

## Gita Gopinath

Gopinath (2017) replantea el modelo de Mundell-Fleming para una economía pequeña y abierta. Un supuesto clave del modelo M-F es que los precios son rígidos en la divisa del productor. Así, como la evolución de los términos de comercio depende exclusivamente de la evolución del tipo de cambio, si la demanda de dólares disminuye, el dólar se deprecia frente al resto de monedas del mundo, mejorando los términos de comercio y el saldo de la cuenta corriente estadounidense.

Sin embargo, se observa que el volumen de comercio denominado en dólares en el mundo excede el volumen de comercio que lleva a cabo EE.UU., lo cual sugiere que otros países emplean el dólar como moneda vehicular para llevar a cabo sus transacciones comerciales con países distintos de EE.UU. Este también es el caso de España, donde el 54% de las importaciones y el 58% de las exportaciones están denominadas en dólares.

Gopinath (2017) replantea el supuesto de M-F al suponer que todo el comercio mundial se denomina en una divisa dominante como el dólar. El nuevo *Dominant Currency Paradigm* (DCP) predice que, si una economía importa inputs denominados en dólares, al producirse una apreciación del dólar respecto a la moneda local, los términos de comercio permanecerán estables pero el precio de los inputs importados aumentará, por lo que disminuirán las importaciones denominadas en dólares hacia esa economía procedentes de cualquier país. Por otro lado, las exportaciones a EEUU no mejorarán (la depreciación de la moneda local respecto al dólar se compensa con el aumento del precio de los inputs importados denominados en dólares), mientras que el impacto sobre las exportaciones a otros destinos distintos de los EE.UU. dependerá de la evolución del tipo de cambio de la moneda local del otro país respecto del dólar. De esta manera, Gita Gopinath demuestra cómo la depreciación de las monedas de los emergentes respecto al dólar está asociada con una desaceleración del comercio global.

Por otro lado, Gopinath (2018) se plantea cómo llega a ser dominante una divisa. Según el modelo de Gopinath (2018), una divisa se convierte en divisa dominante a partir de una proporción determinada de transacciones comerciales denominadas en dicha divisa. A partir de este umbral, la banca comercial comienza a producir pasivos denominados en dicha divisa, mientras que sus activos, los créditos concedidos para la financiación de proyectos locales, siguen denominados en moneda local. Ello genera un *mismatch* de divisas en los balances de la banca local que puede ser fuente de inestabilidad financiera en caso de materializarse el riesgo de tipo de cambio por, por ejemplo, una subida de los tipos de interés por parte del banco central emisor de la divisa dominante.

Se produce así un círculo vicioso: más volumen de comercio denominado en dólares redunda en un mayor gasto en dólares y en mayor demanda de activos seguros denominados en dólares, lo cual reduce el tipo de interés exigido por los inversores por la tenencia de estos activos, lo cual incentiva a denominar las transacciones comerciales en dólares. Este menor tipo de interés pagado por los activos seguros denominados en dólares respecto del pagado por los activos seguros denominados en otras divisas es el denominado *privilegio exorbitante* de la divisa dominante.

Gopinath (2018) recuerda las palabras de Eichengreen (2010) sobre el procedimiento para internacionalizar una divisa, quien sugiere que “la secuencia lógica consiste, en primer lugar, en fomentar su uso en transacciones comerciales; en segundo lugar, en incentivar su uso en transacciones financieras; y finalmente, en favorecer la utilización de la divisa por bancos centrales y gobiernos como depósito de valor de sus reservas”.

Por último, Gopinath (2017) entra en el debate que se produce durante 2017 sobre la reforma del impuesto sobre sociedades en los EE.UU. Explica que la aplicación de un impuesto con ajustes en frontera equivaldría, de facto, a la combinación de un arancel sobre las importaciones

y de una subvención sobre las exportaciones. Argumenta que ello produciría distorsiones en los precios relativos y que tendría un impacto sobre el comercio internacional.