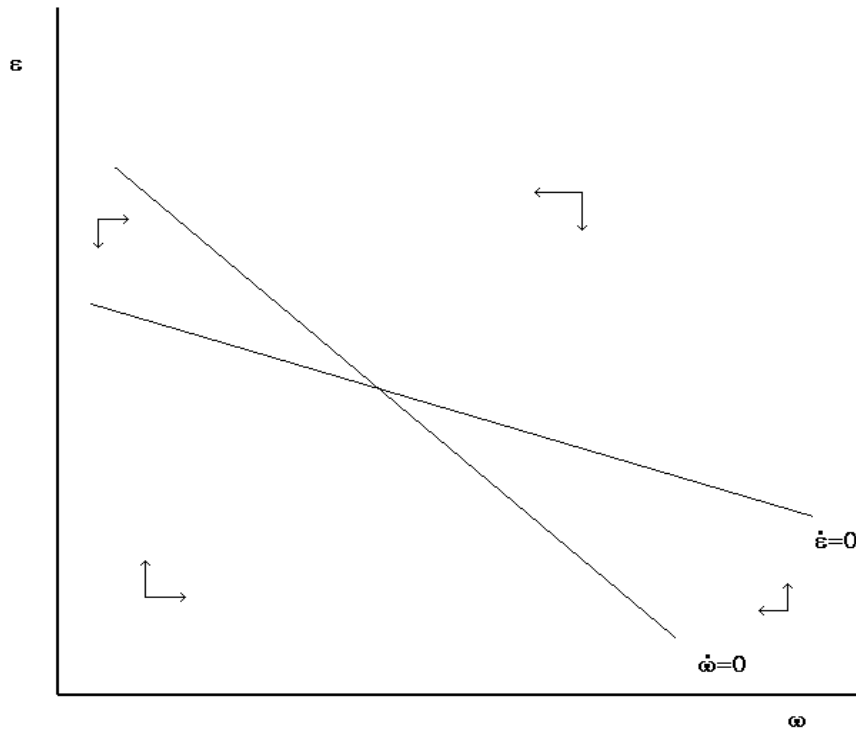
De las ecuaciones anteriores podemos reescribir la dinámica de los salarios reales de la siguiente forma:

$$\frac{\dot{\omega}}{\omega} = (\gamma - 1)(\pi^* - 1 + \omega l + \varepsilon m)$$

Junto con la ecuación para el tipo de cambio real tenemos sistema tenemos la dinámica de los salarios y del tipo de cambio real, que permite la determinación del tipo de salario real y de cambio real de equilibrio. La solución gráfica se muestra en figura 1.

(OERG, por su sigla en inglés) comandado inicialmente por Roy Harrod y subsecuentemente por P. W. S. Andrews. Una discusión de esos temas aparece en Pivetti (1991). Acá se toma simplemente la identidad contable para derivar la relación conflictiva entre salario real y tipo de cambio real, para un nivel dado del producto.

Figura 1 Salario y Cambio de Equilibrio

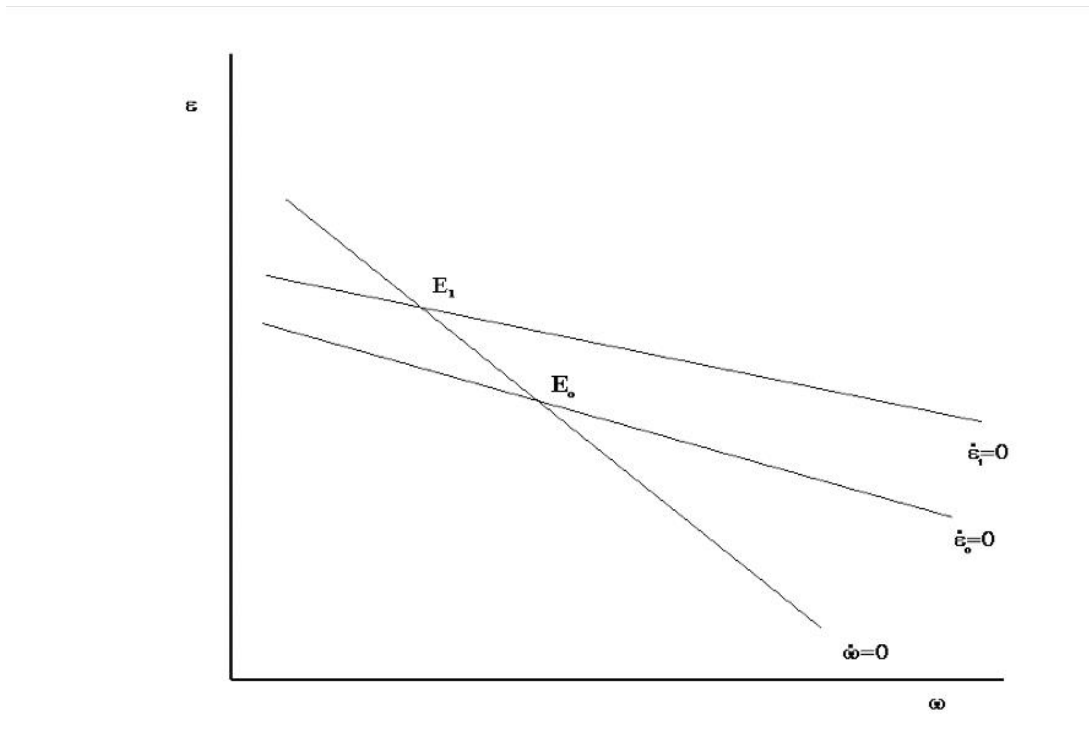


Presumiendo que estamos en la curva ε -punto, si el salario real aumenta la proporción de las ganancias en el ingreso cae y, para un dado π^* , los precios suben, reduciendo el tipo de cambio real. Si estamos en la otra curva, y aumenta el tipo de cambio real, entonces la proporción de las ganancias cae, y del mismo modo suben los precios y cae el salario real. La estabilidad requiere que la curva del tipo de cambio se menos inclinada que la de los salarios.

5. El modelo discutido en el párrafo anterior nos permite abordar la cuestión de la dinámica de la política monetaria y tipo del tipo cambio en una economía con conflicto distributivo, suponiendo que el banco central controla la tasa de interés domestica. Por ejemplo, si suponemos un shock externo que afecta la habilidad de servir la deuda externa de corto plazo, sea un aumento del riesgo o de la tasa de interés internacional, el banco central es forzado a elevar la tasa de interés domestica. Suponiendo que el aumento de la tasa domestica sea insuficiente para contener el shock externo, el resultado sería un tipo de cambio más alto.

Con eso la curva ε -punto se mueve hacia arriba y el tipo de cambio real se deprecia. La depreciación implica costos crecientes, una proporción menor para las ganancias, y con eso los empresarios aumentan los precios, impulsando la inflación. Los salarios nominales se ajustan, pero por menos que la totalidad del aumento de los precios. En el nuevo equilibrio los salarios reales son menores, como lo muestra la figura 2.

Figura 2 Efecto de una devaluación



Hasta aquí la historia no necesariamente difiere mucho de otras más convencionales, aunque los mecanismos de ajuste entre salarios y cambio no sean los mismos, una vez que presume que la razón para la crisis y la devaluación es un shock externo. Por otro lado, supongamos que un gobierno conservador (o Neoliberal, o ambos) decide reducir los salarios reales. Una forma simple de hacerlo, sin presionar directamente los salarios nominales, es promover la depreciación del tipo de cambio nominal. Para esto basta reducir la tasa de interés doméstica, o, en el caso que existan, eliminar controles de capital que pongan trabas a la compra de divisas en moneda extranjera (dólares). En el modelo esto sería una i menor o una ϕ más elevada, ya que se podría pensar en los controles de capital como una forma de reducir el riesgo país.

El efecto es el mismo al discutido arriba. La reducción de la tasa de interés y la eliminación de los controles de capital lleva a la fuga de capital y la depreciación del tipo de cambio, con lo que la curva ε -punto se mueve hacia arriba y el tipo de cambio real se deprecia. La depreciación otra vez pone presión sobre las ganancias, y con eso los empresarios aumentan los precios, impulsando la inflación, reduciendo los salarios reales. Pero aquí la política monetaria, y su efecto sobre el tipo de cambio son un instrumento explícito del conflicto distributivo entre trabajadores y capitalistas.

6. La discusión sobre la economía política del tipo de cambio ha sido dominada por el creciente consenso entre economistas de diferentes tendencias con relación a la relevancia del tipo de cambio devaluado para el crecimiento y el rol de la experiencia asiática, en particular el caso chino, en ese proceso (e.g. Rodrik, 2008). En América Latina el llamado Nuevo Desarrollismo de Luiz Carlos Bresser-Pereira (pero muchos otros comparten las ideas, por ejemplo, Roberto Frenkel, Jaime Ros, y Lance Taylor para citar algunos) parece sugerir que el tipo de cambio devaluado es una panacea para los problemas del desarrollo.¹⁰

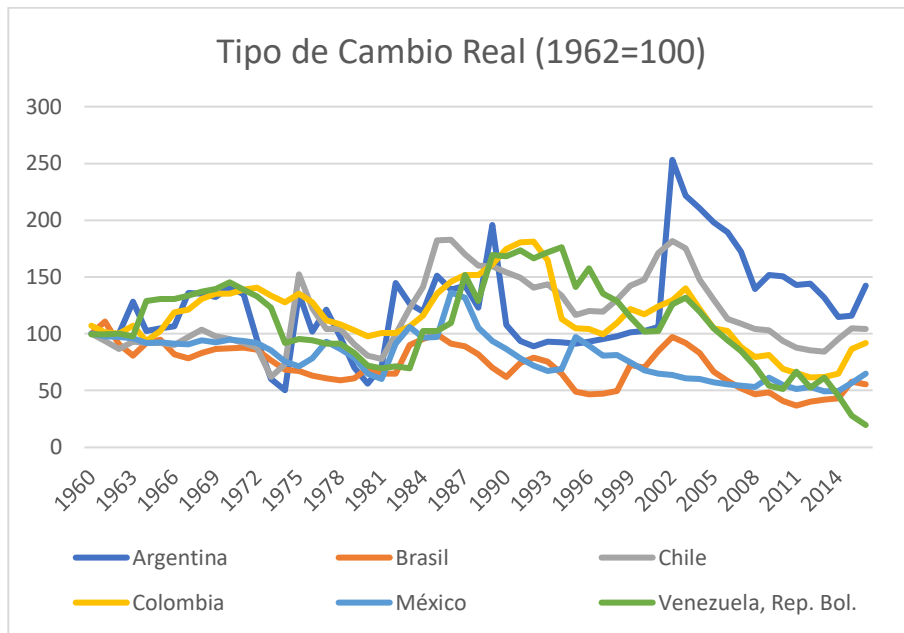
Sin embargo, en la teoría convencional, la estabilidad del tipo de cambio ha sido vista como un ancla para la inflación, y desde los años 90 en la región el uso creciente de las metas de inflación ha implicado un uso del tipo de cambio como instrumento de control inflacionario, aunque de modo inconsistente y dando prioridad a problemas externos por momentos (e.g. Pérez Caldentey y Vernengo, 2013). Alguien podría deducir que la economía política del tipo de cambio se resume a este *tradeoff* entre crecimiento (devaluación) y estabilidad de precios (tipo de cambio apreciado), que es, en alguna medida, el tipo de análisis que se encuentra en Frieden (2015).

Sin embargo, la economía política del tipo de cambio es bastante más complicada y está relacionado, como vimos, con los efectos del tipo de cambio sobre la distribución del ingreso, y la interrelación entre los tres precios macroeconómicos relevantes: la tasa de interés, el salario, y el tipo de cambio. Viejos, pero olvidados, conceptos estructuralistas que aludían a los efectos

¹⁰ Véase Frenkel y Taylor (2006) y Bresser-Pereira (2018).

contractivos del tipo de cambio devaluado, y al llamado pesimismo de las elasticidades sugieren otra visión del *tradeoff* de la política cambiaria.¹¹ Por ejemplo, si el cambio devaluado no estimula demasiado las exportaciones, y tira a la economía en la recesión (resolviendo el problema externo de este modo) entonces no es muy claro que la devaluación esté relacionada al crecimiento.¹² En esta situación la lógica de la devaluación no es el crecimiento sino el efecto negativo sobre los salarios (doblemente por el efecto inflacionario sobre el salario real, y por la recesión en la capacidad de negociación de los trabajadores).

Figura 3 Tipo de cambio real de países latinoamericanos



Fuente: FMI y cálculos del autor

Por ejemplo, tradicionalmente se sugiere que el tipo de cambio real de los países latinoamericanos supuestamente tiende a devaluarse repentinamente (figura 3), y pasa por largos periodos de apreciación. La devaluación demorada, como el fenómeno ha sido llamado (Frieden, 2015). Eso es explicado como resultado de la preocupación electoral con los efectos inflacionarios de esa política. Y la suposición es que la devaluación sería benéfica para el

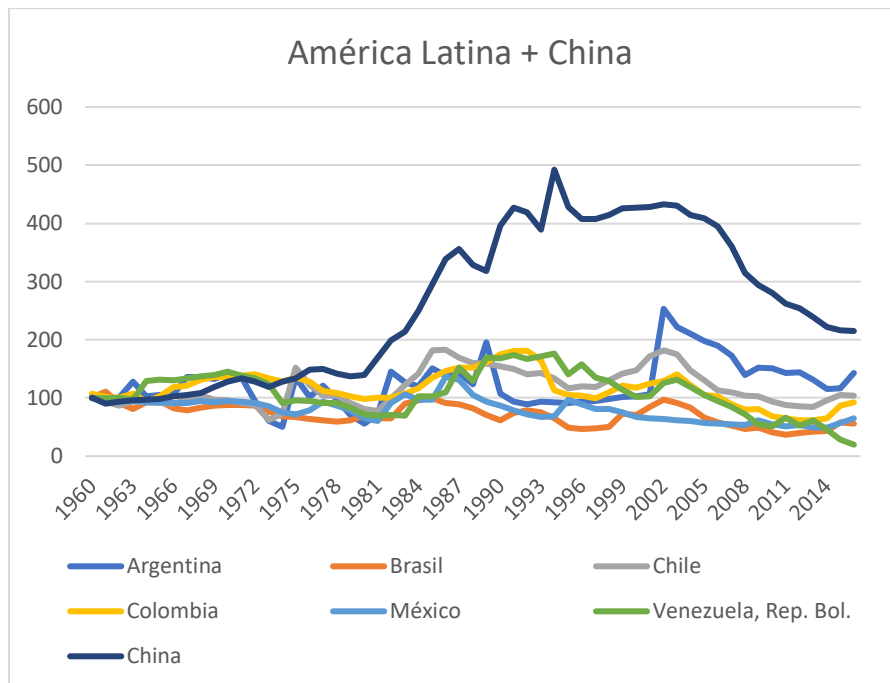
¹¹ Los trabajos pioneros sobre la devaluación contractiva se deben a Albert Hirschman y Carlos Díaz-Alejandro, y fueron formalizados en Krugman y Taylor (1978).

¹² En este sentido véase el modelo en Pérez Caldentey y Vernengo (2017).

crecimiento. Los políticos la demorarían para evitar la aceleración de la inflación, que tendría efectos electorales negativos.

Aquí me parece que hay un grado de confusión importante que ofusca la comprensión de la relación del tipo de cambio y la distribución. Por ejemplo, aunque es cierto que algún cálculo electoral sobre el tipo de cambio juega un papel en el *timing* de las devaluaciones, es bastante claro que los momentos claves están relacionados con problemas externos. Por ejemplo, no es la elección del 1982 que importa en el caso de México, sino la crisis de la deuda. Dicho de otro modo, Volcker no de la Madrid es lo que importa.

Figura 4 Tipo de cambio real países latinoamericanos y China



Fuente: FMI y cálculos del autor

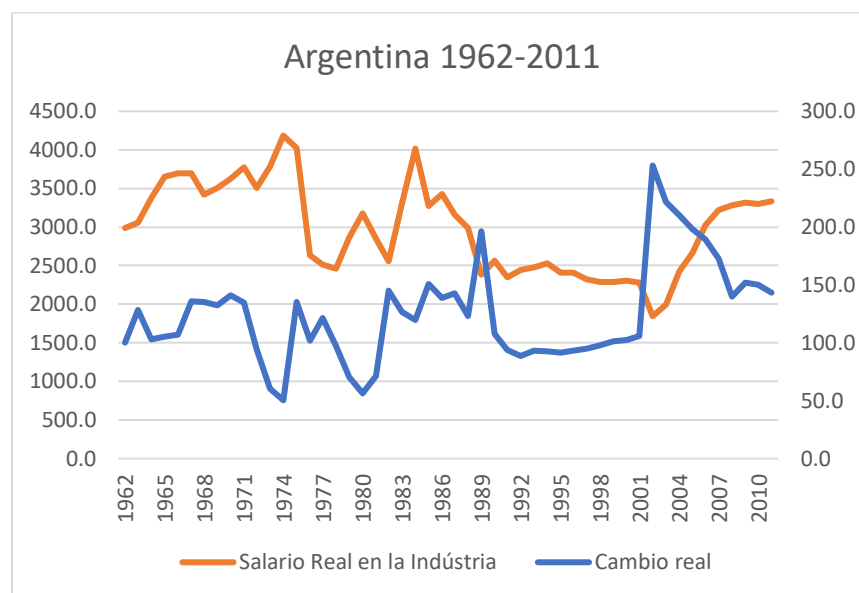
Más importante quizás es la interpretación sobre la experiencia asiática, y la china en particular, que es vista como siendo más exitosa en gran medida por su tipo de cambio real más devaluado, que se puede ver en la figura 4. Si bien es verdad que China mantuvo un tipo de cambio real devaluado, es importante notar que en el periodo de mayor aceleración del crecimiento el tipo de cambio real se aprecia significativamente. Aquí hay que acordarse de que el crecimiento en

América Latina en los años de la llamada Era Dorada del Capitalismo, durante el desarrollo estabilizador en México, el tipo de cambio se mantuvo relativamente apreciado, para facilitar la importación de bienes intermedios y de capital, y los problemas externos se limitaban con restricciones a las importaciones, tipos de cambio múltiples, y controles de capital. Al mismo tiempo, el crecimiento económico estaba de algún modo relacionado con la expansión del mercado doméstico, y para eso el tipo de cambio real apreciado, y un salario real más elevado eran instrumentales.

Lo mismo se podría decir de la experiencia asiática. Seguramente los países asiáticos tuvieron un cambio real más depreciado, pero la capacidad exportadora (y la diversificación en lo manufacturero) no se debe ni principalmente al tipo de cambio, ni mucho menos únicamente a este (por lo que estaría lejos de ser una panacea). El rol del estado desarrollista en el caso asiático, el papel geopolítico de Estados Unidos deben ser parte de la explicación también. Es más, como la apreciación real del yuan en la última década y media sugiere, una transición hacia una economía con mayor preponderancia del mercado doméstico, y con expansión del consumo en lugar de las exportaciones (o la inversión pública) como uno de los motores del crecimiento, el tipo de cambio real apreciado, que corresponde a un salario real más elevado es inevitable.

7. El caso argentino ilustra algunos de estos puntos. La relación inversa entre cambio y salario (véase figura 5) sugiere que el tipo de cambio ha sido utilizado como instrumento de control de los salarios reales. En el periodo de los 60, cuando la economía crecía rápidamente, los salarios eran altos y el tipo de cambio apreciado también, como en el periodo del boom de las commodities. Se puede notar que el auge del salario real, durante el segundo gobierno de Perón en los años 70 estaba directamente relacionado con un tipo de cambio más apreciado. Y lo mismo se puede decir del periodo asociado a los gobiernos de los Kirchner, donde hubo un intento de retomar las políticas de industrialización del pasado. Ya en el gobierno de Menem en los 90, alineado con las ideas del Consenso de Washington, se da lo opuesto. En otras palabras, la economía política del tipo de cambio, no puede ser desconectada de sus implicaciones para los salarios y la distribución del ingreso.

Figura 5 Cambio y salario reales en Argentina



Fuente: FMI, Ferreres (2010) y cálculos del autor

Lo mismo se puede decir de las turbulencias más recientes del tipo de cambio en la Argentina. La fuerte devaluación nominal del peso después de la elección de Macri en 2015 podría sugerir que la lógica convencional de la devaluación demora estaba en acción. Macri (como de la Rúa antes, en la crisis del 2001) intentó evitar la devaluación, y prometió no hacerlo, pero una vez ganada la elección, y con menor preocupación por la inflación, permitió la flotación, retirando controles de capital al mismo tiempo que las tasas de interés bajas, y las crecientes tasas en Estados Unidos, forzaban la fuga de dólares. Por otro lado, la devaluación permitiría un boom de las exportaciones y un mayor crecimiento.

Sin embargo, la otra interpretación es que la intención de devaluar no era porque esta permitiría mayor crecimiento, sino porque permitiría efectivamente acelerar la inflación y reducir el salario real. La depreciación real, aunque no muy elevada, sería de por sí contractiva, justamente por sus efectos ingreso negativos, sino también porque iría acompañada de un ajuste fiscal. La recesión en sí misma sería deseada, una vez que reduciría el poder de negociación de los trabajadores, y también jugaría un papel en la reducción del salario real.

8. En suma, el tipo de cambio real refleja, tanto cuanto los salarios y la tasa de ganancia (o la tasa de interés), el conflicto distributivo. Mientras la teoría convencional presupone un *tradeoff* limitado en el cual las opciones sobre el tipo de cambio real se limitan a un cambio más devaluado para crecer o uno más apreciado para estabilizar la economía, aquí se propone una relación más compleja donde no es necesariamente verdad que el tipo de cambio más depreciado sea necesario, ni mucho menos suficiente, para el crecimiento, y donde el conflicto distributivo hace más difícil obtener la estabilidad de precios.

En el caso latinoamericano la tendencia a la depreciación esporádica, y la larga apreciación, puede ser, y esto es un tanto especulativo, el resultado no simplemente del juego electoral y del *tradeoff* crecimiento-estabilidad, sino más bien las ocasionales crisis externas que obligan forzosamente a la depreciación en un contexto en el cual los patrones de consumo de las clases medias y trabajadoras implican significativa resistencia salarial. Una resistencia salarial que sería, por ejemplo, más elevada que en el continente asiático.

Referencias bibliográficas

Bresser-Pereira, L. C. (2019), “New Developmentalism,” in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Online edition, forthcoming.

Ferreres, O. (2010), *Dos Siglos de Economía Argentina*, Buenos Aires: Fundación Norte y Sur.

Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Database* disponible en <http://www.imf.org/en/Data>

Frenkel, R. and Taylor, L. (2006), “Real Exchange Rate, Monetary Policy and Employment,” UN-DESA Working Paper No 19.

Frieden, J. (2015), *Currency Politics: The Political Economy of Exchange Rate Policy*, Princeton: Princeton University Press.

Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1964.

Krugman, P. and Taylor, L. (1978), “Contractionary Effects of Devaluation,” *Journal of International Economics*, 8: 445-456.

Pérez Caldentey, E. and Vernengo, M. (2013), “Is Inflation Targeting Operative in an Open Economy Setting?” *Review of Keynesian Economics*, 1(3): 347–369.

- Pérez Caldentey, E. and Vernengo, M. (2017), “Wage-led, Debt-led Growth in an Open Economy,” *Review of Keynesian Economics*, 5(3): 307–335.
- Pivetti, M. (1991), *An Essay on Money and Distribution*, London: Macmillan.
- Robinson, J. (1962), *Economic Philosophy*, London: Double Day Anchor.
- Rodrik, D. (2008), “The Real Exchange Rate and Economic Growth,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 39(2): 365–439.
- Samuelson, P. (1966), “A Summing Up,” *Quarterly Journal of Economics*, 80(4): 568-583.
- Sraffa, P. (1960), *Production of Commodities by Means of Commodities*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Steedman, I. (1979), *Fundamental Issues in Trade Theory*, London: Macmillan.
- Vernengo, M. (2001), “Foreign Exchange, Interest and Prices: the Conventional Exchange Rate,” in Rochon, L. and Vernengo, M. (eds), *Credit, Interest Rates and the Open Economy*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Vernengo, M. (2003), “Balance of Payments Constraint and Inflation,” University of Utah, Working Paper Series 2003/06.