

# OPOSICION TECNICO COMERCIAL Y ECONOMISTA DEL ESTADO

Tema 3B-16: Análisis comparado de los distintos regímenes cambiarios. Intervención y regulación en los mercados de cambio.

Miguel Fabián Salazar

4 de julio de 2022

# ÍNDICE

Página

Idea clave	<b>1</b>
Preguntas clave	<b>1</b>
Esquema corto	<b>2</b>
Esquema largo	<b>5</b>
Gráficas	<b>17</b>
Preguntas	<b>18</b>
Test 2020	<b>18</b>
Test 2017	<b>18</b>
Test 2007	<b>18</b>
Test 2006	<b>18</b>
Test 2004	<b>19</b>
Notas	<b>20</b>
Bibliografía	<b>21</b>

# IDEA CLAVE

## Preguntas clave

- ¿Qué regímenes cambiarios existen?
- ¿Qué modelos teóricos permiten comparar regímenes cambiarios?
- ¿Qué ventajas e inconvenientes tienen?
- ¿En qué circunstancias es adecuado un régimen cambiario fijo o flexible?
- ¿Qué evidencia empírica existe al respecto?
- ¿Cómo intervienen las autoridades monetarias los mercados cambiarios?
- ¿Para qué sirven las intervenciones?
- ¿Cómo regulan las autoridades monetarias los mercados de cambio?

# ESQUEMA CORTO

## INTRODUCCIÓN

### 1. Contextualización

- I. *Macroeconomía*
- II. *Economías abiertas*
- III. *Régimen cambiario*

### 2. Objeto

- I. *¿Qué regímenes cambiarios existen?*
- II. *¿Qué modelos teóricos comparan regímenes cambiarios?*
- III. *¿Qué ventajas e inconvenientes tiene cada régimen cambiario?*
- IV. *¿Qué hace adecuado uno u otro régimen cambiario?*
- V. *¿Qué evidencia empírica existe al respecto?*
- VI. *¿Cómo se interviene en el mercado cambiario?*
- VII. *¿Para qué sirven las intervenciones?*
- VIII. *¿Cómo regulan las autoridades monetarias los mercados de cambio?*

### 3. Estructura

- I. *Regímenes cambiarios*
- II. *Análisis comparado de regímenes cambiarios*
- III. *Intervención y regulación*

## I. REGÍMENES CAMBIARIOS

### 1. Idea clave

- I. *Contexto*
- II. *Objetivos*
- III. *Resultados*

### 2. Regímenes de TC fijo “duros”

- I. *Unión monetaria*
- II. *Dolarización*
- III. *Junta de conversión*

### 3. Fijación suave del tipo de cambio nominal

- I. *Adjustable peg/fijo ajustable*
- II. *Crawling peg*
- III. *Bandas de flotación*

### 4. Tipo de cambio flexible

- I. *Managed float o dirty float*
- II. *Flotación libre*

## II. ANÁLISIS COMPARADO

### 1. Idea clave

- I. *Contexto*
- II. *Objetivo*
- III. *Resultados*

### 2. Análisis teórico

- I. *Clásicos*
- II. *Bimetalismo vs oro vs plata*
- III. *Nurkse*
- IV. *Meade*
- V. *Friedman*
- VI. *Mundell y Fleming*
- VII. *Dornbusch: overshooting con tipos flexibles*

- VIII. *Krugman (1991): bandas de flotación y eq. múltiples*
- IX. *Empleo friccional*
- X. *Crisis cambiarias*
- XI. *Deuda externa*
- XII. *Economía política*
- XIII. *Instituciones*

### **3. Implicaciones**

- I. *Factibilidad de regímenes de tipo de cambio fijo*
- II. *Receta tradicional de amortiguación de shocks*
- III. *Enfoque moderno*
- IV. *Controles de capital*

### **4. Factores que determinan régimen óptimo**

- I. *Idea clave*
  - I *Tamaño y apertura*
  - II *Socio comercial*
  - III *Simetría de los shocks*
  - IV *Movilidad del trabajo*
  - V *Transferencias fiscales contracíclicas*
  - VI *Transferencias corrientes contracíclicas*
  - VII *Voluntad política*
- VIII *Desarrollo financiero*
- IX *Origen de los shocks*

### **5. Evidencia empírica**

- I. *Patrón oro*
- II. *Bretton Woods*
- III. *Caída de Bretton Woods*
- IV. *Crisis cambiarias*
- V. *Sudden stops y flow reversals*
- VI. *Hot money*
- VII. *Zona Euro*
- VIII. *Miedo a flotar*

## **III. INTERVENCIÓN Y REGULACIÓN**

### **1. Intervención**

- I. *Idea clave*
- II. *Instrumentos*
- III. *Compraventa de divisas*
- IV. *Tipo de interés*
- V. *Acumulación de reservas*
- VI. *Esterilización*
- VII. *Reputación del banco central*
- VIII. *Coordinación de política monetaria*
- IX. *Expansión cuantitativa*
- X. *Requisitos mínimos de divisas*
- XI. *Factores de éxito de la intervención*
- XII. *Valoración*

### **2. Regulación**

- I. *Idea clave*
- II. *Controles de capital*
- III. *Control de cambio*
- IV. *Tipos de cambio múltiples*

V. *Valoración*

**CONCLUSIÓN**

**1. Recapitulación**

- I. *Regímenes cambiarios*
- II. *Análisis comparado de regímenes cambiarios*
- III. *Intervención y regulación*

**2. Idea final**

- I. *Debate histórico de política económica*
- II. *Idiosincrasia de la economía*
- III. *Supervisión macroprudencial*
- IV. *Crisis financieras*
- V. *Euro como régimen de TC Fijo*

# ESQUEMA LARGO

## INTRODUCCIÓN

### 1. Contextualización

- I. *Macroeconomía*
  - a. Análisis de fenómenos económicos a gran escala
  - b. Énfasis sobre variables agregadas
- II. *Economías abiertas*
  - a. Comercio internacional  
Intercambian ByS con otras economías  
→ Precios relativos son importantes  
⇒ Tipo de cambio es importante  
⇒ DAgregada depende de exterior
  - b. Flujos financieros internacionales  
Intercambio de activos y pasivos  
Suavización intertemporal de rentas  
Dinámicas de deuda exterior
  - c. Tipo de cambio  
Precio más importante en una economía abierta  
→ Relación entre bienes locales y extranjeros
  - d. Interacción de sector exterior y ec. doméstica  
Demanda exterior sobre demanda agregada y output  
Diferenciales de precios  
Condiciones de financiación
- III. *Régimen cambiario*
  - a. Estados/aut. monetarias pueden afectar TCN  
Interviniendo el mercado de divisas  
Regulando intercambios de divisas
  - b. Concepto de régimen cambiario  
Conjunto de intervención+regulación  
Con el objetivo de:  
→ Determinar TCN determinado  
→ Alcanzar otros objetivos de PEconómica  
⇒ Aparición de trade-offs  
⇒ Necesario decidir qué régimen cambiario
  - c. Dimensión fundamental de un régimen cambiario  
TCN en nivel fijo o flexible  
→ Qué TCN fijo  
→ Qué grado de fluctuación  
→ Qué actuaciones para lograrlo

### 2. Objeto

- I. ¿Qué regímenes cambiarios existen?
- II. ¿Qué modelos teóricos comparan regímenes cambiarios?
- III. ¿Qué ventajas e inconvenientes tiene cada régimen cambiario?
- IV. ¿Qué hace adecuado uno u otro régimen cambiario?
- V. ¿Qué evidencia empírica existe al respecto?

<sup>1</sup> Informe anual (2019) sobre regímenes cambiarios del FMI.

VI. ¿Cómo se interviene en el mercado cambiario?

VII. ¿Para qué sirven las intervenciones?

VIII. ¿Cómo regulan las autoridades monetarias los mercados de cambio?

### 3. Estructura

- I. *Regímenes cambiarios*
- II. *Análisis comparado de regímenes cambiarios*
- III. *Intervención y regulación*

## I. REGÍMENES CAMBIARIOS<sup>1</sup>

### 1. Idea clave

- I. *Contexto*
  - a. Clasificación de regímenes cambiarios  
Más difusa cuanto más flexibilidad
  - b. Clasificación del FMI  
Mandato para reportar anualmente sobre regímenes cambiarios
  - c. De jure y de facto  
No siempre iguales  
Régimen de facto suele ser menos flexible que de iure
- II. *Objetivos*
  - a. Identificar características definitorias
- III. *Resultados*
  - a. Regímenes caracterizados por flexibilidad del TCN
  - b. Flexibilidad depende de:  
Margen de actuación de autoridades monetarias  
Compromiso de actuación para mantener un nivel de TCN
  - c. Regímenes polares  
Fijo y flexible son simplificaciones
  - d. Realidad de regímenes cambiarios  
Combinación de:  
→ Instituciones legales y políticas  
→ Compromiso de tipo de cambio  
⇒ Múltiples variantes
  - e. Extremos de fijación/flexibilidad  
De más a menos fuerte compromiso de TC fijo

### 2. Regímenes de TC fijo “duros”

- I. *Unión monetaria*
  - a. Comparte con otros miembros de UM  
Política monetaria  
Autoridad monetaria  
Moneda física y unidad de cuenta  
Soberanía  
→ Requiere cesiones a instituciones comunes  
→ Generalmente también en otras áreas
  - b. Beneficios de señoreaje

Repartidos entre miembros de UM

c. Régimen cambiario con terceros

Puede ser cualquier otro

II. *Dolarización*

a. País renuncia a:

Moneda física propia y unidad de cuenta

→ Adoptando país de tercero

Política monetaria

b. Mantiene:

Autoridad monetaria con funciones mínimas

→ Estadísticas

→ Cuentas del gobierno

→ Sistema de pagos nacionales

→ Gestión de reservas

c. Señoreaje

País que emite moneda extrae todo el beneficio

III. *Junta de conversión*

a. País renuncia legal/constitucionalmente a:

Política monetaria

⇒ Moneda nacional es token sobre divisa

b. Mantiene:

Autoridad monetaria con funciones reducidas

→ Estatuto legal limitativo

→ Vender/comprar moneda nacional

→ Sin discrecionalidad alguna (en teoría)

→ Mantiene funciones propias de BC en dolarización

c. Señoreaje

En teoría:

→ Sólo por ingresos de reservas de divisas<sup>2</sup>

En la práctica:

→ AMonetaria puede “hacer trampas”

**3. Fijación suave del tipo de cambio nominal**

I. *Adjustable peg/fijo ajustable*

a. País renuncia a:

Política monetaria

→ Se compromete a defender tipo de cambio

b. Mantiene:

Autoridad monetaria con PM

→ Sin estatuto legal limitativo de funciones

→ Posible cambio de pol. sin reforma const./legal

→ Posibles ajustes de tipo fijo cada cierto tiempo

⇒ Generalmente, fluctuación  $\pm 1\%$ , más de 6 meses

c. Variantes

Fijo en relación a punto determinado

Bandas de fluctuación permitidas

→ Más “fijo” cuanto menores sean

d. Más habitual junto con managed float

II. *Crawling peg*

a. País se compromete a ajuste gradual

Dado TCN objetivo declarado

→ Variaciones graduales hasta objetivo

→ Frecuentes en el tiempo

b. Política monetaria supeditada a régimen

Pero ajustes frecuentes son aceptables

III. *Bandas de flotación*

a. País se compromete a mantener dentro de banda

b. Bandas amplias de fluctuación

Sólo interviene si se acerca a bandas

c. Krugman (1991)

Credibilidad de intervención es importante

Si capacidad de BCentral es creíble

→ Mercados actúan solos para mantener en bandas

→ Intervención no es necesaria

→ TCN cae cuando se acerca a límite superior

→ TCN aumenta cuando se acerca a límite inferior

Si capacidad de BCentral no es creíble

⇒ Situación similar a Krugman (1979)

⇒ Expectativas juegan papel clave

**4. Tipo de cambio flexible**

I. *Managed float o dirty float*

a. TC fluctúa libremente pero BC interviene

b. Intervenciones relativamente frecuentes

c. Cierta opacidad respecto a criterios de intervención

d. Más habitual junto con fijo ajustable

e. Asociado al miedo a flotar

II. *Flotación libre*

a. Intervención excepcional

b. Sólo para evitar condiciones de extrema volatilidad

**II. ANÁLISIS COMPARADO**

**1. Idea clave**

I. *Contexto*

a. Análisis comparado

Extraer características que definen régimen cambiario

Valorar efectos sobre macromagnitudes relevantes

→ Output

→ Empleo

→ Inflación

→ Saldo exterior

→ ...

b. Regímenes cambiarios

Puede ser o no factibles

Pueden tener diferentes efectos sobre

→ Niveles de variables stock

→ Varianza de variables flujo

...

<sup>2</sup>Las reservas que respaldan completamente la oferta monetaria de moneda local generan un interés que constituye un ingreso por señoreaje para el país en cuestión. Si los tipos de interés de las reservas son negativos, la autoridad monetaria puede incurrir en pérdidas y obtener de hecho un “señoreaje” negativo.



- c. Amplia variedad de evidencia empírica
- d. Muchos modelos teóricos
  - Enfatizan diferentes aspectos
  - Diferentes implicaciones sobre rég. óptimo

## II. *Objetivo*

- a. Caracterizar regímenes cambiarios
- b. Describir teorías sobre efectos de shocks
- c. Valorar optimalidad de regímenes en función de contexto

## III. *Resultados*

- a. Debate de l/p en torno a fijo vs flexible
- b. Evidencia mixta
  - Buenos y malos resultados con ambos regímenes
- c. Acumulación de reservas muy frecuente
  - A pesar de tipo de cambio nominalmente fijo
- d. Acumulación de desequilibrios a pesar de flexibilidad
- e. Habitual poca transparencia sobre régimen real
- f. Régimen óptimo muy dependiente del contexto
  - Instituciones
  - Shock en cuestión
  - Coyuntura internacional
  - Sistema financiero
  - ...

## 2. **Análisis teórico**

### I. *Clásicos*

- a. Debate sobre convertibilidad o no a oro
- b. Currency school
  - Evitar crecimiento excesivo de la oferta monetaria
  - Evitar inflación
  - ⇒ Debe restablecerse convertibilidad libra oro
  - Régimen cambiario óptimo
  - Libre convertibilidad con oro
  - Oro puede entrar y salir
  - Tipo de cambio fijo vía paridad con oro
- c. Banking school
  - Oferta monetaria no es inflacionaria
  - Porque es endógena a actividad económica
  - No es necesaria la convertibilidad con el oro
  - No se emitirán billetes en exceso
  - Tipos de cambio pueden fluctuar

### II. *Bimetalismo vs oro vs plata*

- a. Países bimetálicos
  - Plata y oro se venden a precio fijado en ceca
  - Plata y oro
- b. Países en oro
  - Gran Bretaña
- c. Países en plata
  - Hispanoamérica
  - Austria-Hungría

Rusia  
Escandinavia

### d. *Implicaciones*

Convertibilidad respecto a oro  
→ Tipo de cambio fijo entre sí  
Convertibilidad respecto a plata  
→ Tipo de cambio fijo entre sí  
Países bimetálicos (Francia)  
→ Estabilizan relación oro-plata en mercado internacional  
⇒ Permiten estabilidad cambiaria zona oro y plata  
e. Abandono de bimetalismo  
Permite fluctuación zonas oro y plata  
→ Más países cambian a oro  
⇒ Emergencia de patrón oro

### III. *Nurkse<sup>3</sup>*

- a. Defensa de TCN fijos a nivel de sistema internacional
- b. International currency experience (1944)
- c. Crítica general a fluctuaciones de TCN
- d. Sistema monetario tras IGM
  - Restauraciones de convertibilidad respecto a oro
  - Progresivamente
  - Países prefieren restaurar después
  - ⇒ Tipos de cambio fijo tras restaurar
  - ⇒ Paridades competitivamente fijadas
  - ⇒ Inestabilidad del sistema
- e. Tras caída de patrón oro
  - Devaluaciones competitivas
- f. Nurkse niega estabilidad de mecanismo de ajuste vía TCN
  - Marshall-Lerner no siempre se cumple
  - ⇒ Posible inestabilidad de devaluaciones
- g. Devaluaciones competitivas perjudiciales
  - Frecuentes en años 30
  - Nurkse considera negativas
- h. Régimen cambiario óptimo
  - Tipos de cambio fijos
  - Paridades fijadas cooperativamente
  - Devaluaciones sólo posibles si circunst. excepcionales

### IV. *Meade*

- a. Rigideces salariales y de precios
  - Dificultan ajuste ante shock real externo
  - Tipo de cambio fijo impide ajuste
  - ⇒ Mejor tipos "variables"
- b. Defensa de régimen intermedio
  - Tipos fijos pero ajustables a menudo
  - Soft-peg

### V. *Friedman*

<sup>3</sup>Ver Eichengreen, B. (2018) Ragnar Nurkse and the international financial architecture.

- a. Defensa de TCN flexibles a nivel de sistema internacional
- b. Instrumentos de ajuste de la balanza de pagos
  - i. Variaciones del tipo de cambio nominal
    - Vía fuerzas de mercado en TCN flexible
    - Vía regulación/intervención+mercado en TCN fijo
  - ii. Variación de precios
    - Deflación si TCR demasiado apreciado
    - Aranceles
  - iii. Controles directos a transacciones internacionales
    - Cuotas
    - Restricciones a importación
  - iv. Reservas de divisas
    - Compra de divisas extranjeras para saldar superávit
    - Venta de divisas extranjeras para saldar déficit
    - ⇒ Potencial efecto sobre oferta monetaria
    - ⇒ Esterilización necesaria para mantener oferta monetaria
- c. Argumenta por qué TCN flexible es el mejor instrumento
  - Plantea problemas de los otros tres instrumentos
  - Rebate críticas a TCN flexible como mecanismo óptimo
- d. Devaluaciones
  - Hasta que tiene lugar, aumentan desequilibrios
  - Ajuste es más brusco y rápido°
  - Mayores costes
- e. Utilización de reservas
  - Posible utilizar para pequeños ajustes transitorios
  - Aunque TCN flexible sería más rápido
  - Para shock persistentes, inviable
  - Reservas son infinitas si déficit
  - Compra de divisas es inflacionaria
  - ⇒ Necesario esterilizar
  - ⇒ Esterilizar mantiene desequilibrio
- f. Cambios en precios
  - En teoría, es un mecanismo válido
  - En la práctica, es inviable
  - Los salarios son rígidos
  - Aún más al alza que a la baja
  - Ajustes de precios acaban siendo deflacionarios
  - ⇒ Desempleo es objetivo esencial de política macro
  - ⇒ Imposible soslayar
  - ⇒ Acaba siendo impracticable
- g. Controles directos sobre los intercambios
  - Ingresos no pueden aumentarse administrativamente
  - Medidas viables para aumentar exportación
  - Deben introducirse al margen de régimen cam-

biario

Medidas que limiten importaciones

→ Extremadamente onerosas

→ Introducen distorsiones adicionales

→ Agentes encuentran formas de evitar controles

⇒ Acaban siendo coste adicional

#### h. Argumentos contra el TCNFlexible

Libre flotación aumenta incertidumbre

→ TCNFlexible incierto se debe a condiciones subyacentes

→ Si economía sufre incertidumbre, TCNFlexible lo sufrirá

→ TCNFijo también sufriría incertidumbre si cond. subyacentes

Variaciones de precios hacen innecesario TCNFlexible

→ Pero en l/p, precios dependen de factores monetarios

→ Espirales inflacionarias también posibles con TCNFijo

Variaciones necesarias del TCN no se producen a tiempo

→ Los especuladores proveen capital necesario hasta ajuste

→ Perspectiva de ajuste a equilibrio incentiva especuladores

#### i. TCNFlexible protege frente a shocks dda. por factores nominales

Si la demanda agregada en el extranjero cae

→ La demanda de exportaciones caerá

Si un shock nominal afecta a la cuenta corriente

→ TCN demasiado alto/bajo

→ Nivel de precios demasiado alto/bajo

⇒ TCR alejado de nivel que equilibra CC

⇒ TCN flexible garantiza ajuste a equilibrio

#### j. Propuesta de Friedman

Reglas de crecimiento de la oferta monetaria

→ Estabilizar inflación y output

Tipos de cambio flexible a nivel mundial

→ Facilitar ajuste frente a shocks nominales externos

Liberalización de flujos de capital

→ Mejorar asignación de capacidad productiva

Liberalización de flujos comerciales

→ Maximizar bienestar de consumidores y output

#### k. Impacto

Parcialmente tras caída de Bretton Woods

→ Sin régimen de TCN a partir de acuerdos Jamaica

#### VI. Mundell y Fleming

$$IS \quad Y = C(Y) + I(r) + NX(Y, E)$$

$$Y = C_0 + cY + I_0 + I(r) + X_0 + X(E) - (M_0 + mY + M(E))$$

$$\rightarrow c, m < 0, I_r < 0, X_E > 0, M_E < 0,$$

$$\text{LM } \frac{M}{P} = L(Y, r)$$

$$\rightarrow L_Y > 0, L_r > 0$$

$$\text{BP } \Delta R = NX(Y, E) + CF(r, r^*)$$

$$\Delta R = NX(Y, E) + K \cdot (r - r^*)$$

$$\rightarrow K \rightarrow \infty: \text{mov. perfecta de } K$$

$$\rightarrow K \rightarrow 0: \text{sin movilidad de } K$$

a. Tres ecuaciones en tres incógnitas

Asumiendo  $\Delta R$  exógena = 0 en general

$$\rightarrow Y, r, E$$

b. Libre mov de K + TCN Flexible

Shock negativo de demanda agregada<sup>4</sup>

→ IS se desplaza a la izquierda

→ Caída de tipo de interés doméstico

→ Salida de capital

→ Depreciación del TCN

→ Depreciación del TCR

→ Aumento de exportaciones netas

⇒ Mitigación del impacto del shock sobre Y

Shock negativo sobre oferta monetaria<sup>5</sup>

→ LM se desplaza a la izquierda

→ Aumento del tipo de interés doméstico

→ Entrada neta de capital

→ Apreciación del TCN

→ Apreciación del TCR

→ Caída de exportaciones netas

⇒ Amplificación del impacto del shock sobre Y

⇒ TCNFlex mitiga shock DA, amplifica shock M

c. Libre mov de K + TCN Fijo

Shock negativo de demanda agregada

→ IS a la izquierda

→ Caída del tipo de interés

→ Salida de capital

→ Necesario aumentar interés para frenar salida de K

→ Necesario reducir M para aumentar interés

⇒ Amplificación del impacto sobre Y

Shock negativo sobre oferta monetaria

→ LM a la izquierda

→ Aumento del tipo de interés

→ Necesario reducir interés para frenar salida de K

→ Necesario aumentar M para reducir interés

⇒ Mitigación del impacto sobre Y

⇒ TCNFijo amplifica shock DA, mitiga shock M

d. Si shocks de demanda agregada son más prevalentes

Preferible tipo de cambio flexible

e. Si shock sobre oferta monetaria son más prevalentes

Preferible tipo de cambio fijo

#### VII. Dornbusch: overshooting con tipos flexibles

a. Contexto post-BW

Tipos fijos respecto al dólar

b. Overshooting con TCN Flexible + rigideces de precios

Gráfica I

c. IS

$$y = g + \delta(e + p^* - p) - \sigma i$$

d. LM

$$m - p = \phi y - \lambda i$$

e. UIP – Paridad descubierta de interés

$$i = i^* + \dot{e}^e$$

f. Curva de Phillips

$$\dot{p} = \pi(y - \bar{y})$$

g. HER sobre tipo de cambio nominal

$$\dot{e}^e = \dot{e}$$

h. Diagrama de fase

Espacio  $p-e$

$p$  en abscisas,  $e$  en ordenadas

i. Shock de política monetaria

Desplaza curva  $\dot{e} = 0$  hacia la derecha

→ Salto a nueva senda de ajuste con precios rígidos

⇒ Depreciación instantánea más que futura

⇒ Overshooting más allá de equilibrio de largo plazo

j. Implicaciones

TCN flexible puede inducir mayor volatilidad

→ De TCN más allá de intrínseca a flotación

→ De TCR en la medida que precios sean rígidos

#### VIII. Krugman (1991): bandas de flotación y eq. múltiples

a. Krugman (1991)

b. Credibilidad de intervención es importante

Si capacidad de BCentral es creíble

→ Mercados actúan solos para mantener en bandas

→ Intervención no es necesaria

→ TCN cae cuando se acerca a límite superior

→ TCN aumenta cuando se acerca a límite inferior

c. Si capacidad de BCentral no es creíble

⇒ Situación similar a Krugman (1979)

⇒ Expectativas juegan papel clave

#### IX. Empleo friccional

a. Régimen cambiario tiene efectos sobre empleo

<sup>4</sup>Atribuible a múltiples causas posibles, que en cualquier caso resultan en una reducción de la demanda agregada. Una posibilidad es que la absorción interna caiga como resultado de políticas fiscales contractivas o un shock a las expectativas que reduzca la inversión autónoma. Otra posibilidad es una reducción autónoma de la demanda de exportaciones netas, por un shock negativo a la demanda agregada en los socios comerciales. En ambos casos, la curva IS se desplaza hacia la izquierda, de tal manera que para un nivel dado de tipo de interés el output de equilibrio es menor.

<sup>5</sup>Atribuible a múltiples causas, que en cualquier caso provocan un exceso de demanda de dinero. Una posibilidad es que la oferta monetaria se reduzca como resultado de una contracción del crédito bancario. Otra posibilidad es un aumento de la demanda de dinero independiente de la renta y del tipo de interés. En ambos casos, la curva LM se desplaza hacia la izquierda, de tal manera que para un nivel dado de tipo de interés el output de equilibrio es menor.

- b. Régimen de tipo de cambio fijo con principal socio
- c. Fluctuaciones frecuentes  
Afecta recursos dedicados a sector exportador
- d. Reasignaciones frecuentes  
Aumento del paro friccional
- e. Régimen de tipo de cambio fijo  
Menor número de reasignaciones  
Reasignaciones más bruscas  
→ Devaluaciones  
→ Crisis cambiarias
- f. Régimen de tipo de cambio flexible  
Reasignaciones más frecuentes  
Posiblemente más graduales  
Efectos de incertidumbre pueden detraer contratación
- x. *Crisis cambiarias*
  - a. Concepto de crisis cambiaria  
Ajuste brusco de paridad  
Autoridades no son capaces de mantener
  - b. Régimen de tipo de cambio fijo  
Mucho más susceptible a crisis  
→ Por ajuste brusco intrínseco a TC fijo
  - c. Diferentes modelos/tipos de crisis  
Crisis de primera generación  
→ Financiación monetaria déficit fiscal  
→ Aumento de crédito doméstico  
→ Necesaria venta de reservas paralela si déficit CC  
⇒ Agotamiento de reservas implica ruptura de paridad  
⇒ Posible incompatibilidad  
⇒ Incentivo a ataques especulativos  
Segunda generación  
→ Minimización de función de pérdida inflación output  
→ Régimen TCFijo requiere mantener dif. inflación  
→ Equilibrios múltiples: puede ser o no sostenible  
→ Expectativas de inflación elevada  
⇒ Aumenta coste en output de mantener TCN fijo  
⇒ Posible abandono de TCNFijo  
→ Expectativas de inflación elevada  
⇒ Reduce coste en output de mantener TCN fijo  
⇒ Posible abandono de TCNFijo  
Tercera generación  
→ Garantía implícita de gobierno sobre TCN  
→ Endeudamiento de sector privado en divisa  
→ Riesgo moral de bancos privados con dólares  
⇒ Reversal flow o sudden stop de flujos  
⇒ Enorme presión hacia depreciación  
⇒ Aumento de tipos de interés desata recesión
- ⇒ Imposible refinanciar deuda  
⇒ Caída del régimen de tipo fijo
- xI. *Deuda externa*
  - a. Régimen cambiario afecta deuda externa  
Especialmente países que no pueden endeudarse en moneda propia
  - b. Confianza en régimen cambiario es esencial
  - c. Tipo de cambio fijo  
Sector privado t
- xII. *Economía política*<sup>6</sup>
  - a. Idea clave  
Régimen cambiario beneficia/perjudica grupos de interés  
→ Régimen flexible o fijo  
→ Nivel de TCN si fijo  
Asumiendo conocen preferencias y efectos de  $\Delta$  TCN
  - b. Preferencias a favor de TCNFijo  
Agentes expuestos a mercado exterior  
→ Reducen incertidumbre  
No todos quieren mismo nivel de TCN  
→ Importadores quieren nivel apreciado  
→ Exportadores quieren nivel depreciado  
Si paridad se desvía de preferencias  
→ Pueden presionar hacia tipo flexible  
⇒ Estimando que TCN tiende a equilibrio deseable
  - c. Preferencias a favor de TCNFlexible  
Agentes expuestos a paro  
→ Prefieren equilibrio interno  
⇒ Política monetaria independiente para equilibrio interno
  - d. Críticas  
Efecto de  $\Delta$  TCN es difícil de conocer  
Grupos de interés no siempre pueden organizarse  
→ ¿Es realmente relevante la economía política?  
→ ¿Hasta qué punto puede conocerse su impacto?
- xIII. *Instituciones*<sup>7</sup>
  - a. Idea clave  
Conjunto de normas y mecanismos legales  
→ Transforman prefs. individuales en decisiones gobierno  
Instituciones democráticas/autoritarias  
→ ¿Hacen óptimo uno u otro régimen cambiario?  
→ ¿Tienden a llevar a cabo uno u otro régimen?
  - b. Autocracias  
Más habitual tipo de cambio fijo
  - c. Democracias  
Menos tendencia a tipo de cambio fijo  
Habitual intervención para estabilizar TCN  
Mucha heterogeneidad dentro de democracias

<sup>6</sup>Ver Steinberg y Walter (2013) en carpeta del tema.

<sup>7</sup>Ver Steinberg y Walter (2013) en carpeta del tema.

- d. Independencia del banco central
  - Evidencia mixta
  - Casi cualquier tipo de conclusión extraíble
  - Poca robustez

### 3. Implicaciones

1. *Factibilidad de regímenes de tipo de cambio fijo*
  - a. TCN fijo no es necesariamente factible
  - b. Intentos múltiples por caracterizar factibilidad
  - c. Trinidad imposible de Mundell-Fleming
    - Derivado del modelo de Mundell-Fleming
    - Importante soporte empírico
    - Sólo dos de tres características son posibles:
    - I Tipo de cambio fijo
    - II Libertad de movimiento de capital
    - III Política monetaria independiente
    - Supongamos I y II
    - Régimen de TC Fijo estable
    - Añadimos III
    - PM expansiva utilizada para equilibrio interno
    - Aparece divergencia de interés doméstico y mundial
    - Salida de capital y EDemanda de divisas
    - ⇒ TCN Fijo imposible
  - d. Dilema, no trilema
    - Propuesto por Rey (2015)
    - Régimen cambiario es irrelevante
    - TCN no aísla de shock exteriores
    - Autoridades monetarias deben elegir entre:
    - I Movilidad de capital
    - II Política monetaria independiente
    - Existe un ciclo financiero global
    - Determinado por Fed y principales bancos centrales
    - Con movilidad de capitales
    - Tipos de interés en USA, UE afectan resto del mundo
    - PM debe adaptarse a ciclo financiero global
    - ⇒ Única solución es control de cuenta financiera
  - e. Trilema de Pisany-Ferry del sector financiero
    - Planteado por Pisany-Ferry (2012)
    - Asumiendo:
    - régimen de tipo fijo factible
    - Integración monetaria avanzada
    - Sólo son posibles dos:
    - I Interdependencia banca-sector público
    - II Financiación monetaria del déficit prohibida
    - III Sin corresponsabilidad respecto a deuda pública
    - Con I y II:
    - Necesaria unión fiscal
    - Con I y III:
    - Necesario prestamista de último recurso a nivel

de AMonetaria

Con II y III:

→ Necesaria unión financiera efectiva

### II. *Receta tradicional de amortiguación de shocks*

- a. Shock demanda agregada
  - Resultado de:
  - Demanda de exportaciones netas
  - Absorción interna
  - Régimen óptimo:
  - TCN flexible
- b. Shock de oferta monetaria
  - Resultado de:
  - Caída de oferta monetaria
  - Aumento de demanda de dinero
  - Régimen óptimo
  - TCN fijo
  - ⇒ Evitar amplificar shock negativo

### III. *Enfoque moderno*

- a. Shocks son mucho más complejos
  - No son exógenos
  - En gran medida, endógenos a régimen cambiario
  - Endógenos a instituciones financieras y BC
- b. Cambios de régimen por cada shock no son viables
- c. No sólo se trata de reducir volatilidad de output
  - También de inflación
  - También de comercio
  - También de reorganización de los ff.pp.
- d. Trabajo muy difícilmente reasignable entre sectores
  - Reduce deseabilidad de:
  - Tipo de cambio flexible
  - Tipo de cambio fijo suave con devaluaciones
- e. Mecanismos de ajuste de TCN no siempre llevan a estabilidad
  - Pass-through de importaciones es esencial
  - En contexto de:
  - Déficit de CC
  - Depreciación de moneda local
  - Inicialmente, LCP<sup>8</sup>
  - Muy poco pass-through de importaciones
  - ⇒ Poca elasticidad de importaciones a TCN
  - ⇒ Depreciación aumenta déficit
  - ⇒ Posible espiral depreciación
  - ⇒ Aumento inflación cuando aumente pass-through

### IV. *Controles de capital*

- a. Flujos de capital hacen más difícil reg. flexible
- b. Pueden ser útiles en TCN flexible y fijo
- c. Permiten evitar sudden-stops y flow reversals
- d. En TCN Fijo aumentan credibilidad de fijación
- e. En TCN Flexible reducen volatilidad cambiaria

<sup>8</sup>Los precios de las importaciones se fijan en la moneda del país importador.

especialmente cuando controles sobre flujos de c/p

#### 4. Factores que determinan régimen óptimo<sup>9</sup>

##### I. *Idea clave*

- a. No existe régimen perfecto en general
- b. Contexto determina régimen óptimo  
Coyuntural  
Idiosincrático de la economía en cuestión

##### II. *Tamaño y apertura*

- a. Países pequeños y abiertos  
Más beneficios del comercio  
→ Mayores ventajas del TCFijo
- b. Países grandes y cerrados  
Menos beneficios del comercio  
Más margen de actuación de PM  
→ Mayores ventajas de TCFlexible

##### III. *Socio comercial*

- a. Existencia de un socio muy grande  
Con el que lleva a cabo elevado %:  
→ Comercio  
→ Inversión  
→ Perspectivas de relaciones futuras  
⇒ TCFijo ofrece más ventajas
- b. Fijación respecto a cesta  
Cuando hay varios socios dominantes
- c. Países con economías muy diversificadas  
TCFlexible puede ser más estable que fijo  
→ Sin inconvenientes de tipo fijo

##### IV. *Simetría de los shocks*

- a. Correlación alta  
Shocks que afectan a país emisor de moneda ancla  
→ Muy correlacionados con shocks domésticos  
→ Movimiento de interés tenderá a ser similar  
⇒ TCFijo es ventajoso

##### V. *Movilidad del trabajo*

- a. Mayor movilidad del trabajo  
Más flexibilidad ante shocks asimétricos  
→ TCFijo menos vulnerable ante shocks  
⇒ Menos razones para TCFlexible

##### VI. *Transferencias fiscales contracíclicas*

- a. Transferencias fiscales  
Especialmente relevante en UM  
También receptores de transferencias de K  
Mayores transferencias:  
→ Más resistencia a shocks  
⇒ TCFlexible menos ventajoso que sin trans.

##### VII. *Transferencias corrientes contracíclicas*

- a. Especialmente, remesas
- b. Países con poblaciones emigrantes en desarrollados  
Remesas contracíclicas a PEDs

Responden a diferencial de posiciones cíclicas

→ Suavizan shocks domésticos en PEDs

⇒ TCFlexible menos ventajoso que sin trans.

##### VIII. *Voluntad política*

- a. Importancia de soberanía monetaria  
Sujeto de debate político  
Soberanía nacional asociada a moneda propia  
→ Puede ser difícil abandonar moneda propia/TC-Fijo

##### IX. *Desarrollo financiero*

- a. Países con sist. financieros subdesarrollados  
Menos beneficios de TCFlexible  
Mercados financieros poco profundos  
→ Poco margen para acomodar shocks  
⇒ Aumentan costes de shocks  
⇒ Preferible TCFijo

##### X. *Origen de los shocks*

- a. Receta tradicional sigue siendo influyente
- b. Grado de implementación variable

#### 5. Evidencia empírica

##### I. *Patrón oro*

- a. Idea clave
- b. Implicaciones  
Confianza de agentes en mantenimiento TCN  
→ Factor clave para estabilidad
- c. Valoración  
TCN fijo muestra en general:  
→ Aumento de intercambios comerciales  
→ Aumento de flujos de capital

##### II. *Bretton Woods*

- a. Idea clave  
Sistema monetario internacional de tipos fijos  
Reasignaciones de paridad posibles  
→ Si “desequilibrio fundamental”  
Unido a restricciones:  
→ Inicialmente, sobre cuenta corriente  
→ A lo largo de BW, sobre cuenta financiera
- b. Implicaciones  
Flujos de capital crecientes desestabilizan TCFijos  
TCNFijo con oro+moneda reserva global  
→ Aumento progresivo de demanda de liquidez  
⇒ Déficits de país central  
→ Aumento de desequilibrio reservas de oro-dólar  
⇒ Dilema de Triffin  
⇒ Eventual ruptura de sistema
- c. Valoración  
Fuerte crecimiento en desarrollados  
Gran aumento del comercio  
Aumento de los desequilibrios  
Flujos de capital aumentan progresivamente

<sup>9</sup>Basado en apartado 28.5, Handbook of Fixed Exchange Rates, capítulo por Frankel, J.

III. *Caída de Bretton Woods*

## a. Idea clave

Desintegración de sistema TCFijo de iure con dólar-oro

Nuevo “mundo monetario”

Nuevo equilibrio tarda en aparecer

Europa busca nuevo acuerdo de TCN fijos

## b. Implicaciones

Cambios de régimen cambiario

→ Tardan en consolidarse

TCN fijo se destruyen rápidamente

→ Pero transición a nuevo régimen no es inmediata

## c. Valoración

Enorme aumento de flujos comerciales y de capital

Crisis cambiarias y monetarias relativamente frecuentes

Consolidación de miedo a flotar

IV. *Crisis cambiarias*

## a. Idea clave

Objetivos incompatibles

→ Mantenimiento de tipo fijo

→ Expansión fiscal financiado monetariamente

Provoca crisis cambiarias

→ Ajuste brusco de tipo de cambio

## b. Crisis cambiarias desde fin de Bretton Woods

Relativamente frecuentes

Movimientos de K aumentan

→ Bancos americanos a Latinoamérica

→ Crisis asiáticas

→ Brasil

→ Turquía

→ ...

## c. Implicaciones

TCNFijo requiere disciplina fiscal y monetaria

Régimen cambiario con sistema financiero inestable

→ Incentivos a financiación en divisa

⇒ Aumento de desequilibrios

TCNFijo puede aumentar desequilibrios

→ Y aumentar brusquedad del ajuste

## d. Valoración

Argumento habitual contra TCN Fijo

Empuja hacia managed float/dirty float

→ Reducir probabilidad de crisis cambiaria

→ Evitar efecto negativo de fluctuación de TC

V. *Sudden stops y flow reversals*

## a. Idea clave

“It’s not the speed that kills, but the sudden stop”

Frenos bruscos a entradas de capital

→ Presionan regímenes cambiarios

Tipo de cambio fijo

→ Garantía implícita del gobierno

⇒ Se mantendrá fijo el TCN

Fuerte interacción con regímenes de TCN fijo

→ Dificultan mantenimiento de TCN fijo

## b. Implicaciones

TCN fijo con movilidad de capital

→ Difícil de mantener

⇒ Si basado en entrada de capitales

Controles de capital pueden reducir flujos inestables

→ Aumentar vencimiento medio

→ Reducir dependencia de deuda

→ Reducir inversión en no comerciables (inmobiliario)

## c. Valoración

VI. *Hot money*

## a. Idea clave

Movimientos de capital bruscos y grandes

Expectativa de apreciación/devaluación

Contexto de tipo fijo

## b. Implicaciones

Regímenes soft peg

→ Sujetos a flujos de capital

⇒ Expectativas de relevantes

Efectos sobre economía real doméstica

→ Inestabilidad de precios

→ Cambios bruscos en tipos de interés

→ Inestabilidad financiera

## c. Valoración

Relativamente raros en patrón oro

→ Confianza en estabilidad de tipo de cambio

Entreguerras más frecuentes

→ Enorme entrada de K en Francia 26-28

⇒ Expectativa de revaluación

→ Salidas de oro desde bloque oro en años 30

⇒ Expectativa de ruptura de paridad con oro

Bretton-Woods, años finales

→ Aparecen de nuevo los movimientos hot money

→ Preceden devaluaciones/revaluaciones

1973, rumores fin de Smithsonian Agreement

→ Estados Unidos: control de rentas y tipos bajos

→ Bundesbank: contracción monetaria

⇒ Hot money flows salen de EEUU hacia Alemania

⇒ Expectativa de devaluación de dólar

VII. *Zona Euro*

## a. Idea clave

Unión monetaria por excelencia actualmente

Tipos fijos entre EEMM

Aparecen:

→ Trilema de Pisany-Ferry

→ Crisis de deuda

→ Coste creciente de abandonar reg. tipo de cambio fijo

b. Implicaciones

Aplicación pura de Trilema de Pisany-Ferry

Presión creciente hacia

→ Integración fiscal

→ Desintegración

c. Valoración

Régimen cambiario es éxito absoluto en plano técnico

Debate de largo plazo sobre éxito/económico

→ En qué medida aumenta comercio entre EEMM?

→ En qué medida dificulta equilibrio interno?

→ En qué medida aumenta inestabilidad financiera?

VIII. *Miedo a flotar*

a. Idea clave

Recomendación de TCN flexible con receta tradicional

→ Cierta consenso en numerosos casos

⇒ Hacer frente a shocks de demanda agregada

⇒ Acelerar ajuste exterior

⇒ Evitar acumulación de desequilibrios y ajuste brusco

Sin embargo, autoridades monetarias:

→ Intervenciones frecuentes

→ Acumulan grandes reservas de divisas

⇒ Realmente muy pocos en libre flotación

b. Implicaciones

Existen factores más allá de receta tradicional

→ Que los países tienen en cuenta

Deuda externa

→ Aumenta su valor si depreciación

Devaluaciones asociadas con recesiones en EM

→ Evitar salida de capitales

Dolarización del sector privado

→ Realmente, CC apenas afecta mercado divisas

Inestabilidad cambiaria afecta crédito exterior

→ Agentes prefieren reducir al máximo

c. Valoración

Flotación libre pura es realmente construcción teórica

→ Apenas existen casos

III. **INTERVENCIÓN Y REGULACIÓN**<sup>10</sup>

1. Intervención

1. Idea clave

a. BCentrales son agentes en mercados financieros

En mercados cambiarios

→ Compran y venden divisas y moneda local

En mercado abierto

→ Compran y venden deuda nacional

b. Actuaciones en mercados financieros internacionales

Afecta TCN que prevalece

→ Intervención afecta regímenes cambiarios

⇒ Herramienta para implementar régimen cambiario

⇒ Existen también otras razones para intervenir

II. *Instrumentos*

III. *Compraventa de divisas*

Aut. monetaria compra/vende directamente

Ejemplo:

→ BoJ en septiembre de 2010

→ Compra 24 billones de dólares en un día

IV. *Tipo de interés*

Variar interés doméstico

→ Para atraer capital

⇒ Sostener TCN

Ejemplo: Turquía en verano de 2018

V. *Acumulación de reservas*

Compra de activos líquidos en divisas

→ A cambio de moneda nacional

⇒ Presión hacia depreciación moneda nacional

Desde principios años 2000

→ Enorme aumento de reservas en emergentes

¿Por qué aumentar reservas?

→ Sostener TCN si presión a la baja

→ Mantener acceso a financiación de CC

→ Mantener gasto público en recesión

VI. *Esterilización*

Ante compraventa de divisas

→ ¿Qué sucede con balance de BCentral?

→ ¿Crece? ¿Decrece?

Esterilización es mantener tamaño del balance

→ Aunque varíe la cantidad de reservas

Cómo esterilizar

→  $\Delta$  de crédito doméstico igual a  $\Delta$  de activos exteriores netos

Debate sobre efectividad de interv. esterilizada

VII. *Reputación del banco central*

Percepción de agentes del mercado

→ Capacidad para intervenir con éxito

Trayectoria de disciplina monetaria

→ Aumenta reputación

⇒ Aumenta poder para afectar expectativas

VIII. *Coordinación de política monetaria*

Intervención coordinada con otros bancos centrales

IX. *Expansión cuantitativa*

X. *Requisitos mínimos de divisas*

<sup>10</sup>Sincronizar con tema 3B-14, parte Operaciones.



- a. Herramienta también macroprudencial
- b. Exigencia de % mínimo en divisa
  - Sobre activo total de banco
  - Sobre depósitos totales
- c. Evitar expansión excesiva de oferta monetaria
- d. Tender a mantenimiento mínimo de reservas

#### XI. *Factores de éxito de la intervención*

- i Percepción fuerte o débil del mercado
  - Mercados con opiniones “fuertes” sobre TCN de equilibrio
    - Muy difícil afectar vía intervención
  - Mercados tienen opinión débil sobre evolución futura
    - Intervención sirve como “nudge”
    - ⇒ Permite fijar opinión de agentes
- ii Factor sorpresa de la intervención
  - Intervención esperada puede haberse descontado ya
  - Intervenciones inesperadas tienen más efecto
    - Incluso, overshooting
- iii Operaciones concertadas con otros bancos centrales
  - Obviamente, BCNs interviniendo en distinta dirección
    - Tienen menor efecto
- iv Expectativas de los agentes respecto futuro
  - Factor principal de éxito de intervención
  - Agentes estiman intervención será exitosa
    - Ellos mismos actúan en la dirección de intervención
    - ⇒ Intervención puede de hecho no ser necesaria
- v Cambios en fundamentales
  - Intervención que no afecta fundamentales
    - Menor probabilidad de éxito a m/p

#### XII. *Valoración*

- a. ¿La intervención funciona?
  - Debate académico y policy-making
- b. Canales de actuación de la intervención
  - Canal del balance
    - Variación en ofertas relativas
    - Ratio divisas/domésticos cambia aun con esterilización
      - No son sustitutivos perfectos
      - ⇒ Agentes buscan equilibrar sus carteras
      - ⇒ Efectos sobre TCN
  - Canal de las expectativas
    - Qué TCN esperan los agentes dados anuncios
    - Señalización de intervención futura
    - Evitan actuar en contra de intervención
    - Pueden actuar a favor
  - Canal de la coordinación
    - Intervención es señal para desencadenar flujos

→ Agentes privados y domésticos

- c. Efectividad
  - Generalmente, no esterilizada es efectiva
  - Esterilizada puede ser efectiva también
    - Aunque resultados ambiguos
    - En el l/p, con algunos países no lo es
- d. Efectividad de intervención esterilizada
  - Debate de largo alcance
  - Contrarios a efectividad
    - Mercados corrigen intervención rápidamente
    - Como mucho, efecto a corto plazo
  - Favorables a efectividad
    - Mercados segmentados hacen efecto sea real
    - Efectos de c/p pueden inducir efectos l/p

## 2. Regulación

### I. *Idea clave*

- a. Mercado de divisas determina TCN
- b. Gobierno puede ejercer coerción
  - Imponer límites o prohibiciones:
    - Qué transacciones en divisas
    - A qué tasa pueden venderse divisas
    - Cuánto se puede comprar/vender

### II. *Controles de capital*

- a. Restricciones en cuenta financiera
  - Qué activos financieros pueden intercambiarse
  - Quién puede obligarse con no residentes
  - Quién puede comprar activos financieros en divisas
    - Cuánto capital puede circular
    - Impuestos a entradas de capital
- b. Permitidos en BW y FMI
- c. Años 80 y hasta crisis de 90s
  - Liberalización de mov. de K es necesaria
- d. Actualidad
  - Algunas experiencias positivas con control de K
  - Aumentan costes de financiación de empresas
  - Reducen volatilidad de TC
  - Pueden reducir coste de ajuste en crisis monetarias

### III. *Control de cambio*

- a. Restricciones en mercado de divisas
  - Caso particular de control de K
- b. Muy habituales en el pasado
- c. Actualidad:
  - Persisten en formas muy débiles
  - Notificación a BC
  - Otros

### IV. *Tipos de cambio múltiples*

- a. Distintos TC según uso
  - Importación
  - Turismo

- ...
- b. Objetivos habituales
  - Subvencionar sector exportador
  - Limitar salida de divisas
- v. *Valoración*
  - a. Efectividad de la regulación
    - Depende de:
      - Desarrollo de sistema financiero
      - Rigidez de regulación
      - Desajuste fundamental
      - Voluntad política y economía política
    - Largo plazo
      - Aumenta dificultad para regular flujos
      - Aparición de nuevas formas de mov. K
      - Ejemplo: bitcoin en Venezuela
  - b. Aplicaciones efectivas
    - China
      - Aislamiento de crisis asiática
    - Malasia
      - Salida rápida tras crisis
    - Chipre
      - Controles de corto plazo tras crisis bancaria
  - c. Aplicaciones fallidas
    - Aumentan incentivos a no reformar
    - Reducen disciplina fiscal
    - Tentación de políticas monetarias expansivas
    - Que acaban disminuyendo efectividad de regula-

ción

## CONCLUSIÓN

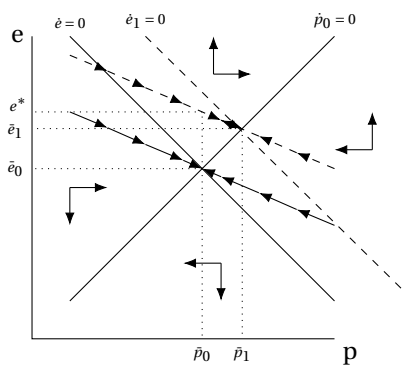
### 1. Recapitulación

- I. *Regímenes cambiarios*
- II. *Análisis comparado de regímenes cambiarios*
- III. *Intervención y regulación*

### 2. Idea final

- I. *Debate histórico de política económica*
  - a. Continua en la actualidad
  - b. Decisión fundamental de cualquier gobierno
- II. *Idiosincrasia de la economía*
  - a. Determina resultados de régimen cambiario
- III. *Supervisión macroprudencial*
  - a. Cobra reciente importancia
  - b. Supervisión financiera con objetivos macro
    - Evitar aparición de desequilibrios macro
  - c. Influencia de regímenes cambiarios
    - Decisión potencialmente amplificadora
- IV. *Crisis financieras*
  - a. Tres generaciones de crisis
  - b. Cuarta generación
    - Factores institucionales
  - c. Régimen cambiario es elemento central
    - Especialmente, TCN Fijo
      - ¿Sigue siendo relevante?
- v. *Euro como régimen de TC Fijo*

# GRÁFICAS



**Figura I** : Modelo de Dornbusch (1976): efecto de un estímulo de política monetaria inesperado.

	TCN Fijo	TCN Flexible
Shocks de demanda de bienes	Amplificación	Estabilización
Shocks de demanda de dinero	Estabilización	Amplificación

**Figura II** : Efectos estabilizadores o amplificadores de shocks de demanda de bienes y dinero con regímenes cambiarios de tipo fijo o flexible.

# PREGUNTAS

## Test 2020

**35.** Indique cuál de las siguientes afirmaciones relativas a los regímenes cambiarios es correcta:

- a Uno de los requisitos para el correcto funcionamiento de un comité monetario o *currency board* es mantener déficits permanentes de balanza de pagos frente al país a cuya moneda se ancla el tipo de cambio.
- b La “receta bipolar”, que recomendaba la adopción de un tipo de cambio totalmente flexible o bien totalmente fijo, fue un éxito, ya que se demostró que los países que optaron por estos regímenes cambiarios extremos no sufrieron crisis cambiarias.
- c Calvo y Reinhart (2000) desarrollaron el concepto del “miedo a flotar”, según el cual un alto número de países que aseguran dejar flotar libremente su tipo de cambio en la práctica intervienen de manera frecuente en los mercados cambiarios.
- d Todas las respuestas anteriores son correctas.

## Test 2017

**32.** El “terceto inconsistente” o “trinidad imposible”, se refiere a tres políticas que un país no puede adoptar simultáneamente. Éstas son:

- a Libre movimiento de capitales, libre comercio y tipos de cambio fijos.
- b Libre movimiento de capitales, independencia de la política monetaria y tipos de cambio fijos.
- c Libre comercio, tipos de cambio flexibles y libre movimiento de capitales.
- d Independencia fiscal, libre movimiento de capitales y tipos de cambio flexibles.

**33.** En la Teoría de las Zonas Objetivo, ¿qué condición debe cumplirse para que ocurra el efecto “luna de miel”?

- a Las bandas deben ser lo suficientemente anchas para que no restrinjan el tipo de cambio de manera efectiva.
- b El compromiso de intervenir debe ser creíble.
- c Las bandas deben ser lo suficientemente estrechas como para que el tipo de cambio se mueva muy poco.
- d El nivel de especulación en los mercados de tipo de cambio debe ser bajo.

## Test 2007

**30.** Desde el punto de vista teórico, una ventaja de un sistema de tipo de cambio fijo frente a uno de tipo de cambio flexible sería que:

- a Garantiza en todo momento la existencia de equilibrio en la balanza de pagos.
- b Tiende a aislar a la economía de los efectos de las perturbaciones exteriores.
- c Permite desarrollar una política monetaria autónoma a nivel nacional.
- d Facilita que la tasa de inflación sea menor, al llevar aparejada una mayor disciplina para las autoridades.

## Test 2006

**29.** Considere los regímenes cambiarios conocidos como dolarización y *currency board*. Entre las ventajas relativas de cada uno de ellos pueden señalarse las siguientes:

- a Una de las principales ventajas de la dolarización frente al *currency board* es que la dolarización gozará de mayor credibilidad, al ser un régimen más difícil de deshacer.

- b Una de las principales ventajas del currency board frente a la dolarización es que el currency board permite mantener el señoreaje mientras que la dolarización no lo permite.
- c La dolarización, por su parte, al eliminar completamente el riesgo de devaluación, en general permite disfrutar de menores tipos de interés para el endeudamiento exterior.
- d Todas las afirmaciones son correctas.

## Test 2004

**37.** Ante las fuertes entradas de capital extranjero registradas en algunos países en desarrollo en la primera mitad de los años noventa, una de las respuestas de política económica fue la esterilización de tales entradas. Esa esterilización consiste en:

- a Vender bonos públicos en la misma proporción que el aumento de las reservas en divisas.
- b Aumentar los activos externos del banco central, para mantener inalterado su balance.
- c Aumentar la inversión en el extranjero de los agentes nacionales.
- d Reducir el crédito interno en la misma proporción que el aumento de las reservas en divisas, para mantener inalterada la base monetaria.

**38.** Las juntas monetarias o cajas de conversión (*currency boards*) de tipo ortodoxo son:

- a Regímenes intermedios de tipo de cambio con un ajuste deslizante de la paridad.
- b Regímenes de tipo de cambio semi-fijo con respecto a una única moneda de referencia.
- c Regímenes de tipo de cambio fijo en los que la moneda nacional en circulación está respaldada plenamente por reservas en divisas.
- d Regímenes de tipo de cambio fijo con respecto a una única moneda de referencia, como por ejemplo, el de Argentina entre 1991 y 2002.

# NOTAS

**2020: 16. C**

**2017: 32. B 33. B**

**2006: 29. D** Ver pág. 738 de Appleyard y Field (2014): “*The seigniorage problem*”

**2007: 30. D**

**2004: 37. D** ¿Vender bonos públicos no es reducir el crédito interno? **38. C**

Mirar documento en carpeta del tema sobre cálculo de currency baskets y pros y contras.

# BIBLIOGRAFÍA

Mirar en Palgrave:

- **crawling peg**
- **currency boards**
- currency competition
- currency crises
- currency crises models
- exchange control
- **exchange rates**
- exchange rate dynamics
- exchange rate exposure
- **exchange rate target zones**
- exchange rate volatility
- financial liberalization
- **fixed exchange rates**
- **flexible exchange rates**
- foreign exchange markets, history of
- foreign exchange market microstructure
- foreign exchange reserve management
- foreign trade multiplier
- **gold standard**
- international capital flows
- international finance
- international indebtedness
- international liquidity
- International Monetary Fund
- international monetary institutions
- international monetary policy
- international real business cycles
- international reserves
- J-curve
- nominal exchange rates
- real exchange rates

- Aghion, P.; Bacchetta, P.; Ranciere, R.; Rogoff, K. *Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development* (2006) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema
- Appleyard, D. R.; Field, A. *International Economics* (2014) McGraw-Hill Irwin. 8th edition – En carpeta economía internacional
- Baxter, M.; Stockman, A. C. *Business Cycles and the Exchange Rate System: Some International Evidence* (1989) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema
- Calvo, G. A.; Mishkin, F. *The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emergin Market Countries* (2003) Journal of Economic Perspectives: Fall 2003 – En carpeta del tema
- Calvo, G. Reinhart, C. *Fear of Floating* (2000) NBER Working Paper – En carpeta del tema
- Corsetti, G.; Kuester, K.; Müller, G. (2018) *The case for flexible exchange rates after the Great Recession* Sveriges Riksbank Economic Review 2018:1 – En carpeta del tema
- Dellas, H.; Tavlas, G. S. *Milton Friedman and the case for flexible exchange rates and monetary rules* (2017) Bank of Greece Working Paper – En carpeta del tema
- Dominguez, K. M.; Frankel, J. A. *Does Foreign-Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect* (1993) American Economic Review – En carpeta del tema
- Dornbusch, R. *Expectations and Exchange Rate Dynamics* (1976) Journal of Political Economy – En carpeta del tema
- Edwards, S.; Levy Yeyati, E. *Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers* (2003) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema
- Edwards, S. *Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops* (2004)
- Eichengreen, B. (2018) *Ragnar Nurkse and the international financial architecture* Baltic Journal of Economics. Vol. 18. No. 2 – En carpeta del tema
- Fischer, S. *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* (2001) Journal of Economic Perspectives – En carpeta del tema
- Gali, J. Perotti, R. *Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe* (2003) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema
- Gandolfo, G. *International Finance and Open-Economy Macroeconomics* (2016) Springer Verlag. Ch. 17 – En carpeta Economía internacional
- Ghosh, A.; Gulde, A. M.; Ostry, J.; Wolf, H. *Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter* (1997) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema
- Ghosh, A.; Ostry, J.; Qureshi, M. *Managing the exchange rate: It's not how much, but how* (2014) VOX CEPR Policy Portal – <https://voxeu.org/article/managing-exchange-rate>
- Husain, A.; Mody, A.; Rogoff, K. *Exchange Rate Regimen Durability and Performance in Developing Versus Advanced Economies* (2004) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema
- James, J.; Warsh, I. W.; Sarno, L. *Handbook of Exchange Rates* (2012) Ch. 5,19, 26, 28. Wiley Publications – En carpeta del tema y Economía Internacional (Libro completo)
- Krugman, P. R. (1991) *Exchange Rate Dynamics* Quarterly Journal of Economics. Vol. 106, No. 3 – En carpeta del tema
- Levy-Yeyati, E.; Sturzenegger, F. *Classifying Exchange Rates Regimes: Deeds vs Words* (2005) European Economic Review – En carpeta del tema
- Levy-Yeyati, E.; Sturzenegger, F. *To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth* (2003) American Economic Review – En carpeta del tema
- Obstfeld, M.; Rogoff, K. *The Mirage of Fixed Exchange Rates* (1995) Journal of Economic Perspectives – En carpeta del tema
- Obstfeld, M.; Shambaugh, J.; Taylor, A. M. *The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility* (2004) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema
- Obstfeld, M.; Shambaugh, J.; Taylor, A. *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves* (2008) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema
- Pilbeam, K. *International Finance* (2006) 3rd Edition – En carpeta Economía Internacional
- Pisany-Ferry, J. *The Euro crisis and the new impossible trinity* (2012) Bruegel Policy Contribution – En carpeta del tema
- Reinhart, C. M.; Rogoff, K. S. *The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation* (2002) NBER Working Paper Series – En carpeta del tema
- Rey, H. *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence* (2015) NBER Working Papers. Revised February 2018 – En carpeta del tema
- Rogoff, K. S.; Husain, A. M.; Mody, A.; Brooks, R.; Oomes, N. *Evolution and performance of Exchange Rate Regimes* (2003) IMF Working Paper
- Rose, A. K. *Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating and Flaky* (2011) Journal of Economic Literature – En carpeta del tema



- Rose, A. K. *One money, one market: the effect of common currencies on trade* (2000) Economic Policy – En carpeta del tema
- Sarno, L.; Taylor, M. *The economics of exchange rates* (2002) Cambridge University Press – En carpeta Economía internacional
- Sarno, L.; Taylor, M. *Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective, and, if so, How Does it Work?* (2001) CEPR Discussion Paper – En carpeta del tema
- Steinberg, D., Walter, S. (2013) *The Political Economy of Exchange-Rate Policy* Ch. 3. Handbook of Safeguarding Global Financial Stability – En carpeta del tema
- Taylor, M. P. (1995) *The Economics of Exchange Rates* Journal of Economic Literature Vol. XXXIII – En carpeta del tema
- Towbin, P.; Weber, S. (2011) *Limits of Floating Exchange Rates: the Role of Foreign Currency Debt and Import Structure* IMF Working Paper WP/11/42 – En carpeta del tema