Análisis comparado de los distintos regímenes cambiarios. Intervención y regulación de los mercados de cambio.

Introducción *2′30″*

- **Enganche**: «cada uno sabe dónde le aprieta el zapato».
  - Hillel: «lo que no quieras para ti… el resto es comentario»; Michael Klein: el trilema es toda la macro internacional; lo demás, comentario.
  - ¿Hay un régimen mejor que los demás?
- **Relevancia**: el tipo de cambio mueve *inflación*, *competitividad* y *estabilidad financiera*; mercado de **9,5 billones de $ diarios** (BPI, 2025) [3.B.13].
  - El **régimen cambiario** decide quién fija ese precio y qué le queda a la política monetaria; mal elegido, crisis [3.B.17].
- **Contextualización**: **régimen cambiario**: reglas para fijar el valor de la moneda.
  - **Fijo** (paridad defendida, revisable), **flexible** (oferta y demanda), **intermedios**; *de jure* ≠ *de facto* (FMI desde 1999).
  - Patrón oro; Bretton Woods (1944-1973, ±1 %) [3.B.20]; desde 1973, el «no sistema» (Williamson), Segunda Enmienda (1978) [3.B.21].
  - Tras 2008: controles (FMI 2012, 2022), Marco de Política Integrado (2020), dilema (Rey, 2013).
- **Problemática**: ¿qué se gana y pierde al fijar o flotar? ¿Qué hay entre los polos? ¿Para qué intervenir? ¿Cuándo limitar los capitales?
- **Estructura**: de lo que se elige a cómo se sostiene: I, diseño; II, implementación; III, intervención y regulación.

Introducción ..... 2′30″
I. Diseño del régimen cambiario ..... 10′30″
1. Idea ..... 0′30″
2. Ventajas y desventajas de fijo y flexible ..... 7′30″
Políticas de demanda y trilema ..... 3′30″
Equilibrio interno ..... 1′30″
Equilibrio externo ..... 1′
Mercados financieros ..... 1′
Economía política ..... 0′30″
3. Determinantes y evidencia ..... 2′30″
II. Implementación del régimen ..... 6′
1. Menú de regímenes ..... 4′30″
2. ¿Hacia qué régimen se tiende? ..... 1′30″
III. Intervención y regulación ..... 10′
1. Intervención ..... 4′30″
2. Controles de capitales ..... 5′30″
Conclusión ..... 1′

I. Diseño del régimen cambiario *10′30″*

Ningún régimen es superior. El fijo da credibilidad y estabilidad al comercio, pero deja el ajuste a precios y salarios y expone a ataques; el flexible absorbe las perturbaciones reales y deja la política monetaria libre, pero trae volatilidad. La elección depende de cada país.

I.1. Idea

- 2 regímenes estilizados (fijo creíble, flotación libre), con libertad de capitales.
- 5 dimensiones: políticas de demanda, equilibrio interno, externo, mercados financieros, economía política ⇒ lista de disyuntivas (*trade-offs*).

I.2. Ventajas y desventajas

a) Eficacia de las políticas de demanda y el trilema

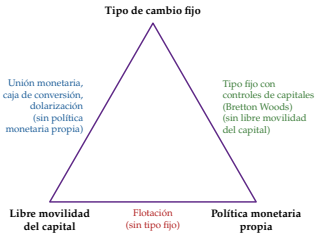
- Mundell-Fleming [3.A.32]: movilidad β_K (BP vertical si $\beta_K = 0$; horizontal si $\to \infty$).
  - Movilidad perfecta: **fijo ⇒ fiscal eficaz, monetaria ineficaz** (dinero endógeno); **flexible ⇒ monetaria eficaz, fiscal ineficaz**.
  - Con tipo fijo, la monetaria no sirve con *ninguna* movilidad; con menos movilidad se matiza, pero el orden se mantiene.
- Precio de la eficacia monetaria con flotación: volatilidad, **sobrerreacción** (Dornbusch, 1976) [3.B.14]; el real más volátil al flotar (Mussa, 1986).

▹ *El trilema de la economía abierta*

- **Trilema** (Obstfeld-Taylor, 1997-1998; ya Keynes, 1930): de *tipo fijo*, *libertad de capitales* y *política monetaria propia*, solo 2.
  - No se puede nadar y guardar la ropa; regla de Tinbergen.
- *Modelo*: con PNCI,

$$i - i^* \approx \gamma E^e + \rho \implies i = i^* \text{ si } \rho = 0,\ \gamma E^e = 0$$

  - Lados: unión, caja, dolarización o ancla firme; flotación; Bretton Woods (controles).
  - España en el euro: sin política monetaria propia [3.B.16].



El trilema: cada lado, un régimen

- *Extensiones*: esquinas redondeadas (Klein-Shambaugh, 2015).
- *Evidencia*: más de un siglo de datos lo confirman (Obstfeld-Shambaugh-Taylor, 2005).

▹ *¿Trilema o dilema? El ciclo financiero global*

- Rey (2013): **ciclo financiero global**, contrario al VIX, movido por la Fed (Miranda-Agrippino-Rey, 2020).
  - Canal: precios de activos, apalancamiento y riesgo: cuando EE. UU. estornuda, el mundo se resfría.
  - Elección real: capitales o política monetaria propia.
- *Evidencia*: matiza; más transmisión con tipo fijo (Obstfeld-Ostry-Qureshi, 2019).
- *Valoración*: la flotación aísla menos, pero más que el fijo; complementarla, no fijar.



El dilema de Rey

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

b) Equilibrio interno

- *Perturbaciones reales*: Friedman (1953): más fácil mover un precio que miles (horario de verano).
  - Con tipo flexible la economía se dobla para no quebrarse.
  - Con fijo, subir tipos agrava (Argentina, finales de los 90; Francia 1992-1993); libra fuera del SME (16/9/1992), peseta devaluada [3.B.17] [4.A.27].
- *Perturbaciones monetarias*: al revés: con fijo las absorben las reservas (Poole).
- *Inflación*: **sesgo inflacionista** (Barro-Gordon, 1983) [3.A.36].
  - Fijo: credibilidad importada, «atarse las manos» (Giavazzi-Pagano, 1988); creíble solo si salir del ancla es carísimo; riesgo de apreciación real $\gamma_q \simeq \pi^* - \pi < 0$.
  - Flexible: credibilidad propia (objetivo de inflación), efecto trinquete.

c) Equilibrio externo

- *Comercio*: fijo, sin riesgo de cambio; Rose (2000): ×3 el comercio con moneda común (metaanálisis: mucho menos).
  - Flexible: ventaja debilitada: depreciación del 1 % ⇒ 0,1 % en la RRI (Boz-Gopinath-Plagborg-Møller, 2017), por la facturación en dólares (Gopinath, 2020).
- *Crisis*: apuesta en un solo sentido; 3 generaciones [3.B.17]:
  - 1.ª, por los fundamentos (Krugman, 1979); 2.ª, autocumplidas; 3.ª, gemelas (cambiaria y bancaria).
  - Intermedios, los más propensos; mejor indicador, la sobrevaloración real (Ghosh-Ostry-Qureshi, 2015).
- *Reservas*: el fijo exige muchas.

d) Desarrollo de los mercados financieros

- Eichengreen-Hausmann (1999):
  - *riesgo moral*: el fijo como seguro implícito;
  - *pecado original* (*original sin*): descalces de moneda y plazo; dolarización, la menos mala [3.B.11] [3.B.17];
  - *problemas de compromiso*: solución institucional. Hoy, cierta «redención».

e) Economía política

- El fijo traslada las tensiones *dentro* (salarios, no comerciables; patrón oro de entreguerras); la flotación, *fuera* (devaluaciones competitivas [3.B.19]).
- El fijo como señal de integración (SME, euro).

I.3. ¿Qué régimen es mejor? Determinantes y evidencia

a) Los determinantes de la elección

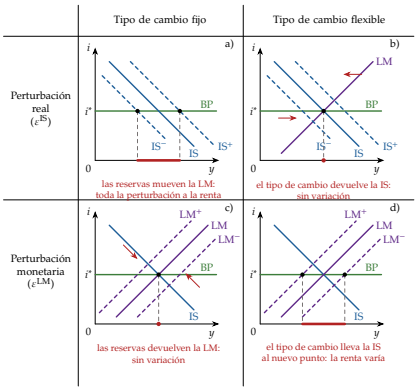
- Integración con el ancla: áreas monetarias óptimas (Mundell, 1961; McKinnon, 1963; Kenen, 1969) [3.B.16].
- Origen de las perturbaciones; credibilidad; economía política; movilidad del capital.
- Desarrollo financiero: **miedo a flotar** (*fear of floating*: Calvo-Reinhart, 2002).

b) El origen de las perturbaciones: Poole en economía abierta

- Poole (1970), Boyer (1978): IS-LM-BP con $i = i^*$ (fijar E = fijar i).
  - *Fijo*: se mueve la LM (reservas); renta de IS y BP: lo real pasa entero, lo monetario no.
  - *Flexible*: se mueve la IS (tipo de cambio); renta de LM y BP: lo real no pasa, lo monetario sí.

$$\text{fijar } E \iff \frac{\sigma^2_{\text{LM}}}{k^2} > \frac{\sigma^2_{\text{IS}}}{[1-c\,(1-t)+m]^2}$$

- *Implicaciones*: perturbaciones reales ⇒ flotar; monetarias ⇒ fijar.



Poole abierto: el tramo rojo, lo que varía la renta

- *Extensiones*: intermedios (Boyer); neokeynesiano: flotar (Galí-Monacelli, 2005); con LCP, atender desalineamientos (Engel, 2011). *Valoración*: deja fuera credibilidad y finanzas.

c) Evidencia empírica

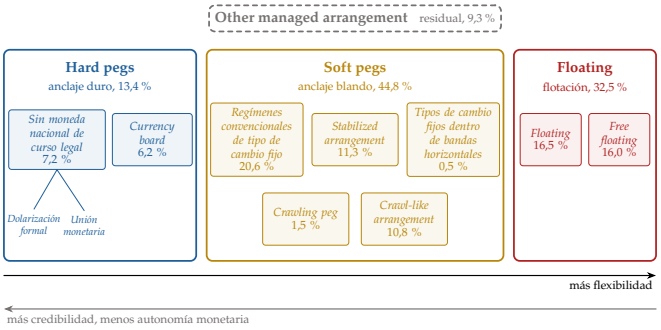
- Clasificaciones alternativas: Reinhart-Rogoff (2004, «caída libre»); Levy-Yeyati-Sturzenegger (2005); Shambaugh (2004).
- Fijos: menos inflación; rígidos en desarrollo: menos crecimiento; con el desarrollo gana la flexibilidad (Rogoff et al., 2004).
- Ningún régimen sirve a todos (Frankel, 1999).

II. Implementación del régimen *6′*

Entre los 2 polos hay un continuo, y la mayoría está en medio. La visión bipolar no se cumplió: sobreviven los intermedios que se defienden con reservas, intervención o credibilidad.

II.1. Menú de regímenes: fijación y publicidad

- AREAER: desde 2009, 10 regímenes en 4 grupos; criterios: **grado de fijación** y **de publicidad**.
  - Más fijo y público: más credibilidad, menos autonomía.
- 30/4/2023: **blando 44,8 %, flotación 32,5 %, duro 13,4 %, otros 9,3 %** (FMI); 2026 preliminar: 47/33/14/6.



El menú del FMI: hard pegs, soft pegs, floating *y* other managed, *con sus subtipos*

a) Los anclajes duros

- *Sin moneda propia* (Ecuador, Panamá, El Salvador; Kosovo, Montenegro): máxima credibilidad, sin señoreaje ni prestamista de última instancia.
- *Unión monetaria* [3.B.16]: por la moneda común (euro, libre flotación).
- **Caja de conversión**: BM = CI + R, $R \geq$ BM.
  - Hong Kong desde 1983 (7,75-7,85 desde 2005); Estonia, Lituania, Bulgaria; Argentina 1991-2001.
  - Funciona con ancla estable e integrada, reservas > 100 % de la base, caja independiente y banca sólida.

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

b) Los anclajes blandos

- *Convencional*: riyal 3,75 desde 1986; Dinamarca en el MTC II [3.B.43].
- *Estabilizado*: denar ≈61,5/€.
- *Deslizamiento* (*crawling peg*): Nicaragua hasta 2024; hoy Botsuana. *Similar al deslizamiento*: China.
- *Bandas*: Marruecos; puntos del oro, Bretton Woods, SME.



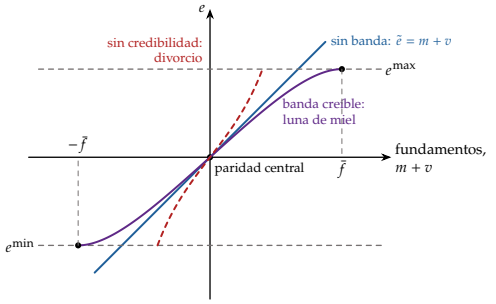
Caja: Hong Kong (HKD/USD)



Similar al deslizamiento: renminbi

c) Las bandas: zonas objetivo de Krugman (1991)

- *Supuestos*: monetario flexible, $e_t = m_t + v_t + \alpha\,\mathbb{E}_t[\mathrm{d}e_t]/\mathrm{d}t$; banda creíble, intervención solo en los bordes.
- *Implicaciones*: S aplanada tangente (*smooth pasting*): **luna de miel**.
- *Extensiones*: sin credibilidad, S invertida: **divorcio** (Bertola-Caballero, 1992).
- *Evidencia*: SME: peseta 1989, devaluaciones 1992-1993, bandas ±15 % (ago. 1993; Eichengreen, 2000).
- *Valoración*: estabiliza la credibilidad, no la banda.



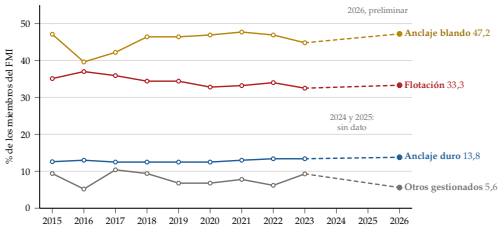
Zonas objetivo: luna de miel (S) y divorcio (S invertida)

d) La flotación y los otros regímenes

- *Flotación*: Brasil, Nueva Zelanda, Egipto desde 2024; «ir contra el viento».
- *Libre*: ≤ 3 intervenciones en 6 meses, ≤ 3 días: EE. UU., euro, Japón, RU.
- *Otros*: Argentina, Irán, Venezuela.

II.2. ¿Hacia qué régimen tienden los países?

- *Visión bipolar* (Eichengreen, 1994; Obstfeld-Rogoff, 1995; Fischer, 2001) frente a *miedo a flotar* (bandas en secreto).
- Lo que pasó: blandos, casi la mitad; reparto estable 10 años; el dólar, ancla dominante (Ilzetzki-Reinhart-Rogoff, 2019).
- Hechos (Rose, 2011; Klein-Shambaugh, 2010):
  - un tercio flota (65 de 195, 2026), casi todos con objetivo de inflación;
  - los que fijan, pequeños (salvo China); regímenes más duraderos; unificaciones: Egipto (2024), Argentina (2025).



Regímenes de los miembros del FMI, 2015-2026 (%)

III. Intervención y regulación *10′*

Las 2 funcionan, con límites. La intervención suaviza y funciona mejor creíble y pública, pero no sostiene un tipo contra los fundamentos. Los controles cuestan bienestar sin fricciones, pero pueden mejorarlo si corrigen una externalidad; cambian la composición de los flujos más que su volumen.

III.1. Intervención

a) Definición, motivos y formas

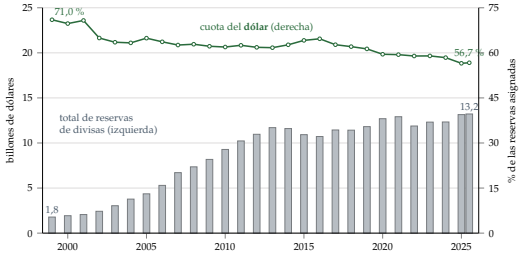
- **Intervenir**: comprar o vender divisas (o anunciarlo).
- *Motivos*: defender la paridad; suavizar; precaución frente a paradas súbitas; frenar la apreciación (manipulación, art. IV) [3.B.19]; materias primas y fondos soberanos.
- **No esterilizada**: $\uparrow R = \uparrow$BM. **Esterilizada**: vender títulos, ΔCI $= -\Delta R$, BM igual.
  - Compra de 100: $\Delta R = +100$, ΔCI $= -100$, ΔBM $= 0$.
- *Otras*: **persuasión** (*jawboning*); coordinada (Plaza 1985, Louvre 1987); derivados y líneas *swap* [3.B.43].
- Japón 2024: **9,8 + 5,5 billones de yenes** (MOF).

b) Canales y eficacia de la esterilizada

- Con sustitutos perfectos, no funciona. Canales:
  - **cartera**: $\uparrow\rho$ (Branson; Gabaix-Maggiori);
  - **señales** (Mussa, 1981): aunque sean sustitutos perfectos;
  - **coordinación** (Sarno-Taylor, 2001; flujo de órdenes).
- *Evidencia*: Plaza y Louvre (Dominguez-Frankel, 1993); > 80 % de éxito con algunos criterios (Fratzscher et al., 2019); frena apreciaciones en emergentes; no contra los fundamentos.

c) Costes, reservas y Marco de Política Integrado

- *Costes*: cuasifiscal (Calvo, 1991); oportunidad, ≈1 % del PIB (Rodrik, 2006).
- *Reservas*: **13,2 billones de $ (jun. 2026), 56,7 % en dólares** (FMI, COFER); China ≈3,4 [3.B.11].
  - Para: intervenir y dar confianza; pagar si se corta la financiación; liquidez; invertir el exceso (fondos soberanos); métrica del FMI [3.B.22].
- Compras de activos como intervención implícita (Draghi-Mnuchin, 2018).
- **Marco de Política Integrado** (FMI, 2020): monetaria, intervención, macroprudencial, flujos de capital; cada instrumento para una fricción; complemento de la flotación (2023).



Reservas de divisas, 1999-2026

III.2. Regulación: los controles de capitales

a) Definición y formas

- FMI: **medidas de gestión de los flujos** (según residencia) y **macroprudenciales** [3.B.27].
- Cuantitativas; de precio (**impuesto de Tobin**, 1978; **encaje** chileno 1991-1998); **tipos múltiples** (art. VIII; España hasta 1959 [4.A.27]; Venezuela).

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

b) Justificación y marco institucional

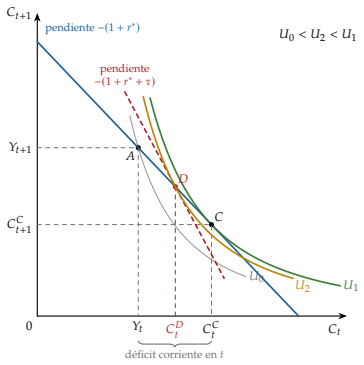
- Segundo óptimo [3.A.22]: externalidad pecuniaria (Korinek, 2011), sostenibilidad de la deuda, trilema, país grande.
- Art. VI del FMI; visión institucional 2012 y revisión 2022 (preventiva); TFUE art. 63 [3.B.39]; Código de la OCDE (1961).

c) Efectos: el modelo intertemporal con controles

- Schmitt-Grohé-Uribe-Woodford (2022) [3.B.12].
- *Supuestos*: 2 periodos, dotaciones, $r^* <$ autarquía, impuesto τ devuelto en bloque:

$$u'(C_t) = \beta\,(1 + r^* + \tau)\,u'(C_{t+1})$$

- *Desarrollo*: el país paga r^*: equilibrio D entre A y C; $\downarrow C_t$, $\downarrow I$, $\downarrow$déficit.
- *Implicaciones*: bienestar $U_0 < U_2 < U_1$: sin fricciones, distorsión.
  - Con externalidad, mejora; país grande, como un arancel óptimo (salvo represalias).



Impuesto al endeudamiento exterior: de C a D

d) Experiencias y evidencia

- Chile, Malasia (1998), Brasil (2009-2013), Islandia, Chipre, Grecia; España, Irlanda y Portugal (sept. 1992).
- Más autonomía y plazos más largos, no menos volumen neto (Magud-Reinhart-Rogoff, 2018); poco efecto en el tipo (Forbes-Fratzscher-Straub, 2015): complemento, nunca sustituto.

Conclusión *1′*

- **Recapitulación**:
  - el trilema obliga a elegir, y flotar no aísla del todo;
  - fijo: credibilidad y comercio, ajuste interno y ataques; flexible: absorbe lo real, volatilidad y miedo a flotar;
  - la mitad en medio; intervención y controles, complemento.
- **Relevancia**: España eligió con el euro: fijo dentro, flota fuera [3.B.16] [4.A.28].
- **Extensiones**: [3.B.14] [3.B.17] [3.B.19] [3.B.20] [3.B.21] [3.B.22].
- **Opinión**: el consenso acepta intervención y controles: esquinas redondeadas.
- **Idea final**: cada uno sabe dónde le aprieta el zapato; lo que no se puede es elegir un régimen y políticas que no casen con él: eso es el trilema; lo demás es comentario.

Datos clave

- Regímenes: **blando 44,8 %, flotación 32,5, duro 13,4, otros 9,3** (FMI, abr. 2023); 2026: 47/33/14/6; 65 de 195 flotan.
- Reservas: **13,2 billones de $; dólar 56,7 %, euro 20,6 %** (FMI, jun. 2026).
- Mercado de divisas: **9,5 billones de $ al día** (BPI, abr. 2025), lo que el comercio mundial mueve en menos de 4 días.
- Anclas: Hong Kong, 7,75-7,85 por $; riyal, 3,75; córdoba, 36,6243 desde 2024.

Autores y fechas

1953 Friedman: a favor de los flexibles
1961 Mundell: áreas monetarias óptimas
1970 Poole; Boyer (1978)
1979 Krugman: crisis de 1.ª generación
1983 Barro-Gordon; Hong Kong, caja
1991 Krugman: zonas objetivo
1998 Obstfeld-Taylor: trilema
2001 Fischer: visión bipolar
2002 Calvo-Reinhart: miedo a flotar
2013 Rey: dilema
2020 Marco de Política Integrado

Preguntas del tribunal

1. **¿Es un dilema?** Rey: el ciclo financiero global limita también al que flota; la flotación aísla menos de lo pensado, pero más que el fijo.
2. **¿Cuándo conviene fijar?** Perturbaciones monetarias, integración con el ancla y falta de credibilidad propia.
3. **¿Funciona la intervención esterilizada?** Por cartera, señales o coordinación; no contra los fundamentos.
4. **¿Por qué fracasó la caja argentina?** Peso sobrevalorado, deuda en dólares y política fiscal que no la sostenía.
5. **¿Qué dice Krugman?** Banda creíble: luna de miel; sin credibilidad, divorcio.
6. **¿Están justificados los controles?** Sin fricciones no; con externalidades, como complemento temporal y transparente.

Ojo en el test

- BP vertical = movilidad *nula*.
- Zona del euro: *libre flotación*.
- Esterilizar una compra de divisas es *vender* títulos.
- Esterilizada: canal de cartera si los activos *no* son sustitutos perfectos; de señales, aunque lo sean.
- Montenegro y Kosovo: sin moneda propia (el euro, unilateral).
- Tipos múltiples: aprobación del FMI (art. VIII); controles, permitidos (art. VI).

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal