

AKADEMOS es una revista semestral. De amplio espacio editorial, para la publicación de trabajos inéditos de investigación, artículos de análisis, reseñas y opinión, en los distintos tópicos de las ciencias, la tecnología, las artes y la cultura.

Sobre el Paradigma de la Moneda Dominante

Mauricio González Orellana

Licenciado en Economía e Investigador del Centro de Investigaciones en Ciencias y Humanidades, CICH de la Universidad Dr. José Matías Delgado
mgonzalez@ujmd.edu.sv

Resumen

La controversia entre tipos de cambio fijos y flexibles no termina. Uno de los desarrollos más recientes en finanzas internacionales es el del Paradigma de la Moneda Dominante, PMD, y es probable que algunos partidarios de los tipos fijos vean en este otro argumento a su favor. El PMD se refiere a la enorme proporción que ocupa el US dólar como moneda de facturación en el volumen mundial de operaciones comerciales y financieras -aun entre economías diferentes de la de EE. UU.-, y una de sus principales implicaciones de política consiste en un

fuerte cuestionamiento a la efectividad que suele asociarse a las depreciaciones cambiarias para resolver no solo los desequilibrios de la balanza de pagos, sino también para impulsar el desarrollo exportador que muchos países como El Salvador requieren para salir del estancamiento y experimentar un crecimiento económico sostenido. El propósito del artículo es el de describir el PMD, así como presentar algunas voces críticas autorizadas que se han alzado contra la conclusión de la escasa efectividad de las depreciaciones cambiarias como la variable de ajuste por excelencia para la solución de los desequilibrios en los pagos internacionales. Adicionalmente, se menciona la utilidad

que el instrumento cambiario reviste para superar la ralentización económica que se padece por décadas en El Salvador.

Abstract

In this article we follow the controversy between fixed and flexible exchange rates. The Dominant Currency Paradigm, DCP, is one of the most recent developments in international finances; it is about the enormous role of the US dollar as invoicing currency in the trade and financial transactions in the world. Among the policy implications of the DCP we find the questioning of the flexible exchange rates to solve the balance of payments disequilibria and possibilities for growth. We discuss the consequences of DCP for the exchange rate regime in El Salvador.

Introducción

La fijación de precios del comercio internacional, con sus efectos en los volúmenes del intercambio, en el saldo de la balanza de pagos y en el crecimiento económico general, es un hervidero constante de investigación, y uno de sus hallazgos más recientes es conocido como el Paradigma de la Moneda Dominante, PMD, que en esencia se refiere al hecho de que una proporción abrumadora de las operaciones del comercio internacional se lleva a cabo a partir de precios de

exportación e importación fijados en dólares estadounidenses, aun cuando las transacciones se efectúen entre países diferentes de EE. UU.¹ Esto, desde luego tiene una cantidad de consecuencias.

Son tres las características principales del PMD: i) los precios en el comercio internacional se fijan en una sola moneda (el US\$) de forma abrumadora, ii) al determinar sus precios, los exportadores toman ventaja de complementariedades estratégicas para la fijación de precios en distintos mercados y condiciones de producción, y iii) una parte importante de la producción utiliza insumos internos y externos; (Gopinath *et al* (2016)).

La investigación alrededor del PMD lo asocia con el denominado Sistema Internacional de Precios, SIP, que Gopinath (2015) define por dos características. Primero, que se verifica el PMD, es decir, que una proporción enorme del comercio internacional se factura en dólares. Segundo, que, si los precios del comercio se fijan en dólares y son rígidos, entonces, reaccionan levemente ante cambios en los tipos de cambio en horizontes de hasta dos años.

Esto, porque una depreciación del tipo de cambio del exportador respecto del dólar no hará que los compradores extranjeros aumenten su demanda por los bienes exportados, porque el precio está fijado en dólares, y no se mueve -permanece fijo-

1 Algunos de los estudios relativos al PMD son, Boz et al (2017), (2020), Casas et al (2017) y (2019), y Gopinath (2015).

porque sus competidores en los mercados de exportación no van a modificar sus precios; si lo hiciera podría ver reducida su participación de mercado. Es decir, que los volúmenes de exportación aumentarán solo levemente, aunque los beneficios del exportador aumentarán sustancialmente al medirlos en su moneda.

Esto compromete la realización del *expenditure switching* -proceso por el que, básicamente, ante una depreciación cambiaria, el precio y volumen de las exportaciones aumentan y el precio y volumen de las importaciones disminuyen, reduciendo el déficit en la cuenta corriente-, y, en definitiva, pone en duda que la política cambiaria pueda emplearse no solo para lograr el ajuste de la balanza de pagos, sino también para efectuar un crecimiento liderado por las exportaciones. Más todavía, se trata de resultados que cuestionan el que los tipos de cambio flexibles que practica la mayoría de los países, particularmente los emergentes y en desarrollo, sean de alguna utilidad para dotar de un grado de autonomía a estos países para la formulación de su política de crecimiento económico.

La relevancia de estos desarrollos para El Salvador es inmediata. Su régimen cambiario es super fijo, su estancamiento ya es secular, y las posibilidades de superar este estado de cosas se limitan considerablemente si el instrumento cambiario deja de formar parte del *kit* disponible para rever-

tirlo. Por esto, a continuación, se ofrece una descripción de la manera en que los tipos flexibles han contribuido a resolver los problemas que tuvieron su origen, en parte al menos, en el funcionamiento de los tipos fijos como pasó con el sistema de Bretton Woods. Después se presentan algunas críticas al DCP y a sus consecuencias de política por parte de voces autorizadas, para pasar luego a un repaso de la posición que el FMI parece haber adoptado al respecto. Al final se concluye.

Una cápsula histórica: tipos de cambio fijos y flexibles

La posibilidad de renegar de los tipos flexibles y por esto regresar a los fijos, a lo mejor de nuestro conocimiento, no ha sido propuesto -aún- por los seguidores del PMD. Y es difícil que lo hagan, por varias razones. La historia económica desde la Gran Depresión muestra claramente que el mundo no es una unión monetaria, ya que por esto no es posible trabajar con tipos fijos, y que, aunque lejos de ser una panacea, debe trabajarse con tipos flexibles.

Se recuerda que la Gran Depresión solo se resolvió cuando se renegó del patrón oro y aparecieron las depreciaciones cambiarias.² Lo mismo sucedió con la Gran Recesión de 2008/9: se resolvió cuando aparecieron los relajamientos cuantitativos -depreciando el dólar y el euro- igual que con la pandemia en 2020 y los relajamientos cuantitativos de

2 Por ejemplo, Bernanke (1995) y (2002).

ese año,³ dando lugar a lo que a veces se llamó “guerra de divisas”.

Es difícil explicar los desarrollos exportadores de Alemania, Japón, los tigres -los nuevos y los viejos-, y el caso más espectacular de todos los tiempos, China, sin mencionar el importante papel desempeñado por los tipos de cambio depreciados y competitivos. Todo esto significa que por desalentadores que puedan parecer los resultados de Gopinath y sus colaboradores para el traspaso cambiario, ERPT, en precios y volúmenes de comercio, hay que decir que el FMI no solamente no se ha pronunciado abiertamente a favor de un regreso a los tipos fijos, sino que en algunas de sus publicaciones ha resaltado el papel que como variable de ajuste de los desequilibrios externos cabe todavía a los tipos flexibles. Se vuelve a esto adelante.

Las voces críticas

Por otro lado, es importante revisar las preocupaciones que algunos economistas han manifestado ante la posibilidad de que el PMD se tome como base para un alegato en contra de los tipos flexibles. Nótese los comentarios de Tenreyro (2019) sobre el PMD:

Los economistas han notado durante mucho tiempo la presencia de una o más ‘monedas globales’ en el sistema monetario internacional. Esto donde, en el

proceso de una transferencia comercial o financiera, dos partes realizarán transacciones utilizando una tercera moneda (normalmente, el dólar estadounidense), en lugar de la suya propia. Originalmente, esto se centró más en el lado de las finanzas internacionales, comenzando con debates sobre privilegios exorbitantes y el ‘Dilema Triffin’. Hoy en día, hay mucha investigación que se centra en la idea del “pecado original” en términos de elección de moneda para pedir prestado.

Más recientemente, los economistas han comenzado a prestar más atención al uso potencial y los efectos de las monedas globales en el comercio. Como han documentado Gopinath (2015) y otros, el dólar estadounidense tiene un papel sobredimensionado en la facturación comercial.

Una opinión común con la investigación existente es que esta facturación en dólares amortigua los efectos de libro de texto de un ‘cambio en el tipo de cambio’ en los volúmenes comerciales. La lógica es que, si un precio se fija en dólares, una depreciación en la moneda del exportador no cambia el precio final pagado por el importador. Entonces, cuanto mayor sea el uso de la facturación en dólares, menor será la elasticidad comercial. Pero en mi reciente conferencia de Flemming (Tenreyro 2019), adopto una visión diferente, destacando tres canales por los cuales las depreciaciones aún benefician a los exportadores.

3 Para algunas anotaciones sobre la relación entre los tipos de cambio fijos y flexibles con la GD, la GR, y el Covid-19, en los contextos de Bretton Woods y la Unión Monetaria Europea, puede verse González (2021) y (2021a).

Primero, el hecho de que observemos que un precio está establecido en dólares, no significa que el precio sea “rígido” en dólares estadounidenses. Puede simplemente reflejar la facilidad para publicar precios y/o liquidar transacciones en una moneda de uso generalizado. Los exportadores aún podrían “traspasar” la depreciación de su tipo de cambio al precio que cotizan en dólares.

En segundo lugar, incluso si los precios no se ajustan en términos de dólares, una depreciación de la moneda de los exportadores frente al dólar aún impulsaría los ingresos y las ganancias de los exportadores uno por uno cuando se mide en términos de moneda nacional. En, por ejemplo, un mundo ‘tipo Melitz’, donde las productividades de las empresas y las variedades de bienes difieren (Melitz 2003), esto induciría a algunas empresas a comenzar a exportar y a ofrecer variedades adicionales para la exportación.

En tercer lugar, si las empresas exportadoras “aceptan precios” en el mercado global y la producción está limitada por la oferta, entonces un aumento de los precios en moneda nacional induce a la empresa a ofrecer más al nuevo precio de mercado. Este podría ser el caso de los exportadores de productos básicos que dan por sentado el precio mundial. Pero también podría ser cierto para muchas empresas “normales” que no son gigantes de su industria y tienen poco poder de mercado.

Maurice Obstfeld (2020), quien precedió a Gopinath como economista jefe del FMI,

al examinar el legado de Harry Johnson a favor de la flexibilidad cambiaria, identifica diez críticas vertidas contra la efectividad de los tipos flexibles como instrumento de ajuste de los desequilibrios internacionales. Luego se refiere a solo cuatro surgidas después de la GR: i) el límite inferior efectivo de la tasa nominal de interés, ii) las cadenas globales de valor, iii) el ciclo financiero global, y iv) el paradigma de la moneda dominante, PMD. Entonces, en relación con el PMD, señala que

Una depreciación de la moneda nacional eleva el precio en moneda nacional de las exportaciones de manera proporcional y, por lo tanto, aumenta las ganancias en el sector exportador, lo que promueve la entrada y la expansión de la oferta exportadora. Pero ese cambio de la curva de oferta solo se manifestará con el tiempo y no es el mecanismo modelado en modelos a corto plazo como el de Mundell-Fleming. Sin embargo, de manera más inmediata, y en consonancia con un impacto positivo a corto plazo en la economía, el aumento de los precios de exportación en moneda nacional eleva la relación entre las exportaciones y el PIB. Este es un efecto de curva J del lado de la exportación. Por lo tanto, no todos los ajustes de la balanza comercial deben realizarse mediante la compresión de las importaciones.

Esta observación es parecida a la mencionada de Tenreiro. El PMD sostiene que ante una depreciación, en el corto plazo la demanda de exportaciones no se mueve, y que el ajuste en la cuenta comercial solo ocurrirá

por la reducción de las importaciones. Pero tanto Obstfeld como Tenreyro sostiene que aun en el corto plazo hay una reacción por el lado de la oferta de exportaciones. La conclusión de Obstfeld es que

A la luz de la experiencia de medio siglo con los acuerdos monetarios internacionales, concluyo que el principal argumento de Johnson sigue en pie. La flexibilidad del tipo de cambio, a pesar de las tensiones ocasionales y el desorden, sigue siendo la mejor manera de reconciliar la insistencia de la ciudadanía en la soberanía de la política macroeconómica con el comercio y los pagos internacionales relativamente libres.

Parafraseando a Winston Churchill, él mismo una figura central en la historia del tipo de cambio del siglo XX, un sistema con tipos de cambio flexibles, como la democracia misma, puede considerarse la peor forma de sistema, “excepto por todas esas otras formas que se han probado desde hace mucho tiempo.”.

Eso no quiere decir que el sistema no pueda mejorarse y hacerse más eficiente mediante una cooperación multilateral más estrecha. Pero seamos realistas: la mayor recompensa económica de una cooperación global mejorada en estos días se encuentra en áreas como el clima y la salud pública. Ahí es donde los líderes políticos deberían usar su capital.

Hemos aprendido que para la mayoría de los países, la idea de un tipo de cambio

fijo creíble es quimérica. La experiencia ha demostrado que las tasas fijas invitan a un ataque especulativo, y no solo en los casos en que la paridad está inevitablemente condenada al fracaso por políticas gubernamentales insostenibles. Johnson entendió que una paridad monetaria por sí sola no puede otorgar credibilidad gubernamental, por lo que la paridad vulnerable es el verdadero contrafactual de un sistema más flexible. También entendió que un tipo de cambio flexible por sí solo no resuelve todos los problemas de política. No obstante, incluso sin la flotación pura, el “grado adicional de libertad” que ofrece la flexibilidad del tipo de cambio sigue siendo esencial para una amplia gama de países.

En resumen, la desaparición del caso a favor de tipos de cambio flexibles ha sido muy exagerada. (Pg. 28)

Recuérdese que el *expenditure switching* consiste en que ante una depreciación cambiaria los precios en moneda doméstica de las exportaciones aumentan y los de las importaciones disminuyen, lo que provoca un aumento en la demanda y volumen de las exportaciones y una reducción en la demanda y volumen de las importaciones. Una implicación principal del PMD es que no es cierto que la demanda y volumen de exportaciones vaya a aumentar, porque los precios están fijos en dólares y no cambiarán porque los productores temen a la competencia (aunque su margen de beneficios se verá aumentado).

Vimos que Tenreyro y Obstfeld cuestionan esta implicación. Y Frohm (2021) confirma sus predicciones al estimar una especificación en la que la respuesta a la depreciación distingue entre el aumento de las exportaciones -margen intensivo- y el aumento en el número de empresas exportadoras -margen extensivo-. Explica que “el ajuste en el sector exportador todavía puede ocurrir a través de otros canales del lado de la oferta”, y a partir de datos de comercio bilateral a nivel de producto, con regresiones de efectos fijos de panel y variables instrumentales, encuentra que

(1), una depreciación de la moneda de un exportador frente al dólar estadounidense aumenta el volumen total de exportación entre países no estadounidenses, mientras que los tipos de cambio bilaterales importan muy poco. (2), no hay un aumento estadísticamente significativo en las exportaciones promedio por empresa (el margen intensivo), mientras que la respuesta de las exportaciones agregadas está impulsada principalmente por un aumento en el número de empresas exportadoras (el margen extensivo). (3), existe una heterogeneidad sustancial en la respuesta de las exportaciones a los tipos de cambio frente a las monedas dominantes. La concentración de mercado, aproximada por el índice de Herfindahl-Hirschman (HHI), reduce la respuesta de los márgenes extensivo e intensivo al tipo de cambio del dólar estadounidense. Estos resultados destacan un “canal de oferta de exportaciones” de los efectos de los tipos de cambio en un mundo con monedas

dominantes, profundizan nuestra comprensión del ajuste de las exportaciones agregadas, y subrayan aún más la respuesta exportadora heterogénea en diferentes sectores a las variaciones del tipo de cambio. (Abstract)

Por otro lado, Adler *et al* (2019), investigando el rol de las cadenas mundiales de valor en la determinación de la magnitud del ERPT, indica que estas no deterioran el papel de los tipos de cambio flexibles en el ajuste externo, al explicar que

El documento explora cómo la integración internacional a través de cadenas de valor globales da forma al funcionamiento de los tipos de cambio para inducir el ajuste externo tanto en el corto como en el mediano plazo. El análisis indica que una mayor integración en las cadenas de valor internacionales reduce la elasticidad del tipo de cambio de los volúmenes comerciales brutos. Este resultado se mantiene tanto a corto como a medio plazo, apuntando a la rigidez de las cadenas de valor. Al mismo tiempo, una mayor integración de la cadena de valor se asocia con mayores flujos comerciales brutos, en relación con el PIB, lo que tiende a amplificar el efecto de los movimientos del tipo de cambio. En general, la combinación de estos dos resultados sugiere que, para la mayoría de los países, la integración en las cadenas de valor globales no altera materialmente el funcionamiento de los tipos de cambio ni los beneficios de la flexibilidad del tipo de cambio para facilitar el ajuste externo.

Más allá de la soberanía económica

Las implicaciones de estas consideraciones para El Salvador son claras. Es difícil pensar en salir del subdesarrollo con un tipo super fijo como el implícito en la dolarización. Los tipos flexibles siguen siendo ideales en ese sentido, aunque no se pueden ver como una panacea. Al respecto, conviene mencionar otro detalle de los tipos flexibles. Se refiere al “grado extra de libertad” de Harry Johnson que destaca Obstfeld. El punto es que la selección del régimen cambiario es una decisión de una trascendencia que va mucho más allá de la esfera meramente económica.

Se vincula con la soberanía doméstica en muchos ámbitos. Se enfatiza lo siguiente: en el sistema monetario internacional que surgió después de la primera guerra mundial, los tipos fijos se constituyeron en una camisa de fuerza por la que los países se obligaban a una política monetaria/cambiaria que privilegiaba a ultranza la estabilidad de precios y el equilibrio externo, *i. e.*, equilibrio de la balanza de pagos. Todos los países participantes del esquema -con excepción de los del “centro” que emitían las monedas de reserva- disponían de muy pocos grados de libertad para atender sus problemas domésticos; particularmente el empleo en el caso de los desarrollados; y la pobreza, el empleo y el crecimiento económico en el caso de los subdesarrollados. Esto también determina

ba una dependencia creciente de los países periféricos de los del centro.

La GD hizo que los países recobraran el sentido en cuanto a que tenían que atender los problemas del empleo y la recuperación, obligándolos a repudiar los tipos fijos y a adoptar los flexibles, como la única forma de liberarse -en gran parte- de lo que Eichengreen denominó “grilletes dorados”.⁴ Los tipos fijos son unos grilletes que condicionan el desarrollo nacional a los vaivenes de la economía internacional; el reciente caso griego y sus pleitos con “la troika” en el contexto de la zona del euro ilustra nítidamente el problema, y España e Italia también, aunque en menor medida. Una manera de caracterizar el problema es señalando que se trata de una disyuntiva entre los objetivos de estabilidad de precios y equilibrio de la balanza de pagos impuestos por la economía internacional, *vis a vis* los aumentos del empleo y el crecimiento domésticos demandados por la economía nacional.

En la UE no pocas veces se alzaron pidiendo la salida de Grecia del esquema del euro, para poder devaluar y llevar a cabo los ajustes y correcciones internos y externos indispensables, un ejemplo que podría replicarse por España e Italia, lo que podría significar el derrumbe del sistema del euro. Pero este es el problema, con leves ajustes de forma, de El Salvador. El país no dispone de una política monetaria (*i. e.*, entre otras cosas,

4 Véase González (2021) para detalles relativos a El Salvador.

que no puede devaluar) para atender sus necesidades de empleo y pobreza. Con la mayor interdependencia económica en la actualidad respecto de la que había en los 1930 en adelante, la necesidad de un “grado extra de libertad” es más evidente.

El grado extra de libertad hace referencia, entre otras cosas, al hecho de que los tipos flexibles ofrecen cierto grado de aislamiento de la economía interna de las volatilidades del exterior, cosa que Johnson mencionó cuando explicó que los tipos flexibles tampoco son una panacea.⁵ Obstfeld toma el punto y menciona que “incluso sin la flotación pura, el “grado adicional de libertad” que ofrece la flexibilidad del tipo de cambio sigue siendo esencial para una amplia gama de países.” Entre estos, sin duda, se halla El Salvador.

Protección cambiaria, tarifas y empleo.

Vale la pena mencionar otro aspecto en que se notan las ventajas de los tipos flexibles. Nos referimos al concepto de la “protección cambiaria” de Corden (1981), retomado por Riedel (2018) para explicar su aplicación y efectividad en China:

De 2002 a 2011, China registró grandes superávits tanto en la cuenta corriente como en la de capital de su balanza de

pagos, que el Banco Popular de China (PBOC) compró y mantuvo con reservas oficiales de divisas para evitar la apreciación nominal de la moneda. Al mismo tiempo, con sus compras masivas de divisas, el Banco Popular de China obligó a los bancos comerciales a comprar ‘bonos de esterilización’ del Banco Popular de China y aumentó los coeficientes de reserva de los bancos comerciales para evitar la monetización de sus compras de divisas y la presión alcista concomitante sobre el nivel de precios (es decir, apreciación real de la moneda). La esterilización de la intervención cambiaria, como lo hizo China durante una década, ... puede verse como una política ... de manipular el tipo de cambio real para ganar o evitar perder competitividad de los precios internacionales, lo que Corden (1981) denominó “protección cambiaria”.

Esta es una receta que en otras ocasiones hemos denominado la “tripleta”: i) política cambiaria activa por la que se establece un TCR competitivo, ii) acumulación de reservas, y iii) controles de capital; que China también ha practicado.⁶ La efectividad de la “protección cambiaria” en China es de sobra conocida: i) ahora es la segunda potencia económica mundial, con perspectivas de llegar a ser la primera en unos cuantos años, ii) cientos de millones de chinos pobres dejaron de serlo, y iii) en el proceso, sostiene Riedel que

5 La discusión, sin embargo, sigue; véanse Corsetti et al (2021) y Gopinath e Itskhosky (2021).

6 Por ejemplo, González (2016).

Entre 1980 y 2012, se crearon unos 343 millones de nuevos puestos de trabajo en China, 278 millones de ellos (80%) en el sector urbano no estatal. Por lo tanto, puede ser apropiado considerar la protección del tipo de cambio en la década de 2000 como una política destinada a preservar las ganancias de empleo e ingresos que China logró en las dos primeras décadas de reforma económica y ampliarlas aún más en la década de 2000.

El ejercicio de la política cambiaria en China supuso una clara protección cambiaria a la industria por varias décadas, contribuyendo además en el proceso a la desindustrialización de muchos países. En nuestra opinión, mucho de esto puede hacerse en El Salvador todavía, si tan solo se dispusiera de una moneda propia; desde luego, con las necesarias limitantes que inhiban un abuso de dicho instrumento. Esto es particularmente importante en vista de que la protección industrial, y por esto la protección y creación de empleo nacional, a partir de tarifas arancelarias -un instrumento de la mayor importancia para la industrialización que registró El Salvador en los años setenta-, es ahora más difícil que antes, aunque no se debe descartar del todo y conviene revisar las opciones disponibles.

Este trabajo supone que el paradigma de la moneda dominante no aplica a El Salvador, aunque solo sea por tratarse de una economía dolarizada.⁷ Por otro lado, creemos que un marco más apropiado es el de FMI (2015) y Leigh *et al* (2017), quienes al referirse a las posibilidades que caben al *expenditure switching* ante movimientos en el TCR sostienen que

Los resultados confirman que los cambios cambiarios continúan mostrando fuertes efectos en los precios de exportación e importación. Esto tiene implicaciones para la dinámica de la inflación y la transmisión de los cambios en la política monetaria. ... En general, ... el papel de los tipos de cambio flexibles en la resolución de los desequilibrios comerciales permanece significativo. (Pg. 24)

¿Una controversia al interior del FMI?

Finalmente, conviene notar que en el FMI parece existir un conflicto entre partidarios de uno y otro tipo de régimen cambiario. No obstante, por ahora al menos, es probable que el ente se decante por un continuado apoyo a los tipos flexibles. El capítulo 2 de IMF (2019) comienza con el siguiente avance

7 Después de todo, las implicaciones del PMD sobre los tipos de cambio se refieren principalmente a los tipos bilaterales, con la excepción de los bilaterales respecto del dólar, como es el caso de El Salvador. De hecho, las regresiones de Gopinath *et al* (2016) en que se calculan los traspasos bilaterales distinguen entre los de economías dolarizadas y no dolarizadas; para las primeras solo se calcula el ERPT para los tipos de cambio respecto del dólar, y para las otras se calcula el ERPT para los tipos bilaterales y para el bilateral respecto del dólar. Nuestras regresiones son del tipo de cambio respecto del dólar.

Hay un debate en curso sobre el papel de los tipos de cambio para facilitar el ajuste externo. Este capítulo explora cómo ciertos aspectos del comercio internacional, a saber, [1] la fijación de precios en una moneda dominante y [2] la integración internacional a través de cadenas globales de valor, dan forma al funcionamiento de los tipos de cambio para inducir el ajuste externo. El análisis sugiere que el uso generalizado del dólar de EE. UU. en los precios comerciales altera la respuesta a corto plazo de los flujos comerciales a los movimientos del tipo de cambio, con los volúmenes de exportación respondiendo tímidamente a una depreciación del tipo de cambio, mientras que la mayor parte del ajuste se lleva a cabo a través de los volúmenes de importación. [Pero] Un proceso de ajuste más equilibrado, a través de volúmenes de exportación e importación, resurge a mediano plazo. Mientras tanto, una mayor integración en las cadenas globales de valor reduce la elasticidad al tipo de cambio de los volúmenes brutos de comercio, tanto a corto como a mediano plazo, pero el aumento asociado en los flujos brutos de comercio compensa en gran medida este efecto en la mayoría de los casos. En general, los resultados sugieren que mientras estas características del comercio afectan la composición y el tiempo envueltos en el proceso de ajuste externo, para la mayoría de los países, la flexibilidad cambiaria sigue siendo beneficiosa, especialmente en el mediano plazo. Dado que los efectos de los tipos de cambio son más lentos en el corto plazo, políticas complementarias pueden ser necesarias en algunos casos

para apoyar el funcionamiento de la flexibilidad cambiaria y facilitar el reequilibrio externo. (Pg. 43; corchetes y subrayados han sido agregados)

Aunque se nos acuse de seguirle dando golpes a un animal peligroso que ya se murió:

... Aun en casos de desequilibrios leves, el débil efecto amortiguador de los tipos de cambio en el corto plazo sugiere que otras herramientas de política pueden ser necesarias para alcanzar el pleno empleo en el caso de un shock negativo. ...

Sobre todo, la flexibilidad cambiaria sigue siendo clave para facilitar el ajuste externo. Mientras el análisis indica que las características del comercio internacional estudiadas en este capítulo pueden afectar la composición y contundencia de los efectos cambiarios en el corto plazo, este también indica que los mecanismos cambiarios convencionales se hallan presentes en el mediano plazo. Entonces, aunque otras políticas temporales pudieran ser necesarias para apoyar la flexibilidad cambiaria en el corto plazo, estas no deben verse como un sustituto de la flexibilidad cambiaria, porque esta sigue siendo un mecanismo clave para facilitar un ajuste externo duradero. (Pg. 62; subrayado agregado)

Conclusiones

El manejo cambiario es un elemento clave para el ajuste de los desequilibrios internacionales. En el caso del mundo subdesarrollado puede significar la ascendencia a un

estado superior de desarrollo y un grado significativo de estabilidad macroeconómica aun en entornos relativamente turbulentos en el escenario económico internacional. Más todavía, confiere a las economías y a los gobiernos un grado de autonomía que suele trascender los objetivos meramente socioeconómicos.

En este sentido, los tipos de cambio flexibles gozan de un historial que ilustra de forma contundente su capacidad para la solución o alivio de crisis como la GD y la GR; incluso en los casos de crisis financieras disruptivas, se puede trazar la instrumentación cambiaria -las depreciaciones- como una parte esencial de las acciones que condujeron a la resolución de las crisis, a partir de un impulso formidable a las exportaciones reales.⁸

Con todo, no han faltado los trabajos que señalan la ausencia de una “conexión” entre los movimientos cambiarios y los precios y volúmenes del comercio internacional, y el PMD es uno de los más recientes, sino el que más. Aunque a lo mejor de nuestro conocimiento nadie ha sostenido que en virtud del PMD deben abandonarse los tipos flexibles, aquí se han repasado las críticas de algunas voces autorizadas que se han alzado contra dicha posibilidad. En general, sostie-

nen que, sin negar los resultados principales del PMD, desarrollos favorables en las exportaciones pueden esperarse aun en el corto plazo, a raíz de una depreciación, a partir de canales no contemplados en los marcos analíticos del PMD.

Ya por varias décadas El Salvador ha carecido de una política monetaria/cambiaria que le permita concentrarse en los objetivos del crecimiento inclusivo para aliviar los problemas de pobreza y desigualdad, y hacer realidad el crecimiento sostenido. El resultado ha sido la agudización de aquellos problemas a la par del surgimiento de válvulas de escape en la forma de delincuencia, migración y subempleo. La rigidez cambiaria, aunada a la pandemia, y al conflicto en Europa, solo presagian un empeoramiento de aquellas condiciones; todo lo cual reclama la utilización del instrumento cambiario para superar las complicaciones exógenas a nuestro sistema económico.

El repaso que hemos hecho sobre el PMD, y sobre los ajustes que algunos críticos han llevado a cabo, nos permiten confiar en que la manipulación apropiada del instrumento cambiario, ha de contribuir efectivamente para resolver el problema del subdesarrollo del país.

8 Véase, por ejemplo, Leigh et al (2017). la Sección III: *Analysis of Large Currency Depreciation Episodes*; y las referencias pertinentes.

Referencias

- 1 Adler, Gustavo, Sergii Meleshchuk and Carolina Osorio Buitron. 2019. Global Value Chains and External Adjustment: Do Exchange Rates Still Matter? *IMF Working Paper* WP/19/300. IMF. Washington, D. C.
- 2 Bernanke, Ben S. (2002). Deflation: Making Sure “It” Doesn’t Happen Here. Remarks by Governor Ben S. Bernanke Before the National Economists Club. Washington, D.C. November 21. The Federal Reserve Board.
- 3 Bernanke, Ben S. (1995). The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 27, No. 1 (February). The Ohio State University Press.
- 4 Boz, Emine, Camila Casas, Georgios Georgiadis, Gita Gopinath, Helena Le Mezo, Arnaud Mehl, Tra Nguyen. 2020. Patterns in Invoicing Currency in Global Trade. *IMF Working Paper*, WP/20/126. Washington, D. C.
- 5 Boz, Emine, Gita Gopinath and Mikkel Plagborg-Møller. 2017. Global Trade and the Dollar. *IMF Working Paper*, WP/17/239. Washington, D. C.
- 6 Casas, Camila. (2019). Industry Heterogeneity and Exchange Rate Pass-Through. *BIS Working Papers*, No. 787. Bank for International Settlements.
- 7 Casas, Camila, Federico J. Díez, Gita Gopinath and Pierre-Olivier Gourinchas. 2017. Dominant Currency Paradigm: A New Model for Small Open Economies. *IMF Working Paper* WP/17/264. Washington D. C.
- 8 Corden, W.M. 1981. *Exchange rate protection*. in W.M. Corden (ed.), *Protection, Growth and Trade, Essays in International Economics*, Basil Blackwell, London: 271–87.
- 9 Corsetti, Giancarlo, Keith Kuester, Gernot J. Müller, Sebastian Schmidt. 2021. The exchange rate insulation puzzle. *Working Paper Series* No 2630 / December. European Central Bank.
- 10 Eichengreen, Barry J. and Peter Temin. (2010). Fetters of Gold and Paper. *NBER Working Paper* 16202.
- 11 Fondo Monetario Internacional. 2015. *Perspectivas de la economía mundial: Ajustándose a precios más bajos para las materias primas*. Washington, D. C. (Octubre).
- 12 Frohm, Erik. 2021. Dominant currencies and the export supply channel. *ECB Working Paper Series* No 2580 / August. European Central Bank.
- 13 Gopinath, Gita. 2015. The International Price System. *NBER Working Paper* 21646.
- 14 Gopinath, Gita, Emine Boz, Camila Casas, Federico J. Díez, Pierre-Olivier Gourinchas,
- 15 Mikkel Plagborg-Møller. 2016. Dominant Currency Paradigm. *NBER Working Paper* 22943.
- 16 Gopinath, Gita and Oleg Itshhoki. 2021. Dominant Currency Paradigm: A Review. *NBER Working Paper* No. 29556. December.
- 17 González O., Mauricio. (2021). El Salvador: Déficit fiscal, Covid-19 y Crecimiento. *AKADEMOS*, Año 14, Vol. 2, N° 35, Julio - Diciembre 2020. Centro de Investigaciones en Ciencias y Humanidades, CICH, Universidad Dr. José Matías Delgado.
- 18 González O., Mauricio. 2016. El Salvador: Enfermedad Holandesa, Educación, y Crecimiento. Instituto de Ciencia, Tecnología e Innovación, ICTI; Universidad Francisco Gavidia.
- 19 IMF. (2019). *External Sector Report: The Dynamics of External Adjustment*. Washington, DC, July.
- 20 Leigh, Daniel, Weicheng Lian, Marcos Poplawski-Ribeiro, Rachel Szymanski, Viktor Tsyrennikov, and Hong Yang. 2017. Exchange Rates and Trade: A Disconnect? *IMF Working Paper* WP/17/58. IMF, Washington, DC.
- 21 Melitz, M. 2003. The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity. *Econometrica* 71(6): 1695-1725.
- 22 Obstfeld, Maurice. 2020. Harry Johnson’s “Case for Flexible Exchange Rates”—50 Years Later. *NBER Working Paper* 26874.

- 23 Riedel, James. 2018. The costs and benefits of exchange rate protection in China. *Asian-Pacific Economic Literature*, Volume 32, Issue 1, p. 3-17.
- 24 Tenreiro, Silvana. 2020. Open economy challenges: Global currencies and trading networks. VOXeu CEPR, 4 September.
- 25 Tenreiro, Silvana. 2019. "Monetary policy and open questions in international macroeconomics". Speech, John Flemming Memorial Lecture, London 28 October.