BOSTON UNIVERSITY

**Boston University** Centro Frederick S. Pardee
para el estudio del futuro a más largo plazo

MARZO 2012

CENTRO PARDEE INFORME DEL GRUPO DE TRABAJO

# Regulación de los Flujos Mundiales de Capital para el Desarrollo

INFORME DEL GRUPO DE TRABAJO DEL CENTRO PARDEE / Marzo de 2012

# Regulación de los Flujos Mundiales de Capital para el Desarrollo


**Codirectores**

Kevin P. Gallagher
Stephany Griffith-Jones
José Antonio Ocampo

**Integrantes del Grupo de Trabajo**

Amar Bhattacharya
Mark Blyth
Leonardo Burlamaqui
Gerald Epstein
Kevin P. Gallagher
Ilene Grabel
Stephany Griffith-Jones
Rakesh Mohan
José Antonio Ocampo
Dani Rodrik
Shari Spiegel
Arvind Subramanian
Shinji Takagi
Ming Zhang



**Boston University** Centro Frederick S. Pardee para el estudio del futuro a más largo plazo

BOSTON UNIVERSITY

Ocasionalmente, el Centro Pardee convoca a grupos de especialistas en asuntos políticos específicos para identificar opciones políticas viables para el futuro a largo plazo. Esta serie de documentos, Informes del Grupo de Trabajo del Centro Pardee, presenta las conclusiones de estas deliberaciones, como una contribución de conocimiento especializado a las discusiones acerca de temas importantes para los cuales las decisiones que se tomen hoy influirán en el desarrollo humano a largo plazo.

Editores del informe: Kevin P. Gallagher, Stephany Griffith-Jones y José Antonio Ocampo.

El Centro Frederick S. Pardee para el estudio del futuro a más largo plazo de la Universidad de Boston sirve como catalizador para el estudio de la mejora de la condición humana a través de una mayor comprensión de tendencias complejas, incluyendo la incertidumbre, en las interacciones mundiales de la política, la economía, la innovación tecnológica y la ecología humana. Las perspectivas del Centro Pardee incluyen la visión del mundo natural de las ciencias sociales, las ciencias naturales y las humanidades. El foco del Centro se define por su visión a largo plazo. Nuestro trabajo busca identificar, anticipar y mejorar el potencial a largo plazo para el progreso humano – reconociendo su complejidad e incertidumbres.

Centro Frederick S. Pardee para el estudio del futuro a más largo plazo
Universidad de Boston
Pardee House
67 Bay State Road
Boston, Massachusetts 02215
Tel: +1 617-358-4000 Fax: +1 617-358-4001
www.bu.edu/pardee
Correo electrónico: pardee@bu.edu

Foto de tapa vía iStock.com.

Las opiniones expresadas en este documento representan las de los autores individuales y no necesariamente son las de sus instituciones de origen, el Centro Frederick S. Pardee para el estudio del futuro a más largo plazo o la administración de la Universidad de Boston. Las publicaciones producidas por el Centro Pardee presentan un amplio rango de perspectivas con la intención de impulsar el diálogo bien informado sobre políticas y temas críticos para el desarrollo humano y el futuro a más largo plazo.

Producido por CEDES; Boston University
© 2013 CEDES; Boston University
ISBN 978-987-24796-9-5

Gallagher, Kevin P.
Regulación de los flujos mundiales de capital para el desarrollo / Kevin P. Gallagher ; Stephany Griffith-Jones ; José Antonio Ocampo ; con prólogo de Leonardo Stanley. - 1a ed. - Buenos Aires : CEDES; Boston University, 2013.
E-Book.

1. Macroeconomía. I. Griffith-Jones, Stephany II. Ocampo, José Antonio III. Stanley, Leonardo, prolog. IV. Título
CDD 339

Fecha de catalogación: 21/02/2013

## ÍNDICE

iv Agradecimientos

v Acrónimos y Abreviaciones

vii Prólogo

Resumen ejecutivo ..... 1

**Regulaciones de la cuenta de capital para la estabilidad y el desarrollo: un nuevo enfoque**
Kevin P. Gallagher, Stephany Griffith-Jones y José Antonio Ocampo.

Sección I: Fundamentos para la regulación de la cuenta de capital

1. **Las razones para las regulaciones de la cuenta de capital y la experiencia con ellas** ..... 13
José Antonio Ocampo

2. **Gestión de la cuenta de capital: la necesidad de un nuevo consenso** ..... 21
Rakesh Mohan

3. **Gestión de los flujos de capital: las lecciones de las experiencias recientes de las economías asiáticas emergentes** ..... 33
Masahiro Kawai, Mario B. Lamberte y Shinji Takagi

4. **Regulación de la salida de capital: gestión económica, desarrollo y transformación** ..... 45
Gerald Epstein

Sección II: Aplicación y seguimiento de una regulación efectiva

5. **Regulaciones dinámicas del capital, la irrelevancia del FMI y la crisis** ..... 55
Ilene Grabel

6. **Cómo evadir los controles de capital...y por qué estos pueden aun ser efectivos** ..... 65
Shari Spiegel

7. **Controles de capital de China: generalizaciones y lecciones de referencia** ..... 79
Ming Zhang

Sección III: ¿La cooperación mundial de las regulaciones de la cuenta de capital?

8. **El FMI, la regulación de la cuenta de capital y las economías de mercado emergentes** ..... 87
Paulo Nogueira Batista, Jr.

9. **La necesidad de coordinación Norte-Sur** ..... 97
Stephany Griffith-Jones and Kevin P. Gallagher

10. **Regulación internacional de la cuenta de capital** ..... 105
Arvind Subramanian

11. **Las regulaciones de la cuenta de capital y el sistema de comercio** ..... 111
Kevin P. Gallagher

Biografías de los integrantes del Grupo de Trabajo ..... 125

## AGRADECIMIENTOS

El Grupo de Trabajo del Centro Pardee sobre regulación de los flujos mundiales de capital para el desarrollo a largo plazo es un proyecto de la Iniciativa de Gobernanza Económica Mundial (GEGI, por su sigla en inglés) del Centro, que coordina el profesor de la Universidad de Boston y miembro de la Facultad Pardee, Kevin P. Gallagher. El Grupo de Trabajo está codirigido por Stephany Griffith-Jones y José Antonio Ocampo de la Iniciativa para el Diálogo Político (IPD, por su sigla en inglés) de la Universidad de Columbia y es cofinanciado por IPD y el Instituto de Desarrollo Mundial y Medioambiente (GDAE, por su sigla en inglés) de la Universidad Tufts. Los codirectores agradecen sinceramente al Centro para el Estudio del Largo Plazo Frederisk S. Pardee por el apoyo a este proyecto. El proyecto fue posible por el entusiasmo inicial del ex-director del Centro, Adil Najam. Ese entusiasmo encontró eco y se acentuó en el actual director interino, James McCann. Agradecemos en forma especial a Theresa White y Elaine Teng del Centro Pardee por la organización del taller del 16 de septiembre de 2011, que condujo a la realización de este informe. Además de ayudar a organizar la logística del evento, la directora de programas de Pardee, Cynthia Barakatt, ha jugado un papel clave en la producción de varias publicaciones y eventos provenientes del Grupo de Trabajo. También agradecemos sinceramente a Tania Tzelnic, estudiante graduada de la Universidad de Boston, quien tomó las notas del taller y proporcionó una invalorable asistencia en la edición final del informe. Los codirectores agradecen también a Mildred Menos, directora del programa de IPD y a Joanna Miller, coordinadora de comunicaciones de GDAE, por la coordinación y el apoyo.

Los codirectores agradecen a todos los participantes del Grupo de Trabajo por tomar tiempo de sus apretadas agendas para participar en este importante esfuerzo. Agradecemos en forma especial a Paulo Nogueira Batista, Jr., director ejecutivo por Brasil y otros ocho países latinoamericanos del Fondo Monetario Internacional (FMI), por asistir al taller, entregar las notas de su discurso, así como contribuir al informe final. Agradecemos a Peter Chowla del Proyecto Bretton Woods, a Jo Marie Griesgraber de New Rules for Global Finance y a Bhumika Muchala de la Red del Tercer Mundo por ayudarnos con la difusión, lo que aseguró que el informe llegara a las manos adecuadas en todo el mundo.

Finalmente, nos gustaría agradecer a las fundaciones que también brindaron apoyo para este esfuerzo. Leonardo Burlamaqui y la Fundación Ford apoyan el proyecto de GEGI sobre flujos de capital y desarrollo, además de un programa similar de IPD. Este Grupo de Trabajo se apoya en forma significativa en un taller de la Fundación Ford-Naciones Unidas que se desarrolló en agosto de 2011. GDAE quisiera además reconocer el apoyo del Rockefeller Brothers Fund.

## ACRÓNIMOS Y ABREVIACIONES

ADG: acuerdos de derecho de giro
AEDC: Administración Estatal de Divisas de China
AGCS: Acuerdo General sobre Comercio y Servicios
BCF: Banco Central de Filipinas
BdC: Banco de Corea
BEM: bonos de estabilización monetaria
BEV: Banco Estatal de Vietnam
BI: Banco Indonesia
BIS: Bank for International Settlements (Banco de Acuerdos Internacionales)
Bovespa: bolsa de valores de San Pablo
BPC: Banco Popular de China
BRI: Banco de Reservas de India
CDE: certificados de depósitos estadounidenses
CEA: Comunidad Económica de la ASEAN (Asociación de Naciones del Sureste Asiático)
CED: cuenta especial de depósito
CEF: Consejo de Estabilidad Financiera
CFAN: crisis financiera del Atlántico Norte
CIEC: Centro de Información Económica de China
CNY: renminbi / yuan (moneda china)
CSFG: Comité sobre el Sistema Financiero Global
EA: economía avanzada
EAE: economías asiáticas emergentes
EB: encaje bancario
EME: economías de mercado emergentes
EMN: Empresas multinacionales
ENR: encajes no remunerados
FMI: Fondo Monetario Internacional
FNE: futuros no entregables
FRS: Fondos de Riqueza Soberana
GATT: Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio
GCC: gestión de la cuenta de capital
GFC: gestión del flujo de capital
IET: Interest Equalization Tax (Impuesto ecualizador de los tipos de interés)
IED: Inversión Extranjera Directa
IIEC: Inversor Institucional Extranjero Calificado
IINC: Inversor Institucional Nacional Calificado
LBC: letras del Banco Central
MFC: medidas de flujo de capital

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OMC: Organización Mundial del Comercio
PEM: Plan de Estabilización del Mercado
PIB: Producto Interno Bruto
RCC: regulación de la cuenta de capital
TBI: Tratado Bilateral de Inversión
TJUE: Tribunal de Justicia de la Unión Europea
TLC: Tratado de Libre Comercio

## PRÓLOGO A LA EDICIÓN EN ESPAÑOL

Leonardo E. Stanley *

Hace un tiempo, no muy lejano, se asociaba, mecánicamente la palabra crisis con país en desarrollo - latinoamericano para mayor precisión. Los problemas económicos se originaban en la fuerte intromisión del gobierno en el manejo de la política monetaria y cambiaria, tanto como por la presencia de amplios controles en la cuenta de capital. Ciertamente, no faltaban las quejas por el exceso de reglas que se observaba en el mercado financiero local, por caso, aquellas que imponían fuertes restricciones a la entrada de bancos extranjeros.

Vale destacar que los países de la región no eran los únicos en atenerse al esquema presentado. La macroeconomía de postguerra se caracterizó, entre otros aspectos, por la presencia de importantes limitaciones a la banca ó fuerte represión financiera así como una cuenta de capital ampliamente controlada. Lo anterior otorgaba, sin duda, gran autonomía a la autoridad monetaria. Ciertamente la calma era aún mayor en materia cambiaria. Pero todo esto cambiaria en la década del 70s.

El anuncio del abandono de la paridad del dólar – oro en 1971 fue uno de los factores desencadenantes del cambio, rompiéndose el esquema de tipo de cambio fijo que había prevalecido desde la firma de los acuerdos de Bretton Woods. Pero los cambios no solo afectaban al mercado cambiario. En la década previa se iniciaba el proceso de transformación del sector financiero, que daba paso a un mayor protagonismo de la banca transnacional. A su vez, mayor poderío económico le brinda mayor capacidad de negociación e influencia política. Rápidamente esto se traduce en una fuerte presión por liberalizar los mercados financieros tanto como por lograr una amplia apertura de la cuenta de capital. Distintos países latinoamericanos se ven presionados por embarcarse en estos cambios. A tal fin arriban a la región expertos de todo el mundo aunque principalmente asentados en Washington, a fin de convencer a los líderes locales de la conveniencia de abrir la economía así como de desregular los mercados financieros.

Vale recordar al economista cubano Carlos Díaz – Alejandro entre los pocos que se oponían a tal recomendación. En uno de sus artículos más citados "Good-Bye financial repression, hello financial crash" (JDE, 1985) donde plantea lo desatinado que resultaría una apertura irrestricta de la cuenta de capital. Lamentablemente muy pocos tomaron nota de tal recomendación, y los países del Cono Sur se embarcaban en una serie de experimentos de corte neoliberal que los condenaría a perder una década de desarrollo.

Las recetas vuelven con más fuerza en la década del 90. Los pedidos de apertura y desregulación están ahora incluidos entre las cláusulas de condicionalidad que acompañan los paquetes de rescate del FMI o entre las obligaciones que acarrean los créditos del BM. Al poco tiempo esta visión alcanza a los acuerdos internacionales, tanto en el ámbito multilateral (en la Ronda Uruguay del GATT) así como el bilateral (en el marco de los tratados de protección a los inversores extranjeros).

Pero, pese a las presiones, no todos los países aceptaron las condiciones que iban surgiendo en lo económico tanto como en lo institucional. Así por caso, Chile prefirió preservar su política monetaria de la volatilidad de los capitales de corto plazo e introdujo una serie de controles a la cuenta de capital. Brasil, por su parte, jamás aceptó las restricciones que surgían de los tratados bilaterales de inversión o de libre comercio y que podrían recaer sobre el manejo de su cuenta de capital.

---

* Investigador Asociado del CEDES (lstanley@cedes.org)

En todo este período quedo demostrado el efecto nocivo que, en materia de desarrollo pueden jugar los flujos de capitales, sí descontrolados. A diferencia de los capitales asociados con inversiones en el sector real, las inversiones financieras siempre se han destacado por su amplia volatilidad así como lo efímero de su permanencia. Lo anterior puede implicar amplios y negativos efectos sobre la macroeconomía del país receptor, lo cual aboga por su regulación. Sin duda este era el mensaje que resurgía como enseñanza después de la crisis asiática a finales de los 90s. Lamentablemente, los hacedores de política no le prestaban la debida atención.

Las cosas cambian con la irrupción de la crisis financiera internacional en 2008, y los controles de capitales vuelven a la agenda política. Hasta el mismísimo FMI comienza a considerar la conveniencia de introducir restricciones a la libre movilidad de capitales (por caso, durante la crisis de Islandia).

El presente aporte, sin duda, permitirá una mejor comprensión del tema. No cabe duda que el grupo de expertos aquí reunidos es garantía de rigurosidad académica, pero también de coherencia. Muchos de los autores aquí reunidos han venido destacando los problemas generados en los países de la región por la liberalización financiera y la apertura indiscriminada. Otros han sabido aconsejar de los peligros que entraña estas medidas, logrando que muchos países en desarrollo terminen adoptando una actitud mucho más cauta hacia este tipo de política.

Pero lamentablemente, y pese a las ventajas que podrían lograrse con la adecuada presencia de un esquema de regulación de los flujos de capitales, todavía existen fuertes limitaciones institucionales que impiden a los países en desarrollo imponerlas. Dicho aspecto será tratado en un segundo reporte de próxima aparición, el cual reseña lo aportado por un destacado grupo de especialistas después de una reunión en CEDES, el pasado mes de Junio.

# RESUMEN EJECUTIVO

## Regulaciones de la cuenta de capital para la estabilidad y el desarrollo: un nuevo enfoque

Kevin P. Gallagher, Stephany Griffith-Jones
y José Antonio Ocampo

Desde la reactivación de los mercados mundiales de capital en la década de 1960, los flujos transfronterizos de capital han aumentado en órdenes de magnitud, tanto es así que las posiciones de activos internacionales superan hoy la producción económica mundial. La mayor parte de los flujos transfronterizos de capital ocurren entre países industrializados, pero los mercados emergentes tienen una participación creciente en la globalización de los flujos de capital. Aunque se reconoce ampliamente que la inversión es un ingrediente importante del crecimiento económico y que, bajo determinadas condiciones, los flujos de capital son un complemento valioso de los ahorros nacionales para financiar tal inversión, existe una preocupación creciente de que determinados flujos de capital (tales como la deuda a corto plazo) puedan tener efectos desestabilizadores en los países en desarrollo.

Durante las recientes crisis financieras y monetarias varios mercados emergentes y países en desarrollo experimentaron con una serie de medidas a las que tradicionalmente se han referido como "controles de capital" – definidas como regulaciones sobre los flujos de capital. Dado que los controles de capital han sido muy estigmatizados, en este documento nos referiremos a ellos como regulaciones de la cuenta de capital (RCC). Aquellos países que previamente venían utilizando RCC estuvieron entre los menos fuertemente golpeados por la crisis financiera mundial (Ostry et al. 2011).

**La crisis financiera mundial de 2008 abrió un nuevo capítulo en el debate sobre las respuestas políticas adecuadas a los flujos decapital pro-cíclicos**

La crisis financiera mundial de 2008 abrió un nuevo capítulo en el debate sobre las respuestas políticas adecuadas a los flujos de capital pro-cíclicos. Hasta no hace mucho, la mayoría de la academia, así como los gobiernos de los principales países industrializados y las instituciones financieras internacionales permanecían callados o bien se mostraban directamente hostiles a regular los movimientos de capital. Pese a ello, un grupo de economías emergentes, incluyendo Brasil, Corea del Sur y Taiwán,

han estado experimentando en forma exitosa con RCC para manejar la volatilidad de los flujos de capital (Gallagher 2011; FMI 2011b).

El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha llegado a reconocer en parte la pertinencia de las regulaciones de la cuenta de capital y ha ido tan lejos como para recomendar (y apoyar oficialmente) una serie de pautas sobre el uso adecuado de las RCC.

En septiembre de 2011, la Iniciativa de Gobernanza Económica Mundial del Centro Pardee para el estudio del futuro a más largo plazo de la Universidad de Boston – junto con la Iniciativa para el Diálogo Político de la Universidad de Columbia y el Instituto de Desarrollo Mundial y Medioambiente de la Universidad Tufts – convocaron un Grupo de Trabajo sobre regulación de los flujos mundiales de capital para el desarrollo a largo plazo. Basados en las discusiones entre los integrantes, afirmamos que existe un claro fundamento para las regulaciones de la cuenta de capital en el mundo pos-crisis, que el diseño y control de esas regulaciones es esencial para su efectividad y que una cantidad limitada de cooperación mundial y regional sería útil para asegurar que las RCC sean parte efectiva del paquete de políticas macroeconómicas.

Este informe aborda estos temas y brinda un protocolo para el uso de RCC – que contrasta marcadamente con una serie de pautas para el uso de controles de capital aprobada por el directorio del FMI en marzo de 2011 (ver FMI 2011b) pero ahora sustituida por un conjunto de "conclusiones coherentes" del G20 sobre RCC, en noviembre de 2011. Las conclusiones del G20, aprobadas por los ministros de economía y gobernadores de bancos centrales en octubre y luego por los mismos líderes del G20 en Cannes, dicen que "no existe un único enfoque' ni una definición rígida de las condiciones para el uso de medidas para el manejo del flujo de capital". Este informe del Grupo de Trabajo ayudará a los responsables políticos y al FMI a guiar sus pensamientos bajo estas recientes recomendaciones del G20.

## LOS FLUJOS DE CAPITAL Y LA RECUPERACIÓN A DOS VELOCIDADES

Una larga lista de prominentes economistas a lo largo de la historia han afirmado que los mercados financieros pueden ser inherentemente inestables (ver Ocampo, Spiegel y Stiglitz 2008). Distintos autores utilizan diferentes términos, pero existe una preocupación constante de que, durante periodos de crecimiento, las expectativas pueden volverse extremadamente optimistas, lo que conduce a una reducción de la aversión al riesgo, una rápida expansión del crédito y un aumento en los precios de los activos. La liquidación de posiciones puede producir inestabilidad, pánicos y crisis, con los desequilibrios asociados a un riesgo excesivo en aumento, y si existen cambios en las expectativas, posiblemente desatados por hechos que conducen a una pérdida en el valor de los activos. Al boom le sigue la caída.

Los flujos transfronterizos de capital hacia países desarrollados y en desarrollo tienden a seguir el mismo patrón. Entre 2002 y 2007 hubo flujos de capital masivos hacia mercados emergentes y otras economías en desarrollo. Luego del colapso de Lehman Brothers, hubo una fuga de capitales hacia la "seguridad" del mercado de Estados Unidos, que diseminó la crisis financiera del Atlántico Norte en los mercados emergentes. Como, entre 2008 y 2011, se bajaron las tasas de interés con propósitos expansivos en el mundo industrializado, los flujos de capital retornaron a los mercados emergentes, donde las tasas de interés y el crecimiento eran relativamente más altos. Las operaciones de arbitraje de tipos de interés entre monedas (carry trade) fueron uno de los mecanismos clave que dispararon estos flujos. La mayor liquidez indujo a los inversores a ir en corto en el dólar y en largo en monedas de países con tasas de interés altas y expectativas de fortalecimiento de los tipos de cambio. Con factores de apalancamiento significativos, los inversores ganaron tanto con el diferencial de interés como con los movimientos de tipo de cambio.

Estos aumentos repentinos en los flujos de capital pueden ser desestabilizadores por cuatro razones. Primero, si los flujos de capital son suficientemente grandes, tal especulación puede ocasionar apreciación indebida y volatilidad de los tipos de cambio y producir un boom en los precios de los activos en las economías en desarrollo. Segundo, la relativamente baja tasa de interés o los cambios monetarios pueden disparar una liquidación de posiciones (altamente apalancadas), lo que puede ocasionar una repentina detención del financiamiento externo y la fuga de capital. Tercero, una súbita liquidación de posiciones donde la entidad inversora está altamente interconectada con otras partes del sistema financiero podría acarrear un riesgo sistémico. Cuarto, en un ambiente en el que los países tienen cuentas de capital abiertas, los movimientos de capital a corto plazo reducen el espacio para políticas monetarias independientes. La herramienta dominante para frenar la inflación es la tasa de interés. Sin embargo, las tasas de interés crecientes atraerían en realidad más flujo de capital, lo que, a su vez, realimenta las presiones expansionistas.

Los flujos de capital privado hacia América Latina y Asia han vuelto a sus niveles máximos pre-Lehman Brothers. Tal es el caso de países como Brasil, que vio una apreciación de su moneda de más de 40 por ciento entre el tercer trimestre de 2009 y septiembre de 2011 y una preocupación creciente sobre las burbujas de activos y la inflación. En efecto, no sorprende que fuera el mismo ministro de economía de Brasil quien declarara el repentino aumento de los flujos de capital, la posterior apreciación y las innumerables reacciones a los aumentos repentinos como el comienzo de una "guerra de divisas". En medio de estos flujos de capital, los países han respondido en forma individual de varias formas. En el caso de Brasil ha tomado la forma de un impuesto a las compras extranjeras de valores brasileños y más tarde de un encaje bancario e impuestos a las empresas que vayan en corto en la moneda de la nación y mantengan algunas posiciones en derivados en moneda extranjera.

El Cuadro 1 señala los varios tipos de regulaciones de la cuenta de capital que han sido utilizados por los países en el periodo previo a la crisis y durante su desarrollo.

**Cuadro 1 : Regulaciones de la cuenta de capital - una lista ilustrativa**

| Entradas | Salidas |
|---|---|
| • Encajes no remunerados (se mantiene una proporción de las nuevas entradas como encaje bancario en el Banco Central)<br>• Impuestos sobre las entradas de nueva deuda, o de derivados en moneda extranjera<br>• Limitaciones o impuestos sobre las posiciones pasivas netas en moneda extranjera de intermediarios financieros<br>• Restricciones al descalce de monedas<br>• Fin de las limitaciones de uso: la toma de préstamos en el extranjero sólo permitida para inversión y comercio exterior<br>• Limitaciones sobre los agentes nacionales que pueden endeudarse en el extranjero (por ejemplo, sólo empresas con ingresos netos en moneda extranjera)<br>• Aprobaciones obligatorias para todas o algunas transacciones de capital<br>• Exigencias de permanencia mínima | • Aprobación obligatoria para los agentes nacionales para invertir en el extranjero o mantener las cuentas bancarias en divisas<br>• Exigencia obligatoria para los agentes nacionales de informar sobre las inversiones y transacciones extranjeras realizadas con su cuenta en divisas<br>• Prohibición o limitación de los sectores en los que pueden invertir los extranjeros<br>• Limitaciones o aprobaciones sobre cuánto pueden invertir los no residentes (por ejemplo, en inversiones de cartera)<br>• Restricciones sobre los montos de renta primaria o de capital que los inversores extranjeros pueden enviar al exterior<br>• Limitaciones sobre en cuánto pueden endeudarse los no residentes en el mercado nacional<br>• Impuestos sobre las salidas |

Las regulaciones de la cuenta de capital se utilizan a menudo para manejar la volatilidad del tipo de cambio, evitar los desajustes monetarios, limitar la actividad especulativa en una economía y brindar el espacio político para la política monetaria independiente. Las medidas vienen a menudo en dos variantes, en base al precio o en base a la cantidad. Las medidas basadas en el precio alteran el precio del capital extranjero, tal como lo hace un impuesto sobre las salidas o las entradas y los encajes no remunerados (ENR) que han usado países como Chile, Colombia y Tailandia. Las medidas basadas en la cantidad incluyen prohibiciones o topes para determinados tipos de transacciones (por ejemplo, en préstamos extranjeros por debajo de ciertos vencimiento o para fines distintos a la inversión o el comercio internacional) o periodos mínimos de permanencia para el capital que ingresa al país.

## REGLAS PRÁCTICAS PARA LA UTILIZACIÓN DE RCC

Con respecto a las RCC, en febrero de 2010 el FMI publicó una nota de posición de los funcionarios que encontró que los controles de capital sobre las entradas de capital

que se utilizaron en los últimos 15 años fueron bastante efectivos. Descubrió además que aquellos países que usaron los controles de capital estuvieron entre los menos duramente golpeados durante la crisis financiera mundial (Ostry et al. 2010). Una mirada amplia a la literatura sobre este punto publicada por el National Bureau of Economic Research (Oficina Nacional de Investigación Económica) de Estados Unidos encontró, a su vez, que las regulaciones de capital sobre las entradas pueden hacer más independiente a la política monetaria, alterar la composición de los flujos de capital hacia flujos a largo plazo y reducir las presiones sobre el tipo de interés real, y que las regulaciones sobre las salidas también pueden ser efectivas (Magud et al. 2011).

Por eso, el FMI propuso una nueva nomenclatura para los controles de capital, sugiriendo lo que se conoce como medidas de gestión del flujo de capital (GFC). Anteriormente, otros habían sugerido el nombre "técnicas de gestión del capital" con el mismo fin (ver Epstein et al. 2003; Ocampo et al. 2008). Como ya indicamos, preferimos usar el nombre "regulaciones de la cuenta de capital" para subrayar el hecho de que pertenecen a una familia más amplia de regulaciones financieras.

El FMI elaboró y aprobó a nivel de directorio una serie de pautas pertinentes a cuándo un país debe y no debe utilizar RCC. En pocas palabras, el informe oficial recomienda que se usen las RCC como último recurso y como una medida temporal, y sólo luego de que el país haya acumulado reservas suficientes, ajustado las tasas de interés y dejado apreciar su moneda, entre otras medidas. Cuando se utilizan las RCC, el FMI sugiere que esos controles se basen en el precio y que no haya discriminación contra la residencia del inversor que realiza el flujo.

**Aunque debe aplaudirse al FMI por reconocer que las RCC son útiles, sus recetas no llegan a ser un buen consejo para los países en desarrollo en varios aspectos.**

Aunque debe aplaudirse al FMI por reconocer que las RCC son útiles, sus recetas no llegan a ser un buen consejo para los países en desarrollo en varios aspectos. Sin el asesoramiento del FMI muchos países han utilizado RCC, junto a una serie de otras políticas macroeconómicas y macroprudenciales que consideraron apropiadas. Y, de acuerdo a la propia investigación del FMI, las RCC fueron exitosas aun cuando, a veces, los países no cumplieron aquellas pautas. Subrayamos una serie de pautas alternativas en el Cuadro 2. De ninguna manera pensamos que estas deban ser protocolos obligatorios a nivel mundial. Por el contrario, esperamos que puedan servir como reglas prácticas para los responsables políticos a nivel nacional.

## Cuadro 2: Pautas para el uso de regulaciones de la cuenta de capital en los países en desarrollo

- Las regulaciones de la cuenta de capital (RCC) deben verse corno una parte esencial del paquete de herramientas de políticas macroeconómicas y no como medidas de último recurso.
- Las RCC deben considerarse de manera diferente en países en los que la cuenta de capital permanece muy cerrada que en aquellos países en los que las RCC son regulaciones prudenciales para gestionar una cuenta de capital abierta.
- Las RCC basadas en el precio tienen la ventaja de ser más neutras respecto al mercado, pero las RCC basadas en la cantidad pueden ser más efectivas, en especial en países con cuentas de capital relativamente cerradas, bancos centrales más débiles o cuando los incentivos a otorgar al capital son muy grandes.
- Las RCC no deberían ser relegadas solamente a regulaciones sobre las entradas de capital. Las restricciones a las salidas de capital pueden ser de los disuasorios más importantes para las entradas de capital no deseadas y tener también otros usos.
- Las RCC pueden ser vistas como alternativas a la acumulación de reservas en divisas, en particular para reducir los costos de la acumulación de reservas.
- Las RCC no deben verse solamente corito medidas temporales, sino que deben pensarse como mecanismos permanentes que pueden utilizarse de manera contracíclica para suavizar las altas y bajas. Su permanencia fortalecerá la capacidad institucional para aplicarlas en forma efectiva.
- Por eso, las RCC deben verse como dinámicas, lo que exige un grado significativo de seguimiento del mercado y 'afinado' de acuerdo a cómo los inversores se adaptan y eluden la regulación. Los inversores pueden eludir cada vez más las RCC mediante la subfacturación de los flujos comerciales, las operaciones derivadas o las inversiones extranjeras directas que son, de hecho, flujos de deuda. Los reguladores necesitan hacer un seguimiento y una adaptación constantes.
- Puede ser útil para unas RCC efectivas distinguir entre residentes y no residentes.
- La carga total de la gestión de los flujos de capital no debe recaer sobre los mercados emergentes y los países en desarrollo, sino que los países 'fuente' de flujos de capital también deben jugar un papel la administración del flujo de capital, incluyendo el apoyo a la efectividad de aquellas regulaciones puestas en práctica por los países receptores.
- Ni los países industrializados ni las instituciones internacionales deben limitar la capacidad de los países para aplicar RCC, ya sea mediante tratados comerciales y de inversión o a través de condicionamíentos en los préstamos.
- Los países industrializados deben examinar más a fondo los efectos mundiales no deseados de sus propias políticas monetarias y evaluar medidas para reducir las salidas de capital de corto plazo que puede ser indeseable tanto para ellos como para los países emergentes.
- El estigma asociado a las RCC debe eliminarse, para que los países tengan la plena confianza de que no se los reprenderá por la adopción de medidas. El FMI podría jugar un valioso papel la eliminación del estigma de las RCC, así como en la realización de un análisis comparativo sobre qué RCC son más efectivas.

Fuente: Grupo de Trabajo del Centro Pardee sobre gestión de los flujos de capital para el desarrollo a largo plazo

Primero y primordial, las RCC deben verse como una parte esencial del paquete de políticas macroeconómicas y no como simples medidas de último recurso. En el trabajo econométrico, donde se reconoce la utilidad de las RCC, dichas regulaciones formaron parte de una batería de criterios adoptados en forma conjunta para gestionar la cuenta de capital. Las RCC tienen que verse entonces como parte del arsenal a utilizar para prevenir y mitigar las crisis. A su vez, no deben verse solamente como medidas temporales, sino por el contrario como herramientas permanentes que pueden utilizarse de manera contracíclica para suavizar las altas y bajas.

Segundo, las RCC deben considerarse de manera diferente en países en los que las cuentas de capital permanecen muy cerradas – y en los que pueden usarse como parte de una estrategia para abrir gradualmente la cuenta de capital – en comparación con aquellos países en los que las RCC son regulaciones prudenciales para gestionar una cuenta de capital ya abierta. El informe del FMI actúa como si el grupo de países a los que habla fueran países con cuentas de capital abiertas y tipos de cambio flotante, pero muchos países en desarrollo utilizan las regulaciones de la cuenta de capital como una técnica común de gestión macroprudencial e intervienen fuertemente en los mercados cambiarios.

**Las restricciones a las salidas de capital pueden ser de los disuasorios más importantes para las entradas de capital no deseadas y tener también otros usos.**

Tercero, las RCC basadas en la cantidad pueden ser más efectivas que las basadas en el precio, en especial en aquellos países con cuentas de capital relativamente cerradas, bancos centrales débiles o donde los inventivos para aportar capital sean muy grandes (grandes diferenciales de tasas de interés o fuertes expectativas de apreciación del tipo de cambio). Esto es consistente con la teoría económica y con algunos trabajos de funcionarios del FMI. Debido a las incertidumbres y las asimetrías de información en la respuesta del sector privado, puede ser difícil calibrar las medidas basadas en el precio, por lo que pueden ser más apropiadas las basadas en la cantidad. De hecho, una investigación del FMI mostró que las RCC basadas en la cantidad han probado ser más efectivas bajo condiciones severas (Ariyoshi et al. 2000).

Además, si bien ha habido un cambio radical en la visión de las RCC con respecto a las entradas de capital, las regulaciones sobre las salidas de capital han sido ampliamente rechazadas. Las RCC no deberían ser relegadas solamente las regulaciones sobre las entradas de capital. Las restricciones a las salidas de capital pueden ser de los disuasorios más importantes para las entradas de capital no deseadas y tener también otros usos. Además, en tiempos de crisis aguda, los controles de capital sobre las salidas pueden ser necesarios para ayudar a frenar las caídas abruptas de una moneda o una corrida bancaria. De hecho, el FMI aplicó controles sobre las salidas en Islandia como parte del paquete de rescate en ese país durante la crisis financiera. Finalmente, algunos integrantes de nuestro grupo de trabajo afirman que la

regulación de las salidas puede ayudar a canalizar el crédito y la inversión hacia la "economía real".
Las RCC deben verse también como alternativas a la acumulación de reserva de divisas. Un trabajo reciente mostró que el costo social de la acumulación de reserva de divisas en los países en desarrollo puede llegar a dos o tres por ciento del PIB (Aizenman 2009; Rodrik 2006). Las RCC son un instrumento para reducir la excesiva acumulación de reservas.

## LA NECESIDAD DE SEGUIMIENTO Y PUESTA A PUNTO

Las pautas del FMI prestan escasa atención a los temas del diseño de políticas relacionadas con las RCC. Pese a que el trabajo econométrico del FMI muestra que las RCC han sido efectivas, al día de hoy no hay una investigación en relación a cómo los países diseñaron y pusieron a punto estas regulaciones, desde el punto de vista administrativo, para que tuvieran éxito. Gran parte de la literatura muestra que, sin la puesta a punto adecuada, las regulaciones de capital pueden perder su efectividad debido a la habilidad de los inversores extranjeros para evadir y burlar esas regulaciones. Esto es posible mediante los flujos comerciales 'no facturados', enmascarando flujos de deuda como inversión extranjera directa y utilizando derivados.

Países como Brasil y Corea del Sur han "afinado" cada vez más sus regulaciones en un intento por mantenerse al día con los varios niveles de elusión. La puesta a punto de las RCC es esencial para su efectividad – y puede ser mucho más simple de lo que algunos puedan argumentar, en especial si se apunta a los grandes actores. Cuando las regulaciones están basadas en el precio y administradas por el sistema tributario, las violaciones podrían verse como delitos penales, lo que crearía un fuerte incentivo para el cumplimiento. La Tabla 1 muestra ejemplos del uso de RCC tras la crisis y cómo Brasil y Corea del Sur han estado fortaleciendo y cambiando la composición de sus regulaciones a la cuenta de capital en forma constante, en respuesta a las nuevas condiciones del mercado.

**Tabla 1: Las regulaciones a la cuenta de capital y la crisis**

| PAIS | FECHA | MEDIDA |
|---|---|---|
| BRASIL | 19/10/2009 | Impuesto a las entradas (2%) |
| | 18/11/2009 | Impuesto a los CDE (1,5%) |
| | 3/10/2010 | Impuesto a las entradas (4%) |
| | 17/10/2010 | Impuesto a las entradas (6%) |
| | 5/01/2011 | Encaje bancario |
| | 26/07/2011 | Impuesto a los derivados |
| COREA | 30/06/2010 | Controles monetarios |
| | 30/06/2010 | Fin de las limitaciones de uso |
| | 18/12/2010 | Impuesto a las salidas |

Fuente: Gallagher (2011a)

## LA NECESIDAD DE COOPERACIÓN INTERNACIONAL

En lugar de un código de conducta obligatorio a escala mundial que pudiera derivar en la necesidad de abrir las cuentas de capital en todo el mundo, el FMI, el G20, el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) y otros organismos debería hacer un esfuerzo mayor para reducir el estigma asociado a las RCC y proteger la capacidad de los países de aplicar RCC para prevenir y mitigar las crisis. Además, estos organismos deben ser parte de un diálogo mundial acerca del grado en que los Estados nacionales deben coordinar las RCC.

En el diseño original del FMI se le daba tanto el permiso como la ayuda para aplicar las RCC. Tanto John Maynard Keynes como Harry Dexter White las vieron como un componente central del sistema de Bretton Woods. En aquellas deliberaciones Keynes dijo que "el control de los movimientos, tanto de entrada como de salida de capital, debe ser un rasgo permanente del sistema de pos-guerra". De hecho, el FMI no tenía ninguna jurisdicción sobre la liberalización de la cuenta de capital en virtud de los artículos del acuerdo. El artículo VI va más allá al decir que los miembros pueden "ejercer tales controles cuando sean necesarios para regular los movimientos internacionales de capital" (ver Helleiner 1994).

El FMI, el G20, el CEF y sus respectivos integrantes podrían clarificar la nueva visión sobre las RCC en comunicados, discursos y otras publicaciones, incluyendo informes oficiales como las Perspectivas de la Economía Mundial. La atención continua que se les presta a las RCC ayudaría a remover el estigma asociado a su uso. No sólo calmaría a los gobiernos nacionales y a los participantes del mercado, además se volcaría al discurso jurídico y ayudaría a ampliar la forma en que la comunidad mundial interpreta jurídicamente las regulaciones macroprudenciales.

Esto es importante porque el espacio político que otorgan los artículos del acuerdo del FMI está siendo minado por los acuerdos comerciales y de inversión. Estos acuerdos prohíben cada vez más el uso de RCC y aquellos tratados que tienen excepciones para medidas de gestión de crisis de balanza de pagos sólo permiten RCC de naturaleza temporal. En Asia, donde las RCC son más frecuentes tanto para entradas como para salidas, la ASEAN exigirá a los países eliminar la mayoría de las RCC para 2015, con relativamente escasas excepciones. Pero los acuerdos comerciales y de inversión con Estados Unidos brindan aún menor flexibilidad. En enero de 2012, unos 250 economistas de todo el mundo pidieron a Estados Unidos que reconociera el reciente consenso sobre RCC y diera a los países la flexibilidad para aplicar controles para prevenir y mitigar las crisis. La carta recibió reproches de importantes asociaciones empresariales y del Gobierno de Estados Unidos. En respuesta a la carta, el secretario del tesoro de Estados Unidos, Timothy Geithner, replicó que la política estadounidense seguiría son cambios.  El secretario Geithner escribió:

> "En general, creemos que esos riesgos se gestionan mejor mediante una mezcla de medidas de política fiscal y monetaria, ajuste del tipo de cambio y medidas prudenciales no discriminatorias cuidadosamente diseñadas, tales como encajes bancarios o exigencias de capital y limitaciones sobre la exposición al riesgo cambiario".

Esto es irónico dado que Estados Unidos aprobó las pautas para las RCC en el FMI.

Finalmente, la comunidad mundial debe empezar una conversación relativa a en qué medida debería haber coordinación entre los gobiernos nacionales en relación a las RCC – involucrando tanto a aquellos países afectados por las entradas como también a aquellos donde se origina el flujo. En las reuniones preparatorias a la creación del FMI, tanto Harry Dexter White como John Maynard Keynes concordaron en que los controles de capital apuntan a "ambas puntas" de un flujo de capital (Helleiner 1994). Además, los países industrializados son más comúnmente la fuente de estos flujos pero, en general, ignoran los efectos de secundarios negativos de sus acciones. La política monetaria expansiva de Estados Unidos – que se justifica bastante para generar empleo y recuperar el país – ocasiona los perjudiciales efectos del carry trade analizados antes. Sin embargo, a pesar de este hecho, hasta ahora todo el peso de la gestión de los flujos de capital ha caído en aquellos países destinatarios de esos ingresos.

**La comunidad mundial debe empezar una conversación relativa a en qué medida debería haber coordinación entre los gobiernos nacionales en relación a las RCC – involucrando tanto a aquellos países afectados por las entradas como también a aquellos donde se origina el flujo.**

Un integrante del Grupo de Trabajo, Arvind Subramanian, va más allá y sugiere que se necesita un régimen mundial completamente nuevo para regular los flujos mundiales de capital. Además, el foco debería estar no sólo en los flujos Norte-Sur sino también en los Sur-Sur y los Norte-Norte.

Podría haber un alineamiento de intereses para coordinar sobre flujos de capital. Los países industrializados pretenden recuperarse de la crisis y esperan que el crédito y el capital permanezcan en sus plazas. Mientras tanto el mundo en desarrollo tiene poco interés en recibir esos flujos. Existe por lo tanto un alineamiento de intereses que podría transformarse en el medio para que los países industrializados ajusten sus códigos tributarios y apliquen otro tipo de regulación para mantener el capital en sus países, mientras los mercados emergentes aplican las RCC para cambiar la composición y reducir el nivel de esos flujos de capital que desestabilizan sus economías.

## REFERENCIAS


Abdelal, Rawi (2007). Capital Rules: The Construction of Global Finance, Cambridge, MA: Harvard University Press.

Aizenman, Joshua (2009). "Hoarding international reserves versus a Pigovian Tax-Cum-Subsidy scheme: reflections on the deleveraging crisis of 2008-9, and a cost benefit analysis". Documento de trabajo NBER, N° 15484. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Ötker-Robe, Jorge Iván Canales-Kriljenko y Andrei Kirilenko (2000). "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization". Documento ocasional, N° 190, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Epstein, Gerald, Ilene Grabel y K. S. Jomo (2003). "Capital Management Techniques in Developing Countries", en Challenges to the World Bank and the IMF: Developing Country Perspectives, Ariel Buira (ed.), Londres: Anthem Press, cap. 6.

Fondo Monetario Internacional (2011a). World Economic Outlook, abril, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Fondo Monetario Internacional (2011b). Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Gallagher, Kevin P. (2011). "Regaining Control: Capital Controls and the Global Financial Crisis", Political Economy Research Institute, University of Massachusetts-Amherst.

Helleiner, Eric (1994). States and the Re-emergence of Global Finance, Ithaca: Cornell University Press.

Magud, Nicholas, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff (2011). "Capital Controls: Myth and Reality – A Portfolio Balance Approach", Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Ocampo, José Antonio, Shari Spiegel y Joseph E. Stiglitz (2008). "Capital Market Liberalization and Development", en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), Capital Market Liberalization and Development, Nueva York: Oxford University Press.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Dennis B.S. Reinhardt (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls", en Nota de posición de los funcionarios del FMI, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Luc Laeven, Mahvash S. Qureshi y Annamaria Kokenyne (2011), "Managing Capital Inflows: What tools to use?", Documento de discusión de los funcionarios, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Rodrik, D. (2006). "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves", International Economic Journal 2(3): 253-266.

# SECCIÓN I: FUNDAMENTOS PARA LA REGULACIÓN DE LA CUENTA DE CAPITAL

## 1. La regulación de la cuenta de capitales: Justificaciones y experiencias [1]

José Antonio Ocampo

Uno de los efectos positivos de la crisis mundial reciente ha sido la generación de un consenso según el cual las actividades financieras desreguladas pueden ser una fuente de grandes perturbaciones macroeconómicas. El Grupo de los Veinte (G20) lideró una iniciativa para fortalecer la regulación financiera. Lamentablemente los flujos transfronterizos de capital fueron excluidos de la agenda, como si no necesitaran regulación – o incluso como si no formaran parte de las finanzas. En las discusiones sobre los temas regulatorios también se observa un sesgo en la terminología utilizada: mientras que a nivel nacional las regulaciones financieras se las denomina como tales, cuando involucran flujos transfronterizos se utiliza generalmente el término "control". En el presente aporte nos referiremos por su nombre apropiado: regulaciones de la cuenta de capitales.

El problema principal, en este campo, es que los flujos de capital, como las finanzas en general, muestran un carácter pro-cíclico. Los agentes económicos que el mercado considera riesgosos están sujetos a fuertes oscilaciones que afectan tanto el acceso como los costos de financiamiento internacional. El conjunto de estos agentes riesgosos incluye a pequeñas empresas y hogares de menores recursos en todos los países, así como las economías emergentes y en desarrollo a nivel internacional e incluso, como lo muestra la crisis reciente, algunas economías de la "periferia" del mundo desarrollado (de la periferia europea durante la crisis en curso).

**Es importante resaltar que el comportamiento cíclico que caracteriza a los flujos de capital va más allá de la volatilidad de los de corto plazo.**

Existe una evidencia abrumadora de que los flujos de capital hacia los países en desarrollo tienen un carácter procíclico y son uno de los principales determinantes (y quizás el principal determinante) de los ciclos económicos en las economías emergentes (Prasad et al. 2003; Ocampo et al. 2008a, b). Además, los flujos de financiamiento

1 Este ensayo es la traducción de la Sección 5 de la Conferencia WIDER N° 14 impartida por el autor sobre "La reforma del sistema monetario internacional" y publicada por WIDER en 2011.

hacia estas economías están determinados por decisiones de cartera originada en los países desarrollados, las cuales pueden estar totalmente desvinculadas de las demandas de capital de las economías emergentes y en desarrollo. Estas últimas enfrentan, además, problemas particulares asociados a su grado de desarrollo financiero. Sus mercados financieros nacionales son significativamente más "incompletos" y, como resultado de ello, están plagados de combinaciones variables de descalces de moneda y de plazos. Al mismo tiempo, sus mercados de capital son menos profundos y pequeños en relación a la magnitud de la presión especulativa que enfrentan.

Es importante resaltar que el comportamiento cíclico que caracteriza a los flujos de capital va más allá de la volatilidad de los de corto plazo. Más importantes aún son los ciclos de mediano plazo en la disponibilidad y costos del financiamiento. Desde mediados de la década de 1970 hemos experimentado tres ciclos completos de este tipo – entre mediados de la década de 1970 y fines de la de 1980, entre 1990 y 2002 y entre 2003 y 2009 – y estamos en la fase ascendente de un cuarto ciclo. El problema principal con estos patrones cíclicos es su efecto pronunciado sobre las principales variables macroeconómicas: el tipo de cambio, las tasas de interés, el crédito interno y los precios de los activos (bursátiles y propiedad raíz). Como resultado, los flujos procíclicos de capital exacerban las presiones y disyuntivas que enfrenta la política macroeconómica y, en particular, limita significativamente el espacio para emprender políticas macroeconómicas anticíclicas.

Por ejemplo, durante el periodo de auge, los países pueden dejar flotar el tipo de cambio para mantener algún grado de autonomía en la política monetaria, pero esto meramente desplaza los efectos de los flujos de capital hacia el tipo de cambio. El deterioro resultante en la cuenta corriente permite a estos países "absorban" los flujos crecientes, pero la experiencia indica que también aumenta la probabilidad y costos de las crisis. La mayor volatilidad del tipo de cambio genera, a su vez, desincentivos para invertir en los sectores exportadores y aquellos que compiten con las importaciones. Si existen procesos de histéresis asociados a economías de escala dinámicas (por ejemplo, si la productividad de mañana depende de la producción de hoy), podrían producirse pérdidas permanentes en la estructura productiva durante el auge y, por lo tanto, efectos adversos sobre el crecimiento. [2]

Como la política monetaria restrictiva sólo exacerbaría las presiones hacia la apreciación, adoptar una política fiscal contraccionista puede pensarse como una alternativa para que las autoridades reduzcan las presiones expansionistas generadas por las entradas de capital. Pero esto vuelve a la política fiscal rehén de la volatilidad de la cuenta de capitales. Además, la política fiscal carece de la flexibilidad para responder rápidamente a las variaciones en los flujos de capital y podría no haber respaldo político para hacerlo.

2 Véase un resumen de la literatura en Frenkel y Rapetti (2010).

Las autoridades pueden también estabilizar el tipo de cambio acumulando reservas internacionales mientras esterilizan sus efectos monetarios internos. Pero el exceso de esterilización genera pérdidas cuasi-fiscales, que son particularmente costosas en países que mantienen un tipo de interés elevado. Cuando las reservas internacionales ya son altas, como es el caso en muchos países emergentes y en desarrollo, es difícil justificar estos costos. Tales intervenciones destruyen, además, la justificación fundamental de la entrada de capitales, que es la transferencia de recursos hacia el país. En la medida en que esas reservas sirven para manejar el riesgo de futuras reversiones de los flujos de capital, destruyen otra justificación adicional para la liberalización de la cuenta de capitales, que es la de diversificar los riesgos. De hecho, la experiencia indica que es más bien una fuente adicional de riesgos.

Durante los periodos de auge, las regulaciones de la cuenta de capitales pueden justificarse, así, como una forma de ayudar a las autoridades a manejar el auge mientras evitan la apreciación del tipo de cambio, los riesgos asociados a un déficit en la cuenta corriente creciente y/o la acumulación excesiva de reservas internacionales. Durante las crisis, pueden usarse como una forma de impedir o mitigar la fuga de capitales, que producen los efectos macroeconómicos opuestos. En términos más generales, estas regulaciones pueden jugar un papel dual: pueden ser una herramienta complementaria de la política macroeconómica, por una parte, y ayudan a reducir los riesgos asociados a las estructuras de pasivos sesgadas hacia flujos de capital reversibles, por otra.

Como herramienta de política macroeconómica, las regulaciones brindan, por lo tanto, cierto espacio para políticas monetarias anticíclicas. Durante los periodos de auge, aumentan el espacio para adoptar políticas monetarias restrictivas mientras reducen las presiones hacia la apreciación del tipo de cambio. A su vez, durante las crisis, pueden crear algún espacio para las políticas monetarias expansionistas. Aplicadas responsablemente, las regulaciones a los flujos de capital deben reconocer el hecho de que el comportamiento procíclico y, en particular, la reversibilidad, varían significativamente de acuerdo a la naturaleza de los flujos de capital: la inversión extranjera directa es más estable que la de cartera y los flujos de deuda y, entre estos últimos, los de deuda a corto plazo son particularmente volátiles.[3]

Las regulaciones del mercado de capital obviamente segmentan a los mercados nacionales de los internacionales, pero en este sentido puede decirse que meramente reconocen que estos mercados están ya segmentados. En este sentido, el defecto básico de la liberalización de la cuenta de capitales es que no reconoce las consecuencias de dicha segmentación. Como en el caso de las regulaciones prudenciales internas, las de la cuenta de capitales pueden ser cuantitativas (o administrativas) o basadas en instrumentos de precio, pero existen tipologías más complejas (ver, por ejemplo, FMI 2011a).[4] Las primeras incluyen, entre otras, prohibiciones o techos para ciertos flujos de capital, para operaciones de derivados o exposición neta en divisas,

3 Véase, por ejemplo, Reddy (2010: cap. 21). El tratamiento ya clásico de los riesgos de los capitales de corto plazo es el de Rodrik y Velasco (2000).

4 Hay también diferencias terminológicas. FMI (2011) acuña la expresión "medidas de gestión de los flujo de capitales" y Epstein et al. (2003) han sugerido la expresión "técnicas de gestión del capitales".

periodos mínimos de estadía y restricciones para inversionistas extranjeros que tomen posición en moneda nacional o reglas sobre el tipo de agente que pueden realizar algunas transacciones de capital (residentes vs. no residentes y empresas vs. particulares). A su vez, las regulaciones basadas en precios incluyen encajes no remunerados a las entradas de capital, impuestos a las entradas y salidas, y mayores encajes para pasivos externos o para balances netos en moneda extranjera. Además, pueden ser parcialmente sustituidas por regulaciones prudenciales internas cuando involucran intermediación financiera nacional, aunque no cuando implican el acceso a mercados de capital externos por parte de agentes nacionales no financieros.[5]

Todas estas regulaciones pertenecen, por lo tanto, a la familia de lo que ha dado en llamarse regulaciones "macro-prudenciales", que incluyen en particular las regulaciones prudenciales anticíclicas (para un análisis temprano del vínculo entre las regulaciones internas y a los flujos de capital, véase Ocampo 2003). De hecho, podrían verse como parte de un continuo que va desde la regulación de las transacciones financieras de residentes en moneda nacional (que incluyen las anticíclicas), las que afectan las operaciones de residentes nacionales en moneda extranjera (por ejemplo, la gestión de sistemas financieros dolarizados o "eurizados" o la corrección de los riesgos asociados a descalces en moneda en las carteras nacionales) y, finalmente, las que involucran transacciones de agentes nacionales con residentes extranjeros (regulaciones de la cuenta de capitales).

El análisis de las experiencias con el uso de estas regulaciones permite algunas conclusiones.[6] En primer término, tanto las regulaciones sobre las entradas como sobre las salidas de capitales pueden funcionar (aunque la literatura más ortodoxa es escéptica sobre la efectividad de estas últimas), pero las autoridades deben tener la capacidad administrativa para manejarlas, lo que incluye actuar a tiempo para cerrar los vacíos que deja la regulación y responder a las "innovaciones" de los agentes privados para eludirlas. Dada la importancia de la capacidad administrativa, la mejor opción son regímenes permanentes que ajusten las normas en respuesta a las condiciones externas, en lugar de la improvisación de medidas en función de choques externos. En segundo lugar, las regulaciones ayudan a generar una mezcla de mayor autonomía monetaria, disminución de las presiones sobre el tipo de cambio y cambios en la magnitud de los flujos – aunque varios autores son escépticos acerca de este último efecto. Algunos de estos efectos pueden ser temporales, en gran parte debido a la mayor elusión de las regulaciones a medida que pasa el tiempo y, en ese sentido, las regulaciones actúan más como "barreras de velocidad"[7] que como restricciones permanentes; esto exige, por lo demás, ajustarlas dinámicamente a fin de mantener su efectividad. Tercero, las regulaciones de la cuenta de capitales sobre las entradas ayudan a mejorar los perfiles de la deuda externa y actúan, así, como un instrumento prudencial que reduce la vulnerabilidad frente a choques provenientes

5 En este último caso, las regulaciones basadas en precios pueden también sustituirse por disposiciones tributarias aplicadas a pasivos en moneda extranjera (véase, por ejemplo, Stiglitz y Bhattacharya 2000).

6 Véase, entre otros, tres documentos del FMI y de expertos del FMI (Ariyoshi et al. 2000; Ostry et al. 2010; FMI 2011), Magud y Reinhart (2007), Kawai y Lamberte (2010) y mi propio trabajo (Ocampo 2003, 2008).

7 Esta expresión es la que usan Palma (2002) y Ocampo y Palma (2008).

del exterior. Por último, y quizás más importante, las regulaciones siempre deben pensarse como un complemento de políticas macroeconómicas sólidas, nunca como un sustituto de ellas.

En general, la evidencia indica que las regulaciones de la cuenta de capitales son un instrumento complementario, útil y efectivo de una política macroeconómica anticíclica (FMI 2011a). También existe evidencia de que los países que han usado regulaciones sobre las entradas de capital enfrentaron mejor la crisis financiera mundial reciente (Ostry et al. 2010), y que las nuevas regulaciones que han adoptado algunos países desde 2010 han sido al menos parcialmente efectivas (Gallagher 2011; FMI 2011a).

Los debates sobre el tema desde 2010 han hecho énfasis en algunas dimensiones globales que deben estar en el centro de atención al analizar estas regulaciones. El problema fundamental es la asimetría que se ha generado entre la fortaleza de varias economías emergentes y la continua debilidad de la mayoría de los países desarrollados. Esta situación, que se mantendrá por algunos años, implica que los países desarrollados tendrán que mantener políticas expansivas, al tiempo que los emergentes tendrán que adoptar políticas más restrictivas, obligados en parte por el masivo ingreso de capitales. El carácter diferenciado que evidencia la recuperación a partir de la crisis crea, por lo tanto, la necesidad de una asimetría en las políticas monetarias, que sería muy difícil de manejar sin algunas restricciones sobre los flujos de capital.

Un segundo problema es que la expansión monetaria puede ser efectiva en los países desarrollados, pero también puede generar externalidades (negativas) sobre los mercados emergentes. Esto es particularmente problemático cuando la expansión involucra al país que utiliza la principal moneda mundial de reserva. Esto es lo que acontece con las políticas monetarias expansivas adoptadas por los Estados Unidos, incluida ahora su política de expansión cuantitativa (quantitative easing). Esta política ha tenido efectos limitados en términos de reactivación del crédito a nivel nacional, pero ha generado bajas tasas de interés que han impulsado flujos masivos de capitales hacia las economías emergentes, lo cual ha generado fuertes presiones hacia la apreciación de sus monedas y riesgos de burbujas en los mercados de activos. Indirectamente también pueden estar contribuyendo al debilitamiento del dólar, con efectos negativos sobre los socios comerciales.

Un tercer problema se relaciona con las externalidades negativas que las acciones unilaterales de los países que regulan sus cuentas de capitales pueden generar sobre otras economías, en particular el riesgo de acrecentar los flujos hacia estas últimas. Esto también es cierto, por lo demás, de las intervenciones en los mercados de divisas.

De esta manera, las regulaciones de los capitales transfronterizos deben hacer parte de la reforma monetaria internacional. En realidad, el principio básico que debe guiar las acciones en este campo es aquél sobre el cual se construyó el FMI: que es de

interés de todos los miembros permitir que los países apliquen sus propias políticas macroeconómicas orientadas a garantizar el pleno empleo, aún si ello implica restringir los movimientos de capital. Por eso es positivo que el Fondo haya reconocido que la regulación de la cuenta de capitales puede jugar un papel positivo, como parte de una familia más amplia de regulaciones macro-prudenciales y haya tomado los pasos para discutir abiertamente este tema así como sugerir unos posibles lineamientos de política (FMI 2011b). Este es el primer paso que se ha dado para incluir los flujos transfronterizos de capital en los esfuerzos por fortalecer la regulación prudencial en el mundo entero.

Dicho marco de política debe comenzar, sin embargo, por diseñar mecanismos de cooperación con los países que utilizan este tipo de regulaciones, para garantizar que sean efectivas. Ello puede requerir la eliminación de las provisiones que se han incluido en varios acuerdos de libre comercio (en particular los firmados por Estados Unidos) que limitan el uso de tales regulaciones. Lamentablemente, este tipo de cooperación está excluida de los lineamientos sugeridos por el FMI, aun cuando se reconoce que la volatilidad de la cuenta de capital es una externalidad negativa infligida a los países receptores.

Los lineamientos propuestos por el FMI intentan identificar las "mejores prácticas" en este campo. Reconocen, correctamente, que las regulaciones a los flujos de capital son un complemento, no un sustituto, de las políticas macroeconómicas anticíclicas. Sin embargo, el FMI tiende a ver estas regulaciones como intervenciones de "última instancia" (o como segunda, tercera o cuarta línea de defensa), es decir como acciones que solo deben adoptarse una vez agotadas otras medidas de política: ajustes del tipo de cambio, acumulación de reservas y políticas macroeconómicas restrictivas. Esta es una visión limitada de su papel. Deberían considerarse como parte de los paquetes anticíclicos normales y, en particular, como herramientas para evitar la excesiva apreciación del tipo de cambio y la acumulación de reservas.

El FMI tiende a también a considerar las regulaciones a la cuenta de capitales como medidas temporales. Esto va contra otra recomendación del propio Fondo, la cual aboga por fortalecer el marco institucional en forma permanente. Esto implica que las regulaciones a los flujos de capital deben hacer parte de un marco permanente que se hace más o menos rigurosa a lo largo del ciclo económico. Asimismo, y nuevamente en contra los lineamientos propuestos por el FMI, en la práctica se requiere introducir algún tipo de discriminación entre residentes y no residentes, que refleje la segmentación que caracteriza a los mercados financieros en el sistema internacional: como distintos agentes utilizan monedas diferentes en distintos territorios, los residentes y no residentes tienen demandas diferentes por activos denominados en las diferentes monedas.

En todo caso, cualquier lineamiento en esta área debe reconocer que no hay obligación para adoptar la plena convertibilidad de la cuenta de capitales en el marco del FMI – un tema que se resolvió en los debates de 1997 – y, por eso, que los países

tienen plena libertad para manejar la cuenta de capitales. En palabras del Grupo de los Veinticuatro (G24 2011: párr. 8): "Las autoridades responsables de la política económica de los países que enfrentan flujos de capital masivos y volátiles deben tener la flexibilidad y la discreción para adoptar las políticas que consideren apropiadas y efectivas para mitigar los riesgos asociados a ellas".[8] De esta manera, aunque el FMI ha realizado una contribución muy positiva al poner el tema de las regulaciones de los flujos de capitales en la agenda mundial, ello debe considerarse apenas como el primer paso en la tarea esencial de incluir este tema en los esfuerzos para volver a regular las finanzas y evitar los desbalances macroeconómicos mundiales.

**Aunque el FMI ha realizado una contribución muy positiva al poner el tema de las regulaciones de los flujos de capitales en la agenda mundial, ello debe considerarse apenas como el primer paso en la tarea esencial de incluir este tema en los esfuerzos para volver a regular las finanzas y evitar los desbalances macroeconómicos mundiales.**

## REFERENCIAS

Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Ötker-Robe, Jorge Iván Canales-Kriljenko y Andrei (2000). "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization", Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Epstein, Gerald, Ilene Grabel y K. S. Jomo (2003). "Capital Management Techniques in Developing Countries", en Ariel Buira (ed.), Challenges to the World Bank and the IMF: Developing Country Perspectives, Londres: Anthem Press, cap. 6.

Frenkel, Roberto y Martin Rapetti (2010). "Economic Development and the International Financial System", en Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis, Nueva York: Oxford University Press.

Gallagher, Kevin (2011). "Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis", Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst, Documento de trabajo PERI, N° 250.

Grupo de los Veinticuatro (2011). "Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs and Development: Communiqué", Washington D.C., 14 de abril.

Fondo Monetario Internacional (2011a). "Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework", Documento de Política del FMI, 14 de febrero.

Fondo Monetario Internacional (2011b). "Strengthening the International Monetary System: Taking Stock and Looking Ahead", 23 de marzo.

Kawai, Mashiro y Mario B. Lamberte (eds.) (2010). Managing Capital Flows: The Search for a Framework, Cheltenham: Edward Elgar y Asian Development Bank Institute.

8 Traducción propia.

Kirilenko, Andrei et al. (2000). "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization". Documento ocasional del FMI, N° 190, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Magud, Nicolas y Carmen Reinhart (2007). "Capital Controls: An Evaluation", en Sebastian Edwards (ed.), Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences, cap. 14, Chicago: The University of Chicago Press.

Ocampo, José Antonio (2003). "Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulation in Developing Countries", en Ricardo French-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds.), From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets, Londres: Palgrave MacMillan.

Ocampo, José Antonio (2008). "A Broad View of Macroeconomic Stability". En Narcis Serra y Joseph E. Stiglitz (eds.), The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance. Nueva York: Oxford University Press, cap. 6.

Ocampo, José Antonio y Gabriel Palma (2008a). "The Role of Preventive Capital Account Regulations", en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), Capital Market Liberalization and Development, Nueva York: Oxford University Press, cap. 7.

Ocampo, José Antonio, Shari Spiegel y Joseph E. Stiglitz (2008b). "Capital Market Liberalization and Development", en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), Capital Market Liberalization and Development, Nueva York: Oxford University Press.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Dennis B.S. Reinhardt (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls", Nota de posición de los funcionarios del FMI, SPN/10/04, 19 de febrero.

Palma, Gabriel (2002). "The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls", en International Capital Markets: Systems in Transition, John Eatwell y Lance Taylor (eds.), Nueva York: Oxford University Press, pp. 297-338.

Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei y M. Ayhan Rose (2003). "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", Documento ocasional del FMI, N° 220, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Reddy, Y.V. (2010). Global Crisis, Recession and Recovery, Andhra Pradesh: Orient Black- Swan.

Rodrik, Dani y Andrés Velasco (2000). "Short-Term Capital Flows", en Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics 1999, Washington, D.C.: Banco Mundial, pp. 59-90.

Stiglitz, Joseph E. y Amar Bhattacharya (2000). "The Underpinnings of a Stable and Equitable Global Financial System: From Old Debates to a New Paradigm", en Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics 1999, Banco Mundial, Washington, D.C., pp. 91-130.

# 2. Gestión de la cuenta de capital: la necesidad de un nuevo consenso[1]

Rakesh Mohan

La crisis financiera del Atlántico Norte (CFAN) que comenzó en 2008 ha iniciado una época de cambios en varios aspectos. Entre sus consecuencias está la atención que el FMI presta a temas relacionados con los flujos de capital transfronterizos y la necesidad de una gestión de la cuenta de capital (GCC), a la que llama gestión del flujo de capital. En los útlimos dos años ha habido una serie de documentos sobre el tema, tanto de investigación como políticos (FMI 2011a, 2011b; Habermeier et al. 2011; Ostry et al. 2010; Ostry et al. 2011). Su conclusión, en términos generales, es que las medidas de gestión de flujo de capital puede considerarse en ciertas circunstancias, pero sólo luego de agotar las vías políticas tradicionales de una política fiscal más restrictiva, política monetaria  acomodaticia y flexibilidad del tipo de cambio que permita la apreciación de cara a grandes flujos de capital. En este documento argumento que en las economías de mercado emergentes (EMEs) la GCC debe, por el contrario, formar parte del conjunto de herramientas de gestión macroeconómica habitual y no debe verse como una medida extrema para ser usada sólo en circunstancias específicas especiales.

Los flujos de capital hacia las EMEs, tanto brutos como netos, han estado creciendo en volumen, junto a una mayor volatilidad, desde inicios de la década de 1980 (CGFS 2009). Estos alcanzaron su pico en 2007, justo antes de que estallara la CFAN, y luego hubo una típica reversión súbita en el periodo 2008-2009, seguida por una recuperación en 2010 y 2011, al tiempo que en las economías avanzadas (EAs) se ponía en práctica una política de tipo de interés casi cero extendida y continua. Como los fondos de las EAs fluyeron nuevamente hacia las EMEs en busca de rendimiento, estas han experimentado nuevas presiones hacia la apreciación sobre sus tipos de cambio reales. Por eso, han debido recurrir a medidas de GCC de varias maneras, en el interés de preservar sus trayectorias de crecimiento mientras se asegura la estabilidad financiera continua. Eso brinda el contexto para el mayor interés del FMI en este tema.

La característica sorprendente que evidencia la presente crisis se asocia con la resistencia exhibida por las EMEs asiáticas y latinoamericanas. El impacto inmediato de la crisis durante el período 2008-2010 en estas economías se dio a través de dos canales. Primero, hubo una reversión súbita de los flujos de capital, de una magnitud sin precedentes durante los años previos a la crisis. Esta reversión en el periodo 2008-2009 tuvo un impacto significativo sobre los mercados de capital y del tipo de cambio en esos países. Segundo, la caída en el comercio mundial excedió por mucho

1 Este documento se ha beneficiado con los muy atentos comentarios de Shinji Takagi.

la contracción del PIB mundial. Pese a esos contratiempos ninguna institución bancaria o financiera en esos países exhibió una tensión sustancial: ninguna necesitó un rescate. Además, pese al estancamiento en las principales economías avanzadas, aquellas economías han experimentado una fuerte recuperación. Evidentemente, esas economías han estado haciendo algo bien desde las varias crisis latinoamericanas de las décadas de 1980 y 1990 y la crisis asiática de fines de la década de 1990. Dada la volatilidad observada en los flujos de capital y la necesidad de asegurar una estabilidad del sector financiero de amplia base, la mayoría de los gobiernos y bancos centrales de las EMEs asiáticas y latinoamericanas han utilizado múltiples instrumentos relacionados a la GCC, junto a políticas monetarias y fiscales tradicionales, así como regulación y supervisión financiera. A juzgar por sus rendimientos en términos de crecimiento y de mantenimiento de la estabilidad financiera y de precios – tanto durante la década anterior a la crisis como en el periodo posterior – debe concluirse que su postura política general, incluyendo las medidas de GCC, han ido generalmente en la dirección correcta.

**La conclusión general es que para las EMEs, la gestión de la cuenta de capital debe pasar a formar parte del conjunto habitual de herramientas generales para la gestión macroeconómica orientada a asegurar el crecimiento con estabilidad financiera y de precios.**

La conclusión general es que para las EMEs, la gestión de la cuenta de capital debe pasar a formar parte del conjunto habitual de herramientas generales para la gestión macroeconómica orientada a asegurar el crecimiento con estabilidad financiera y de precios. No debería considerarse una herramienta utilizada sólo como una medida extrema, tal como los documentos del FMI tienden a enfatizar. La acumulación y la gestión de las reservas de divisas también deben ser consistentes con este planteamiento general.

## LA NECESIDAD DE LA GESTIÓN DE LA CUENTA DE CAPITAL

Hasta hace pocos años la mayoría de los países en desarrollo sufrieron de la insuficiencia de ahorro respecto a los niveles de inversión necesarios para el crecimiento económico al que aspiraban. En la promoción del bienestar económico, la movilización de ahorros externos ciertamente resulta necesaria, y por lo ende, los flujos de capital resultan bienvenidos. Un flujo bien gestionado puede ser claramente beneficioso para las EMEs, que así mejoran sus posibilidades de inversión.

La mayor parte de los capitales que llegaban después de la posguerra eran flujos oficiales, asociados a donantes multilaterales y bilaterales, de carácter relativamente estables. Con la apertura de los mercados de capitales observada en las últimas tres décadas, el registro de la volatilidad no ha parado de incrementarse. Antes de la década pasada, el pico anterior de flujos netos de capital hacia las economías de

mercado emergentes fue alrededor de USD 190 mil millones, en 1995. El promedio de los cuatro años anteriores a eso fue alrededor de USD 100 mil millones. Hubo una gran reversión luego de la crisis asiática, pero después hubo una recuperación hasta alrededor de USD 240 mil millones, en promedio, durante el periodo 2003-2006. Los flujos netos de capital saltaron a casi USD 700 mil millones en 2007, para luego decaer a un promedio de USD 200 mil millones durante 2008 y 2009 (Mohan y Kapur 2011b). Pero, con la continuidad de la política de acomodación monetaria puesta en práctica por varias de las economías avanzadas, los flujos de capital hacia las EMEs han resurgido. No solo se incrementa el volumen sino que también crece la volatilidad de los flujos. Ha habido un ciclo continuo de flujos de capital desde por lo menos inicios de la década de 1980, con la amplitud de los ciclos en constante aumento.

No sorprende entonces que las economías de mercado emergentes hayan tenido que recurrir a la gestión de la cuenta de capital en diversos grados. Resulta un poco difícil imaginar qué hubiera sucedido en estos países de no haber recurrido, en forma activa, a la introducción de algún tipo de gestión sobre la cuenta de capital. Mismo el FMI ha legitimado el uso de este elemento de gestión macroeconómica, aunque con salvedades. Según el FMI, la GCC solo debe ser vista como un último recurso. Pero, aunque pueda reconocerse que, desde una perspectiva multilateral la introducción de controles puede terminar por ser distorsiva ("perjuicio al vecino"), hasta el momento no existe mucha evidencia que este sea el caso.

Segundo, en promedio, existe un diferencial de inflación persistente entre las economías avanzadas y las EMEs. En los 10 o 12 años previos a la crisis dicho diferencial rondaba en un 2 o 3 por ciento promedio, aunque mostrando discrepancias significativas entre diferentes grupos de países. Por lo tanto, había también un diferencial de tipo de interés persistente, y que dio lugar a grandes oportunidades para el arbitraje, y la existencia de carry trade sobre una base duradera. El diferencial ha sido persistente y está ahora más exacerbado por la política de tipo de interés cero perseguido por la Reserva Federal de Estados Unidos: de ahí, la expectativa del aumento de los flujos de capital y la mayor necesidad de gestionarlos.

Tercero, ha habido una buena dosis de volatilidad en las políticas monetarias de las economías avanzadas que ha dado lugar a un aumento de la volatilidad del flujo de capital. Si examinamos el registro de las políticas monetarias en las EAs durante los pasados 30 años ha habido una amplia correspondencia entre episodios de política monetaria acomodaticia en las economías avanzadas y flujos de capital hacia economías de mercado emergentes; y también lo contrario: cada ajuste produjo la reversión de los flujos de capital y las crisis ocurridas en las EMEs en las décadas de 1980 y 1990. Esos episodios fueron bien documentados en el Informe del Committee on the Global Financial System (Comité sobre el Sistema Financiero Global) (2009) sobre flujos de capital hacia las EMEs (un informe ignorado de forma sorprendente por todos los documentos del FMI). Debido a que las políticas de las economías

avanzadas están determinadas por sus propias necesidades internas, los mercados emergentes necesitan tomar una acción defensiva adecuada en interés de preservar su propio crecimiento y estabilidad.

Cuarto, hay ahora una emergencia de un diferencial de crecimiento persistente entre las EAs y las EMEs, que se ha estado agudizando. La recuperación de dos velocidades luego de la CFAN sólo ha servido para acercar este fenómeno al centro de atención, tanto de los responsables políticos como de los mercados financieros por igual. En términos generales, las EMEs muestran un enorme incentivo para atraer grandes flujos de capital, que luego producen una gran apreciación del tipo de cambio y la posibilidad de booms en el crédito y en el precio de los activos en los países receptores, eventualmente seguidos por mayores déficits comerciales y de la cuenta corriente. La reversión en los flujos de capital, en algún momento u otro, produce sustanciales costos de producción y desempleo. Esto no puede ser manejado por el mercado, por más desarrollado financieramente que este se encuentre, tal como lo muestra el caso de Estados Unidos. Esto demuestra la necesidad de una combinación de medidas, incluyendo GCC, en particular teniendo en cuenta que los mercados pueden ser irracionales durante largos periodos.

Quinto, la fluctuación del tipo de cambio plantea mayores dificultades para la estabilidad económica en las EMEs. Típicamente, sus canastas de exportaciones son más dependientes de la mano de obra y resultan más sensibles al precio, por lo cual su sustitución resulta más sencilla. En otras palabras, su competitividad resulta mucho más dependiente del nivel de tipo de cambio. Así, incluso temporalmente, la apreciación real del tipo de cambio, como resultado de un aumento de los flujos de capital, puede tener efectos significativos sobre la actividad económica en las EMEs, tanto a través de un posible aumento de las importaciones como un parate en las exportaciones. Los efectos sociales producidos por la movilidad laboral pueden ser de difícil manejo, en particular en ausencia de mecanismos de seguridad adecuados. Con la falta de mercados financieros bien desarrollados tampoco es fácil protegerse contra esas fluctuaciones del tipo de cambio. Mientras que la apreciación del tipo de cambio que resulta de la mejora de la competitividad no debe resistirse, no puede decirse lo mismo de la fluctuación cambiaria derivada de la volatilidad de los flujos de capital no relacionada con los fundamentos nacionales del país receptor.

Sexto, el principio básico detrás de gran parte de la discusión sobre GCC, en principio, es que el flujo de capital transfronterizo brinda beneficios tanto a importadores como a exportadores de capital. La visión tradicional ha sido que las EMEs están escasas de capital y las EAs tienen mucho capital por lo que las primeras sólo se beneficiarían con una mayor libertad de los flujos de capital transfronterizos. Lo que ha cambiado en la experiencia reciente con los flujos de capital es que muchas EMEs han tenido superávits significativos en sus cuentas corrientes, por lo que los flujos netos van en realidad en la dirección contraria. Incluso en aquellos países que no exhibieron

superávits en sus cuentas corrientes, los ingresos de capital han tendido a ser muy superiores a sus necesidades de financiamiento. El exceso de flujos de capital sólo se ha sumado entonces al problema de la gestión de la cuenta de capital. Además, incluso con tasas de ahorro doméstico superiores a sus tasas de inversión, sus niveles de inversión han sido muy superiores a los de las EAs, por lo que han exhibido tasas de crecimiento económico relativamente altas. Es difícil sostener el argumento de que los regímenes de cuenta de capital más liberal habrían producido tasas de crecimiento más altas.

Siete, en todo caso, la evidencia histórica reforzada por la actual crisis financiera del Atlántico Norte – no, la crisis financiera mundial – muestra claramente que puede crear nuevas exposiciones y presentar nuevos riesgos. La incapacidad para comprender y analizar dichos riesgos, así como la excesiva prisa que muchos países han demostrado por liberalizar su cuenta de capital, ha puesto en peligro la estabilidad financiera o monetaria, sobre todo en muchas EMEs. Esa liberalización se ha hecho usualmente sin establecer topes prudenciales adecuados, necesarios para enfrentar la mayor volatilidad característica de los movimientos de capital del mercado. En consecuencia, muchas EMEs en América Latina y Asia sufrieron repetidas crisis financieras durante las décadas de 1980 y 1990. Ellas parecen haber aprendido bien sus lecciones y, en general, han evitado con éxito otras crisis desde la crisis asiática de finales de la década de 1990. Sin embargo, esa incapacidad se hizo evidente durante la actual crisis, de una forma aún más virulenta, en las economías avanzadas del Atlántico Norte.

## EL PAPEL DE LA GESTIÓN DE LA CUENTA DE CAPITAL EN LA GESTIÓN MACROECONÓMICA GENERAL

En al abordaje de los temas relacionados con la gestión de la cuenta de capital, y luego de examinar el registro de las EMEs asiáticas y latinoamericanas, las examino en el contexto más amplios de la gestión macroeconómica y monetaria prudente, con un foco particular en el mantenimiento de la estabilidad financiera. Creo que algunos de los errores en el enfoque de la gestión de la cuenta de capital se producen por la visión estrecha con que se ha abordado el problema. Lo que en realidad se observó en la última década y media son flujos de capitales cada vez más crecientes, los cuales resultan cada vez más volátiles. La gestión óptima de estos flujos no puede ser unidimensional.

En general, mi conclusión es que lo que mayormente se necesita es una combinación de políticas y herramientas:

• políticas macroeconómicas sólidas, tanto fiscales como monetarias

• flexibilidad del tipo de cambio con algún grado de gestión mediante la intervención de la divisa si es necesaria, junto con una apropiada esterilización

• una cuenta de capital relativamente abierta pero con algún grado de gestión que incluya el uso de controles de capital específicos

• una gestión prudente de la deuda

• el uso de herramientas micro y macroprudenciales

• acumulación de niveles apropiados de reservas como auto-seguro y su simétrico uso de cara a la volatilidad de los flujos de capital

• desarrollo de mercados financieros nacionales resistentes

Esto parece muy lógico, pero es diferente a ver la GCC agonizando. La gestión de la cuenta de capital no debe discutirse en forma aislada: debe verse como un elemento integral y legítimo del conjunto de herramientas generales desplegadas en la gestión macroeconómica. Al igual que se usan diferentes instrumentos en distintos momentos, para alcanzar metas en política fiscal y política monetaria, la utilización de instrumentos disponibles en el conjunto de herramientas de GCC dependerían de las circunstancias existentes, tanto internas como externas.

Gran parte de la discusión sobre GCC se desvía hacia el uso de controles de la cuenta de capital, pero sólo deben verse como un elemento en el conjunto general de herramientas (tal como se ilustra en el menú de más arriba), que se utilizan cuando es necesario. Del mismo modo que los bancos centrales en las economías avanzadas han utilizado una serie de instrumentos para estabilizar sus economías durante el periodo pos-crisis financiera del Atlántico Norte, desde una política de tasa de interés (casi) cero hasta una agresiva flexibilización cuantitativa, las EMEs han utilizado diferentes formas de GCC para asegurar la continuidad del crecimiento con estabilidad financiera en sus economías. Existe una discusión creciente sobre el uso de la regulación prudencial de la GCC, tanto a nivel micro como macro. Una vez más, la veo como una herramienta legítima en el arsenal de la GCC para asegurar la estabilidad financiera. De forma similar, hay una renovada discusión sobre la gestión del tipo de cambio, intensificado por la reciente acción del Banco Nacional de Suiza anunciando el comienzo de una intervención agresiva en el mercado de divisas. Gran parte de la discusión está contaminada por llegar a los extremos de la flexibilidad total o de los tipos de cambio fijos. De hecho, lo que muchos mercados emergentes han practicado desde la crisis asiática es una mayor flexibilidad en los tipos de cambio, pero con algún grado de control. De forma similar, los mercados emergentes han mantenido cuentas de capital relativamente abiertas pero, nuevamente, con algún grado de control. La discusión también está contaminada aquí por ir a los extremos: o una cuenta de capital totalmente abierta o totalmente cerrada, cuando la realidad de las EMEs latinoamericanas y asiáticas ha estado en un punto medio durante la pasada década aproximadamente.

Una buena parte de la discusión sobre gestión de la cuenta de capital y la intervención del tipo de cambio ha estado influenciada por la existencia del denominado trilema monetario de economías abiertas. Según dicho trilema ningún país puede simultáneamente disfrutar de la libre movilidad del capital, operar un tipo de cambio fijo y practicar una política monetaria independiente dirigida a la gestión de los objetivos nacionales. De hecho, la mayoría de los países asiáticos realmente han gestionado este trilema de la economía abierta con éxito desde la crisis de la década de 1990. Al tiempo que han utilizado tipos de cambio gestionados, han permitido una mayor flexibilidad: sus tipos de cambio ya no presentan rigidez. De forma similar, mientras han gestionado activamente sus cuentas de capital, en ningún momento han sido totalmente abiertas ni totalmente cerradas. Este término medio de tipos de cambio gestionados pero flexibles y cuentas de capital mayormente abiertas pero gestionadas ha permitido a las EMEs asiáticas aplicar políticas monetarias independientes pese a la alta volatilidad de los flujos de capital externos durante el periodo pos-crisis asiática. En general, los países asiáticos han sido capaces de establecer su propia política de tasas de interés, incluso en presencia de la persistencia de diferencias con la tasa de interés vigente en los países avanzados. La práctica de la esterilización adecuada ha tenido éxito en prevenir el crecimiento injustificado de la moneda base y otros agregados monetarios de cara a las crecientes reservas de divisas. Por lo tanto, en general, ha sido también exitosa en la contención de la inflación (Mohan y Kapur 2011b).

Por otro lado, rigideces en la gestión de la cuenta de capital pueden también ocasionar dificultades en la gestión macroeconómica y monetaria. Como puede esperarse, mientras la teoría tiene mucho que decir sobre las condiciones deseables para un estado de equilibrio final, tiene pocas pautas que ofrecer sobre la secuencia de liberalización de la cuenta de capital.

## LA EXPERIENCIA INDIA CON LA GESTIÓN DE LA CUENTA DE CAPITAL

En los años recientes, muchas EMEs han recibido flujos de capital más grandes que sus necesidades de financiamiento. Cuando los flujos de capital son significativamente mayores a un nivel de déficit sustentable de la cuenta corriente y el tipo de cambio es flexible, es obvio que no pueden ser absorbidos domésticamente, más allá de cuán eficiente sea el sistema financiero. El desalineamiento del tipo de cambio real, los desbalances de la cuenta corriente, los excesos en los mercados de crédito, los booms en los precios de los activos, el recalentamiento y la inflación son, en cambio, los resultados más probables. Sería una cuestión de tiempo antes de que la fragilidad financiera conduzca a la crisis. Así, el aumento de los flujos de capital no debe verse como un signo de fortaleza sino como una fuente potencial de desequilibrio (UNCTAD 2009).

Los flujos de capital, por lo tanto, necesitan ser gestionados activamente, en particular cuando los mercados financieros están aún en un estado inicial de desarrollo. La absorción de los flujos de capital es más fácil cuando los mercados financieros nacionales se desarrollan junto a instituciones e inversores financieros nacionales fuertes. Las altas entradas netas pueden también balancearse por salidas crecientes. Como se vio durante el estallido de la CFAN, sin embargo, incluso los mercados financieros más desarrollados en Europa y Estados Unidos tienen dificultades para enfrentar la explosión de los flujos de capital transfronterizos que ocurrieron en los años previos a la crisis (Bernanke 2011).

**Los controles de capital deben ser parte de un paquete que incluya flexibilidad en el tipo de cambio, mantenimiento de reservas adecuadas, la esterilización (de los fondos entrantes) y el desarrollo y modernización del sector financiero local. Existe una necesidad clara de desarrollo de instrumentos múltiples.**

Los controles de capital pueden ser eficaces, aunque puedan no ser infalibles, y de hecho resultan permeables a las fugas. Los controles de capital deben ser parte de un paquete que incluya flexibilidad en el tipo de cambio, mantenimiento de reservas adecuadas, la esterilización (de los fondos entrantes) y el desarrollo y modernización del sector financiero local. Existe una necesidad clara de desarrollo de instrumentos múltiples. La actual moda de un sólo objetivo, un sólo instrumento de política cambiaria es indudablemente inadecuado para enfrentar los flujos de capital.

En este contexto, la experiencia india ofrece importantes lecciones. La política cambiaria en India ha enfrentado los desafíos crecientes de grandes y volátiles flujos de capital desde el periodo 1993 y 1994, en especial durante el periodo 2007-2009. En respuesta a esos flujos de capital, se adoptó un enfoque múltiple que incluyó la gestión activa de la cuenta de capital, en especial de los flujos de deuda. Se aplicaron restricciones prudenciales más restrictivas sobre el acceso de los intermediarios financieros a los préstamos externos; se introdujo mayor flexibilidad en los movimientos del tipo de cambio, pero con la capacidad de intervenir en tiempos de volatilidad excesiva; se trató a los flujos de capital como sujetos a fuerte volatilidad (a menos que se probara lo contrario); la construcción de reservas adecuadas; la esterilización de las intervenciones en el mercado de divisas a través de instrumentos múltiples, que incluyen encajes bancarios y emisión de nuevos bonos de estabilización del mercado; desarrollo continuo de mercados financieros en términos de participantes e instrumentos, pero con una visión cautelosa de los instrumentos riesgosos; el fortalecimiento del sector financiero mediante la regulación prudencial mientras también se mejora la competencia; endurecimiento preventivo de las normas prudenciales y refinamientos en el marco institucional de la política cambiaria.

Las políticas operan de forma simétrica. Durante periodos de ingresos fuertes, la liquidez se absorbe a través de aumentos del encaje bancario (EB) y las emisiones en virtud del plan de estabilización del mercado. Durante periodos de reversión, la liquidez se inyecta a través de recortes en el EB y la reversión del plan de estabilización del mercado. En general, en lugar de contar con un solo instrumento, se utilizaron muchos instrumentos en forma coordinada. Esto fue posible por el hecho de que tanto la política cambiaria como la regulación de los bancos y otras instituciones financieras y los mercados financieros están bajo la jurisdicción del Banco de Reservas de India (BRI), que permitió el uso sin inconvenientes de varios instrumentos políticos. A diferencia de muchas EMEs, India ha estado presentando déficits comerciales y de la cuenta corriente. En tanto que el déficit de la cuenta corriente es modesto y manejable, el comercial es alto. La gestión de la cuenta de capital y del tipo de cambio es también importante desde esta perspectiva.

Los resultados han sido satisfactorios. El crecimiento de los agregados monetarios y de crédito fue, en general, contenido dentro de las trayectorias deseadas y en consonancia con el objetivo general de crecimiento del PIB. Ha habido una profundización financiera significativa. Aunque la inflación ha sido nuevamente alta en el periodo 2010-2011, se había reducido significativamente en la década anterior a 2008 a partir de sus niveles vigentes durante el periodo de 40 años hasta finales de la década de 1990. El crecimiento ha sido testigo de una aceleración significativa a costa de las ganancias de la productividad, lo que también se reflejó en el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios. La inversión interna aumentó sustancialmente desde comienzos de esta década y esto se financia, principalmente, con ahorros nacionales. El crecimiento de la inversión y los ahorros fue posible por una eficiente asignación de los recursos por parte del sistema bancario nacional y los mercados financieros, pese a las varias limitaciones. En general, la estabilidad financiera se ha mantenido (por más detalles, ver Mohan y Kapur 2011a).

La volatilidad de los flujos de capital plantea grandes desafíos, aunque estos pueden manejarse. Las lecciones claves de la experiencia india son que la política cambiaria necesita alejarse del estrecho objetivo de estabilidad de los precios/meta inflacionaria. Los bancos centrales necesitan preocuparse no sólo por la política cambiaria sino también por el desarrollo y la regulación de los bancos y los mercados financieros clave – monetario, de crédito, de bonos y de divisas. Dependiendo del legado institucional en los diferentes países, si esas funciones adicionales no son potestad del banco central, se necesitan poner en práctica mecanismos de coordinación adecuados para permitir al banco central interactuar con otros organismos y actuar en las medidas prudenciales necesarias. Debido a la volatilidad y la necesidad de asegurar

**Las lecciones claves de la experiencia india son que la política cambiaria necesita alejarse del estrecho objetivo de estabilidad de los precios/meta inflacionaria.**

una estabilidad más amplia del sistema financiero, los bancos centrales necesitan instrumentos múltiples. La gestión de la cuenta de capital tiene que ser contra-cíclica, tal como es el caso de las políticas cambiarias y fiscales. Los cálculos en la gestión de la cuenta de capital no son más complejos que los que se realizan en la gestión cambiaria.

En general, como concluye el CSFG (2009), es una combinación de políticas macroeconómicas sólidas, gestión prudente de la deuda, flexibilidad del tipo de cambio, gestión eficiente de la cuenta de capital, la acumulación de niveles apropiados de reservas como auto-seguro, uso deliberado de regulación prudencial y el desarrollo de mercados financieros nacionales resistentes, que brinde la óptima respuesta a los grandes y volátiles flujos de capital hacia las EMEs. Cada país ha utilizado combinaciones diferentes de estas medidas a lo largo del tiempo. Si la presión del exceso de flujos es muy alta, como sucedió en India en 2007, se hace necesario usar casi todas las medidas posibles disponibles. Así, cómo se combinarán mejor esos elementos dependerá del país y del periodo: no existe "un talle que le sirva a todos".

Este enfoque discrecional premia muy bien la habilidad de los responsables políticos tanto en los ministerios de economía como en los bancos centrales. También se corre el riesgo de que los mercados perciban que las acciones del banco central se vuelven incómodamente impredecibles. Si, por el contrario, como han demostrado los países asiáticos en los años recientes, las acciones de las autoridades producen un círculo virtuoso de alto crecimiento, baja inflación y estabilidad financiera, ese enfoque tiene mucho por lo que se elogiado. Un ejemplo es el de India.

## REFERENCIAS


Bernanke, Ben S. (2011). "International Capital Flows and the returns to safe assets in the United States 2003-2007", en Banque de France, Financial Stability Review. N° 15, febrero de 2011. pp. 13-26.

Comité sobre el sistema financiero global (2009). "Report of the Working Group on Capital Flows to Emerging Market Economies", (director: Rakesh Mohan), Basel: Bank for International Settlements.

Habermeier, Karl, Annamaria Kokeyne y Chikako Baba (2011). "The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows", Washington, D.C., Nota de discusión de los funcionarios del FMI, SDN/11/14, agosto de 2011.

Fondo Monetario Internacional (2011a). "Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross Cutting Themes and Possible Policy Framework", Washington D.C., Documento político del FMI, abril de 2011.

Fondo Monetario Internacional (2011b). "International Capital Flows: Reliable or Fickle?", cap. 4, en World Economic Outlook, abril de 2011.

Mohan, Rakesh y Muneesh Kapur (2011a). "Managing the Impossible Trinity: Volatile Capital Flows and Indian Monetary Policy", cap. 8, en Rakesh Mohan, Growth with Financial Stability: Central Banking in an Emerging Market, Nueva Delhi: Oxford University Press.

Mohan, Rakesh y Muneesh Kapur (2011b). "Liberalization and Regulation of Capital Flows: Lessons for Emerging Market Economies", cap. 9, en Rakesh Mohan, Growth with Financial Stability: Central Banking in an Emerging Market, Nueva Delhi: Oxford University Press.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Dennis B.S. Reinhardt (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls", Nota de posición de los funcionarios del FMI, SPN/10/04, febrero de 2010.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Annamaria Kokenyne (2011). "Managing Capital Flows: What Tools to Use?", Washington D.C.:, Nota de discusión de los funcionarios del FMI, SDN/11/06, abril de 2011.

United Nations Conference on Trade and Development (2009). Trade and Development Report, 2009, Naciones Unidas.

# 3. Gestión de los flujos de capital: las lecciones de las experiencias recientes de las economías asiáticas emergentes

Masahiro Kawai, Mario B. Lamberte y Shinji Takagi[1]

## INTRODUCCIÓN

El trabajo extrae lecciones de las experiencias recientes de las economías asiáticas emergentes (EAEs)[2]en la gestión de los ingresos de capital. Mientras que los ingresos de capital producen beneficios invalorables, los grandes flujos, si no se manejan de manera apropiada, pueden exponer a los receptores a muchos tipos de riesgos. Las EAEs, en forma colectiva, fueron receptoras significativas de entradas de capital antes de la crisis financiera mundial. Aunque la República de Corea (en adelante, Corea) e Indonesia fueron afectados del mismo modo por la salida de capitales, la mayor parte de Asia no sufrió tanto como lo hicieron los países de Europa Oriental y el Báltico. Fueron los primeros en recuperarse luego de la crisis y ahora experimentan nuevamente un aumento repentino en las entradas. El tema de cómo manejar de la mejor manera las entradas de capital es, por lo tanto, especialmente relevante para Asia. Enmarcaremos nuestra discusión principalmente sobre la base del país y los capítulos analíticos de Kawai y Lamberte (2010) con alguna información actualizada.

**Fueron los primeros en recuperarse luego de la crisis y ahora experimentan nuevamente un aumento repentino en las entradas. El tema de cómo manejar de la mejor manera las entradas de capital es, por lo tanto, especialmente relevante para Asia.**

## LOS FLUJOS DE CAPITAL EN LAS ECONOMÍAS ASIÁTICAS EMERGENTES

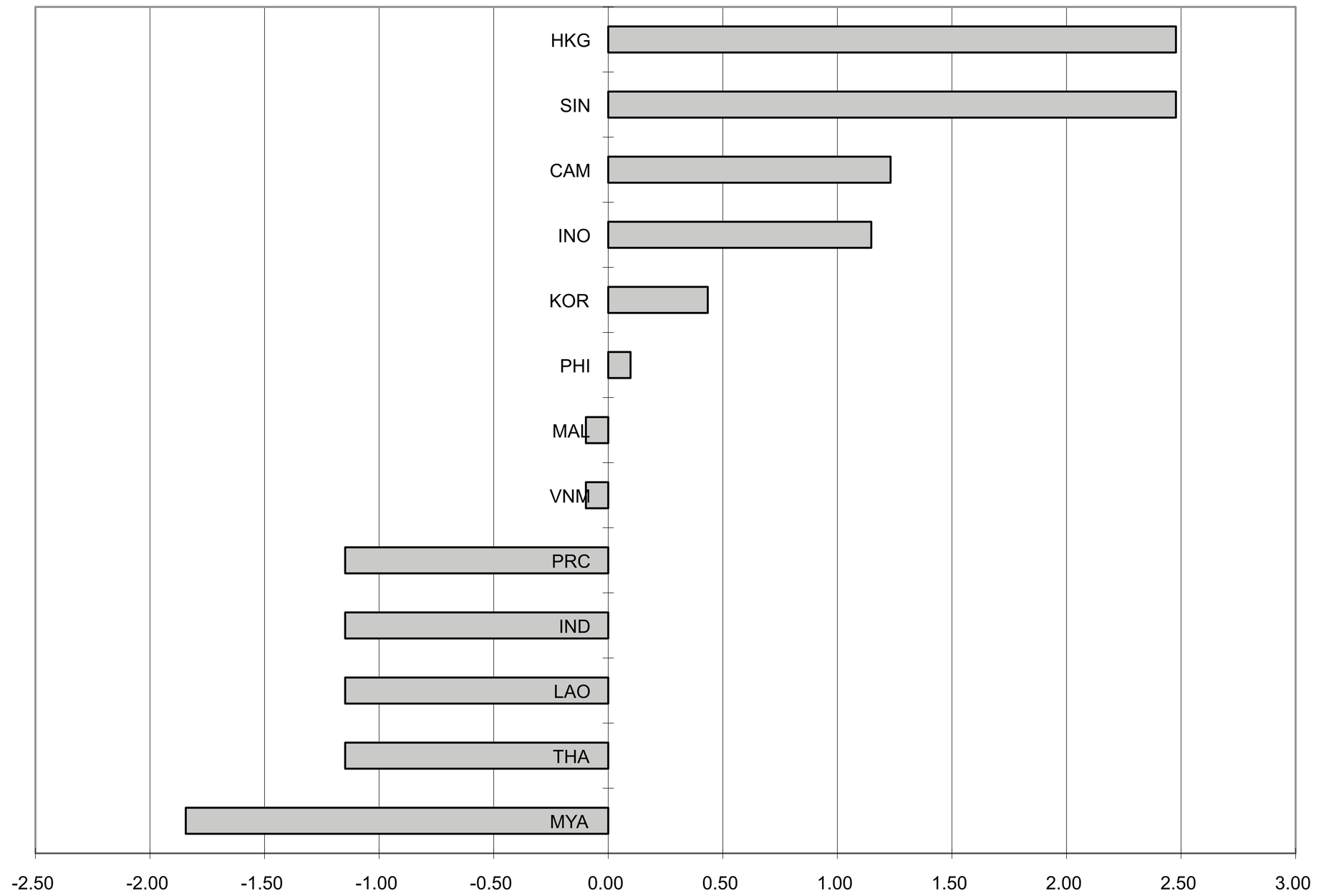
### El grado de apertura de la cuenta de capital

La apertura de la cuenta de capital varía a lo largo de las EAEs, de acuerdo tanto a las medidas legales como a las de hecho. Primero, Chinn e Ito (2009) construyeron un índice de apertura financiera basado en el Informe Anual sobre Regímenes de

1 Los autores son, respectivamente, decano y director ejecutivo del Instituto del Banco Asiático de Desarrollo; director de investigación del Instituto del Banco Asiático de Desarrollo; profesor de economía de la Escuela Superior de Economía de la Universidad de Osaka y miembro del Grupo de Trabajo del Centro Pardee sobre Regulación de los flujos mundiales de capital para el desarrollo a más largo plazo.
Aclaración: Los puntos de vista expresados en este documento son solamente los de los autores y no necesariamente representan los puntos de vista del Banco Asiático de Desarrollo, su Instituto, los directores ejecutivos o los países que representan.
2A menos que se indique lo contrario, las economías asiáticas emergentes incluyen las siguientes 14 economías: Camboya (CAM), China, República Popular de (RPC), Corea, República de (COR), Filipinas (FIL), Hong Kong, China (HKG), India (IND), Indonesia (INO), Laos RDP (LAO), Malasia (MAL), Myanmar (MYA), Singapur (SIN), Tailandia (TAI), Taipei, China (TAP) y Vietnam (VNM). De esas, prestaremos particular atención a nueve economías para las que Kawai y Lamberte (2010) incluyen capítulos nacionales.

Cambio y  Restricciones Cambiarias del FMI, en el que un mayor valor del índice indica una mayor apertura (Figura 1). Exceptuando a Hong Kong y Singapur, la mayoría de las EAEs mantienen varios controles sobre los flujos de capital transfronterizos. De cualquier manera, la mayoría muestra gran receptividad a la entrada de inversión extranjera directa (IED) y de cartera, esto último a partir de la compras de títulos nacionales efectuadas por no residentes.

**Figura 1: Apertura legal de la cuenta de capital en Asia emergente, 2009**




Fuente: Chinn e Ito 2009.

Segundo, Lane y Milesi-Ferretti (2006) desarrollaron una medida de integración financiera internacional basada en el volumen, definida como la relación entre el stock de activos y pasivos respecto al PIB (Tabla 1). Hemos actualizado los datos para 2005 y 2009 utilizando los datos de stock de las Estadísticas Financieras Internacionales (EFI) del FMI, cuando estaban disponibles, o los datos de flujo de capital, cuando los datos de stock no estaban disponibles. Para Asia, la relación generalmente creció en todas las economías desde 1990 hasta 2009. Pese a la relativamente baja apertura legal general (según lo indicado por el índice Chinn-Ito), la cuenta de capital de muchas economías parecen, de hecho, haber estado suficientemente abiertas como para permitir una acumulación medible de activos y pasivos externos a lo largo del tiempo, con una relación que excedió o se acercó a 100 por ciento para, excepto dos, todas las economías en 2009.

**Tabla 1: Activos y pasivos externos en relación al PIB en Asia emergente, 1990-2009 (%)**

| Economías | 1990 | 1995 | 2000 | 2005 | 2009 |
|---|---|---|---|---|---|
| Cambodia (CAM) | | 96.3 | 176.8 | **145.2** | **156.0** |
| China, República Popular de (CRP) | 38.9 | 58.7 | 84.7 | **90.6** | **108.3** |
| Hong Kong, China (HKG) | 1462.9 | 1338.6 | 1246.5 | **1434.5** | **2097.1** |
| India (IND) | 30.2 | 39.7 | 42.3 | **49.1** | **64.1** |
| Indonesia (INO) | 80.6 | 86.2 | 136.8 | **86.1** | **76.9** |
| Corea, República de (COR) | 35.4 | 50.9 | 82.7 | **107.5** | **161.9** |
| Laos RDP (LAO) | 215.3 | 147.5 | 198.7 | **148.0** | **153.2** |
| Malasia (MAL) | 121.6 | 160.8 | 185.5 | **183.9** | **242.2** |
| Philippines (PHI) | 95.0 | 97.3 | 143.3 | **114.7** | **99.2** |
| Singapur (SIN) | 361.3 | 419.5 | 809.5 | **966.7** | **1216.4** |
| Taipei, China (TAP) | 103.4 | 97.7 | 132.3 | **257.0** | **369.7** |
| Tailandia (TAI) | 68.8 | 114.4 | 142.7 | **135.1** | **168.0** |
| Vietnam (VNM) | | 96.2 | 110.7 | **100.2** | **129.8** |

Fuentes: Para 1990, 1995 y 2000, las cifras provienen de Lane y Milesi-Ferretti (2006), excepto para Taipei, China, cuyas cifras se obtuvieron de la base de datos del Centro de Información Económica de China (CIEC). Para 2005 y 2009, las cifras se calcularon utilizando los datos de stock de las EFI del FMI, cuando estaban disponibles, o los datos de flujos de capital, cuando los datos de stock no estaban disponibles. Para Laos RDP y Vietnam, los últimos datos disponibles son de 2007.

## Patrones de los flujos de capital

EAEs vieron un resurgimiento de los flujos de capital luego de la crisis financiera asiática de 1997-1998, con entradas que alcanzaron los USD 856 mil millones en 2007, antes del comienzo de la crisis financiera mundial (Tabla 2). Las entradas de la República Popular de China (RPC) crecieron dramáticamente, hasta alcanzar los USD 241 mil millones en 2007, que equivalió a 28 por ciento del total de las EAEs; India también registró un rápido crecimiento de las entradas, que alcanzaron los USD 98 mil millones en 2007. Las salidas de capital también aumentaron, lo que sugiere que los flujos de capital en la región se hayan vuelto cada vez más de doble dirección. La RPC y Hong Kong tuvieron las salidas de capital más grandes en 2007. Entre los dos, representaron 60 por ciento del total de las salidas de las EAEs, seguidos por Singapur y Corea.

En cuanto a la composición de los flujos de capital, la IED comenzó a tener un papel dominante a mediados de la década de 1990 (Figura 2). A finales de las década de 1990, la IED había representado más de la mitad de todas las entradas de capital privado a las EAEs. Las entradas de inversión de cartera aumentaron luego de la crisis financiera asiática. La mayoría de las economías asiáticas redujeron las barreras para la inversión en mercados de capital para recapitalizar a los bancos en dificultades y a las empresas no financieras. Como resultado, las entradas de inversión crecieron rápidamente en 1999, pero el impulso se revirtió en 2000. Las entradas de inversión de cartera resurgieron en 2003, llegando a USD 205 mil millones en 2007. Las

Las entradas de inversión se volvieron negativas (USD -81 mil millones) en 2008 cuando la crisis mundial se profundizó, pero se recuperaron con fuerza en 2009.

**Tabla 2: Flujos de capital en Asia emergente, 1990-2009 (USD miles de millones)**

| Año | Flujos de capital bruto | Flujos de capital bruto (% del PIB) | Entrada de capital | Entradas de capital (% del PIB) | Salidas de capital | Salidas de capital (% del PIB) | Entradas netas | Entradas netas (% del PIB) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 52.85 | 4.18 | 42.96 | 3.40 | 9.90 | 0.78 | 33.06 | 2.62 |
| 1991 | 55.01 | 4.17 | 50.79 | 3.85 | 4.22 | 0.32 | 46.57 | 3.53 |
| 1992 | 72.10 | 5.11 | 56.14 | 3.98 | 15.97 | 1.13 | 40.17 | 2.85 |
| 1993 | 133.06 | 8.63 | 97.91 | 6.35 | 35.15 | 2.28 | 62.76 | 4.07 |
| 1994 | 148.74 | 8.10 | 108.13 | 5.89 | 40.61 | 2.21 | 67.53 | 3.68 |
| 1995 | 209.30 | 9.43 | 155.76 | 7.02 | 53.54 | 2.41 | 102.22 | 4.61 |
| 1996 | 243.94 | 9.81 | 181.56 | 7.30 | 62.39 | 2.51 | 119.17 | 4.79 |
| 1997 | 277.68 | 11.00 | 143.10 | 5.67 | 134.58 | 5.33 | 8.52 | 0.34 |
| 1998 | -198.11 | -8.34 | -128.14 | -5.40 | -69.97 | -2.95 | -58.17 | -2.45 |
| 1999 | 151.26 | 5.72 | 73.76 | 2.79 | 77.50 | 2.93 | -3.75 | -0.14 |
| 2000 | 332.11 | 11.41 | 167.11 | 5.74 | 165.00 | 5.67 | 2.10 | 0.07 |
| 2001 | 47.70 | 1.59 | 32.29 | 1.08 | 15.41 | 0.51 | 16.88 | 0.56 |
| 2002 | 95.19 | 2.89 | 55.93 | 1.70 | 39.26 | 1.19 | 16.66 | 0.51 |
| 2003 | 260.85 | 7.04 | 149.21 | 4.03 | 111.65 | 3.01 | 37.56 | 1.01 |
| 2004 | 479.42 | 11.20 | 300.36 | 7.02 | 179.06 | 4.18 | 121.30 | 2.83 |
| 2005 | 571.24 | 11.56 | 310.28 | 6.28 | 260.96 | 5.28 | 49.32 | 1.00 |
| 2006 | 973.47 | 16.79 | 499.91 | 8.62 | 473.57 | 8.17 | 26.34 | 0.45 |
| 2007 | 1,595.29 | 22.22 | 855.97 | 11.92 | 739.32 | 10.30 | 116.65 | 1.62 |
| 2008 | 237.95 | 2.88 | 91.13 | 1.10 | 146.82 | 1.78 | -55.69 | -0.67 |
| 2009 | 318.60 | 3.67 | 271.67 | 3.13 | 46.93 | 0.54 | 224.74 | 2.59 |

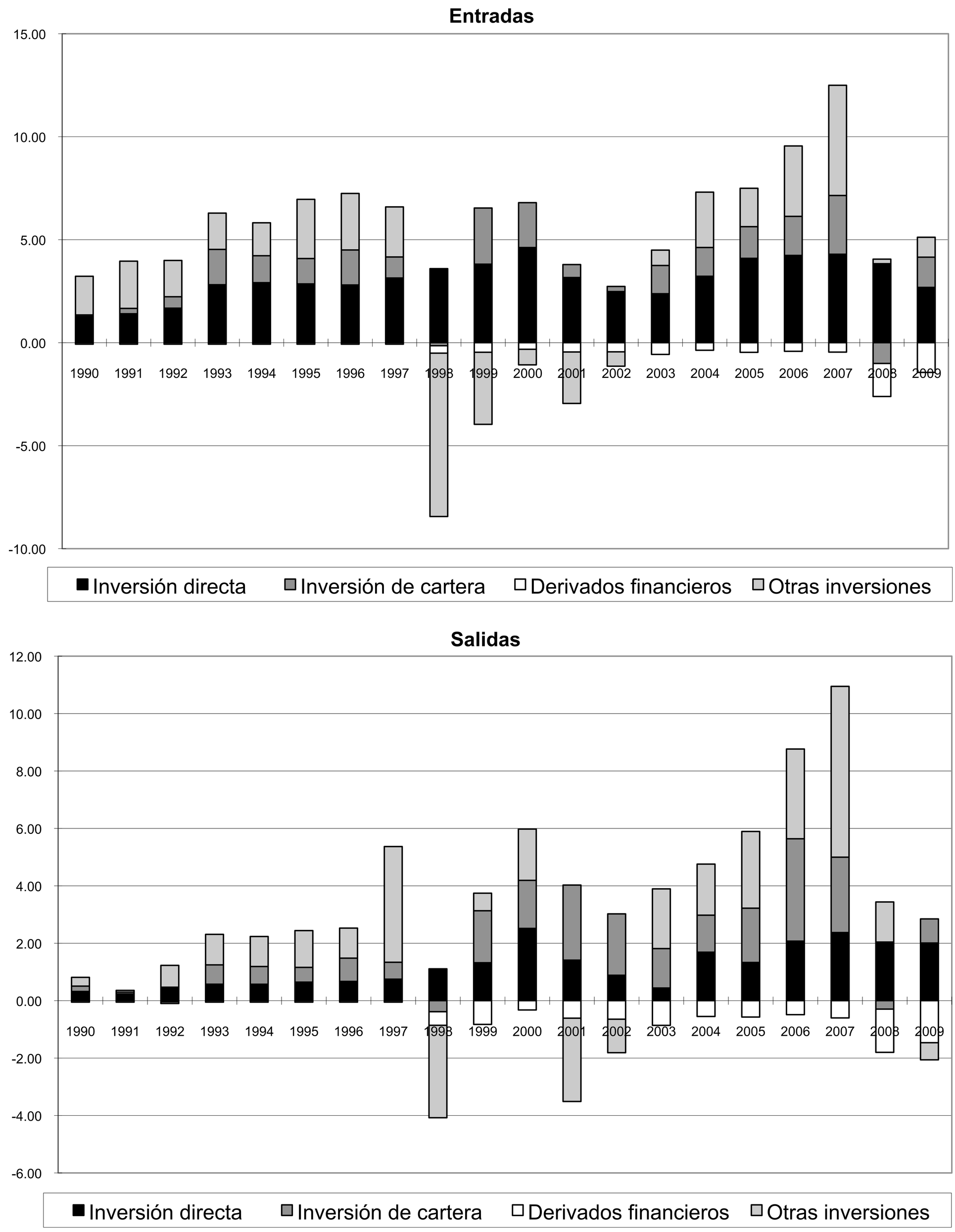
Fuentes: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI); Indicadores Mundiales de Desarrollo (Banco Mundial); CIEC.

A diferencia de las entradas de inversión de cartera, las entradas de títulos de deuda fueron un componente relativamente pequeño en las EAEs, aunque han estado creciendo, en especial en Corea. El subdesarrollo del mercado de bonos en moneda local ha sido señalado como uno de los motivos principales. Actualmente, se observan numerosas iniciativas a fin de promover los mercados en moneda local, esperándose que las entradas de títulos de deuda aumenten con el tiempo. El financiamiento bancario en las EAEs fue relativamente pequeño en la década de 1990, excepto durante los tres años anteriores a la crisis de 1997-1998. A partir de entonces, el financiamiento bancario ha sido una proporción insignificante de las entradas de capital en Asia hasta 2006. En 2007 creció repentinamente hasta casi USD 70 mil millones, con Corea representando casi dos tercios del total. En 2008, el financiamiento bancario se volvió negativo (USD -12 mil millones), con Corea representando casi el total.

## El impacto de los flujos de capital

Los persistentes superávits en la cuenta corriente y crecientes entradas de capital ejercieron presión al alza sobre los tipos de cambio en la mayor parte de las EAEs hasta justo antes de la crisis financiera mundial. En parte para contener la presión al alza, las autoridades monetarias de la mayor parte de las economías intervinieron en el mercado cambiario y, de esa forma, acumularon masivas reservas en divisas.

**Figura 2: Composición de los flujos de capital en Asia emergente, 1990-2009 (% del PIB)**



Fuentes: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI); Indicadores Mundiales de Desarrollo (Banco Mundial); CIEC consultado el 15 de abril de 2011.

Las reservas totales en poder de las EAEs aumentaron de USD 214 mil millones, o 5 por ciento del PIB, en 1990 a USD 4,8 billones, o 44 por ciento del PIB, en 2010, cuyos tres quintos correspondieron a la RPC. En 2006 y 2007, muchas EAEs experimentaron mayores incrementos en el crecimiento de la oferta monetaria, lo que indica que la esterilización fue incompleta. Aunque la inflación en el precio de bienes y servicios ha permanecido en general baja hasta la crisis financiera mundial (excepto por lo que parece ser el impacto temporal del aumento de los precios de commodities en 2008), recientemente ha experimentado un repunte. Los precios de las acciones vieron una tendencia creciente desde 2003, sobre todo en Indonesia, India y la RPC. Estos cayeron súbitamente al comienzo de la crisis financiera mundial, pero se recuperaron rápidamente cuando los capitales extranjeros volvieron a las EAEs.

## RESPUESTAS POLÍTICAS A LOS FLUJOS DE CAPITAL

Las respuestas políticas de las EAEs hasta el comienzo de la crisis financiera mundial pueden clasificarse en general dentro de la intervención esterilizada, la reducción del tipo de interés y los controles de capital.[3]

### La intervención en el mercado cambiario

Las autoridades monetarias de las economías de los nueve estudios de caso intervinieron en el mercado cambiario, esterilizando al menos parcialmente sus impactos. La falta de documentos gubernamentales adecuados fue a menudo un desafío. El Banco Popular de China (BPC), cuando se quedó sin bonos del tesoro, comenzó a vender sus propias letras del banco central (LBC) de bajo rendimiento a los bancos comerciales (mientras crecía 15 veces el encaje bancario desde septiembre de 2003 hasta finales de 2007). Asimismo, el Banco de Reservas de India (BRI) se quedó sin títulos públicos y, en enero de 2004, acordó con el gobierno poner en marcha el Plan de Estabilización del Mercado (PEM), que autoriza al BRI a comprar bonos en nombre del gobierno para propósitos de esterilización (al tiempo que también aumenta el encaje bancario).

Algunas economías recurrieron a formas creativas de esterilización. El Banco de Corea (BdC) utilizó sus propios bonos de estabilización monetaria (BEM), pero cuando el balance creció considerablemente, se volvió costoso como para continuar siendo atractivo. El gobierno coreano inició luego un plan en virtud del cual compró títulos y depositó los beneficios en el BdC, posibilitando así que el banco central usara las ganancias para la intervención del mercado cambiario. Otro caso es el del Banco Central de Filipinas (BCF). Luego de haber agotado las herramientas tradicionales, en 2007, el BCF abrió una facilidad para los bancos, llamada cuenta especial de depósito

3Esta sección se basa en los nueve capítulos nacionales de Kawai y Lamberte (2010).

(CED), para absorber el exceso de liquidez. Más tarde, las contrapartidas se ampliaron para incluir a las empresas públicas no bancarias, así como a los fondos de pensión bancarios y las operaciones de fideicomiso.

La esterilización creó sus propios desafíos. El Banco Indonesia (BI) esterilizó parcialmente la intervención utilizando mayormente Certificados del Banco Indonesia (CBI) a un mes y a tres meses, pero como las tasas de interés de los CBI resultaban tentadores (superiores al 8 por ciento), la operación atrajo todavía más inversiones de cartera. El BI se vio por eso obligado a permitir la apreciación del tipo de cambio, absorbiendo parcialmente, de esa forma, el impacto de las entradas de capital. El Banco Estatal de Vietnam (BEV), buscando operaciones de mercado abierto y encajes bancarios no del todo efectivos, exigió a los bancos comerciales la compra de letras de 365 días recientemente introducidas en marzo de 2008. Estas medidas forzaron a los bancos a correr al mercado interbancario, empujando al alza súbitamente las tasas interbancarias. Como los bancos competían intensamente para movilizar depósitos a los efectos de cumplir con la compra obligatoria de letras de 365 días, las tasas de depósito también subieron.

### La política de tipo de interés

Cuando un gran diferencial en tasas atrae capital adicional, las autoridades monetarias pueden necesitar cerrar la brecha bajando la tasa local. Esto explica por qué el BPC fue cauteloso en restringir la política cambiaria: cuando aumentó los tipos de interés se aseguró de mantener un 3 por ciento extendido a favor del LIBOR dólar, con la intención de dejar apreciar el renminbi un 3 por ciento anual. Asimismo, en India, mientras el BRI aumentó las tasas para la recompra temporal y la recompra entre enero de 2006 y abril de 2007, redujo los tipos de interés para los depósitos de no residentes. Se observaron recortes similares del tipo de interés en Indonesia (de enero de 2006 a diciembre de 2007), Filipinas (de marzo de 2007 a marzo de 2008) y Tailandia (de enero a julio de 2007). Vietnam fue, sin embargo, una excepción cuando el BEV aumentó todos los tipos oficiales de interés en febrero de 2007 para contener la aceleración del crecimiento de suministro monetario y la inflación.

### Controles de capital

El uso de controles de capital fue una excepción. Antes de la crisis financiera mundial, sólo cuatro EAEs ajustaron o introdujeron controles de capital para poner freno a la ola de capitales entrantes. Dos casos deben separarse claramente. Un primer caso engloba a aquellos países que revirtieron el incipiente proceso de liberalización de la cuenta de capital. En 2006, la RPC restringió la capacidad de los bancos extranjeros de tomar prestado dólares en el exterior para financiar activos en dólares en el país, posteriormente reforzado con una subida en el encaje de los depósitos en dólares. En 2007, India ajustó los límites sobre los préstamos comerciales externos colocando un tope sobre la cantidad de divisas que las empresas nacionales podían convertir a rupias; también introdujo controles contra las “notas participativas”, que son derivados

extrabursátiles vendidos por un inversor institucional extranjero registrado a un inversor no registrado.

El otro caso involucra medidas introducidas por un país con un régimen de cuenta de capital sustancialmente abierta, en especial con respecto a las entradas de corto plazo. El 18 de diciembre de 2006, Tailandia impuso un encaje no remunerado (ENR) de 30 por ciento sobre todas las entradas de inversión y de inversión en títulos a corto plazo con vencimientos menores a un año, el que fue sin embargo levantado unos días después para las entradas de inversión. El ENR para entradas de renta fija se mantuvo hasta marzo de 2008. Existe evidencia estadística que sugiere que las entradas de capital cambiaron a flujos de inversión, pero el análisis econométrico de Coelho y Gallagher (2010) muestra que el ENR tailandés redujo el volumen general de las entradas en un 0,75 por ciento del PIB (lo que fue, desde el punto de vista estadístico, marginalmente significativo).[4] En 2007, Corea volvió a poner límites sobre los préstamos en moneda extranjera a las empresas coreanas, al tiempo que restringía la posibilidad de tomar deuda en dólares en el exterior, la cual era utilizada por los bancos extranjeros para comprar wones en el mercado local. Las medidas pretendían frenar la financiación de los bancos extranjeros de sus sucursales en Corea.

## LA GESTIÓN DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL EN LA ERA POS-CRISIS

Como motor del crecimiento mundial, Asia ha visto un resurgimiento de las entradas de capital. Las herramientas macroeconómicas convencionales muestran una efectividad limitada, particularmente al momento actual, dado el gran volumen de reservas acumuladas por numerosos EAEs[5]. Permitir la apreciación del tipo de cambio es a menudo la mejor manera de enfrentar las grandes entradas de capital (es la respuesta estándar de la mayoría de los países industriales), pero las economías emergentes son naturalmente reacias a permitir una apreciación significativa de sus monedas. En vista de este limitado espacio político, algunas EAEs han introducido medidas prudenciales y otras medidas regulatorias que afectan las entradas de capital y las posiciones en divisas en la era pos-crisis financiera mundial (Tabla 3).

**Las herramientas macroeconómicas convencionales muestran una efectividad limitada, particularmente al momento actual, dado el gran volumen de reservas acumuladas por numerosos EAEs**

### Medidas prudenciales y otras medidas regulatorias

Al evaluar la utilidad potencial de las medidas prudenciales y otras medidas de regulación que limitan los flujos de capital o lo que el FMI (2011) llama medidas de gestión del flujo de capital (GFC), es importante tener en mente las siguientes consideraciones para las EAEs:

4Pero muestran que no afectó el tipo de cambio real ni la composición de las entradas.
5Ello en función de los costos crecientes que conlleva su esterilización (nota del traductor)

**Tabla 3. Medidas prudenciales y otras medidas regulatorias que afectan el flujo de capital anunciadas o adoptadas por las Economías Asiáticas Emergentes, 2010-2011**

| Economías asiáticas emergentes | Medidas |
|---|---|
| India | • Junio de 2010: limitó la cantidad de bonos de corto plazo que podían venderse a inversores extranjeros (mientras aumentaba el tope general para inversiones en deuda de inversores institucionales extranjeros, en septiembre de 2011). |
| Indonesia | • Junio de 2010: impuso un periodo de tenencia de un mes para los CBI, al tiempo que anunciaba la introducción de CBI de largo plazo (9-12 meses) (de agosto a septiembre); introdujo nuevas regulaciones sobre las posiciones abiertas netas en divisas de los bancos.<br>• Enero de 2011: reintrodujo un tope (en relación al capital) al endeudamiento a corto plazo de los bancos en el exterior, al tiempo que exigía a los bancos ahorrar un mayor porcentaje de sus participaciones en divisas como reservas.<br>• Mayo de 2011: extendió el periodo de tenencia de CBI de un mes a seis meses.<br>• Julio de 2011: restringió la inversión de los bancos en bonos en moneda extranjera emitidos en el mercado interno eludiendo las medidas de restricción a los préstamos en moneda extranjera. |
| Corea, República de | • Junio de 2010: colocó límites sobre las posiciones en derivados de divisas, en relación al capital base de las instituciones financieras; restringió más el uso de préstamos de los bancos en moneda extranjera dentro de Corea y ajustó las regulaciones sobre la proporción de liquidez de divisas de los bancos nacionales.<br>• Diciembre de 2010: anunció la introducción de un impuesto sobre el endeudamiento en moneda extranjera de los bancos y el restablecimiento de la retención de impuestos sobre la renta por intereses de los bonos del gobierno (desde enero de 2011). |
| Tailandia | • Octubre de 2010: reinstaló la retención de impuestos sobre la renta por intereses y las ganancias de capital producidas por la tenencia de bonos extranjeros. |

Fuentes: Publicaciones relevantes del banco central e informes de prensa.

• Los estados miembros de la ASEAN están comprometidos con la creación de una Comunidad Económica de la ASEAN (CEA) en 2015, que se define como una región caracterizada por el libre movimiento de la inversión y mayor liberalización de los flujos de capital. Es difícil para cualquiera de estos países revertir el proceso de liberalización de la cuenta de capital mediante la introducción de nuevas barreras a la movilidad del capital excepto durante una emergencia y en forma temporal.

• Hong Kong y Singapur, como principales centros financieros internacionales, no pueden verse como los que aplican medidas para restringir la libertad de los inversores internacionales de mover fondos a través de las fronteras. Dada la profundidad de sus mercados financieros y los sólidos regímenes regulatorios en vigor, el uso de la GFC probablemente no sea necesario, excepto durante una crisis (se han introducido recientemente medidas prudenciales para contener la presión alcista sobre los precios inmobiliarios).

• Camboya y la RDP de Laos prácticamente no tienen mercados financieros nacionales de los que hablar. Esto significa que, en un futuro previsible, no se esperan

grandes inversiones de cartera, a pesar de que su régimen de cuenta de capital es bastante abierto. Lo mismo puede decirse de Myanmar, cuya cuenta de capital está casi completamente cerrada.

• La RPC e India (y, en menor medida, Vietnam) aún mantienen importantes restricciones sobre las entradas de capital (así como sobre las salidas de capital). Para estos países, el uso de controles del capital sólo representa una reversión del proceso de liberalización gradual de la cuenta de capital.[5] Del mismo modo, podrían desacelerar el ritmo de la liberalización de la cuenta de capital durante los años siguientes.

• Excepto por Hong Kong y Singapur, las demás EAEs mantienen algunas restricciones sobre las entradas de capital, con controles más fuertes sobre las salidas. Incluso Indonesia, podría decirse la economía financieramente más abierta de la región, es conocida por tener a los flujos bancarios bajo estricto control. En estas economías, las entradas de cartera tienen lugar mayormente a través de la compra de títulos nacionales por parte de no residentes.

• Corea, como país de la OCDE, tiene poco margen de maniobra para una desviación consistente de la política de libre movilidad del capital.

Estas consideraciones sugieren que:

(i) el uso de controles del capital estrictos – o lo que el FMI (2011) llama GFC basado en la residencia – es relevante solo para un puñado de EAEs (por ejemplo, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia),

(ii) las compras de títulos nacionales por parte de no residentes son el principal (o el único) objetivo de cualquier GFC potencial, y

(iii) el uso de controles del capital estricto (que explícitamente discriminen a los inversores extranjeros) está cada vez descartado como una opción política viable, sobre todo si es perseguido por países individuales.

Este último punto está claramente avalado por los tipos de medidas que se han introducido recientemente en algunos de estos países para limitar la volatilidad de las entradas y salidas de capital (ver la Tabla 3). Excepto por las de India, las demás medidas (aplicadas por Corea, Indonesia y Tailandia) son cuidadosamente diseñadas para no discriminar a los inversores extranjeros. La pregunta insistente para los responsables políticos de Asia emergente no es cuándo o en qué secuencia se emplea la GFC. Es más bien qué GFC no basada en la residencia es efectiva para mitigar el riesgo de las entradas de capital (o directamente para reducir las compras de títulos nacionales por parte de no residentes) mientras mantienen su compromiso con un régimen de cuenta de capital abierta.

5 En estos países no es muy adecuado hablar de la efectividad de alguna medida nueva de control de capital, independientemente de la efectividad del régimen general de control dentro del cual se introduzca. Dado el importante aparato administrativo, ellos siempre pueden tomar medidas para hacer funcionar los controles del capital.

## La acción colectiva

A nivel regional, la acción colectiva no resulta una herramienta suficientemente explorada. Por ejemplo, si la pérdida de competitividad con los precios internacionales es el motivo para no permitir la apreciación cambiaria, las autoridades de un país pueden cooperar con sus vecinos competidores en circunstancias similares para tomar acciones en forma simultánea (Kawai 2008). Esto produciría una apreciación concertada de las monedas de cara a las entradas persistentes de capital en la región. Otra área de cooperación sería para coordinar la introducción de medidas prudenciales y otras medidas regulatorias, incluyendo controles estrictos del capital, a partir del reconocimiento de que los países individuales están encontrando cada vez más dificultades para hacerlo por su cuenta. La acción colectiva es útil de dos formas. Primero, si estas medidas fueran, introducidas como parte de esfuerzos regionales, o bien sancionadas por decisión regional, recibirían menos reacción punitiva de parte de los inversores internacionales (tal como fue el caso de Tailandia en diciembre de 2006). Segundo, estas medidas, si fueran efectivas en un país, desviarían más entradas de capital hacia sus vecinos regionales. Sin un marco regional, el uso de medidas prudenciales y otras medidas regulatorias para limitar las entradas de capital podría convertirse en una herramienta para la política de perjuicio del vecino.

## REFERENCIAS


Chinn, M.D. y H. Ito (2009). "The Chinn-Ito Index: A De Jure Measure of Financial Openness". Disponible en: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm (Consultado el 29 de agosto de 2009).

Coelho, B. y K. P. Gallagher (2010). "Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand", Documento de trabajo PERI, N° 213, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst.

Fondo Monetario Internacional (2011). "Recent Experiences in Managing Capital Inflows- Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines", Documento político del FMI, 14 de febrero.

Kawai, M. (2008). "Toward a Regional Exchange Rate Regime in East Asia", Pacific Economic Review, 13(1): 83-103.

Kawai, M. y M. Lamberte (eds.) (2010). Gestión de los flujos de capital: The Search for a Framework, Cheltenham, UK y Northampton, MA: Edward Elgar.

Lane, P. R. y G. M. Milesi-Ferretti (2006). "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004", Documento de trabajo del FMI, N° 06/69.

# 4. Regulación de la salida de capital: gestión económica, desarrollo y transformación

Gerald Epstein

## INTRODUCCIÓN

Dado que la crisis económica y financiera ha sacudido los cimientos de la economía mundial, los responsables políticos han ampliado su búsqueda de instrumentos de política para ayudar a manejar la masiva inestabilidad financiera que enfrentan. Los eventos los han forzado a abandonar sus refugios ideológicos a muchos de ellos, en una desesperada búsqueda de soluciones, mientras que otros están redescubriendo que varias de las políticas descartadas en el pasado pueden serles útiles, después de todo.

Las primeras de estas "reencontradas" viejas herramientas son los llamados "controles de capital". Además del relevamiento de Gallagher, Grabel y Ocampo (todos los artículos publicados en 2011), incluso el FMI, durante mucho tiempo un firme oponente de estas herramientas, ha admitido ahora que pueden ser adecuadas bajo ciertas circunstancias, en particular para gestionar las entradas de capital, especialmente si se utilizan de forma temporal. Incluso han adoptado un cambio de nombre para facilitar su aceptación, eliminando de forma apropiada el término "controles" y refiriéndose a estas herramientas como "medidas de gestión del flujo de capital" (FMI 2011).[1] Sin embargo, el FMI y otras instituciones del "sistema" no han abandonado completamente sus viejas formas. Tal como han descrito Griffith-Jones y Gallagher (2011) y Ocampo (2011), el FMI ha propuesto ganar más influencia sobre las condiciones en virtud de las cuales se utilizan los controles de la cuenta de capital. Pero, como bien han documentado Gallagher et.al., una telaraña de acuerdos de "libre comercio" bilaterales y multilaterales han estructurado un "régimen de liberalización del capital" mundial que crea barreras para que los países apliquen regulaciones sobre los flujos que hasta los economistas del FMI consideran adecuadas. (Gallagher 2011a.)

Hay que decir, igualmente, que la mayoría de estas economías y responsables políticos mantienen su oposición a los "controles de capital" sobre las salidas.[2] Es orientador un documento muy influyente de Nicolas Magud, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff que analiza 30 estudios académicos de controles de capital sobre entradas y salidas. El documento concluye con respecto a controles de las salidas que "en cuanto a controles sobre las salidas, está Malasia y luego está el resto.

1 Se propusieron otros nombres más agradables como, por ejemplo, "técnicas de gestión del capital" (Epstein, Grabel, Jomo 2003) y "regulaciones de la cuenta de capital", (Ocampo 2011). A los efectos de este documento, adoptaré la terminología de Ocampo: ver abajo.
2 Incluso aquí, a veces se impone la realidad. El FMI alienta controles de capital también sobre las salidas en algunos de los recientes paquetes de rescate, incluso en Islandia (ver Grabel 2011). Pero la resistencia pública del FMI a los controles permanece.

Sacando la experiencia de Malasia, hay poca evidencia sistémica de 'éxito' en la aplicación de controles, cualquiera sea la definición". (Magud, Reinhart y Rogoff 2011, p. 2).

Esta conclusión es bastante extraña si se considera que muchas de las mayores historias de éxito de desarrollo de finales del siglo XX han tenido regímenes altamente articulados de regulación de la cuenta de capital sobre las salidas: China, Corea del Sur, India y Taiwán, entre otros (Nembhard 1996; Amsden 2001; Chang y Grabel 2004). Los regímenes de controles de capital y cambiarios también fueron críticos para la recuperación y el desarrollo industrial en Europa y Japón después de la Segunda Guerra Mundial (Zysman 1983; Epstein 2007; Eichengreen 2007). En virtualmente todos estos casos, los regímenes implementados no sólo controlaron los flujos de salidas y entradas, sino también implementaron sistemas de asignación del crédito, a través de distintas instituciones gubernamentales, entre otras los ministerios de economía, bancos centrales y ministerios de planificación. Sin embargo, Magud, et al. eligieron no incluir estos casos porque, explicaron, "uno no puede agrupar las experiencias de países que no han liberalizado en forma sustancial (por ejemplo, China e India) con países que, en realidad, recorrieron el sendero de la liberalización financiera y de la cuenta de capital y decidieron, en determinado momento, reintroducir los controles, debido a que los últimos han desarrollado instituciones y prácticas que están integradas a varios niveles en los mercados internacionales de capital" (Magud et al. 2011, p. 5).[3]

Esta decisión de excluir a China e India, entre otros países, parece cuestionable a la luz del hecho de que tanto China como India han liberalizado en alguna medida durante una década o más y, además, de que ha habido una serie de excelentes estudios de los impactos de esos controles sobre las economías, en especial los de Robert McCauley y sus colegas del Bank for International Settlements (BIS) (Banco de Acuerdos Internacionales) (ver, por ejemplo, Ma y McCauley 2007).[4]

Además, la distinción entre controles a la entrada y la salida no es tan clara como solía creerse. Por ejemplo, las regulaciones impuestas por el gobierno indio sobre determinados tipos de posiciones y productos derivados implican restricciones tanto a las posiciones cortas como a las largas que involucran a extranjeros: lo que pone límites sobre las "entradas" y las "salidas". Asimismo, las restricciones sobre las salidas en sí mismas actúan como un desincentivo para las entradas. De hecho, una de las políticas más fuertes que servirían para limitar las entradas involucra a los encajes bancarios y a otras limitaciones sobre las salidas (ver Ocampo 2011).

Aún así, Magud et al. tienen razón en algo: es importante distinguir entre diferentes tipos de controles de capital, especialmente con respecto a los regímenes políticos de los que forman parte – incluyendo los objetivos establecidos para esos regímenes – y

3 Por lo tanto, sólo incluyeron estudios de España, Malasia y Tailandia en sus ejemplos sobre salidas.
4 Ver más abajo por discusiones y referencias adicionales.

el contexto nacional e internacional que los acompañan. La mayor parte de la discusión reciente se ha enfocado en el uso de las regulaciones de la cuenta de capital para gestionar los aspectos cíclicos, de estabilidad financiera y de la balanza de pagos de la política macroeconómica: podemos referirnos a esto como la función de gestión macroeconómica de las regulaciones de la cuenta de capital. La discusión reciente otorga menos relevancia a los aspectos desarrollistas, asociados a las consecuencias de largo plazo de las regulaciones de la cuenta de capital, donde se destaca el rol complementario de dicha regulación con la política industrial, el re-diseño industrial y las políticas distributivas del ingreso y la riqueza. Como se señalara, todos estos aspectos resultaron relevantes en los distintos regímenes de reconstrucción que se instauraron en el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial.

Estos papeles generadores de desarrollo adquieren cada vez más importancia en tiempos de gran cambio estructural como los que, quizás, estamos experimentando hoy. Se podría decir que tanto la gestión macroeconómica como los papeles generadores de desarrollo de las regulaciones de la cuenta de capital se relacionan a los roles políticos de las regulaciones de la cuenta de capital.

Además, históricamente, los controles de capital también han jugado un papel transformador más profundo. Aquí, los controles de capital acompañan cambios más profundos en la estructura política y económica subyacente de la sociedad, facilitando a menudo un cambio importante en el poder económico y político de un grupo social a otro, posibilitando de esta manera un cambio más dramático en la estructura general de la economía política lo que, en algunos casos, puede (aunque no necesariamente) conducir a un orden más igualitario y sustentable (Epstein 2010). Los ejemplos de esos papeles transformadores incluyen el caso de Corea del Sur luego de la Segunda Guerra Mundial, cuando los controles sobre las salidas complementaron sus cruciales políticas de reforma agraria que transformaron la estructura agrícola y política del país.[5]

Desde luego, los papeles transformadores, macroeconómicos y desarrollistas de la regulación de las salidas de capital no necesitan ser, y de hecho usualmente no son, mutuamente excluyentes. Los puntos de vista de Keynes, tal como los describe James Crotty, son especialmente instructivos aquí. En su artículo de 1983 del Journal of Economic Literature, titulado "On Keynes and Capital Flight (Sobre Keynes y la fuga de capitales)", Crotty mostró que en un periodo que abarca la década de 1930 y se interna en la de 1940 – hasta virtualmente el momento de su muerte – Keynes fue muy escéptico sobre el hecho de que los países pudieran alcanzar el pleno empleo y la transformación social mientras no estuvieran integrados en un mundo con capitales

5 Checci fue quizás el primer economista en observar la relación entre los controles de capital y la distribución del ingreso. Descubrió que en países que tenían controles de capital, la distribución del ingreso era más igualitaria. (Checci 1996). El estudio más exhaustivo de la relación entre controles de capital y distribución del ingreso es el de Lee y Jayadev (2005). Ellos descubren que la liberalización de la cuenta de capital reduce la participación laboral en el ingreso en casi todas partes del mundo (y por lo tanto, con todo el resto igual, los controles de capital aumentan la participación laboral en el ingreso). Epstein y Schor (1992) mostraron que los controles de la salida (y entrada) de capital en la OCDE estaban asociados con un menor desempleo. Por lo tanto, existe buena evidencia de que la movilidad del capital representa el poder del capital en relación al trabajo.

altamente móviles. Por eso pensaba que el control de la movilidad del capital internacional era un requisito para permitir tanto una mejor gestión macroeconómica como el logro de la transformación social.

Crotty citó a Keynes: "De hecho, la transformación de la sociedad que prefiero imaginar, puede necesitar una reducción del tipo de interés hasta que desaparezcan- dentro de los próximos treinta años. Pero bajo un sistema en el que el tipo de interés se encuentra en un nivel uniforme, una vez deducido el riesgo y como sucede en todo el mundo bajo la acción de las fuerzas financieras normales, es muy poco probable que esto ocurra" (Keynes 1933, p. 762). Antes en el ensayo Keynes sostenía que: "Las políticas nacionales aconsejables podrían ser más fáciles de lograr si el fenómeno conocido como 'fuga de capitales' pudiera descartarse" (Keynes 1933, p. 757).

Aparte de la distinción entre regulaciones de la cuenta de capital macroeconómicas, desarrollistas y transformadoras, quién está aplicando estas políticas también hace la diferencia. Aquí tenemos dos distinciones: la primera es si se están aplicando a nivel nacional o internacional (o de manera internacionalmente coordinada) y, la segunda es si a estas regulaciones de las salidas las están aplicando países o regiones económi- camente pequeños, o si están siendo aplicadas por países o regiones grandes con respecto a la economía mundial.

Una vez más, al igual que con la función transformadora de las regulaciones, estos problemas de coordinación y de quién está aplicando las regulaciones tienden a ser particularmente importantes en un momento de crisis generalizada y cambio estructural. De acá en más, discuto brevemente los roles políticos macroeconómicos de las regulaciones de las salidas, el cambio de los roles desarrollistas y finalizo con una breve discusión de las posibles regulaciones de las salidas de Estados Unidos para mejorar los beneficios y limitar los costos de la política monetaria expansionista en el contexto actual.

## EL ROL POLÍTICO MACROECONÓMICO DE LAS REGULACIONES DE LAS SALIDAS DE CAPITAL

Aunque resulta difícil separar netamente el rol político macroeconómico del rol desarrollista, es posible identificar una serie de objetivos macroeconómicos clave de estas regulaciones (ver Tabla 1 y Epstein, Grable y Jomo 2008).

Estos incluyen:

• La preservación de las escasas divisas para evitar la crisis de divisas o de la balanza de pagos.

• La protección de la autonomía de las políticas cambiarias que faciliten tipos de interés más bajos a los que predominan a nivel internacional para promover una

mayor inversión y más empleo. Por ejemplo, esto haría más fácil a un país adoptar una política monetaria y crediticia expansiva en una crisis mundial sin perder cantidades excesivas de divisas.

• La amenaza de aplicar controles sobre las salidas podría limitar las entradas excesivas.

• La reducción de las salidas de capital especulativo que dejarían al país cargado con pasivos en moneda extranjera y que podría contribuir con insolvencias nacionales y, más en general, con problemas de deuda.

• Ayudar a proteger la estabilidad financiera limitando la acumulación de obligaciones de contraparte riesgosas con respecto a las posiciones en derivados complejos.[6]

• Ayudar a evitar la corrupción, la evasión fiscal y otras actividades ilegales que involucran la fuga de capitales (ver Boyce y Ndikumana 2011, para el caso de los países africanos).

**Los estudios de la respuesta tanto de China como de India a la crisis financiera asiática y a la crisis económica mundial de 2007 y 2008 indican que sus controles sobre las salidas, así como sobre las entradas, contribuyeron con su capacidad para capear el temporal más efectivamente que otros países**

• Ayudar a gestionar las obligaciones nacionales de las empresas multinacionales con respecto a reinversión y distribución de ganancias.

Los estudios de la respuesta tanto de China como de India a la crisis financiera asiática y a la crisis económica mundial de 2007 y 2008 indican que sus controles sobre las salidas, así como sobre las entradas, contribuyeron con su capacidad para capear el temporal más efectivamente que otros países (por ejemplo, Icard 2002; Ocampo en este libro). Desde luego, otros factores jugaron un papel importante, incluyendo las grandes reservas de divisas y las limitaciones sobre los pasivos en moneda extranjera. Estos puntos sugieren que las políticas macroeconómicas prudentes, así como las regulaciones de las entradas de capital efectivas, pueden ser complementos importantes a la utilización exitosa de las herramientas para las salidas de capital.

Un motivo adicional para las regulaciones de la salida de capital es reducir la fuga de capitales asociada a la corrupción y a la evasión fiscal. Por ejemplo, Ndikumana y Boyce documentan que África Subsahariana experimentó un éxodo de más de USD 700 mil millones por fuga de capitales desde 1970, una cantidad que sobrepasa ampliamente la deuda externa regional vigente, de aproximadamente USD 175 mil millones. Parte del dinero terminó en cuentas privadas en los mismos bancos que hacían préstamos a los gobiernos africanos (Ndikumana y Boyce 2011; Boyce y Ndikumana 2011).

6 Ver Crotty y Epstein (2010) en especial con respecto al caso de India. Gracias al gobernador Reddy por compartir su conocimiento experto en estas regulaciones.

## EL PAPEL DESARROLLISTA DE LAS REGULACIONES A LAS SALIDAS DE CAPITAL

La importancia que adquieren las regulaciones en materia de desarrollo supera lo planteado a nivel macroeconómico. El estudio de Nembhard sobre Brasil y Corea del Sur, el trabajo de Zysman sobre Europa Oriental y Japón y el de Hersh sobre China son particularmente reveladores. La lección clave de estos trabajos es que las regulaciones de las salidas de capital son una parte esencial de un régimen político que incluye la política industrial o el enfoque industrial y el uso de las técnicas de asignación del crédito para promover la inversión y la productividad en áreas determinadas. Sin estas regulaciones de la salida de capital, es difícil usar el crédito subsidiado para promover la inversión sin arriesgarse a la fuga masiva del crédito al exterior.

### Tabla 1: Evaluación de las técnicas de gestión del capital utilizadas en los 90s

| País | Logros | Factores que ayudaron | Costos |
|---|---|---|---|
| **Malasia 1998** | -facilitó la reactivación macroeconómica<br>-ayudó a mantener la soberanía económica nacional | -apoyo público a las políticas<br>-estado fuerte y capacidad administrativa<br>-gestión dinámica del capital | -posiblemente contribuyó al nepotismo y la corrupción |
| **India** | -facilitó la liberalización incremental<br>-se protegió del contagio financiero<br>-ayudó a preservar los ahorros nacionales<br>-ayudó a mantener la soberanía económica | -estado fuerte y capacidad administrativa<br>-fuerte apoyo público a las políticas<br>-experiencia con la gobernanza estatal de la economía<br>-éxito del régimen de política económica más amplio<br>-liberalización económica gradual | -posiblemente entorpeció el desarrollo del sector financiero<br>-posiblemente facilitó la corrupción |
| **China** | -facilitó la política industrial<br>-protegió la economía del contagio financiero<br>-ayudó a preservar los ahorros<br>-ayudó a gestionar el tipo de cambio y a facilitar el crecimiento impulsado por las exportaciones<br>-ayudó a mantener la política macro expansiva<br>-ayudó a mantener la soberanía económica | -estado fuerte y capacidad administrativa<br>-fundamentos económicos fuertes<br>-experiencia con la gobernanza estatal de la economía<br>-liberalización económica gradual<br>-gestión dinámica del capital | -posiblemente obligó al desarrollo del sector financiero<br>-posiblemente alentó los préstamos no rentables<br>-posiblemente facilitó la corrupción |

Fuente: Epstein, Grabel y Jomo 2008.

Nembhard documenta que, en el caso de Corea del Sur, los controles de capital funcionaron como parte de un régimen político de política industrial más vasto, que también involucraba un esquema de asignación del crédito y fuertes controles a la salida de capital. Regímenes similares surgieron en China, India, Japón y varios países europeos luego de la Segunda Guerra Mundial. Como Alice Amsden detalla, en combinación con los bancos de desarrollo y herramientas clave de control para reducir las fugas, la corrupción y la ineficiencia, tales como las metas de exportación y los castigos y recompensas asociados, estas políticas son a menudo muy eficaces en la promoción de los objetivos de desarrollo (Amsden 2001).

Tal como Nembhard explica, estos no son siempre exitosos, desde luego. La autora relata el caso de Brasil en las décadas de 1970 y 1980, cuando el pobre diseño y la falta de seguimiento obstaculizaron estas políticas, con resultados mucho menos favorables que los de Corea del Sur.

## IMPUESTO ECUALIZADOR DE LOS TIPOS DE INTERÉS: ¿CONTROLES A LA SALIDA DE CAPITAL Y POLÍTICA EXPANSIVA DEL PAÍS DE LA MONEDA DE RESERVA?

La política monetaria y crediticia expansiva de la Reserva Federal – la única política expansiva actualmente en desarrollo de Estados Unidos pese al alto desempleo y a la economía estancada – ha despertado una amplia controversia entre los países en desarrollo. Pero dicha acción también alienta el temor de que los capitales estadounidenses fluyan al exterior y generen mayor presión sobre el tipo de cambio (induciendo a su sobrevaluación), mayor inestabilidad financiera así como un mayor riesgo de inflación. Gallagher (2011a) ha propuesto que Estados Unidos aplique regulaciones a la salida de capital para limitar la salida perjudicial de crédito y hacer más efectiva la política monetaria expansiva en el propio Estados Unidos. Como en el caso de otras regulaciones de la salida orientadas al desarrollo discutidas antes, estas podrían complementar las políticas de distribución del crédito diseñadas para generar más empleo e inversión (ver, por ejemplo, Pollin 2011).

A fines de la década de 1960 el gobierno de Estados Unidos impuso un impuesto tendiente a equiparar los tipos de interés (interest equalization tax, IET), y así reducir las salidas de dólares. Dicho impuesto tendía a complementar una política monetaria expansiva así como a la política fiscal. La mayor parte de los economistas que estudiaron las regulaciones de la salida de capital concluyeron que esto no fue efectivo. Pero un cuidadoso trabajo de archivo mostró que parte de la razón fue que hubo lagunas creadas, provocadas por la presión bancaria y de las EMNs, que produjeron baches políticos (Conybeare 1988).

Con las instituciones financieras de Estados Unidos rebosantes de liquidez, los fondos se vuelcan a inversiones especulativas en el exterior, serían deseables políticas para canalizar la liquidez interna en la creación de empleo e inversiones productivas en

Estados Unidos, tanto desde el punto de vista de la mayor parte de la población de - dicho país, como de aquellos países que están recibiendo grandes flujos de capital especulativo. Como un elemento de este conjunto de políticas, es hora de que el gobierno de Estados Unidos considere un impuesto que equipare los tipos de interés y así poder reducir el papel del carry trade, y así revertir este tipo de arbitraje que surge de una tasa de interés excesivamente baja fijada por la FED.

## REFERENCIAS


Amsden, Alice. (2001). The Rise of the Rest; Challenges to the West of the Late Industrializing Economies, Nueva York: Oxford University Press.

Block, Fred. (1977). The Origins of International Economic Disorder: A Study of U.S. International Monetary Policy from World War II to the Present, Berkeley: University of California Press.

Boyce, James y Léonce Ndikumana (2011). "How Capital Flight Drains Africa: Stolen Money and Lost Lives", blog Triple Crisis, 20 de octubre. Disponible en: http://triplecrisis. com/how-capital-flight-drains-africa

Chang, Ha Joon e Ilene Grabel (2004). Reclaiming Development, Londres: Zed Books.

Checchi, Daniele (1992). "Capital controls and income distribution: empirical evidence for Great Britain, Japan and Australia", Weltwirtschftliches Archiv 3/1992.

Conybeare, J. A. C. (1988). United States Foreign Economic Policy and the International Capital Markets; The Case of Capital Export Controls, 1963-1974, Nueva York: Garland Publishing.

Crotty, James (1983). "Review: Keynes and Capital Flight", Journal of Economic Literature, vol. 21, N° 1, marzo, pp. 56-65.

Crotty, James y Gerald Epstein (1996). "In Defense of Capital Controls", Socialist Register, 1996.

Crotty, James y Gerald Epstein (2009). "Controlling Dangerous Financial Products through a Financial Precautionary Principle", Ekonomiaz, N° 72, 3er cuatrimestre, de 2009.

Eichengreen, Barry (2007). The European Economy Since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond, Princeton: Princeton University Press.

Epstein, Gerald y Juliet Schor (1992). "Structural Determinants and Economic Effects of Capital Controls in the OECD", en Tariq Banuri y Juliet B. Schor, Financial Openness and National Autonomy, Oxford: Clarendon Press, pp. 136-161.

Epstein, Gerald, Ilene Grabel y K. S. Jomo (2003). "Capital Management Techniques in Developing Countries", en Ariel Buira (ed.), Challenges to the World Bank and The IMF: Developing Country Perspectives, Londres: Anthem Press, cap. 6.

Epstein, Gerald, Ilene Grabel y K.S. Jomo (2008). "Capital Management Techniques In Developing Countries: Managing Capital Flows in Malaysia, India, and China", 2008, Joseph Stiglitz y José Antonio Ocampo (eds.), Capital Market Liberalization and Development, Nueva York: Oxford University Press.

Epstein, Gerald (2007). "Central Banks as Agents of Economic Development", en Ha-Joon Chang, (ed.), Institutional Change and Economic Development, 2007, United Nations University y Anthem Press.

Epstein, Gerald (2010). "Marx, Keynes and Crotty: The Case for Capital Controls Revisited", en Jonathan Goldstein y Michael Hilard (eds.), The Macroeconomics of Marx, Keynes, and Crotty, Nueva York: Routledge.

Gallagher, Kevin (2011a). "The IMF, Capital Controls and Developing Countries", Economic and Political Weekly, 7 de mayo.

Gallagher, Kevin (2011b). "Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis", Documento de trabajo PERI, N° 250, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst.

Glyn, Andrew (1986). "Capital Flight and Exchange Controls", New Left Review.

Grabel, Ilene (2004). "Trip Wires and Speed Bumps: Managing Financial Risks and Reducing the Potential for Financial Crises in Developing Economies". Serie de documentos de discusión del G24, N° 33, noviembre.

Grabel, Ilene (2011). "Not Your Grandfather's IMF: Global Crisis, 'Productive Incoherence' and Developmental Policy Space", Documento de trabajo PERI, N° 214, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst.

Helleiner, Eric (1994). States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s, Ithaca: Cornell University Press.

Hersh, Adam (2011). "Why China Grew: Understanding the Financial Structure of Late Development", Disertación doctoral, Department of Economics University of Massachusetts, Amherst. Disponible en: http://tinyurl.com/Hersh-dissertation

Ho, Corrinne y Robert N. McCauley (2003). "Living With Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies", Documentos de trabajo BIS, N° 130, Basel, Suiza: Bank for International Settlements.

Icard, Andre (2002). "China's Capital Account Liberalization in Perspective", documento presentado en el seminario BIS/SAFE sobre Liberalización de la cuenta de capital en China: perspectivas internacionales, Beijing, China, 12 y 13 de septiembre.

Fondo Monetario Internacional (2011). "Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework", Documento político del FMI, 14 de febrero.

Griffith-Jones, Stephany y Kevin P. Gallagher (2011). "Curbing Hot Capital Flows to Protect the Real Economy", Economic and Political Weekly, vol. XLVI, N° 3.

Kaplan, E. y Rodrik, D. (2002). "Did the Malaysian Capital Controls Work?", en Sebastian Edwards y Jeffrey A. Frankel (eds.), Preventing Currency Crises in Emerging Markets, Chicago: The University of Chicago Press, pp. 393-441.

Keynes, John Maynard (1933). "National Self-Sufficiency", Yale Review, junio, 22 (4) pp. 755-69.

Lee, Kang-Kook y Arjun Jayadev (2005). "Capital Account Liberalization, Growth and the Labor Share of Income: Reviewing and Extending the Cross-Country Evidence", en Gerald Epstein (ed.), Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries, Northampton, MA: E. Elgar Press.

Ma, Guonan y Robert N. McCauley (2007). "Do China's Capital Controls Still Bind? Implications for Monetary Autonomy and Capital Liberalization", Documento de trabajo BIS, N° 233, agosto, Basel, Suiza: Bank for International Settlements.

Magud, Nicholas, Carmen M. Reinhart y Kenneth Rogoff (2011). "Capital Controls: Myth and Reality – A Portfolio Balance Approach", Peterson Institute for International Economics, WP11-7.

Nembhard, Jessica (1996). Capital Controls, Financial Regulation, and Industrial Policy in South Korea and Brazil, Westport, Conn: Praeger.

Ndikumana, Lêonce y James Boyce (2011). Africa's Odious Debts: How Foreign Loans and Capital Flight Bled a Continent, Londres: Zed Books.

Ocampo, José Antonio (2003). "Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulation in Developing Countries", en Ricardo French-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds.), From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets, Londres: Palgrave MacMillan.

Ocampo, José Antonio, Shari Spiegel y Joseph E. Stiglitz (2008). "Capital Market Liberalization and Development", en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), Capital Market Liberalization and Development, Nueva York: Oxford University Press.

Pollin, Robert (2011). "Back to Full Employment", The Boston Review, enero/febrero. Disponible en: http://bostonreview.net/BR36.1/pollin.php

Zysman, John (1983). Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change, Ithaca: Cornell University Press.

# SECCIÓN II: APLICACIÓN Y SEGUIMIENTO DE UNA REGULACIÓN EFECTIVA

## 5. Regulaciones dinámicas del capital, la irrelevancia del FMI y la crisis

Ilene Grabel

En este ensayo me enfoco en el resurgimiento de los controles de capital durante la crisis financiera mundial en curso.[1] Los nuevos controles que están surgiendo en los países en desarrollo tienen tres atributos:

(1) Varían tanto dentro como entre los distintos países.

(2) Se han desplegados de un modo dinámico. Con esto quiero decir que el rango y la modalidad de los controles se han ajustado en respuesta a los cambios en el contexto económico nacional y mundial y a los canales de evasión identificados.

(3) A menudo los controles han formado parte del conjunto de políticas introducidas para afrontar diversos desafíos económicos.

En algunos casos (como el de Islandia), los responsables políticos han introducido controles sobre las salidas para detener la implosión de la economía. En otros casos (como el de Letonia) se usaron para abordar una vulnerabilidad acotada pero aguda. Y en otros (como los de Brasil y Corea del Sur), los responsables políticos han desplegado y "afinado" controles sobre las entradas para mitigar la apreciación de sus monedas, enfriar las burbujas de los activos y reducir la fragilidad financiera y la inflación.[2] Esos últimos desafíos se han agravado por los grandes flujos de capital hacia las economías de crecimiento rápido, en parte como resultado de las bajas tasas de interés en Estados Unidos y en la Eurozona, así como las dispares perspectivas de crecimiento que se observan a nivel internacional. Y en aun otros casos (por ejemplo, China), el re-calibramiento de los controles durante la crisis, tanto sobre las entradas como sobre las salidas resulta consistente con compromisos a largo plazo, que pone a los flujos financieros al servicio del cumplimiento del desarrollo.

Los responsables políticos en una buena cantidad de países en desarrollo se han aprovechado del nuevo espacio político del que disfrutan para regular los flujos

1 La discusión que se presenta aquí sobre los controles de capital, el espacio político y el FMI se basa, en gran medida, en Grabel (2011a). Consulte este documento también en las citas para la literatura.
2 De hecho, los controles de capital han surgido como un arma clave para elegir en la actual "guerra de divisas". Ver Grabel (2011b, 2011c, 2010).

internacionales de capital. El cambio en el panorama político ocurre se da en medio de una mayor autonomía a favor del mundo en desarrollo, una restringida influencia (geográfica) del FMI tanto como el reconocimiento (aunque, a veces incoherente) de los funcionarios del Fondo sobre el rol de los controles de capital como "parte legítima del conjunto de herramientas" a disposición de los países (para invocar una frase muy frecuentemente utilizada ahora en los informes del Fondo).[3] Como cada país despliega los controles sin efectos negativos sobre la confianza del inversor y sin el dedo acusador del FMI, es más fácil para los responsables políticos en otros lugares desplegar los controles como lo consideren conveniente. Y eso están haciendo. De hecho, los controles de capital han surgido durante la crisis como la "nueva normalidad".

**Los responsables políticos en una buena cantidad de países en desarrollo se han aprovechado del nuevo espacio político del que disfrutan para regular los flujos internacionales de capital.**

Un aspecto de la autonomía que ahora disfrutan algunos estados es su resistencia al reciente interés del FMI en desarrollar un código o unas pautas que regulen el uso apropiado de los controles de capital. De hecho, la posición del Fondo sobre los controles de capital se ha vuelto cada vez más irrelevante debido a que los países en desarrollo disponen ahora del espacio político para introducir y ajustar los controles de capital sin esperar por la institución. Desde mi punto de vista, es crucial que se realicen los esfuerzos para mantener y expandir la oportunidad que ha surgido en el contexto de la crisis para los responsables políticos nacionales de experimentar con los controles de capital y con otras medidas.

## LOS CONTROLES DINÁMICOS DE CAPITAL DURANTE LA CRISIS ACTUAL: UN BREVE ESTUDIO

Así, de manera repentina, la crisis actual terminó logrando algo que los economistas heterodoxos les resultará imposible en el último cuarto de siglo. Ha llevado a los responsables políticos en un gran número de países en desarrollo a experimentar con una serie de tipos de controles de capital, a menudo enmarcándolos simplemente como herramientas políticas prudenciales, semejantes a lo que Epstein, Grabel y Jomo (2004) denominaron "técnicas de gestión del capital" y que el FMI (Ostry et al. 2011; FMI 2011a; Habermeirer et al. 2011) llama ahora "gestión del flujo de capital".

### Los controles en países en estado de emergencia

Islandia fue el primer país en firmar un Acuerdo de Derecho de Giro (ADG) durante la crisis actual. Lo más notable acerca del ADG islandés es que incluye disposiciones referidas a la necesidad de rigurosos controles de capital, algo que no encontramos en los anteriores ADG que firmó el FMI con los países de Asia Oriental ni en otras crisis

3 Ver Grabel (2011a) sobre la incoherencia productiva que ha surgido en el contexto de la actual crisis. Nótese también que, en forma más amplia, esta ruptura del viejo orden financiero es consistente con cambios más amplios que sugieren que la arquitectura financiera mundial se está volviendo multinodal y heterogénea (ver Grabel, 2012).

durante la época neoliberal. Más sorprendentemente aun, el ADG disponía controles incluso sobre las salidas de capital. Los controles de Islandia se impusieron antes de la firma del ADG de octubre de 2008, aunque el acuerdo con el Fondo justificó plenamente su necesidad y su mantenimiento como medida para restaurar la estabilidad financiera y proteger la corona islandesa del colapso.

La posición del FMI con respecto a los controles de capital de Islandia parecía, al principio, anómala. Pero pronto fue claro que marcaba un precedente dramático. Porejemplo, el ADG con Letonia de diciembre de 2008 permitió el mantenimiento de las restricciones ya existentes, derivadas de un congelamiento parcial de los depósitos en Parex, el mayor banco nacional del país (FMI 2009a). Poco después, un informe conjunto del Banco Mundial y el FMI (2009: Tabla 1.4) sobre la crisis actual señala (sin mayor evaluación) que seis países (China, Colombia, Ecuador, la Federación Rusa, Indonesia y Ucrania) impusieron algún tipo de control de capital durante la crisis. Otro informe del Fondo reconoce que Argentina, la Federación Rusa, Islandia, Indonesia y Ucrania pusieron en práctica controles de capital sobre las salidas para "parar la hemorragia" derivada de la crisis (FMI 2009b). Estos informes no ofrecen detalles sobre la naturaleza de esos controles ni un comentario sobre su eficacia final, algo que sugiere además que los controles de capital – incluso y más notablemente sobre las salidas – son algo que, cada vez más, el FMI da por sentado.

## Los controles en los países se encontraron con algo demasiado bueno

Los responsables políticos de un muy extenso grupo de países en desarrollo han desplegado y ajustado controles de capital en respuesta a las presiones macroeconómicas y vulnerabilidades agravadas por grandes entradas de capital. Estos controles ilustran el espacio político, que está siendo cada vez más apropiado en los países en los países en desarrollo que permanecen independientes con respecto al Fondo.

Brasil es un caso particularmente interesante, ya que el Gobierno nacional (en especial su ministro de economía, Guido Mantega) se ha convertido en una voz fuerte en el tema de preservar el espacio político para los controles de capital. La visión cambiante del Fondo en relación a los controles de capital implementados por Brasil brinda además una idea tanto de la evolución como de la continua equivocación en las visiones de los funcionarios del Fondo en el tema. A fines de octubre de 2009, Brasil impuso controles de capital a través de un impuesto a la inversión de cartera. Los controles fueron auto-descriptos como modestos, temporales y pro-mercado; su intención fue frenar la apreciación de la moneda de cara a las significativas entradas de capital internacional al país. Inicialmente incluyeron un impuesto de 2 por ciento sobre el dinero entrante al país para inversión en valores e inversiones de renta fija, al tiempo que dejaban sin gravar la inversión extranjera directa. Cuando se hizo evidente que los inversores extranjeros estaban usando las compras de Certificados

de Depósito Estadounidenses (CDEs) emitidos por empresas brasileñas para evitar el impuesto, el Ministerio de Economía impuso en impuesto de 1,5 por ciento sobre determinadas operaciones que involucraban CDEs.

La reacción inicial del FMI sobre los controles impuestos por Brasil fue una leve desaprobación. Un alto funcionario dijo: "Este tipo de impuestos proporcionan un margen de maniobra, pero no es mucho, por lo que los gobiernos no deben caer en la tentación de posponer otros ajustes más fundamentales. En segundo lugar, es muy complicado aplicar estos impuestos porque debe hacerse sobre todo posible instrumento financiero", además de que, con el tiempo, estos impuestos han probado ser "porosos" en una serie de países. En respuesta, John Williamson y Arvind Subramanian, acusaron al FMI por su posición doctrinaria y equivocada respecto a los controles de capital de Brasil, reprendiendo a la institución por dilapidar la oportunidad de pensar razonablemente sobre los tipos de medidas que los gobiernos pueden utilizar para gestionar los aumentos repentinos en las entradas de capital privado internacional (Subramanian y Williamson 2009). Una semana más tarde Dominique Strauss-Kahn, del FMI, reformuló el mensaje sobre los controles de capital de Brasil. El nuevo mensaje fue, en una palabra, contundente: "No tengo una ideología sobre esto"; los controles de capital "no son algo que viene del infierno" (citado en Guha 2009).

El gobierno brasileño ha continuado fortaleciendo e incluso sobreponiendo nuevos tipos de controles sobre los existentes en su esfuerzo actual de manejar los altos volúmenes de entradas mientras los funcionarios intentan cerrar los nuevos canales de evasión. En octubre de 2010, por caso, Brasil fortaleció dos veces los controles de capital que originalmente habían sido introducidos en octubre de 2009. Los nuevos controles brasileños triplican (de 2 a 6 por ciento) el impuesto que cobra a los inversores extranjeros sobre las inversiones en bonos de renta fija. Los controles brasileños gravan las compras extranjeras de acciones a una tasa más baja (por ejemplo, al mismo 2 por ciento que se ha aplicado desde 2009), y la inversión extranjera directa aún no se grava en absoluto. Este es un ejemplo particularmente bueno de controles afinados debido a que afectan la composición, en lugar del nivel de la inversión extranjera. (De hecho, varios informes recientes del FMI, así como de académicos como Gallagher 2011a, toman nota de un efecto de composición en Brasil). En marzo de 2011 Brasil impuso nuevos controles de capital, esta vez sobre la compra extranjera de tierras de cultivo nacionales, una medida que, según sugieren los analistas, tuvo la intención de frenar el aumento de la compra de tierras por parte de China en el país. En el mismo mes, Brasil aumentó al 6 por ciento un impuesto sobre los fondos repatriados que se producen en el extranjero mediante la venta de bonos internacionales y los préstamos nuevos, renovados, renegociados o transferidos, con un vencimiento de hasta dos años (el límite anterior era de hasta 360 días). En agosto de 2011, los responsables políticos agregaron a la gama de controles existentes un impuesto de 1 por ciento sobre las apuestas contra el dólar estadounidense

en los mercados de futuros, luego de que el real alcanzara un máximo de 12 años. Las autoridades brasileñas también están listas para proveer USD 16 mil millones en exenciones fiscales y endurecer las barreras comerciales para proteger a los productores perjudicados por las importaciones procedentes de China (estimulados por el fortalecimiento del real). En particular, en una revisión de Brasil de agosto de 2011, los economistas del FMI se refirieron al uso de los controles de capital como "apropiado" (Ragir 2011).[4]

Brasil es uno entre varios países en desarrollo en los que los responsables políticos están aplicando y ajustando dinámicamente los controles de capital en un ámbito de grandes entradas. Por ejemplo, en diciembre de 2008, Ecuador aplicó una serie de medidas de regulación de las entradas y las salidas. Entre las medidas destinadas a regular los flujos salientes, el gobierno estableció un impuesto mensual sobre los fondos y las inversiones que las empresas mantienen en el extranjero, también duplicó el impuesto a la salida de divisas al tiempo que intentó disuadir a las empresas de transferir los fondos en dólares estadounidenses al extranjero mediante la concesión de reducciones fiscales a las empresas que reinviertan sus ganancias en el país. En cuanto a los controles sobre las entradas, el gobierno estableció un impuesto encaje bancario (Tussie 2010).[5] En diciembre de 2009, Taiwán impuso nuevas restricciones sobre las entradas para reducir las presiones especulativas de los inversores extranjeros. Los controles impiden a los inversores extranjeros colocar fondos en depósitos a plazo. En el mismo mes China se sumó a los existentes controles sobre las entradas y las salidas. En junio de 2010 Indonesia anunció lo que sus autoridades llaman torpemente "casi controles de capital" que regulan la inversión de corto plazo. Los controles sobre las entradas de Indonesia buscan desalentar la especulación en el país a través de un periodo de tenencia de un mes para los valores de mercado monetario del banco central, la introducción de instrumentos de vencimiento más largos y nuevos límites sobre la venta de documentos del banco central por parte de los inversores y sobre la tasa de interés de los fondos depositados en el banco central.

Las autoridades surcoreanas también comenzaron a introducir controles sobre los flujos de entrada en junio de 2010. Los reguladores han continuado ampliándolos desde entonces para reducir los riesgos asociados a una posible reversión repentina de las entradas, el aumento de endeudamiento extranjero a corto plazo y el uso de instrumentos derivados. Los controles limitan la cantidad de divisas a plazo y el mercado de derivados en los que se pueden involucrar las instituciones financieras y limitan los préstamos en divisas otorgados por los bancos a empresas nacionales. Desde octubre de 2010, los reguladores han auditado a los prestamistas que trabajan con derivados en divisas. Finalmente, en abril de 2011 Corea del Sur gravó con un impuesto de hasta 0,2 por ciento las tenencias de deuda extranjera a corto plazo por

4 Curiosamente, en el mismo mes el primer ministro canadiense Harper utilizó parte de su tiempo en el país para, de manera inexplicable, aleccionar al gobierno acerca de la necesidad de desmantelar los controles de capital. (Mayeda 2011).
5 Como señala Tussie (2010), lo que resulta particularmente interesante acerca de las medidas de Ecuador es que demuestran que incluso un país dolarizado tiene más espacio político de lo que se entiende usualmente.

parte de los bancos nacionales (con un impuesto más bajo para las deudas a largo plazo). En agosto de 2011 el gobierno de Corea del Sur anunció que está analizando "todas la posibilidades" para frenar las entradas de capital.

Tailandia comenzó también a aplicar controles de capital en octubre de 2010: las autoridades introdujeron una retención impositiva de 15 por ciento sobre las ganancias de capital y pagos de intereses sobre las tenencias de bonos estatales y de empresas públicas. En el mismo mes Argentina y Venezuela aplicaron controles sobre las salidas: en Argentina implicaron límites estrictos sobre las compras de dólares estadounidenses y, en Venezuela, supusieron nuevas restricciones sobre el acceso a las divisas. Perú ha estado aplicando una serie de controles sobre las entradas desde inicios de 2008. El impuesto encaje bancario del país (que es un tipo de control sobre las entradas de capital) ha aumentado tres veces entre junio y agosto de 2010. Finalmente, en agosto de 2011 las autoridades de Filipinas anunciaron que estaban preparados para imponer nuevos controles (en forma de límites prudenciales sobre determinados tipos de transacciones bancarias) para reducir la volatilidad en el peso luego de que creciera a su máximo en tres años.

## Divergencia política nacional

Vale la pena notar que no todos los responsables políticos están respondiendo a la presión de las grandes entradas de capital con controles de capital. Los responsables políticos turcos, chilenos, mexicanos y colombianos han rechazado en forma pública los controles como un medio para enfrentar la apreciación de sus monedas.[6] Esto no quiere decir que las autoridades políticas en esos países se hagan a un lado mientras sus monedas se aprecian y los valores de los activos se inflan. En lugar de ello, han aumentado las compras de dólares y, en algunos casos, están usando la política cambiaria para intentar frenar la apreciación de sus monedas.

Las divergencias nacionales en respuesta a presiones similares reflejan muchos factores, entre los que se destaca las diferencias en las políticas internas, el dominio constante de las ideas neoliberales en algunos países y, quizás también, el orgullo asociado a abordar el problema de una moneda excesivamente fuerte en países que durante tanto tiempo han enfrentado el problema opuesto. Podría también haber escepticismo acerca de la eficacia de estas medidas, especialmente desde que – hasta muy recientemente – el real de Brasil parece casi imparable en su apreciación a pesar de las muchas medidas adoptadas desde 2009.

6 Como dato interesante, en octubre de 2010, el director del departamento del hemisferio occidental del FMI defendió (infructuosamente) el uso de controles en Colombia debido a la rápida apreciación de su moneda (Crowe 2010).

## ¿SON SUFICIENTES LAS MEDIDAS NACIONALES?

¿Podrá el rango de estrategias desplegadas por los gobiernos y los bancos centrales del mundo en desarrollo resolver el problema que se propone abordar? No y, de hecho, en ausencia de mecanismos de una gestión económica mundial viable, representativa y coordinada, podemos caer en un periodo de políticas nacionalistas del tipo "perjuicio del vecino". Pero, al menos a corto plazo, las estrategias ayudan a proteger (aunque sea modestamente) a los países en desarrollo de los efectos comerciales adversos de la apreciación monetaria y de otros riesgos asociados a las grandes entradas de capital. Y la evidencia sugiere que estas medidas han alcanzado, al menos en forma parcial, sus objetivos principales (FMI, informes varios, 2010, 2011; Gallagher 2011a). Más importante, los pasos unilaterales que los responsables políticos están tomando ayudan a solidificar el creciente sentimiento internacional contra los flujos de capital sin regulación y la regulación financiera leve.

**La crisis actual está exponiendo claramente los peligros asociados a la política unilateral del vale todo en materia financiera y la necesidad de un nuevo régimen de política monetaria y de tipo de cambio coordinada y de protección del espacio político nacional.al.**

La crisis actual está exponiendo claramente los peligros asociados a la política unilateral del vale todo en materia financiera y la necesidad de un nuevo régimen de política monetaria y de tipo de cambio coordinada y de protección del espacio político nacional. Podría ser que el consenso más común sobre espacio político esté surgiendo entre algunos responsables políticos del Norte y del Sur, debido al hecho de que los responsables políticos de los denominados "países refugio" (a saber, Australia, Canadá, Nueva Zelandia, Singapur y Suiza) están enfrentando algunos de los desafíos que han frustrado a sus contrapartes del Sur. Como consecuencia de ello, la coordinación de las respuestas transnacionales a la gestión de los aumentos repentinos de los flujos internacionales de capital podría aun estar por llegar, debido a que las nuevas formas de alianzas entre los diversos países ahora enfrentan las dificultades de asistir a la apreciación de la moneda.

## EN DEFENSA DE MÁS ESPACIO POLÍTICO

A fines de 2010 y 2011 el FMI nos brindó un interesante mirador desde el cual observar la persistente tensión interna sobre los controles de capital. En varios informes, los funcionarios del Fondo señalan que la institución está buscando el desarrollo de normas para la pertinencia de diferentes tipos de controles (FMI 2010, 2011a, 2011b; Ostry et al. 2011; Habermeirer et al. 2011). La discusión actual sobre el desarrollo de normas para los controles también fue revivida por el gobierno francés, que pareció entusiasmado con la utilización de su nuevo liderazgo del G20 y el G8

a inicios de 2011 para otorgar al Fondo un papel en la coordinación de los controles de capital a través de un código o mandato sobre la materia (Hollinger y Giles 2011). El tema ha caído desde entonces fuera de la agenda europea, en tanto la Eurozona salta de una crisis a otra. Pero el hecho de que el FMI se aproximara al tema de regular los controles de capital es instructivo. Mucho más instructivo es el hecho de que Brasil y varios países en desarrollo en el G24, inequívocamente y de forma pública, rechazaran cualquier tipo de papel del Fondo (Wagstyl 2011; Reddy 2011; G24 2011; Gallagher 2011b). Es de destacar que el Fondo no ha divulgado una respuesta pública a esta reprimenda de los países en desarrollo.

Si el FMI aprovecha esta oportunidad y cómo vaya a interpretar este posible nuevo cargo es de fundamental importancia para la defensa del espacio político nacional en los controles de capital (y otras medidas). Será importante para los observadores del Fondo mantenerse en estos temas y continuar defendiendo la coordinación que no suponga una norma de liberalización. También podemos esperar que esos países en desarrollo que han utilizado controles de capital de forma tan exitosa resistan cualquier esfuerzo de ampliar la autoridad del FMI en torno a esta norma. Ciertamente, hay mucho en las propias acciones del FMI y las declaraciones oficiales de figuras clave de la institución durante la actual crisis como para apelar a que debemos lograr que ese impulso se construya alrededor de la reescritura de la nueva posición de la institución sobre los controles de capital.

Cualquier nuevo régimen que intente coordinar los controles de capital debe preservar la autonomía política para posibilitar el "ajuste continuo" de la política implementada. Los dos desafíos fundamentales para cualquier nuevo régimen es preservar y de hecho maximizar el espacio político nacional de experimentación y encontrar formas para extender este espacio político para los estados menos autónomos en el Sur global (ver Rodrick 2001, 2007: cap. 8 sobre la OMC). De no haber algún cambio sustancial en la economía política mundial, sólo algunos países en desarrollo estarán en posición de sacar ventaja de la nueva autonomía política que ha surgido hoy. El desafío político más complicado será, por eso, abordar las necesidades más urgentes de aquellos países con falta de recursos, poder geopolítico y/o inclinación a continuar un camino desarrollista equitativo y estable.

## REFERENCIAS

Banco Mundial - Fondo Monetario Internacional(2009). "Global monitoring report 2009: A development emergency", Washington, D.C.: The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank. Disponible en: http://tinyurl.com/WB-GMR (Consultado el 25 de julio de 2011).

Crowe, Darcy (2010). "Colombia central bank rules out capital controls", Dow Jones, 19 de octubre. Disponible en:http://colombiareports.com/colombia-news/economy/12457-colombia-central-bank-rules-out-capital-controls.html

Epstein, Gerald, Ilene Grabel y Jomo K.S. (2004). "Capital management techniques in developing countries: An assessment of experiences from the 1990's and lessons for the future", Documento de discusión del G24, N° 27, Nueva York y Ginebra: Naciones Unidas.

Fondo Monetario Internacional (2011a). "Policy responses to capital flows in emerging markets, Report prepared by the Asia and Pacific Department", Nota de discusión de los funcionarios del FMI, abril. Washington, D.C.: FMI. Disponible en: http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1110.pdf

Fondo Monetario Internacional (2011b). "Recent experiences in managing capital inflows-Cross-cutting themes and possible policy framework", informe preparado por el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación, febrero. Washington, D.C.: FMI. Disponible en: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf

Fondo Monetario Internacional (2010). "The Fund's role regarding cross-border capital flows", informe preparado por los departamentos de Estrategia, Políticas y Evaluación y Legal, noviembre, Washington, D.C.: FMI. Disponible en: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/111510.pdf

Fondo Monetario Internacional (2009a). "Review of recent crisis programs", informe preparado por el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación, septiembre. Washington, D.C.: FMI. Disponible en: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/091409.pdf

Fondo Monetario Internacional (2009b). Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions, 2009, Washington, D.C.: FMI.

Mayeda, Andrew (2011). "Harper clashing with Rousseff on capital controls may herald G-20 discord", Bloomberg.com, 8 de agosto. Disponible en: http://www.bloomberg.com/news/2011-08-08/harper-clashing-with-rousseff-on-capital-controls-may-herald-g-20-discord.html

G24 (2011). Comunicado, Washington D.C.:, 14 de abril. Disponible en: http://www.imf.org/external/np/cm/2011/041411.htm (Consultado el 25 de julio de 2011)

Gallagher, Kevin (2011a). "Regaining control: Capital controls and the global financial crisis", Documento de trabajo PERI, N° 250, University of Massachusetts-Amherst, Political Economy Research Institute.

Gallagher, Kevin (2011b). "The IMF, capital controls and developing countries", Economic and Political Weekly, XLVI (19), 12-16.

Grabel, Ilene (2012). "Promising avenues, false starts and dead ends: Global governance and development finance in the wake of the crisis, special issue on 'Critical and Feminist Perspectives on Financial and Economic Crises'", de próxima publicación, la versión anterior aparece como Documento de trabajo PERI, N° 241, 2011, University of Massachusetts–Amherst: Political Economy Research Institute.

Grabel, Ilene (2011a). "Not your grandfather's IMF: global crisis, 'productive incoherence' and developmental policy space", Cambridge Journal of Economics, 35: 805-830.

Grabel, Ilene (2011b). "War without end? Rich countries fire the latest shots in the global 'currency war'", blog Triple Crisis, 19 de agosto. Disponible en: http://triplecrisis.com/warwithout-end-rich-countries-fire-the-latest-shots-in-the-global-currency-war

Grabel, Ilene (2011c). "The 'currency wars': What's next for the BRICs and other rising powers?", blog Triple Crisis, 15 de abril. Disponible en: http://triplecrisis.com/currency-wars-whatsnext-for-the-brics

Grabel, Ilene (2010). "Capital controls, 'currency wars,' and new global financial architecture", blog Triple Crisis, 19 de octubre. Disponible en: http://triplecrisis.com/capital-controlscurrency-wars-and-new-global-financial-architecture

Guha, Krishna (2009). "IMF refuses to rule out use of capital controls", Financial Times, 3 de noviembre.

Habermeier, K., A. Kokenyne y C. Baba. (2011). "The effectiveness of capital controls and prudential policies in managing large inflows", informe preparado por el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI, agosto. Disponible en: http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1114.pdf

Hollinger, P. y Giles, Peggy (2011). "Sarkozy seeks capital flow code", Financial Times, Ft.com, 24 de enero.

Ostry, Jonathan, Atish Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash Qureshi y Annamaria Kokenyne (2011). "Managing capital inflows: What tools to use?", Nota de posición de los funcionarios del FMI, N°11, abril, Washington, D.C.: FMI. Disponible en: http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1106.pdf

Ostry, Jonathan, Atish Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash Qureshi y Dennis Reinhardt (2010), "Capital inflows: The role of controls", Nota de posición de los funcionarios del FMI, N°4, febrero, Washington, D.C. : FMI. Disponible en: http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf

Ragir, Alexander (2011). "Brazilian capital controls are 'appropriate' tool, IMF says", Bloomberg.com, 3 de agosto. Disponible en: http://www.bloomberg.com/news/2011-08-03/brazilian-capital-controls-are-appropriate-tool-imf-says.html

Reddy, Sudeep (2011). "IMF under fire over plans for capital controls",The Wall Street Journal, 18 de abril.

Rodrik, Dani (2007). One Economics, Many Recipes, Princeton: Princeton Universit Press.

Rodrik, Dani (2001). "The Global Governance of Trade as If Development Really Mattered", informe enviado al Programa de Desarrollo de las Naciones Unidas, octubre. Disponible en: http://www.wcfia.harvard.edu/node/587

Subramanian, Arvind y John Williamson (2009). "The Fund should help Brazil to tackle inflows", Financial Times, 25 de octubre.

Tussie, Diana (2010). "Ecuador after the financial crisis: Room for external or internal policy space?", blog TripleCrisis, 18 de octubre. Disponible en: http://triplecrisis.com/ecuador-after-the-financial-crisis

Wagstyl, Stefan (2011). "IMF and capital controls: Sauce for the goose should be sauce for the gander", Financial Times, ft.com/beyond-brics, 6 de abril.

# 6. Cómo evadir los controles de capital y por qué estos pueden aun ser efectivos

Shari Spiegel

Existe un creciente consenso de que los países en desarrollo pueden utilizar las regulaciones de la cuenta de capital para ayudar a promover la estabilidad económica. El FMI, que las usó para promover los mercados de capital abiertos, ahora apoya el uso de la gestión de los flujos de capital, al menos bajo determinadas circunstancias (Ostry et al. 2010, 2011). Muchos países, incluyendo a Estados Unidos, han utilizado regulaciones para restringir los flujos transfronterizos en el pasado. Con el crecimiento de la liquidez mundial, luego de la crisis económica de 2008, una serie de países de mercado en desarrollo y emergentes han aplicado, o están considerando aplicar, tales regulaciones.

En el diseño de las regulaciones de la cuenta de capital, los responsables políticos tratan, en general, de regular los flujos de capital de corto plazo, mientras dejan sin regulación la cuenta corriente, determinadas secciones de la cuenta de capital y, a veces, los mercados de derivados. Sin embargo, el dejar abiertas algunas cuentas deja el espacio para la elusión. El objetivo de este documento es presentar algunos de los mecanismos utilizados para la elusión, a los efectos de entender mejor su impacto en la efectividad de las regulaciones. Aunque se necesita más investigación, nuestro análisis indica que los países con regímenes exitosos de gestión de la cuenta de capital han podido adaptar en forma dinámica las regulaciones para corregir las lagunas y que un mejor seguimiento de las áreas abiertas de las cuentas externas y los mercados de derivados pueden dar a los responsables políticos las herramientas necesarias.

**La cuestión para los responsables políticos no debe ser si las regulaciones pueden eludirse, sino cuál es el costo de la elusión y si es suficientemente grande o no como para servir de desincentivo para una proporción significativa de los inversores a corto plazo.**

Hay un debate en curso sobre el impacto de esta elusión, con algunos economistas que afirman que ésta vuelve inefectivas las regulaciones. Hay, sin embargo, costos asociados a la elusión que son un impuesto implícito sobre el inversor. La elusión probablemente se producirá siempre que los incentivos para la evasión excedan esos costos. La cuestión para los responsables políticos no debe ser si las regulaciones pueden eludirse, sino cuál es el costo de la elusión y si es suficientemente grande o no como para servir de desincentivo para una proporción significativa de los inversores a corto plazo. De manera más amplia, las regulaciones de la cuenta de capital deben verse como herramientas para reducir el aumento repentino de los flujos transfronterizos de corto plazo, en lugar de necesariamente frenar totalmente estos flujos.

La investigación sobre los mecanismos para eludir las regulaciones es limitada, en-gran medida porque los participantes del mercado que se involucran en estas prácticas no desean publicar sus actividades. En uno de los pocos estudios en esta área, Carvalho y Garcia (2008) entrevistan inversores en Brasil en la década de 1990 y documentan algunas de las medidas utilizadas para evadir los controles de capital durante ese periodo. En su análisis, el coto de la elusión se basa en estimados de los costos administrativos de instalar el mecanismo utilizado para la evasión. Nosotros sostenemos, sin embargo, que los costos administrativos son sólo uno de los elementos del costo real del inversor. El costo de la elusión depende, en última instancia, de la oferta y la demanda, mientras la ganancia de la evasión de las regulaciones a menudo se comparte entre el inversor y el intermediario financiero.

El resto de este documento se divide en tres secciones. La primera sección analiza el costo de la evasión. La segunda presenta tres tipos de mecanismos utilizados para la elusión:

1) las formas tradicionales de evasión a través de la cuenta corriente, incluyendo sobre o subfacturación de las cuentas a cobrar;

2) evasión a través de áreas abiertas de la cuenta de capital, dedicada a disfrazar flujos limitados como no limitados;

3) evasión mediante mercados de derivados, para los que los inversores crean instrumentos sintéticos.

La sección final concluye con recomendaciones políticas, enfatizando la importancia de regulaciones simples pero flexibles que permitan a los responsables políticos adaptar las intervenciones a las circunstancias cambiantes. Las regulaciones deben diseñarse para cortar el vínculo entre los flujos transfronterizos y el mercado interno y para desincentivar que los agentes nacionales se conviertan en intermediarios financieros. El seguimiento de los flujos en todo el sistema financiero – algo que los reguladores deberían estar haciendo de todas formas para mantener la estabilidad en otras áreas del sistema financiero – es clave para diseñar un régimen regulatorio efectivo.

## El costo de la elusión[1]

Supongamos que el país Z está atrayendo grandes entradas de capital de corto plazo debido al alto crecimiento, junto a altas tasas de interés relativas. Las tasas de interés a tres meses en el país de origen de los inversores[2] son 1 por ciento para el año (o 0,25 por ciento para un trimestre), mientras que el retorno esperado sobre la inversión a

1 Esta sección se enfoca en los costos asociados con los impuestos sobre las entradas, pero las restricciones cuantitativas y las restricciones sobre las salidas tendrán efectos similares.
2 Utilizamos el término "inversores" para cubrir el amplio espectro de actores del mercado financiero, incluyendo a los especuladores a corto plazo.

tres meses en Z es 5 por ciento, lo que refleja tasas de interés más altas y una apreciación monetaria esperada. Para limitar el crecimiento repentino de las entradas, el gobierno de Z impone un impuesto de 4,5 por ciento sobre las entradas de capital de renta fija a corto plazo. Los retornos después de impuestos de una inversión a tres meses son ahora sólo levemente superiores al retorno de 0,25 por ciento en el país de origen, pero con un riesgo mayor ya que la apreciación esperada podría no materializarse debido al impuesto a las divisas, así como a la contraparte, a acuerdos nacionales, legales y a otros riesgos. Los inversores, que aún desean capturar los altos retornos nacionales de Z, estudian formas de esquivar el impuesto y encuentran una contraparte nacional que quiera facilitar la elusión a un costo de alrededor de 2 por ciento. El retorno esperado de la nueva inversión estaría ahora apenas por debajo de 3 por ciento, lo que sigue estando bastante por encima de los retornos esperados en el país de origen. Sin embargo, el retorno de 3 por ciento no compensa necesariamente a los inversores por los riesgos del mercado interno. Esto disuade a algunos, pero no a todos los inversores.

Desde la perspectiva del gobierno, el impuesto es marginalmente exitoso. El gobierno no obtiene un ingreso tributario significativo, pero sí logra bajar el ritmo de las entradas. Sin embargo, si la moneda comienza a fortalecerse, los retornos esperados podrían aumentar y los inversores se verán tentados a volver al mercado, lo que debilitaría más las regulaciones. Para comprender cómo responder a la nueva ola de flujos de capital, el gobierno tiene que entender mejor cómo se obtiene el costo de 2 por ciento.

El costo de la evasión es una función de tres factores: los costos administrativos, la cantidad de intermediarios y la gravedad de las sanciones. Los costos administrativos representan los costos de instalar los mecanismos para la evasión, tales como empresas fantasma, cotización en bolsa, etc. Este es a menudo un costo fijo y representa el costo mínimo de la evasión. Aunque hay excepciones, muchos inversores extranjeros,[31] en especial los fondos de cobertura, fondos de pensión y fondos mutuales, carecen del conocimiento local y personal para instalar los mecanismos por su cuenta. Confían en intermediarios locales para este papel. En general, el intermediario cobra al inversionista extranjero un margen sobre los costos administrativos. Pese a variar por país, hay a menudo un limitado grupo de intermediarios locales a los que los inversores extranjeros consideran suficientemente solventes como para estar dispuestos a utilizarlos como sus contrapartes. Por eso, los intermediarios locales pueden a menudo mantener el poder de monopolio y cobrar rentas. En el ejemplo de arriba, el costo de 2 por ciento representa los costos administrativos más esta renta. Si la moneda comienza a debilitarse y las entradas extranjeras declinan, el intermediario podría bajar su precio de 2 a 1 por ciento. Si, por otro lado, la moneda continúa fortaleciéndose, atrayendo flujos adicionales, el 'precio de monopolio' podría aumentar a 3 por ciento, lo que sigue estando por debajo del impuesto oficial. Este simple ejemplo explica cómo funciona el 'mercado gris', con el impuesto oficial siendo una grieta entre el inversor extranjero y el intermediario.

3 Generalmente nos referimos a inversores extranjeros, pese a que el conjunto de inversores incluye a los inversores nacionales.

Una forma de bajar la elusión es reducir los incentivos para que las instituciones locales actúen como intermediarias. Muchas formas de elusión son ilegales y tienen altas penas asociadas a ellas, a menudo muchas veces mayores a la ganancia potencial. Incluso cuando la elusión sea completamente legal, los gobiernos pueden presionar a los agentes locales, tales como las instituciones financieras nacionales, para reducir su voluntad de actuar como intermediarios. El problema para los responsables políticos es cómo identificar las lagunas y diseñar políticas para aumentar el costo de la elusión. La respuesta a esta pregunta depende de los métodos utilizados para la evasión.

### Cómo evadir los controles

Como hemos analizado más arriba, dividimos los mecanismos para la elusión en tres categorías: transacciones de cuenta corriente, transacciones de cuenta de capital, tales como disfrazar los flujos limitados para que parezcan no limitados, y derivados. En la sección siguiente analizaremos una serie de mecanismos en cada categoría. Señalamos que para cada mecanismo analizado, las autoridades de los países pudieron responder en forma dinámica fortaleciendo las regulaciones para abordar las lagunas. En particular, a medida que la evasión crece y el elusión se transforma en un problema más importante, los reguladores pueden rastrearla más fácilmente y adaptar las regulaciones en respuesta.

## LA ELUSIÓN A TRAVÉS DE LA CUENTA CORRIENTE: SOBRE Y SUBFACTURACIÓN

La sobre y la subfacturación son las formas más comunes de eludir los controles de capital a través de la cuenta corriente. Este mecanismo ha sido usado generalmente por las entidades nacionales como una forma de evadir las restricciones sobre las salidas de capital. Un importador que desea acceder a divisas puede sobrefacturar sus importaciones para obtener más divisas de las que necesita, que luego pueden ser invertidas en el exterior. Sobrefacturar las importaciones implicaría pagos de aranceles aduaneros mayores, pero también significaría menores ingresos netos que informar y, por lo tanto, menores pagos de impuesto a la renta. De manera similar, los exportadores podrían subfacturar, con lo que obtendrían divisas para invertir en el extranjero al tiempo que reducen sus ingresos a efectos tributarios.

Este mecanismo también puede usarse para evadir las restricciones sobre las entradas. Subfacturar las importaciones y sobrefacturar las exportaciones permite a las empresas introducir divisas adicionales al país, pero esto también aumenta las ganancias y, por lo tanto, impone a las empresas el pago de mayores impuestos. En muchos países esta pérdida tributaria puede ser significativa. Por ejemplo, con un impuesto a las empresas de entre 20 y 25 por ciento, un inversor necesitaría que la inversión retornara entre 25 y 33 por ciento para sólo cubrir los costos (asumiendo costos de financiamiento cero)[4]. No obstante, existe evidencia de que este mecanismo

4 También se asume que el inversor no se involucra en otras formas de evasión fiscal, tales como crear gastos falsos para reducir las ganancias.

está siendo cada vez más utilizado, sobre todo en países con fuertes controles administrativos, tales como China (The Economist 2008), que tienen menores oportunidades alternativas para la elusión.

**La sobre y la subfacturación son las formas más comunes de eludir los controles de capital a través de la cuenta corriente. Este mecanismo ha sido usado generalmente por las entidades nacionales como una forma de evadir las restricciones sobre las salidas de capital.**

Sin embrago, como esta forma de evasión se vuelve cada vez más significativa, también resulta más fácil de identificar y responder para los funcionarios. En 2008 los funcionarios chinos ajustaron las restricciones sobre las lagunas, aun cuando China estaba en el proceso de liberalización de la cuenta de capital en otras áreas al mismo tiempo. Para evitar que las empresas realicen reclamos falsos, los reguladores chinos, el ministerio de comercio y las autoridades aduaneras conectaron sus sistemas informáticos para revisar las transacciones ocultas y eliminar las discrepancias entre los procedimientos de las exportaciones y los informes recibidos de divisas y prohibir a los bancos la venta de divisas cuando se identifiquen grandes discrepancias (Yu 2009).

## LA ELUSIÓN A TRAVÉS DE LA CUENTA CORRIENTE: DISFRAZAR LAS INVERSIONES RESTRINGIDAS

La principal forma de elusión a través de la cuenta de capital ha sido disfrazar las inversiones restringidas (por ejemplo, los flujos de corto plazo) como inversiones no restringidas (tales como IED, financiamiento comercial o, en ocasiones, acciones negociables).

### La inversión extranjera directa y las acciones negociables

Carvalho y Garcia (2008) documentaron cómo se utilizó este mecanismo en Brasil en la década de 1990, a través IED y de acciones que cotizan en bolsa. Los intermediarios financieros creaban empresas fantasma de su propiedad como empresas de capital pública, que cotizaban en la Bolsa de Valores de San Pablo (Bovespa). Los flujos de capital internacional eran invertidos en acciones de la empresa, que no estaba sujeta a controles. La empresa fantasma luego compraba instrumentos de renta fija a corto plazo, y las ganancias se enviaban al exterior como utilidades o dividendos. El intermediario financiero también declaraba la inversión como IED para aprovechar las exenciones tributarias. Un plan similar era crear una empresa enteramente de su propiedad que cotizara en la Bovespa y manipular el precio para que hubiera una pérdida a los efectos tributarios. Disfrazar inversiones de corto plazo como IED ha sido utilizado también para eludir las restricciones en otros países, tales como Chile y China. Por ejemplo, en China los inversores extranjeros traerían más fondos de los necesarios para la inversión. Esos fondos podrían luego invertirse a tasas de interés chinas de corto plazo.

Como en el ejemplo de la cuenta corriente, los reguladores podrían detectar este tipo de evasión, en especial cuando se vuelve lo suficientemente significativa como para reducir la efectividad de las regulaciones. Por ejemplo, el mercado de valores de Brasil, el Bovespa, es uno de los mercados de valores más grandes del mundo. No obstante, incluso en el Bovespa, las transacciones fantasma podrían destacarse. Por ejemplo, desde 2004, hubo sólo una emisión con menos de 5 inversores y corredores.[5] De forma similar, el banco central de Chile detectó este tipo de actividad en el mercado chileno y sometió cualquier inversión que fuera una "inversión directa potencialmente especulativa" al impuesto a las divisas, lo que tuvo el efecto de reducir la evasión (Carvalho y Garcia 2008; Stiglitz et al. 2006). En China, como parte de las reformas de 2008, los reguladores ajustaron los requisitos sobre cómo pueden usarse las divisas que ingresan como IED y aprobaron estrictas sanciones y penalidades para la evasión (Yonding 2009). Es interesante señalar que antes del fortalecimiento de las regulaciones, los analistas temían que las regulaciones más estrictas sobre la IED limitaran la inversión en China. Sin embargo, pese a los controles reforzados en 2008, China experimentó cantidades record de IED en 2010 (Bloomberg News 2011).

De manera más general, ha habido una creciente evidencia de 'financiarización' de la IED (incluyendo las inversiones de las empresas en instrumentos de renta fija y préstamos entre matrices y sucursales), lo que parece traer mayores riesgos que IED nueva (Ostry et al. 2010). En lugar de responder de forma fragmentada, la respuesta política apropiada podría ser expandir las regulaciones para incorporar este tipo de entradas, que son de naturaleza financiera, pero que catalogan como IED. Por ejemplo, las empresas podrían pagar por adelantado un impuesto sobre el total de la inversión, pero luego ser capaces de recuperar el pago tras un periodo considerado de 'largo plazo'. Aunque esto pudiera agregarse al costo de hacer negocios en un país, el impacto sería pequeño en el contexto de la mayor de inversión. De forma alternativa, los responsables políticos podrían gravar los dividendos o las ganancias enviadas al exterior, lo que podría apuntar a las ganancias de corto plazo o a las ganancias de las inversiones de renta fija. Más en general, los responsables políticos deberían hacer un seguimiento mejor de los flujos de IED, para distinguir de forma más adecuada entre IED financiera e inversión nueva a largo plazo.

## Financiamiento comercial

Otro ejemplo de enmascaramiento de flujos en Brasil en la década de 1990 fue a través del financiamiento comercial (Carvalho y Garcia 2008). Este caso es particularmente interesante ya que ilustra cómo a menudo se comparten las ganancias de la elusión entre el intermediario nacional y el inversor extranjero. Los exportadores de Brasil podrían configurar cuentas para obtener préstamos de hasta un año antes de enviar la mercancía, a tasas bajas. Los inversores extranjeros que compraron los derechos de esas cuentas tuvieron acceso a préstamos a bajo interés y pudieron invertir las ganancias en títulos a corto plazo sin tener que traer dinero al territorio. La demanda por este mecanismo genera un mercado negro de derechos de financiamiento

5 Cálculos basados en el sitio web de Bovespa.

comercial para sacar ventajas de esta estrategia (Carvalho y Garcia 2008). Sin embargo, las tasas ganadas sobre estas cuentas estuvieron por debajo de la tasa de interés del gobierno. Carvalho y Garcia indican que una razón para esto fue que "los inversores extranjeros, buscando el máximo retorno en Brasil, ofrecieron capital a tasas de interés menores a la tasa base del país debido a las restricciones sobre otros medios de inversión". En otras palabras, los exportadores actuaron como los intermediarios financieros y compartieron las ganancias de la elusión con el inversor extranjero. Sin embargo, esta forma de elusión fue un problema menor para los reguladores ya que las operaciones fueron financiadas con préstamos en moneda local y no afectaron el tipo de cambio ni trajeron dólares al mercado interno. Las operaciones aumentaron el apalancamiento del sistema, pero esto debe ser manejado a través de regulaciones prudenciales.

De manera similar, en China, las empresas exportadoras a menudo reciben un adelanto de los compradores extranjeros de hasta un año, lo que puede ser invertido en el territorio en productos a tasas de interés a corto plazo. Para evitar que este acceso sea vendido a cambio de una ganancia, las regulaciones de 2008 exigieron a las empresas presentar los contratos que muestren que el adelanto es necesario y se impusieron topes al tamaño máximo del adelanto.

## Mercados de derivados

Los derivados son instrumentos particularmente potentes para la elusión porque los inversores pueden crear instrumentos sintéticos para imitar inversiones nacionales sin mover realmente fondos a través de las fronteras. Mientras que las autoridades pueden hacer un seguimiento y regular los mercados de derivados nacionales, los mercados en el extranjero son más difíciles de analizar. No obstante, las transacciones en los mercados en el extranjero se compensan generalmente en el mercado interno, lo que significa que las regulaciones nacionales pueden igual afectar esas inversiones.

## Futuros no entregables (FNEs)

Los productos derivados más simples utilizados para acceder a las tasas de interés del mercado interno en el extranjero son los FNEs. El FNE es una transacción de divisas a futuro por el cual el inversionista compra una divisa (por ejemplo el real brasileño) y vende otra moneda (la moneda base, que es a menudo USD, EUR o JPY) a una tasa acordada para la liquidación en algún momento futuro, digamos uno, tres o seis meses. Sin embargo, en lugar de cambiar las divisas en la fecha acordada, las contrapartes calculan la ganancia o la pérdida en la moneda base, por ejemplo USD, y cancelan la transacción en esa moneda en el extranjero. El FNE crea una inversión sintética de tipo de interés a corto plazo, financiada con un préstamo en la moneda base. La diferencia entre los tipos de interés en territorio nacional y aquellas involucradas en el mercado del FNE es un buen indicador de cuán bien están funcionando los controles de divisas. Si los dos tipos están relativamente cerca, es un signo de que

los extranjeros pueden compensar sus riesgos con las contrapartes nacionales en forma bastante fácil y obtener acceso a los tipos de interés nacionales. Si el tipo de interés involucrado en el mercado del FNE está significativamente por debajo del tipo de mercado interno, como era el caso por ejemplo de los tipos en India durante la década de 1990, es un signo de que los controles son efectivos para mantener el acceso de los inversores extranjeros al mercado interno de renta fija a corto plazo.

Si un mercado derivado en el extranjero tuviera un interés significativo tanto para los compradores como para los vendedores, es posible que pudiera desarrollarse un mercado en el extranjero en forma separada del mercado interno. Sin embargo, en la mayoría de los casos, los inversores en ese mercado son especuladores, con la mayor parte de ellos del mismo lado una transacción – ya sea posicionándose en carry trade, comprando moneda nacional durante las burbujas, o yendo en corto en una moneda durante una crisis. Un estudio del Banco de la Reserva Federal de Nueva York de 2005 (Lipscomb 2005) descubrió que de 60 a 80 por ciento del volumen de FNEs se genera mediante intereses especulativos, con una participación cada vez mayor de fondos de cobertura. Las instituciones financieras internacionales generalmente actúan como mercados de mercado, lo que significa que tienden a compensar sus posiciones, o bien a través del mercado de corredores o bien directamente con instituciones en territorio nacional, a menudo con sus propias sucursales locales. Por ejemplo, una sucursal neoyorquina de un importante banco internacional podría ingresar un FNEs con un fondo de cobertura, por el que el fondo adquiere USD 100 millones en bahts tailandeses (THB). El banco estaría luego corto en THB, que podría comprar a su sucursal nacional. Sin embargo, esta transacción puede hacerse vía contabilidad interna sin traer realmente los dólares al territorio nacional. En otras palabras, existe una importante laguna cuando las transacciones entre los bancos extranjeros y sus sucursales no son seguidas y reguladas.

La sucursal nacional está ahora corta en THB y larga en USD, por lo que iría al mercado interno y compraría USD vendiendo bonos del tesoro en THB para cubrir su posición corta. Al final, la posición del FNE se transfiere a los libros del banco nacional. La meta de los reguladores es romper el vínculo entre los mercados en el extranjero y en el territorio nacional.

Durante la crisis asiática Malasia hizo justamente esto. Al principio Malasia experimentó la elusión de sus controles a través del mercado de FNE en el extranjero. En respuesta, las autoridades impusieron regulaciones a los bancos nacionales que los restringieron en sus transacciones directas con instituciones extranjeras. Estas regulaciones cortan el vínculo entre los mercados nacionales y extranjeros y limitan exitosamente la transferencia del riesgo de los balances locales a los actores en el extranjero. Más recientemente la República de Corea dio el primer paso hacia la limitación de las posiciones derivadas en divisas de los bancos locales con el objetivo de limitar la transmisión desde el mercado externo, aunque el alcance de las medidas fue un tanto limitado, ya que permitieron a las empresas cubrir su riesgo en el extranjero y no cortaron completamente el vínculo entre los mercados en el extranjero y en el territorio nacional.

Una estructura alternativa que es similar a un FNE es una nota estructurada. Usual--mente son emitidas en un centro bancario en el extranjero y pueden diseñarse para dar al inversor extranjero acceso a los tipos de interés nacionales. Además, estas medidas pueden diseñarse para incluir un apalancamiento adicional que no sea necesariamente obvio para los reguladores.

### Certificados de depósito estadounidenses (CDEs) y canjes de valores

Las operaciones en continuadas también pueden hacerse en el mercado de acciones a través de los CDEs.[6] En este caso, el inversor extranjero compra un CDE financiado con un pacto de recompra – conocido como "repo" – en Nueva York. Al mismo tiempo, el intermediario local vende las mismas acciones con un repo inverso en el mercado local.[7] La diferencia en las tasas de financiamiento entre el repo y el repo inverso captura la diferencia entre las tasas en Estados Unidos y del exterior.

Existe una estructura similar en el mercado de canje de valores. En este mercado, un inversor extranjero puede comprar un canje de valores en el exterior a un residente que puede cubrirlo sin el impuesto. Estos mercados de canje de valores en el exterior existen para Corea, Malasia y Tailandia.

En todos estos ejemplos, las inversiones se realizan en el extranjero pero, al final, se cubren en forma local. Las autoridades que realizan el seguimiento del mercado interno deberían ser capaces de responder a este tipo de elusión regulando las actividades dentro del territorio nacional. Por ejemplo, en respuesta al ampliamente extendido uso del arbitraje con CDEs, el banco central brasileño instituyó altas penas para estas operaciones. Sin embargo, no es necesario que las autoridades apunten a una operación en particular. En Colombia, los reguladores usaron regulaciones prudenciales para restringir la exposición a las divisas y las fuertes posiciones en derivados en divisas de los intermediarios financieros nacionales (Ostry et al. 2011), limitando así la capacidad de las instituciones financieras nacionales de involucrarse en este tipo de operaciones. El seguimiento de las transacciones entre los bancos y sus subsidiarias y su sometimiento a las regulaciones ayudaría a reducir la capacidad de los agentes de eludir las restricciones. La insistencia en que tales transacciones en negro con los inversores extranjeros sean declaradas en los balances de los actores del mercado financiero podría ayudar a hacer el seguimiento de este tipo de transac-ciones.

6 Los CDEs representan valores en acciones extranjeras pero que se comercializan en una bolsa estadounidense.
7 Un pacto de recompra, o repo, es la compra de valores con un acuerdo para que el vendedor compre nuevamente el valor luego de un tiempo. En esencia el vendedor está pidiendo prestado fondos a corto plazo a un tipo de interés acordado. Un repo inverso es la misma transacción desde la perspectiva del comprador. El comprador está prestando fondos a corto plazo a un tipo deinterés acordado. En este ejemplo, el repo se financia en USD mientras el repo inverso se invierte en moneda local.

### Mercados de derivados en territorio nacional

Los mercados de derivados nacionales otorgan oportunidades más directas para la elusión, en especial cuando estos mercados están abiertos a los inversores extranjeros. Un inversor extranjero que desee exposición a los tipos de interés nacionales puede comprar un instrumento derivado sin aportar fondos al territorio nacional.[8] Un ejemplo de derivados que podrían usarse para eludir las restricciones sobre inversiones a corto plazo serían los contratos entregables en divisas a plazo y las estrategias con opciones. Al igual que los plazos, las estrategias con opciones pueden usarse para crear una inversión sintética en instrumentos del mercado local.[9] Otro ejemplo de una estructura para evadir las restricciones sobre la deuda a corto plazo sería un bono a largo plazo con opciones incluidas que puedan ser ejercidas a corto plazo.

Muchos mercados en desarrollo y emergentes tienen todavía mercados de derivados relativamente no desarrollados. Los países que tienen mercados de derivados más desarrollados, como Brasil, han tomado medidas para incorporar este mercado al marco regulatorio más amplio. En respuesta al crecimiento de algunas de estas

estrategias, en la década de 1990, el banco central brasileño inicialmente sometió las transacciones sintéticas de renta fija a las mismas regulaciones que las inversiones directa de renta fija (Carvalho y Garcia 2008). En 2011 Brasil intentó regular el mercado de derivados  en forma más amplia gravando todas las transacciones de derivados con un impuesto de 2 por ciento. Aunque este impuesto es bajo en relación a los retornos esperados, representa un paso inicial en la regulación de los derivados y tiene la ventaja adicional de ayudar a los reguladores a recabar mejor información acerca de las posiciones y permitirles efectuar un mejor seguimiento del mercado.

## CONCLUSIÓN

Aún existe un debate abierto sobre si las regulaciones de la cuenta de capital deben ser mecanismos temporales (Ostry et al. 2011) o parte de un régimen permanente a ser fortalecido o debilitado dependiendo de la situación económica. Aquellos que defienden las medidas temporales argumentan que las regulaciones de la cuenta de capital se vuelven inefectivas a largo plazo y son, como mucho, herramientas de corto plazo para enfrentar los aumentos repentinos temporales de las entradas (Ostry et al. 2011). Nosotros opinamos que un régimen permanente pero flexible, basado en reglas simples, puede ser la mejor opción para muchos países.

La efectividad de los regímenes regulatorios de la cuenta de capital ha variado, con algunas experiencias más exitosas que otras. Las regulaciones han sido más efectivas en países con controles más estrictos sobre diferentes tipos de flujos de capital y en

8 O aportando sólo una pequeña porción del valor nominal de la operación en el territorio nacional para los requerimientos marginales.
9 Por ejemplo, las 'opciones de cuadro', que son dos opciones de venta y dos opciones de compra, con el precio en la fecha de ejercicio fijada crean una inversión sintética en el mercado local.

países con controles existentes de modo que el aparato administrativo ya está instalado (Ostry et al. 2010). El costo de construir el apoyo administrativo necesario no es menor y, a menudo, es difícil diseñar y aplicar programas efectivos durante las crisis o las burbujas, cuando los intereses creados están listos para hacerles frente.

**Mediante el seguimiento de los mercados financieros – algo que los reguladores ya deben estar haciendo para mantener la estabilidad del sistema financiero en otras áreas – deben poder ajustar mejor en forma dinámica las regulaciones en respuesta a los desarrollos del mercado a lo largo del tiempo.**

Aunque se necesita más información, nuestro análisis preliminar de las distintas formas de elusión parece indicar que los países pueden fortalecer dinámicamente las regulaciones con el tiempo, como forma de mejorar la estabilidad. En general, los países que se supone tienen los regímenes más exitosos han mantenido todos regulaciones flexibles, que se adaptaron a los cambios en los marcos económicos, así como a la aparición de lagunas. Tanto en Chile como en Colombia en la década de 1990, los responsables políticos reaccionaron fuertemente a las nuevas lagunas en las regulaciones existentes modificando los detalles del marco de referencia (Stiglitz et al. 2006). En Brasil y China, los responsables políticos fortalecieron las regulaciones cuando se volvieron más significativas varias formas de evasión. En Malasia, los responsables políticos respondieron a la evasión realizada a través del mercado en el extranjero mediante el fortalecimiento de las regulaciones sobre los bancos nacionales.

La gestión dinámica de las regulaciones no significa esperar que los responsables políticos siempre respondan a los cambios en el mercado a tiempo; los mercados se mueven rápidamente y usualmente le toma tiempo a los reguladores ajustarse a los cambios, incluso en los mercados desarrollados. No obstante, los mercados dan señales cuando crece la evasión. El seguimiento es crucial en este proceso; cuando crecen las elusiones un órgano regulatorio de alerta debe poder detectarlas y ajustar las regulaciones de manera acorde. Mediante el seguimiento de los mercados financieros – algo que los reguladores ya deben estar haciendo para mantener la estabilidad del sistema financiero en otras áreas – deben poder ajustar mejor en forma dinámica las regulaciones en respuesta a los desarrollos del mercado a lo largo del tiempo. A menudo se argumenta que la elusión es particularmente problemática en los mercados más desarrollados, tales como aquellos con activos mercados de derivados. Aunque esto es verdad, estos mercados deben dar a los reguladores más herramientas (tales como cámaras de compensación) para supervisar los flujos y así diseñar dinámicamente las intervenciones.

De manera más amplia, los flujos transfronterizos representan sólo un grupo de factores de riesgo en el sistema financiero y no deben ser tratados como un problema de vigilancia menor que otras transacciones del mercado financiero. El seguimiento de las áreas abiertas de la cuenta corriente, la cuenta de capital y los mercados de derivados donde puede haber elusión es crucial para poder identificar la elusión

cuando se vuelve significativa. Muchos flujos transfronterizos viajan a través del sistema bancario, pero otras instituciones no bancarias, tales como las grandes empresas comerciales que a menudo tienen sus propios grupos de capital de financiamiento también son parte del mercado. Los reguladores necesitan incluir todas las instituciones que actúan como intermediarios financieros bajo su marco regulatorio. Un mejor seguimiento de los flujos de la cuenta de capital puede tener el beneficio adicional de reducir de manera más amplia la evasión fiscal, así como brindar información a los responsables políticos sobre otros riesgos en la economía.

## REFERENCIAS


Auguste, Sebastion y Katherine Dominguez, Herman Kamil y Linda Tesar (2005). "Cross-Border Trading as a Mechanism for Implicit Capital Flight: ADRs and the Argentine Crisis", seminario de investigación sobre economía internacional, University of Michigan, Documento de discusión, N° 533.

Bloomberg News (2011). "Foreign Direct Investment in China in 2010 Rises to Record $105.7 Billion", Bloomberg.com, 17 de enero. Disponible en: http://www.bloomberg.com/news/2011-01-18/foreign-direct-investment-in-china-in-2010-rises-to-record-105-7-billion.html

Carvalho, Bernardo S. de M., y Márcio G. P. Garcia (2008). "Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties", en S. Edwards y M. Garcia (eds.), Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets, Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.

Clements, Benedict y Herman Kamil (2009). "Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia", Documento de trabajo del FMI, WP/09/30, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Coelho, Bruno y Kevin Gallagher (2010). "Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand", Documento de trabajo PERI, N° 213, University of Massachusetts–Amherst: Political Economy Research Institute.

Garber, Peter M. (1998). "Derivatives in international capital flow", Documento de trabajo NBER, N° 6623, junio, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Habermeier, Karl, Annamaria Kokeyne y Chikako Baba (2011). "The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows", Nota de posición de los funcionarios del FMI, SDN 11/14, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Lipscomb, Laura (2005). "An Overview of Non-Deliverable Foreign Exchange Forward Markets", 25 de mayo, Federal Reserve Bank of New York. Disponible en: http://www.bis.org/publ/cgfs22fedny5.pdf

Magud, Nicolas, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff (2006). "Capital Controls: Myth and Reality: A Portfolio Balance Approach to Capital Controls", no publicado, Cambridge, Mass.: Harvard University.

Ocampo, José Antonio y Camilo Tovar (2003). "Colombia's Experience with Reserve Requirements on Capital Inflows", CEPAL Review, N° 81: 7-31.

Ocampo, José Antonio, Shari Spiegel y Joseph E. Stiglitz (2008). "Capital Market Liberalization and Development", en J. A. Ocampo y J. E. Stiglitz (eds.), Capital Market Liberalization and Development", New York: Oxford University Press.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Annamaria Kokenyne (2011). "Managing Capital Inflows: What Tools to Use", Nota de posición de los funcionarios del FMI 11/06. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Dennis B. S. Reinhardt (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls", Nota de posición de los funcionarios del FMI, 10/04. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Ostry, Jonathan, Ghosh, Atish R. y Chamon, Marcos (2011). "Managing Capital Inflows: The Role of Capital Controls and Prudential Policies", Documento de trabajo NBER, N° w17363, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research. Disponible en http://ssrn.com/abstract=1919437

Stiglitz, Joseph E., José Antonio Ocampo, Shari Spiegel, Ricardo Ffrench Davis y Deepak Nayyar (2006). Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization and Development, Nueva York: Oxford University Press.

The Economist (2008). "Capital Inflows to China; Hot and Bothered", 26 de junio. Disponible en: http://www.economist.com/node/11639442

Yu, Yongding (2009). "The Management of Cross-Border Capital Flows and Macroeconomic Stability in China", TWN Global Economy Series, Penang, Malasia: Red del Tercer Mundo.

# 7. Controles de capital de China: generalizaciones y lecciones de referencia

Ming Zhang

Luego de la liberalización total de su cuenta corriente en 1996, China comenzó a liberalizar su cuenta de capital de forma gradual y cautelosa. Desde la perspectiva de la categoría de los flujos de capital, el control sobre la inversión ya ha sido eliminado, pero la inversión de cartera y la deuda a corto plazo todavía se encuentran estrictamente reguladas. Desde la perspectiva de la dirección del flujo de capital, la intención del gobierno chino sobre el control del capital está determinada por la dirección real del flujo de capital en la fase actual. Por ejemplo, durante la década de 1990, cuando China tenía una reserva de divisas limitada y enfrentaba la presión de la salida de capital, el gobierno adoptó una estrategia de "entrada fácil, salida difícil". Sin embrago, durante la década de 2000, cuando China ya había acumulado una enorme reserva de divisas y había estado enfrentando dramáticas entradas de capital, el gobierno volvió a una estrategia alternativa de "salida fácil, entrada difícil". La estrategia de control de capital contracíclica de China demuestra el esfuerzo del gobierno para evitar las grandes salidas o entradas de capital.

La cuenta de capital de China ya ha sido parcialmente abierta (Tabla 1). De acuerdo al Banco Popular de China (BPC), a fines de 2010, de los 40 puntos específicos clasificados por el FMI en relación a transacciones de la cuenta de capital, 12 por ciento había sido abierto completamente, 20 por ciento había sido abierto en forma básica, 43 por ciento había sido abierto en forma parcial y el restante 25 por ciento aún no había sido abierto (Ge 2011).

El gobierno chino también ha eliminado los principales obstáculos sobre la entrada y la salida de inversión directa, suponiendo que la inversión es muy estable y productiva. La IED puede fluir libremente, siempre que las empresas extranjeras obtengan el permiso del Ministerio de Comercio, y las empresas extranjeras pueden remitir sus ganancias legales a sus países de origen cuando quieran. A fines de 2010, el gobierno chino había aprobado la instalación de más de 680 mil empresas de IED y utilizado más de USD 1,1 billones de capitales extranjeros (Sun 2011).

Recién en 2001 las empresas locales fueron autorizadas a realizar inversiones directas en el extranjero, acelerándose la salida de inversión directa desde 2008. A fines de 2010, las empresas chinas habían instalado más de 160 mil empresas en el extranjero y el monto de la inversión acumulada alcanzó los USD 259 mil millones (Sun 2011).

**Tabla 1: Controles de la cuenta de capital de China (a septiembre de 2011)**

| Mercado | | Entradas | Salidas |
|---|---|---|---|
| Mercado monetario | Residentes | Antes de la aprobación del BPC y la AEDC | Sin permiso excepto para entidades autorizadas |
| | No residentes | Sin permiso | Sin permiso |
| Mercado de valores | Residentes | Acciones H/N/S cotizadas en el extranjero, repatriación de IINC | IINC |
| | No residentes | Acciones del tipo B, IINC, IIEC CNY | Venta de acciones del tipo B, repatriación de IIEC e IIEC CNY |
| Bonos y otras deudas | Residentes | Antes de la aprobación del BPC y la AEDC | Sin permiso excepto para entidades autorizadas |
| | No residentes | IIEC, IIEC CNY | repatriación de IIEC e IIEC CNY |
| Derivados y otros instrumentos | Residentes | Las operaciones de las instituciones están sujetas a la revisión de las calificaciones y a límites sobre la posición en divisas. | Las operaciones de las instituciones están sujetas a la revisión de las calificaciones y a límites sobre la posición en divisas. |
| | No residentes | Sin permiso | Sin permiso |

Fuentes: Yu 2007 y algunas revisiones nuestras.
Nota: H/N/S se refiere a las bolsas de Hong Kong/Nueva York/Singapur. CNY es el yuan chino. Lista de abreviaciones al inicio.

El gobierno chino ha sido muy cauteloso por la pérdida de control de la inversión de cartera, ni hablar de los derivados financieros, porque el flujo de capital de cartera tiende a ser más volátil y especulativo. La experiencia de la crisis financiera del sureste asiático había reforzado la creencia anterior. El enfoque típico había sido establecer cuotas para la entrada y salida de inversión de cartera. Por un lado, a fines de 2002 se estableció un mecanismo de Inversor Institucional Extranjero Calificado (IIEC) para introducir la inversión de cartera extranjera. A fines de 2010, la Administración Estatal de Divisas de China (AEDC) había aprobado la entrada de 97 inversores extranjeros a los mercados de capital nacionales y la inversión acumulada alcanzó los USD 19.700 millones (Sun 2011). Por otro lado, a inicios de 2006 se creó un mecanismo de Inversor Institucional Nacional Calificado (IINC) para permitir a las instituciones financieras nacionales invertir en los mercados financieros mundiales. A fines de 2010, la AEDC había aprobado que 88 inversores nacionales invirtieran en el extranjero y la escala acumulativa alcanzó los USD 68.400 millones.

El gobierno chino ha estado empleando un tratamiento diferencial en lo que hace al financiamiento externo de las empresas nacionales y extranjeras. En lo que hace a la deuda tomada por las empresas extranjeras, se permitió a estas tomar préstamos libremente, en tanto el pasivo extranjero no excediera la brecha entre el capital social y el valor de la inversión. Pero las empresas nacionales calificadas no obtuvieron el permiso para endeudarse en moneda extranjera hasta inicios de 2010, a partir de dicha fecha pueden tomar deuda de corto plazo. Con relación a las salidas de deuda, los bancos comerciales chinos han sido autorizados para prestar en el exterior desde 2008, y las empresas nacionales calificadas han sido aprobadas para prestar dinero a sus subsidiarias en el extranjero desde 2009.

Luego de la crisis financiera mundial, el gobierno chino ha estado promocionando en forma agresiva la internacionalización del CNY. Por eso, desde entonces la mayor liberalización de la cuenta de capital china ha estado superpuesta a las medidas de desarrollo de un centro financiero CNY en el extranjero. Los progresos existentes y potenciales incluyen: primero, se permitió a las instituciones financieras chinas a emitir bonos en CNY en Hong Kong, en 2007, y los emisores se han expandido en forma gradual a las empresas nacionales, el Ministerio de Economía chino, las empresas e instituciones financieras de Hong Kong e, incluso, a las empresas transnacionales. Segundo, se permitió a determinados inversores financieros extranjeros tenedores de CNY (incluidos los bancos centrales extranjeros, bancos liquidadores en CNY y bancos de participación) invertir en el mercado de bonos nacionales de China. Tercero, se establecerá un mecanismo de IIEC para ayudar a los inversores institucionales extranjeros a invertir en los mercados financieros nacionales de China con CNY. Cuarto, los hogares chinos estarán autorizados a invertir fondos comercializados en bolsa basados en la bolsa de valores de Hong Kong.

¿Por qué China ha utilizado un enfoque gradual y cauteloso para liberalizar su cuenta de capital? Primero, el gobiern prefiere una política monetaria más independiente porque China es una economía grande y tiene un ciclo económico diferente al de Estados Unidos. Considerando que el tipo de cambio del CNY es todavía inflexible contra el dólar estadounidense, una apertura total de la cuenta de capital obligaría al BPC a importar la política cambiaria de la Reserva Federal. Segundo, los mercados financieros todavía se encuentran poco desarrollados y los inversores nacionales son muy inexpertos. No podrían permitirse las drásticas subidas y bajadas de los precios de los activos, como resultado de las grandes entradas y salidas de capital. Si hay una crisis financiera similar en China, las consecuencias serán mucho más graves que en Estados Unidos. Tercero, el control del capital ha sido un elemento clave en la represión financiera característica china, que apuntala la estrategia dominante de crecimiento impulsado por la inversión. Mediante la limitación a los hogares y a las empresas chinas para invertir en carteras en el exterior, el gobierno chino pudo mantener tipos de interés muy bajos sobre los depósitos y los préstamos, lo que impulsa la fuerte inversión de las empresas estatales y los gobiernos locales en industria manufacturera e infraestructura. Cuarto, la reforma económica china no se

ha completado y los derechos de propiedad aún necesitan ser definidos de manera más clara.

Una gran cantidad de millonarios chinos (algunos de ellos son funcionarios corruptos o empresarios que han cometido el 'pecado original', una situación en la que los países no pueden endeudarse en el exterior en su moneda local) temen que sus propiedades sean nacionalizadas algún día. Una vez que las cuentas de capital se abran totalmente, debería haber una salida masiva de capital, incluso acompañada de lavado de dinero y liquidación de activos (Yu 2007).

¿Todavía es efectivo el control de capital de China? La voz mayoritaria de la literatura reciente muestra que, aunque existen algunas filtraciones, el control de la cuenta de capital de China es en gran medida aún efectivo. Por ejemplo, Ma y McCauley (2008) descubrieron la sostenida y significativa brecha entre el tipo de interés del CNY en el territorio nacional y en el extranjero y los persistentes diferenciales de tipo de interés USD/CNY, lo que refleja la eficacia del control de la cuenta de capital de China. En otro ejemplo, Otani et al. (2011) descubrieron que el endurecimiento medido empíricamente del control de la cuenta de capital (mediante el aumento de los costos de transacción de las operaciones financieras transfronterizas) fue consistente con la intención del gobierno chino de influir sobre los movimientos de capital.

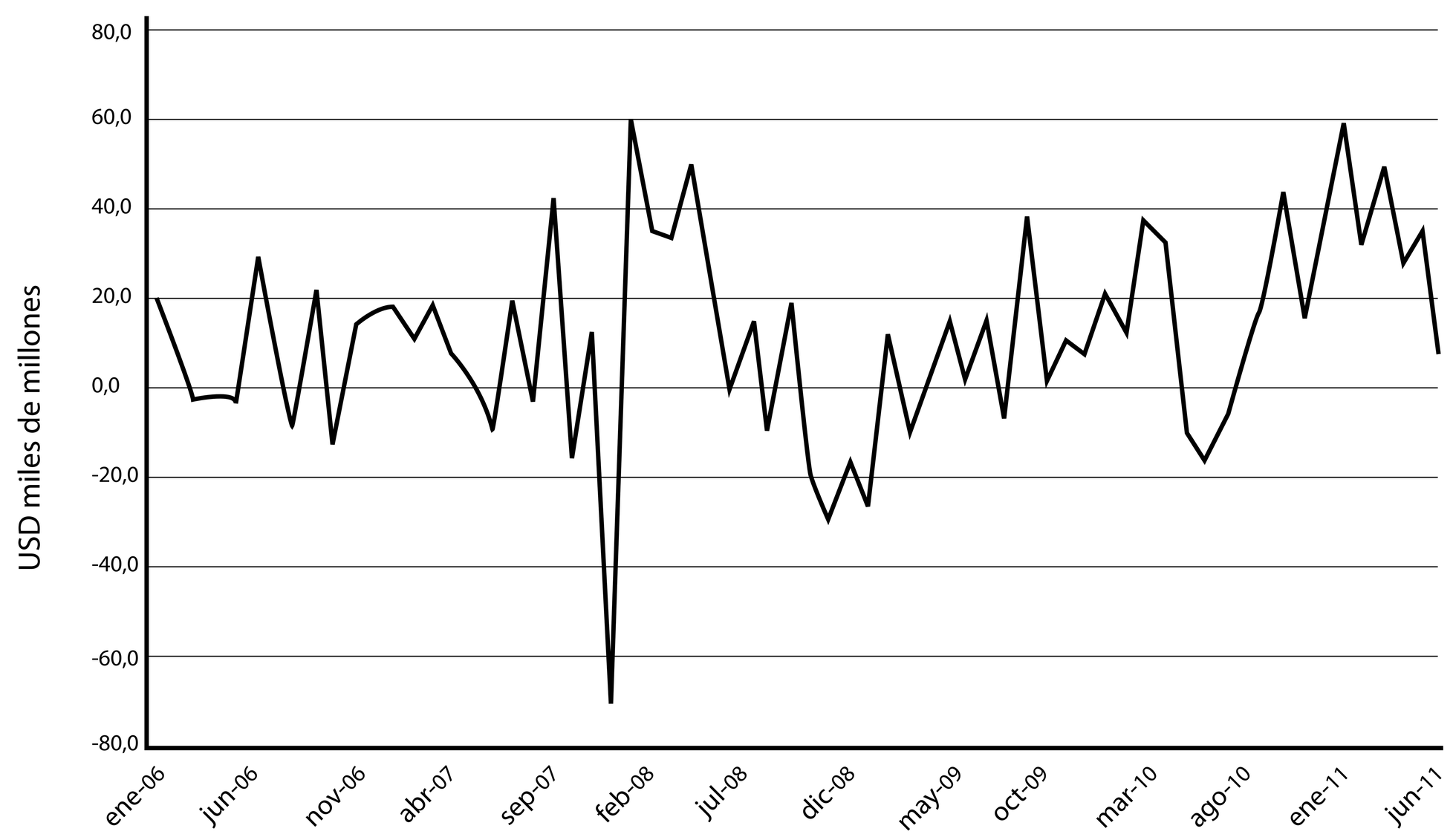
Existe otra evidencia acerca de la eficacia del control de capital de China. En la primera mitad de 2008, China enfrentó una dramática entrada de capital de corto plazo (Figura 1). Para mitigar la entrada de capital, el gobierno chino ha adoptado tres medidas: primero, se estableció un programa de intercambio de información entre la aduana, el Ministerio de Comercio y la AEDC para chequear la entrada de capital mediante precios de transferencia en el comercio exterior, es decir alta facturación de las exportaciones y baja facturación de las importaciones; segundo, se creó otro programa de intercambio de información entre el Ministerio de Comercio, la AEDC y los bancos comerciales para chequear si los capitales sociales o los préstamos de las empresas extranjeras van a los mercados de activos nacionales; tercero, el gobierno comenzó a investigar y castigar en forma extensiva y severa las operaciones bancarias subterráneas transfronterizas. Estas medidas lograron un efecto inmediato y significativo. Desde junio de 2008, la entrada de capital de corto plazo cayó en forma dramática.

Luego de la bancarrota de Lehman Brothers, China comenzó a enfrentar salidas de capital de corto plazo y, por esa razón, el gobierno las liberó. Sin embargo, debido a la excesiva liquidez mundial exacerbada por la flexibilización cuantitativa colectiva, China ha estado enfrentando una nueva ola de entrada de capital de corto plazo desde fines de 2009. Por esa razón, el foco del control de capital chino volvió a enfrentar la masiva entrada de capital.

¿Existe alguna lección de referencia que pudiera tomarse de la experiencia de China

con el control de capital para otros países en desarrollo? Primero, en comparación con otras economías de mercado emergentes, tales como Brasil o Chile, que prefieren las medidas de precio en el control de capital, China prefiere en cambio las medidas cuantitativas, en especial sobre cuotas y aprobaciones administrativas. Por un lado, esto demuestra que la liberalización de las cuentas de capital de China continúa significativamente a la zaga con respecto a las economías mencionadas. Por otro lado, como las medidas cuantitativas tienden a distorsionar más que las medidas de precio, China está sufriendo un costo de bienestar mucho más alto que Brasil o Chile. Por lo tanto, en el futuro China podría cambiar a herramientas de control de capital más orientadas al precio, tales como los encajes no remunerados y la retención de impuestos.

**Figura 1: Flujo de capital internacional de corto plazo de China**




Notas: El flujo mensual de capital internacional de corto plazo se calcula restando a la compra mensual de divisas del BPC la suma del superávit comercial mensual y la IED utilizada, lo que es una estimación muy aproximada de la entrada de capital de corto plazo de alta frecuencia.
Fuentes: CIEC y cálculos del autor.

Segundo, parece que el gobierno chino no sigue las recetas del FMI acerca de cómo manejar las entradas de capital. El FMI sugirió que los países debían usar un enfoque de tres herramientas para manejar los flujos de capital: las políticas macroeconómicas, las regulaciones macroprudenciales y los controles de capital. El control de capital no debe ser un remplazo sino un complemento de políticas macroeconómicas y macroprudenciales apropiadas (FMI 2011). Sin embargo, China no satisface los criterios de utilizar directamente herramientas de control de capital. Por un lado, el gobierno chino no ha utilizado todas las herramientas macroeconómicas necesarias para manejar la entrada de capital, en especial la apreciación del tipo de cambio. De acuerdo al FMI, las sistemáticas respuestas políticas macroeconómicas hacia la entrada de capital incluyen: la política fiscal restrictiva, el recorte del tipo de interés, la

apreciación del tipo de cambio y la intervención esterilizada. En cuanto a China, para mitigar los impactos negativos de la crisis financiera mundial y promover el ajuste estructural nacional, la política fiscal debe ser apropiadamente expansiva. Para combatir la presión inflacionaria, el BPC tiene que subir los tipos de interés. El BPC ha realizado fuertes intervenciones esterilizadas durante varios años.

La única herramienta disponible para que el BPC adopte ahora es una rápida apreciación del tipo de cambio del CNY. Sin embargo, el debate de los responsables políticos estuvo dominado por la preocupación de que una rápida apreciación del CNY pudiera golpear la exportación y el empleo y producir una expectativa de apreciación todavía mayor, lo que llevaría a que se disparara el tipo de cambio. La probabilidad de una apreciación del CNY significativamente más rápida continúa siendo baja. Por otro lado, China tiene un largo camino por recorrer en la operación adecuada de las regulaciones macroprudenciales. Aunque los principales bancos comerciales chinos tuvieron una buena puesta a punto a inicios de la década de 2000, luego del estallido de las crisis financieras mundiales, los bancos prestaron fuertemente a los gobiernos locales para inversiones en infraestructura, lo que podría plantar la semilla para una nueva ola de morosidad después de muchos años. Sumado a ello, aún existen muchas fragilidades financieras en los sectores financieros nacionales y esa puede ser la razón por la cual el gobierno chino no podría asumir la liberalización más rápida de la cuenta de capital.

Tercero, China aún enfrenta el desafío de secuenciar la apertura de la cuenta de capital y la liberalización de los tipos de interés y los tipos de cambio. Algunos economistas afirman que, debido a la resistencia de los grupos de interés, es muy difícil completar la liberalización de la tasa de interés y el tipo de cambio en el corto plazo, por lo que el gobierno chino debe acelerar primero la apertura de su cuenta de capital. Idealmente y en teoría, la liberalización rápida de la cuenta de capital ejercerá presión externa sobre el gobierno para luego liberalizar los tipos de interés y los tipos de cambio. Sin embargo, si se abre totalmente la cuenta de capital antes de la liberalización de los tipos de interés y los tipos de cambio, habrá una significativa expansión del tipo de interés entre los mercados nacionales y del exterior y una fuerte expectativa de apreciación del CNY, lo que sin duda aumentará de forma dramática la entrada de capital de corto plazo. La volátil y especulativa entrada de capital exacerbará la excesiva liquidez nacional, lo que primero producirá burbujas en el precio de los activos y presión inflacionaria. Si la entrada de capital se detiene súbitamente, o incluso se revierte, en el futuro, habrá probablemente una crisis financiera devastadora. Por lo tanto, la liberalización del tipo de interés y el tipo de cambio deben ser un prerrequisito para la apertura total de la cuenta de capital china. Además, la liberalización de ambos instrumentos permitiría mejorar la distribución de recursos y promover la transición del modelo de crecimiento. El gobierno chino debe tratar de superar la resistencia de los grupos de interés y liberalizar la tasa de interés y el tipo de cambio tan pronto como sea posible.

## REFERENCIAS


Ge, Huayong (2011). "The Prerequisites and Strategies to Promote the Basically Convertibility of Capital Account", China Finance, N° 14, julio.

Fondo Monetario Internacional (2011). "Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework", Documento político del FMI, febrero, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Ma, Guonan y McCauley, Robert N. (2008). "Efficacy of China's Capital Control: Evidence from Price and Flow Data", Pacific Economic Review, 13(1): 104-123.

Otani, Ichiro, Fukumoto, Tomoyuki y Tsuyuguchi, Yosuke (2011). "China's Capital Controls and Interest Rate Parity: Experience during 1999–2010 and Future Agenda for Reforms", Bank of Japan Working Paper Series, N°11-E-8, agosto, Tokio: Bank of Japan.

Sun, Lujun (2011). "The Openness of China's Capital Account and Its Future Trajectory", China Finance, N° 14, julio.

Yu, Yongding (2007). "Managing Capital Flows: The Case of the People's Republic of China", documento preparado para el Proyecto sobre controles de capital del Asian Development Bank Institute,12 de diciembre.

# SECCIÓN III: ¿LA COOPERACIÓN MUNDIAL DE LAS REGULACIONES DE LA CUENTA DE CAPITAL?

## 8. El FMI, la regulación de la cuenta de capital y las economías de mercado emergentes

Paulo Nogueira Batista, Jr.[1]

A partir de 2008 la crisis financiera internacional se ha producido una importante revisión de las recomendaciones políticas económicas. Dicha revisión, aunque no finalizada, ha afectado a un gran número de temas políticos, incluyendo desde luego la regulación y la supervisión. La preferencia anterior por una regulación mínima y la fe ciega en las virtudes de autocorrección de los mercados han sido sustituidas por un renovado énfasis en el papel de los gobiernos y bancos centrales en la prevención de los excesos especulativos y la acumulación de los riesgos.

Una parte importante de este debate es, o debería ser, la regulación de los flujos internacionales de capital. Antes de la crisis, la liberalización de la cuenta de capital fue casi una cuestión de fe en algunos círculos. Los beneficios de los libres flujos de capital se aceptaron sin mayores reservas por parte de muchos responsables políticos y organizaciones internacionales. Los controles de capital fueron estigmatizados.

En alguna medida esto ha cambiado. Sin embargo, como señaló José Antonio Ocampo, hay una curiosa dicotomía en la actual corriente principal de pensamiento. La necesidad de una regulación y supervisión fuerte está generalmente reconocida – y ¿cómo podría no estarlo luego de lo que sucedió en los sistemas financieros de Estados Unidos y Europa? Pero, curiosamente, este reconocimiento no se extiende en el mismo grado a la regulación de los flujos financieros internacionales. Como observó Ocampo, las finanzas transfronterizas han recibido mucho menos atención, como si no necesitaran regulación – o cómo si de hecho no fueran parte de las finanzas. Volveré a este punto cuando analice la naturaleza vacilante del reciente cambio del Fondo Monetario Internacional hacia la aceptación de las regulaciones de la cuenta de capital.

1 Directo ejecutivo del Fondo Monetario Internacional por Brasil, Colombia, Ecuador, Guyana, Haití, Panamá, República Dominicana, Surinam y Trinidad y Tobago. Los puntos de vista expresados en este documento no deben ser atribuidos al FMI o a los gobiernos que representa el autor en el Directorio Ejecutivo del FMI.

## EL ENFOQUE CLÁSICO

Antes de que estallara la crisis en 2007-2008, el enfoque clásico recomendaba a los países enfrentar las entradas de capital de gran escala involucrando básicamente dos herramientas: ajuste fiscal y apreciación del tipo de cambio. Al mismo tiempo se sugería que las restricciones sobre las salidas de capital se relajaran. Este fue el mensaje que recibieron los países, por ejemplo del FMI. Incluso la acumulación de reservas internacionales estaba mal vista.

Por ejemplo, Brasil había comenzado a acumular reservas seriamente en 2006. Esto lo fortalecería durante la crisis. Sin embargo, en las consultas anuales del Artículo IV los funcionarios del Fondo advirtieron a Brasil sobre el crecimiento excesivo que estaban teniendo sus reservas.

Incluso en ese momento, la insuficiencia del enfoque clásico – dejar crecer la moneda y ajustar la política fiscal – estaba relativamente clara. Los países de mercado emergentes tenían amplia experiencia con respecto a los peligros de la sobrevaloración del tipo de cambio. Una moneda persistentemente fuerte socavó la competitividad de la economía internacional y produjo un déficit de la cuenta corriente peligrosamente alto. Una reversión repentina de los flujos de capital – como ha ocurrido a menudo – forzó a la economía a someterse a dolorosos ajustes. En América Latina, quizás más que en otras regiones, los ciclos de altas y bajas producidos por los movimientos del capital internacional resultaron un fenómeno recurrente.

La política fiscal no estaba bien posicionada para responder a los grandes y volátiles movimientos del capital. En teoría, los ajustes fiscales podrían permitir una política cambiaria más laxa, lo que baja el atractivo de los activos financieros nacionales para los inversores extranjeros. En la práctica, la política fiscal es un instrumento lento, pesado y tosco para aplicar contra flujos de capital inconstantes y de rápido movimiento. Siempre está sujeta a las restricciones políticas y es muy dependiente de la aprobación legislativa. Hay que considerar también que la política fiscal tiene otros objetivos; parece que no tiene mucho sentido atarla a los cambios de humor de los inversores internacionales.

Además, como han señalado muchos analistas, existe lo que llamaríamos "la paradoja de los buenos fundamentos". El ajuste fiscal al producir una mejora en las cuentas públicas y los fundamentos fiscales, puede fortalecer la confianza y atraer mayores flujos de capital del exterior. La eliminación de las restricciones sobre las salidas puede ayudar un poco a aliviar la presión alcista sobre el tipo de cambio, si los residentes aprovechan la oportunidad para invertir fuera del país. Pero esto puede también aumentar la vulnerabilidad externa en un escenario más amplio, lo que facilita la fuga de capitales en tiempos de incertidumbre y crisis.

## EL ESTALLIDO DE LA CRISIS

La debilidad del enfoque clásico se volvió evidente con el estallido de la crisis. La pared de liquidez producida por las políticas monetarias expansivas de emisión de moneda de reserva los bancos centrales – la Reserva Federal primero y principalmente, pero también el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra – contribuyeron a crear formidables problemas para los mercados emergentes. Estos sufrieron menos y se recuperaron más rápido de la crisis – un factor que reforzó su atractivo para los inversores internacionales. El crecimiento y los diferenciales de tipo de interés entre los mercados emergentes y las economías avanzadas se combinaron para generar grandes flujos de capital desde los segundos hacia los primeros.

Más allá de estos factores cíclicos, parece estar ocurriendo una revaluación fundamental de los riesgos internacionales en favor de los mercados emergentes, por ejemplo, una recolocación de carteras que podría estar produciendo un aumento más duradero de la oferta de capital a estos mercados. Esto tiene un lado positivo desde luego, pero muchos países emergentes estarán enfrentando una abundancia de riqueza no del todo conveniente.

Se ha hablado de la "maldición de los recursos naturales". Se podría hablar, del mismo modo, de la "maldición de la sobreabundancia de flujos de capital". Una de las peores cosas que pueden pasarle a un país es caer en la buena gracia de los mercados internacionales de capital.

**Se podría hablar, del mismo modo, de la "maldición de la sobreabundancia de flujos de capital". Una de las peores cosas que pueden pasarle a un país es caer en la buena gracia de los mercados internacionales de capital.**

Desde mediados de 2011, el empeoramiento de la situación económica y financiera en las economías avanzadas, en especial en la eurozona, resalta una vez más que las entradas de capital pueden ser una bendición muy relativa. Los cambios en la disponibilidad de préstamos e inversiones externos pueden suceder rápida e inesperadamente. Si el país que está recibiendo entradas no está preparado, se ocasionan grandes daños a la economía y el sistema financiero. La crisis de la eurozona no ha golpeado hasta ahora a los mercados emergentes con toda su fuerza, pero produjo un aumento en la aversión al riesgo y una fuga hacia los llamados refugios seguros, lo que generó cierta turbulencia y depreciación del tipo de cambio.

Aún existe hoy una visión ampliamente extendida de que los flujos de capital son beneficiosos para los países receptores. Esta visión no está del todo equivocada; se puede perfectamente argumentar a su favor de forma verosímil. Pero lo menos que puede decirse es que, a menudo, va en contra de la experiencia. Un buen número de economías han sido gravemente heridas, algunas literalmente destruidas por la liberalización imprudente de la cuenta de capital y el aumento repentino de los flujos de capital. Sólo basta con observar a los países emergentes de Europa Oriental para tener ejemplos recientes. Islandia es otro ejemplo impactante.

Me gustaría mencionar, de paso, que un aspecto a menudo pasado por alto de la crisis de la eurozona es el papel desempeñado por el ciclo de altas y bajas asociado a los movimientos libres del capital. Las abundantes entradas de capital permitieron políticas fiscales procíclicas, rápido crecimiento del crédito y altos déficit de la cuenta corriente en la periferia de la eurozona, así como en Islandia y en varios países de mercado emergentes de Europa Oriental. La brusca reversión de los flujos luego de la crisis de 2008 forzó a estas economías a someterse a un doloroso proceso de ajuste. Con el correr del tiempo, probablemente nos demos cuenta de que las políticas de gestión de la cuenta de capital pueden ser necesarias no sólo en los mercados emergentes sino también en las economías avanzadas.

## LA NECESIDAD DE LA GESTIÓN DE LA CUENTA DE CAPITAL

Los responsables políticos en los mercados emergentes parecen estar conscientes de los riesgos asociados a los movimientos de capital. Las dolorosas experiencias los han hecho extremadamente conscientes de los peligros del endeudamiento externo y del capital extranjero. Por otro lado, permanece la tentación de disfrutar de los buenos tiempos, con la esperanza de que "esta vez será diferente". En todo caso, muchos países han estado adoptando medidas para frenar las entradas o para ponerse a salvo de los riesgos que traen. La tarea, hasta donde sabemos, no es nada sencilla.

La acumulación de reservas es una alternativa. Para muchas economías emergentes dicha acumulación sirvió como mecanismo de auto-aseguramiento frente a los shocks externos. Sin embargo, tiene desventajas. Primero, los costos pueden ser sustantivos, en especial cuando los diferenciales de tipo de interés son persistentemente altos. Con bajos tipos de interés en los países emisores de monedas de reserva, la remuneración de las reservas ha caído sustancialmente. Los tipos de interés en los países en desarrollo tienden a ser más altos. Cuando las intervenciones esterilizadas no pueden evitar la apreciación de la moneda local, las pérdidas para los bancos centrales tienden a ser altas. Este es en particular el caso de Brasil, donde los tipos de interés han sido crónicamente muy altos.

Además, la acumulación de reservas es otro ejemplo de la paradoja de los fundamentos fuertes: las altas reservas aumentan la percepción de que el país es seguro, lo que atrae más entradas.

La conclusión parece inevitable: las políticas macroeconómicas – fiscales, monetarias, de tipo de cambio, de acumulación de reserva – solas no son suficiente. Existe un reconocimiento creciente de que los países bendecidos o maldecidos con una oferta demasiado abundante de capital internacional harán bien en recurrir a medidas macroprudenciales y a controles de capital. Para evitar el estigma adjunto a los controles de capital, los funcionarios del FMI han utilizando recientemente la expresión "medidas de flujo de capital" (MFC) que abarcan tanto a las medidas macroprudenciales como a los controles de capital.

## LAS DISCUSIONES DEL FMI Y EL G20 SOBRE LA REGULACIÓN DE LA CUENTA DE CAPITAL

En 2010, el FMI reconoció de forma tardía que los controles de capital y las medidas macroprudenciales son "parte del paquete de herramientas" disponibles para los responsables políticos. Este fue un paso bienvenido. La representación brasileña en el FMI había pedido reiteradamente una reconsideración del rechazo de la institución a aceptar que el ajuste fiscal más la flexibilidad del tipo de cambio no se harían cargo de los problemas que enfrentaban los países agobiados por los aumentos repentinos de las entradas de capital.

Dicho esto, el reconocimiento del FMI es aún un poco vacilante. En marzo de 2011, el Directorio Ejecutivo del Fondo discutió un "marco posible" para la gestión del flujo de capital que fue ampliamente refrendado por una mayoría del Directorio, como una primera vuelta de articulación de los puntos de vista de la institución. Sin embargo, dicho marco tentativo deja mucho que desear. Por ejemplo, las regulaciones de la cuenta de capital se ven como un último recurso a utilizar luego de que se haya intentado todo. Se presentan como un posible complemento y no como un sustituto para las "políticas económicas sólidas". Se recomiendan como instrumentos temporales, dado que pueden evadirse con el paso del tiempo. Al mismo tiempo, y en contradicción con los puntos previos, se generó un problema por las posibles externalidades o efectos no deseados de los controles de capital.

Ninguna de estas calificaciones parece convincente. Por ejemplo, las medidas macro-prudenciales y las regulaciones de la cuenta de capital, adoptadas en una etapa relativamente temprana, preferentemente en combinación con otras medidas, tales como la acumulación de reservas, pueden evitar el aumento de problemas que se vuelvan cada vez más difíciles de afrontar. Las herramientas que pueden usarse rápidamente, tales como las medidas prudenciales y los controles, son prácticas para evitar el desarrollo de estas situaciones.

Incluso entre los funcionarios del Fondo no existe consenso sobre estos puntos. Como observó el economista jefe del Fondo, Olivier Blanchard, en mayo, cuando realizó el resumen de una conferencia sobre flujos de capital en Río de Janeiro, "debemos alejarnos de las orientaciones políticas estrictas hacia una enfoque más fluido de utilización de 'muchas o la mayoría de las herramientas la mayor parte del tiempo' en lugar de 'esto ahora, aquella después'". Esta observación contradice de plano una de las características del "marco posible" refrendado por el Directorio Ejecutivo en marzo. Blanchard observó también que la evidencia presentada en la conferencia de Río sugiere que los efectos no deseados en los países receptores no eran muy grandes. "Aquí se necesita en forma urgente más trabajo teórico y empírico", agregó.

En lo que se refiere a la efectividad, las experiencias de Brasil y otros países parecen mostrar que las medidas prudenciales y las regulaciones de la cuenta de capital

pueden, al menos en la apreciación muy moderada, extender el perfil de los pasivos y mejorar la composición de las entradas de capital. Los funcionarios del FMI han tendido a apoyar este tipo de conclusión preliminar en sus estudios de experiencias nacionales.

A pesar de la falta de conocimiento empresarial de los funcionarios del FMI acerca de varios temas y de la falta de consenso en el Directorio Ejecutivo, la gerencia del Fondo, apoyada por la mayoría de los países avanzados, se precipitó en marzo y obtuvo la aprobación del Directorio para el "marco posible" aludido precedentemente. ¿Ayuda esto a los miembros de alguna manera? Diría que no mucho. Al final podría ser incluso contraproducente. Con el pretexto de permitir las regulaciones de la cuenta de capital en algunas circunstancias limitadas, el Fondo podría estar buscando ampliar su jurisdicción a la cuenta de capital.

En virtud de los artículos del acuerdo del FMI, los países miembros no tienen en absoluto obligación de liberalizar las operaciones de la cuenta de capital. Legalmente hablando, gozan de plena libertad para regular los movimientos de capital. Esto no se aplica para países que hayan renunciado a esa libertad, en parte o en su totalidad, debido a su calidad de miembros de la OCDE o la eurozona o que hayan firmado acuerdos bilaterales de inversión o tratados de libre comercio con Estados Unidos. Aparte de estos casos, los países miembros son completamente libres, en virtud del Artículo VI del Acuerdo, de adoptar controles de capital. Este artículo establece que los "países miembros podrán ejercer los controles que consideren necesarios para regular los movimientos internacionales de capital". En determinadas circunstancias, el Fondo podría incluso exigirles que adopten controles para evitar el uso de los recursos de la institución para financiar la fuga de capitales. Esto es exactamente lo que sucedió en el caso de Islandia, un país duramente golpeado por el grave impacto de la crisis internacional sobre su inflado sector financiero. Islandia pidió asistencia financiera al Fondo y los controles sobre las salidas de capital se convirtieron en una parte importante del programa del FMI para el país.

Algunos países avanzados han estado pidiendo al Fondo que establezca códigos de conducta o pautas para la gestión de los flujos de capital. El presidente de Francia, Nicolás Sarkozy, fue particularmente categórico sobre esto cuando lanzó la agenda de la presidencia francesa del G20 y el G8 en enero de 2011. Pidió al G20 que estableciera un código de conducta y criticó la "reciente multiplicación de medidas unilaterales" que afectan los movimientos de capital. El presidente Sarkozy volvió sobre el tema, con términos incluso más fuertes en la apertura de un Seminario del G20 en China, en marzo pasado:

> Un código de buena conducta, pautas fuertes y un marco común que regule la posibilidad de aplicación de controles de capital cuando sea necesaria debe definir las condiciones en virtud de las cuales las restricciones sobre

> los movimientos de capital son legítimas, efectivas y apropiadas para una situación determinada. Si estamos de acuerdo en estas reglas, damas y caballeros, será una importante evolución en la doctrina del FMI, en beneficio de los países emergentes, que sufren por la excesiva volatilidad de los movimientos de capital. ¿Es razonable hoy, dado el creciente impacto de los movimientos de capital, que el FMI pueda dar recomendaciones a un país sólo en lo referido a la balanza de pagos de su cuenta corriente y no en lo que concierne a su cuenta de capital? Quisiera que alguien me explique por qué una recomendación referida a un aspecto es legítima y una recomendación referida al otro es ilegítima. La ampliación de la supervisión del FMI para incluir estos aspectos se me ocurre crucial. A largo plazo, Francia – y lo digo ahora – está a favor de una modificación de los Artículos del Acuerdo del FMI para ampliar su mandato de supervisión. Sin embargo, si decidimos sobre una mayor coordinación, más reglas y más supervisión, tenemos entonces que decidir qué organización se encarga de aplicar estas reglas y conducir la supervisión. Para Francia está claro. Es el FMI.

La representación brasileña en el Fondo y en el G20 ha sido muy crítica en cuanto a estos intentos de establecer un marco o un "código de conducta" para la gestión de la cuenta de capital. El debate aún continúa, pero ha perdido algo de ímpetu desde comienzos de año. El tiempo ha demostrado que el foco del FMI y otros países avanzados sobre pautas o incluso un "código de conducta" para las medidas sobre el flujo de capital eran inoportunas e innecesarias. En esta discusión, entre otros muchos problemas, no se consideraron suficientemente los factores "de empuje" o las políticas en las principales economías avanzadas que produjeron grandes y a menudo perjudiciales flujos de capital. Mientras el FMI y el G20 gastaban un valioso tiempo en esto, la crisis resurgía en los países avanzados, en especial en la eurozona, debido a los niveles insostenibles de deuda, los frágiles sistemas bancarios e, irónicamente, a los efectos posteriores al colapso de un boom del crédito ocasionado por los libres flujos de capital.

**Es muy pronto para olvidar que la ronda previa de sermones de los países desarrollados – desregular, liberalizar, confianza en los mercados, etc. – terminó mal para ellos y para los países en desarrollo que siguieron esa prédica en forma tan entusiasta.s**

La representación brasileña en el FMI ha explicado que sería muy inapropiado y políticamente insostenible intentar usar el sesgado poder de voto del Fondo, que otorga un peso indebido a los países avanzados, para imponer su agenda sobre países en desarrollo que no quieren abordar ninguna restricción sobre la libertad de gestionar la cuenta de capital.

Hay una ironía más aquí. Algunos de los países que están en el epicentro de la peor crisis desde la Depresión de la década de 1930, y se encuentran todavía lejos de solucionar sus propios problemas, se muestran muy ansiosos por promover el establecimiento de códigos de conducta para el resto del mundo, incluyendo a los países de mercado emergentes que actualmente manejan una sobreabundancia de liquidez generada por las políticas monetarias de esos mismos países. Es tentador decir: ordena tu propia casa antes de comenzar nuevamente a predicar a los demás. Es muy pronto para olvidar que la ronda previa de sermones de los países desarrollados – desregular, liberalizar, confianza en los mercados, etc. – terminó mal para ellos y para los países en desarrollo que siguieron esa prédica en forma tan entusiasta.

## KEYNES Y WHITE

El libre movimiento de los capitales no formaba parte del mandato original del FMI. El Artículo VI de los Artículos del Acuerdo estuvo ahí desde el comienzo mismo. Hubo fallidos intentos de modificación o supresión de este artículo a fines de la década de 1990. En aquel momento, la representación brasileña estuvo entre las que se opusieron al intento de imponer la liberalización de la cuenta de capital como una obligación.

Quienes conocen la historia del FMI son conscientes que los padres fundadores de la institución, John Maynard Keynes y Harry Dexter White, habían aprendido de la profunda inestabilidad ocasionada por el laissez-faire con respecto a los movimientos internacionales de capital en el periodo de entre guerras. Keynes explicó en el momento de la creación del Fondo que los miembros tendrían "total libertad para controlar tales movimientos". Se dio a cada país la opción de dejar libres todas las transacciones o de aplicar controles. Keynes era de la idea de que se debía dejar, al que eligiera la segunda, "descubrir su propia técnica".

Creo que Keynes y White tenían razón. Desde la crisis mundial, el péndulo se ha alejado del laissez-faire y acercado al reconocimiento de que la regulación y la supervisión fuertes de las actividades financieras son indispensables para el funcionamiento fluido y eficiente de la economía de mercado. Los movimientos de capital no son la excepción.

## REFERENCIAS

Blanchard, Olivier (2011). "What I Learnt in Rio: Discussing Ways to Manage Capital Flows", resumen de la conferencia sobre Gestión de las entradas de capital en los mercados emergentes, organizada por el Ministerio de Economía de Brasil y el Fondo Monetario Internacional, Río de Janeiro, mayo.

Eyzaguirre, Nicolás, Martin Kaufman, Steven Phillips y Rodrigo Valdés (2011). "Managing Abundance to Avoid a Bust in Latin America", Nota de discusión de los funcionarios del FMI, SDN/11/07, abril, Washington, D.C.: FMI.

Fondo Monetario Internacional (1969). Fondo Monetario Internacional 1945-1965, Twenty Years of International Monetary Cooperation, volumen III: documentos, editado por J. Keith Horsefield, Washington, D.C.: FMI.

Fondo Monetario Internacional (2011). "Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework", Documento político del FMI, febrero, Washington D.C.: FMI.

Gallagher, Kevin P. (2011). "The IMF, Capital Controls and Developing Countries". Economic and Political Weekly, vol. XLVI, N° 19, mayo.

Habermeier, Karl, Annamaria Kokeyne y Chikako Baba (2011). "The Effectiveness off Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows", Nota de discusión de los funcionarios del FMI, SDN/11/14, agosto, Washington, D.C.: FMI.

Keynes, John Maynard (1980). The Collected Writings of John Maynard Keynes, volumen XXV, Activities, 1940-1944, Shaping the Post-War World: The Clearing Union, publicado por The Royal Economic Society.

Keynes, John Maynard (1980). The Collected Writings of John Maynard Keynes, volumen XXV, Activities, 1940-1944, Shaping the Post-War World: Shaping the Post-War World: Bretton Woods and Reparations, publicado por The Royal Economic Society.

Ocampo, José Antonio (2011). "Reforming the International Monetary System", Wider Annual Lecture 14, United Nations University, World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER).

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Dennis B. S. Reinhardt (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls" Nota de posición de los funcionarios del FMI, SPE/10/04, febrero Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Pradhan, Mahmood, Ravi Balakrishnan, Reza Baqir, Geoffrey Heenan, Sylwia Novak, Ceyda Oner, y Sanjaya Panth (2011). "Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets", Nota de discusión de los funcionarios del FMI, SDN/11/10, abril, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Sarkozy, Nicolas (2011). "Lancement de la présidence française du G-20 e du G-8", Palais de l'Elysée, enero.

Sarkozy, Nicolas (2011). "Address by the President of the French Republic". Apertura del Seminario sobre la reforma del sistema monetario internacional, Nanking (China), marzo.

Uribe E., José Darío (2011). "Managing Capital Inflows in Emerging Markets: the Case of Colombia", documento presentado en la conferencia sobre gestión de las entradas de capital en los mercados emergentes, organizada por el Ministerio de Economía de Brasil y el Fondo Monetario Internacional, Río de Janeiro, mayo.

# 9. La necesidad de coordinación Norte-Sur

Stephany Griffith-Jones y Kevin P. Gallagher

En los años recientes los países en desarrollo se han transformado una vez más en destino para los flujos de capital especulativo, con entradas que alcanzaron los niveles anteriores a la crisis. Muchos de estos países están desplegando regulaciones prudenciales de capital para frenar estos flujos. Estas medidas podrían estar acompañadas por acciones de los países desarrollados para desalentar las salidas de capital y la toma de riesgo de sus economías, con el fin de alentar el uso productivo del capital dentro de sus propias economías. Tales medidas evitarían al mismo tiempo el fortalecimiento del tipo de cambio en las economías en desarrollo, tanto apoyando su propio crecimiento como ayudando a evitar posibles crisis futuras dentro de esas economías en desarrollo.

De hecho, un importante propósito de la regulación de los flujos de capital transfronterizos, tanto en los países receptores como de origen, es la reducción del crecimiento del riesgo sistémico en ambos, lo que disminuye el riesgo de futuras crisis.

Por lo tanto argumentaremos que estas medidas de gestión de las salidas excesivas de capital de los países desarrollados, y en especial de Estados Unidos, podrían ser una rara oportunidad "ganar-ganar", ya que beneficiaría tanto a Estados Unidos como a las economías en desarrollo. Las únicas que perderían serían posiblemente las instituciones financieras, en la obtención de ganancias a corto plazo; sin embargo, hemos visto los desastrosos resultados de definir las políticas económicas sólo para maximizar las ganancias de la industria financiera, mientras se descuidan sus impactos sobre la estabilidad financiera y la macroeconómica sistémica y sobre la economía real.

## LOS FLUJOS DE CAPITAL AL INICIO DE LA CRISIS

Debido a que los países de Asia y América Latina aún tienen mucho camino por recorrer en términos de crecimiento del ingreso, la inversión extranjera es muy bienvenida. El problema es que, considerando el volumen y su composición, se observa que la gran mayoría de los flujos son de corto plazo, volátiles y no se direccionan a la inversión productiva. De hecho, las entradas masivas de capital de corto plazo han estado causando burbujas en los activos y apreciación monetaria en los países en desarrollo, lo que dificulta la política macroeconómica al tiempo que aumenta el riesgo de futuras crisis.

Los flujos de corto plazo , además, arriban en manada a los países en desarrollo, principalmente a través del mecanismo del carry trade y otros mecanismos similares, usualmente utilizando derivados.

Desde que comenzó la crisis, los tipos de interés han sido muy bajos en Estados Unidos y en otros países industrializados. Como muestra Mohan en este libro, hay una clara evidencia durante los últimos 30 años de que existe una amplia correspondencia entre periodos de política cambiaria acomodaticia en las economías avanzadas y flujos de capital hacia las economías de mercado emergentes, así como lo contrario; cada restricción cambiaria genera reversiones en los flujos de capital y, a menudo, crisis en los países emergentes.

En el periodo reciente, el incremento de la liquidez en Estados Unidos y los bajos tipos de interés han empujado a las instituciones financieras estadounidenses a disminuir su toma de riesgo en el país, lo que llevó a poca o ninguna creación de créditos, que es el principal canal de transmisión de la expansión monetaria a la actividad económica nacional. Esto, sin embargo, ha incrementado la toma de riesgo en el exterior, canalizándolo a países con altos tipos de interés para un rápido retorno, así como mejores perspectivas de crecimiento a mediano plazo. Los flujos especulativos de corto plazo empujan al alza el valor de las monedas de los mercados emergentes y crean burbujas en los activos. Por esta razón se criticó a Estados Unidos en la reunión del G20 en Seúl a fines de 2010. Brasil, por ejemplo, con altos tipos de interés, ha visto una apreciación de más de 40 por ciento debido en parte al carry trade y fue el más elocuente en Seúl. Pero este es un problema en muchos países emergentes e incluso en desarrollo de bajo ingreso, como Uganda, con excesivas entradas de corto plazo.

## LAS REGULACIONES PRUDENCIALES EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO

Las economías emergentes y en desarrollo tienen un "nuevo" conjunto de opciones para frenar la marea. Una de ellas, que muchos están tomando ahora, es intervenir en la gestión prudencial de la cuenta de capital, a través de impuestos, fijando encajes no remunerados o desalentando, por otros medios, las entradas excesivas de capital. Aunque esto no es la panacea sí ayuda a brindar una mayor autonomía en la política cambiaria a los países en desarrollo; lo cual resulta esencial debido al fuerte nivel de crecimiento que actualmente experimentan. Ello es fundamental no sólo para evitar la inflación en bienes y servicios sino también para impedir las burbujas en los precios de los activos así como un tipo de cambio sobrevaluado.

Muchos países tales como Argentina, Brasil, Corea del Sur, China, Indonesia, Perú, Tailandia y Taiwán han puesto en práctica varias formas de regulaciones de la cuenta de capital para limitar las entradas excesivas. Estos controles fueron autorizados recientemente por el FMI – ciertamente, un cambio muy significativo. Sin embargo, el apoyo del FMI a las regulaciones de la cuenta de capital tiene algunas limitaciones (como discuten Nogueira Batista y Ocampo en este libro).

De hecho, las medidas de gestión de la cuenta de capital son la continuación de basta evidencia académica y de las instituciones financieras internacionales – sobre todo la Oficina Nacional de Investigación Económica de Estados Unidos, el FMI, la ONU y el Banco Asiático de Desarrollo – en cuanto a que la gestión de la cuenta de capital por parte de los países en desarrollo , la misma puede resultar una herramienta política útil si se la acompaña de políticas macroeconómicas prudentes más amplias. En febrero de 2010, los economistas del FMI publicaron un nota de posición de los funcionarios titulada "Las entradas de capital: el papel de los controles", que muestra empíricamente que los controles de capital no sólo funcionan sino que "estaban asociados a la elusión de algunas de las peores consecuencias del crecimiento" de la actual crisis económica. El documento concluye que el "el uso de controles de capital – junto a políticas tanto prudenciales como macroeconómicas – está justificado como parte del paquete de políticas".

**De hecho, las medidas de gestión de la cuenta de capital son la continuación de basta evidencia académica y de las instituciones financieras internacionales – sobre todo la Oficina Nacional de Investigación Económica de Estados Unidos, el FMI, la ONU y el Banco Asiático de Desarrollo – en cuanto a que la gestión de la cuenta de capital por parte de los países en desarrollo , la misma puede resultar una herramienta política útil si se la acompaña de políticas macroeconómicas prudentes más amplias. es**

Este informe del FMI señala medidas tales como impuestos sobre las deuda de corto plazo (como los de Brasil) o requisitos según los cuales el flujo de deuda de corto plazo debe estar acompañado por un encaje no remunerado depositado en el banco central durante un determinado tiempo (tal como se hacía en el pasado en países como Chile, Colombia y Tailandia). El objetivo de estas medidas – que a menudo se ponen en marcha cuando los flujos de capital comienzan a sobrecalentarse y se detienen cuando estos flujos se enfrían – es evitar entradas masivas de dinero especulativo que aprecie el tipo de cambio y amenace la estabilidad macroeconómica del país.

Los hallazgos del FMI llegan en el momento apropiado. Al comienzo de la flexibilización cuantitativa de la Reserva Federal de Estados Unidos y otras medidas para liberar la política cambiaria, el carry trade nuevamente comenzó a llevar el capital especulativo a los países en desarrollo que podrían interrumpir su recuperación de la crisis (aun cuando ha habido episodios, durante la segunda mitad de 2011, de reversiones breves de estos flujos).

Para lograr un apropiado desarrollo de una gestión de la cuenta de capital adecuada, sin embargo, deben superarse al menos cuatro obstáculos:

Primero, luego de un tiempo los inversores evaden de manera creativa la gestión prudencial del capital, mediante derivados y otros instrumentos. Segundo, los

acuerdos comerciales y de inversión de Estados Unidos dificultan la aplicación de los controles de capital. Tercero, el capital especulativo puede causar estragos porque el dinero caliente se saltea los países que despliegan controles en forma exitosa y, en su lugar, van a aquellos que no lo hacen. Cuarto, la escala masiva del flujo de capital desde los países generadores podría inundar incluso a aquellos países que utilizan la gestión de la cuenta de capital de sus entradas, dado su tamaño relativamente pequeño.

Brasil comenzó a imponer un impuesto sobre las entradas de dinero especulativo en 2009 y lo ha estado afinando desde entonces, en parte por el volumen de los flujos pero también porque la regulación ha sido eludida. Algunos inversores se han salteado los controles disfrazando el capital de corto plazo como inversión extranjera directa, mediante canjes y otros derivados y comprando certificados de depósito estadounidenses (CDEs).

Los CDEs son emitidos por bancos estadounidenses y permiten a los inversores comprar acciones de empresas de fuera de Estados Unidos – lo que permite a los inversores comprar acciones brasileñas pero en Nueva York, y evitar así los controles en Brasil. Dando un paso en la dirección correcta, Brasil colocó un impuesto de 1,5 por ciento sobre los CDEs para mantener la especulación bajo control. Así, un banco o inversor brasileño que deposite acciones en bancos extranjeros será gravado con el impuesto. Más recientemente (a mediados de 2011) Brasil comenzó a gravar las posiciones derivadas netas en divisas superiores a determinado nivel, lo que es una medida interesante, ya que podría frenar la excesiva presión para que la moneda nacional se fortalezca demasiado y ayudar a evitar la evasión a otras medidas de gestión de la cuenta de capital. Sería útil para las economías emergentes intercambiar experiencias sobre la regulación de los flujos de capital, para ver que no se evadan los controles.

Desde 2003, los acuerdos comerciales y de inversión de Estados Unidos han vuelto difícil, si no imposible, la gestión prudencial de la cuenta de capital para los países en desarrollo socios comerciales, ordenando el libre flujo del capital hacia y desde el país, sin importar sus niveles de desarrollo – por ejemplo, en tratados comerciales con Chile, Perú y Singapur (en los casos de Singapur y de Chile, los países resistieron estas medidas pero, al final, firmaron los tratados). Los acuerdos recientemente ratificados con Colombia y Corea del Sur prohibirían también los controles de capital. En otros países y socios comerciales de ingreso más alto – tales como Canadá y Japón – se concede a los países el derecho de usar herramientas macroeconómicas o, al menos, concede excepciones para evitar o mitigar crisis.

El tercer problema y quizás el más difícil solución, es que el capital simplemente fluirá desde aquellos países que aplican controles en forma exitosa hacia países que no lo hacen (lo que implica externalidades negativas para los últimos). Algunos economistas, como el ex - economista del FMI, Arvind Subramanian proponen controles completos de capital coordinados entre todas las economías emergentes para sortear el problema. La idea es válida pero, desde luego, no todos los mercados emergentes concuerdan con coordinar. Nosotros proponemos atacar el problema desde la raíz.

El cuarto, y también grave, problema es que si los diferenciales de interés son

importantes, el incentivo para los inversores para ir a las economías emergentes es muy grande y, de esta forma, la magnitud del esfuerzo de la gestión de la cuenta de capital para los países emergentes tendría que ser enorme; es así, en especial, porque los mercados de capital mundiales son muy grandes y móviles y pueden, por esa razón, inundar las economías emergentes y en desarrollo y los mercados financieros relativamente pequeños. Nuevamente, medidas complementarias en los países generadores ayudarían a manejar el problema. Aunque más abajo proponemos medidas a tomarse en Estados Unidos, actualmente la principal fuente de carry trade, estas medidas serían más efectivas si se coordinaran con otros países fuente de salidas de capital de corto plazo o de toma de riesgo.

## REGULAR EL CARRY TRADE EN ESTADOS UNIDOS

Como se señaló, las acciones que tomen los países en desarrollo sobre sus cuentas de capital podrían no ser suficientes, cuando la ola de dinero que a veces viene hacia ellos resulta tan grande. Por esta razón, sería deseable complementar estas medidas con acciones de los países desde los que está llegando ese capital, en especial Estados Unidos. Dado que la mayor parte del carry trade vendrá en el futuro cercano desde allí, Estados Unidos podría comenzar a regular la salida de capital producto del carry trade. Como se ha señalado, aunque la magnitud podría ser mayor ahora, ha habido muchos episodios anteriores en los que la política cambiaria muy flexible estadounidense contribuyó con el aumento repentino de flujos de capital hacia las economías en desarrollo; episodios que terminaron en su mayoría muy mal. Ya en 1998, uno de los autores de este documento, en colaboración con Jane D'Arista (D'Arista y Griffith-Jones 2008) defendieron las medidas para desalentar las excesivamente grandes salidas de cartera desde los países generadores, tales como encajes no remunerados sobre dichas salidas.

Al día de hoy, Estados Unidos podría introducir medidas para desalentar los flujos carry trade hacia el resto del mundo, especialmente a los países en desarrollo, principalmente cuando estos resultan excesivos; lo cual podría hacerse, por ejemplo, gravando estos flujos (en el mercado a la vista) y la excesiva toma de riesgo en el exterior. Así, para desalentarlos, los derivados que simulan transacciones a la vista podrían tener un margen de exigencias mayor. Alternativamente, estos derivados de divisas podrían también ser gravados a un nivel equivalente al impuesto sobre las transacciones a la vista con divisas, sobre el valor nominal de estos derivados, tales como los futuros no entregables. Pueden extraerse lecciones interesantes, por ejemplo de la experiencia reciente de Brasil en la tasación de derivados de divisas, lo que parece además demostrar la viabilidad de estos impuestos. Hay dos caminos a través de los cuales se transmite la flexibilización cambiaria de Estados Unidos al extranjero:

(a) el canal de oferta monetaria y crediticia, que supone mayores salidas de capital y menor creación de crédito en Estados Unidos, y

(b) el canal de los derivados, según el cual el presupuesto de riesgo fijo de los bancos - estadounidenses o los fondos de cobertura se asigna más al riesgo de las economías emergentes y, por eso, menos a la toma de riesgo en Estados Unidos.

La propuesta esbozada antes intentaría cortar ambos caminos, en el momento que se desee, es decir si el capital y la toma de riesgo excesivos se están yendo al extranjero.

Una medida así beneficiaría a la economía de Estados Unidos, ya que el propósito de la flexibilización cambiaria es precisamente alentar mayores préstamos y toma de riesgo en el país, no fondos que se canalicen al extranjero; y beneficiaría a los países emergentes, cuyas economías están siendo perjudicadas por las entradas excesivas de corto plazo que podrían ocasionar crisis futuras. Sería, entonces, un ganar-ganar para la economía mundial.

Los resultados de las últimas elecciones para el Congreso estadounidense, desafortunadamente dificultan que en un futuro cercano Estados Unidos persiga la mejor política para mantener su recuperación económica: promover la expansión fiscal. Como nos enseñó Keynes – y hemos visto durante varias crisis – la inversión privada y el consumo no se recuperan por ellos mismos (debido tanto al sobre apalancamiento como a la falta de confianza), sin el estímulo de la demanda agregada, que solamente los gobiernos pueden dar en estas circunstancias particulares. Una vez que la recuperación está en camino, la política fiscal necesita contraerse, para evitar el sobrecalentamiento y la excesiva deuda pública.

Por sí misma, la política cambiaria flexible de Estados Unidos, en cambio, no parece ser suficiente para que la economía del país reanude el crecimiento; es altamente deseable una política fiscal de apoyo, así como otras medidas para estimular la demanda agregada. Además, la política cambiaria flexible puede contribuir a un mayor recalentamiento de los precios de los activos y los tipos de cambio en las economías emergente, los que no sólo podrían complicarles la gestión macroeconómica hoy, sino también aumentar el riesgo de crisis futuras.

Para asegurar que la política cambiaria flexible ayude a crecer a la economía de Estados Unidos, deben encontrarse mecanismos institucionales y un marco más amplio para canalizar la liquidez adicional creada por la Reserva Federal como crédito a la economía real. La clave es expandir el crédito a pequeñas y medianas empresas, hambrientas de fondos, y financiar grandes inversiones en infraestructura, incluyendo los necesarios para generar energía limpia y conservación de la energía. Para lograrlo podrían necesitarse innovaciones institucionales, tales como la creación de un Fondo de Infraestructura, así como posiblemente instituciones especiales dedicadas a prestar a las pequeñas y medianas empresas. De hecho, en Estados Unidos, la Reserva Federal podría, por ejemplo, usar algo de la liquidez que creó para comprar bonos de un banco o fondo de infraestructura estadounidense; esto otorgaría crédito a un sector clave del desarrollo futuro, por un lado, y provocaría un aumento en la inversión y la demanda agregadas, por otro.

A nivel internacional, si Estados Unidos hurgara en el botiquín de emergencia nuevamente, podría aplicar regulaciones prudenciales al capital o gravámenes sobre las salidas especulativas de capital desde Estados Unidos a través de mecanismos como el carry trade. Esto debería ayudar a evitar crisis futuras en aquellos países, que no sólo los perjudicaría a ellos, sino también a Estados Unidos y a la economía mundial. La tributación puede tener algunas ventajas importantes. Primero, los impuestos son más difíciles de eludir y evadir, debido a que involucran no sólo a autoridades como la Reserva Federal, sino también al Servicio de Rentas Internas, que posiblemente tiene mecanismos más fuertes para hacerlos cumplir. Segundo, esta tributación podría generar algunas rentas adicionales para el Gobierno de Estados Unidos, que tiene un gran déficit presupuestal, lo que seguramente supone una característica atractiva. Sin embargo, el impuesto exigiría cierta flexibilidad previa en los tipos, de forma que pudieran modificarse de acuerdo al nivel de las salidas y las posiciones derivadas. De forma complementaria a la introducción de medidas como nuevos impuestos para desalentar las salidas de capital o el aumento de la toma de riesgo en el exterior, parece claramente deseable – en Estados Unidos y en cualquier otro lugar – reducir la actual tendencia tributaria a favor de estos flujos, como lagunas tributarias; de hecho, este podría ser un primer paso para desalentar las salidas excesivas de capital.

Las medidas para desalentar las salidas de corto plazo facilitarían que la liquidez creada por la Reserva Federal se quedara en Estados Unidos y habría una mayor chance de que fuera a la inversión productiva.

## EL CAMINO A RECORRER

La reorientación de los flujos de capital hacia el desarrollo productivo, generador de crecimiento, debería ser una prioridad clave. Las regulaciones prudenciales de la cuenta de capital, aplicadas tanto en el mundo industrializado como en desarrollo, deben examinarse como un instrumento para lograr este propósito. Sería deseable la coordinación entre países desarrollados y en desarrollo sobre este tema; esto podría facilitarse por el hecho de que a menudo los objetivos tanto de los países desarrollados como en desarrollo pueden coincidir. Sin embargo, no parece deseable que esta coordinación sea impuesta en forma multilateral, ya que ninguna institución parece tener, en este momento, la capacidad de gobernanza confiable como para representar los intereses colectivos de todos los países. De todas formas, el FMI podría continuar siendo un foro útil para intercambiar experiencias sobre gestión de la cuenta de capital (para los países tanto desarrollados como en desarrollo) y posiblemente para brindar un foro voluntario útil para la coordinación informal, en aquellos casos en los que todos los países involucrados desean jugar un papel.

Para rectificar algunos de los problemas relacionados a los flujos de capital, los países industrializados (en especial Estados Unidos) deben considerar la regulación del carry trade y proporcionar salvaguardias en sus tratados comerciales para permitir a los países en desarrollo aplicar la regulación prudencial. Los países en desarrollo deben

también poner en práctica regulaciones prudenciales. El Consejo de Estabilidad Financiera, u otro organismo relevante, así como las autoridades regulatorias nacionales, deben controlar a aquellos que evaden estas regulaciones.

## REFERENCIAS

D'Arista, J. y Griffith-Jones, S. (1998). "The boom of portfolio flows to emerging markets and its regulatory implications", en A. Montes, A. Nasution y S. Griffith-Jones (eds.), Short Term Capital Flows and Economic Crises, pp. 52-69, Helsinki: World Institute for Development Economics Research.

# 10. Regulación internacional de la cuenta de capital

Arvind Subramanian

Este corto documento, basado en Jeanne, Subramanian y Williamson (de próxima publicación), afirma que existe una necesidad creciente de un régimen internacional que regule las transacciones de la cuenta de capital. Este régimen debe permitir a los países aplicar controles de capital supuestamente 'correctivos', pero debe además brindar mecanismos para disciplinar los controles de capital cuando tengan efectos no deseados, que facilitan el tipo de cambio subvaluado y, por lo tanto, los efectos comerciales de perjuicio del vecino sobre los países socios. Para aplicar este régimen podría necesitarse la cooperación entre el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Organización Mundial de Comercio (OMC).

## CONTROLES DE CAPITAL CORRECTIVOS VERSUS ESTRUCTURALES

Nueva investigación teórica muestra que los controles de capital, en determinadas situaciones, pueden verse como correctivos ante las fallas del mercado, en lugar de verse como distorsionadores (Korinek 2009; Jeanne y Korinek 2010; Bianchi 2010; etc.). Este nuevo trabajo brinda razones basadas en el bienestar para la intervención pública. La fundamentación es la misma que en el caso de la regulación "macroprudencal" para enfrentar las altas y bajas en el crédito y los precios de los activos en un contexto nacional (Brunnermeier 2009; Adrian y Shin 2009). En un nuevo libro escrito en colaboración con Olivier Jeanne y John Williamson, argumentamos que debería haber un régimen mundial que permita los controles correctivos de capital. Un ejemplo actual de control correctivo de capital podría ser el impuesto de Brasil sobre la compra de acciones en moneda extranjera que se puso en práctica en 2010.

Sin embargo, los controles de capital también pueden usarse para sostener el tipo de cambio subvaluado, como un instrumento de mercantilismo, con efectos de perjuicios en materia comercial. El ejemplo contemporáneo de un país que aplica controles estructurales es el de China, donde los controles de capital juegan un papel en un elaborado régimen para mantener subvaluada la moneda nacional, a los efectos de apoyar una estrategia de crecimiento basado en la exportación. Nuestra opinión es que existe la necesidad de regular estos controles estructurales, sobre todo porque las libertades de los países pequeños se ven perjudicadas por los efectos secundarios de estos controles distorsionadores. Debemos también considerar reglas multilaterales sobre los flujos de capital, incluso dentro del FMI.

## UN ENFOQUE ALTERNATIVO PARA UN RÉGIMEN REGULATORIO INTERNACIONAL

Aunque algunos países pueden actualmente beneficiarse del status quo, un régimen mundial que regule el uso de los controles mejoraría la situación de más países que bajo las circunstancias actuales. ¿Será que la no regulación atrae a algunos Estados pues el status quo les brinda espacio político y libertad? Pero el debate actual parece sugerir que la no regulación podría significar menos espacio político para algunos. Esto es especialmente evidente en el espíritu intelectual de la época pre 2008, que estigmatizó la acción nacional y descoordinada. Por ejemplo, Brasil en 2009 sufrió lo peor de ambos mundos posibles: por temor al estigma, impuso controles débiles, que terminaron siendo inefectivos en la restricción de las entradas, pero que incurrieron en el estigma de todas formas.

**Un punto de arranque para un nuevo régimen sería el reconocimiento de la necesidad de controles correctivos y, al mismo tiempo, la visión de que los controles de capital/tipos de cambio subvaluados son potencialmente un problema tan grande como las entradas de capital y los flujos de capital demasiado ambiciosos.**

Además, la no regulación ha producido abusos en los controles de capital y estos, a su vez, crean externalidades mundiales negativas. Necesitamos regular las entradas de capital a nivel nacional, en especial desde una perspectiva cíclica/prudencial (Ostry et al. 2010), pero no existe consenso en relación a las reglas multilaterales sobre los frenos aceptables sobre los flujos. Un punto de arranque para un nuevo régimen sería el reconocimiento de la necesidad de controles correctivos y, al mismo tiempo, la visión de que los controles de capital/tipos de cambio subvaluados son potencialmente un problema tan grande como las entradas de capital y los flujos de capital demasiado ambiciosos.

Así, las razones para un régimen internacional son:

• Porque puede haber circunstancias en las que las acciones nacionales irrestrictas sean colectivamente perjudiciales.

• Porque la falta de reglas estigmatiza a los países por no acatar cualquiera que sea el conocimiento convencional, que en los años recientes ha favorecido la libre movilidad del capital, y por eso los países que imponen controles de capital a menudo lo hacen como pidiendo disculpas y con un rigor menos que óptimo.

• Porque la falta de una regla no proporciona a los países un indicador de cuál debería ser su objetivo.

• Para intentar persuadir de otra forma a China para que revalúe su tipo de cambio.

## PROPUESTA: SIMETRÍA CON COMERCIO

Desde luego que los detalles completos necesitarían atención pero, en aras del argumento, un régimen de regulaciones de la cuenta de capital podría establecer que es análogo al régimen mundial de comercio. En el comercio, como en la OMC, los países pueden tener protecciones contingentes por una serie de razones, con un compromiso a largo plazo de eliminarlas y remplazarlas por salvaguardias para eventos extraordinarios. Cuando las medidas de un país perjudican a otro, sin embargo, el país afectado puede cuestionar las medidas y convocar a un tribunal según el cual la parte encontrada violando los códigos de conducta fijados tiene que cambiar la medida o enfrentar represalias económicas.

En nuestro libro no encontramos evidencia de que la liberalización de la cuenta de capital sea buena para el crecimiento: por esta razón las regulaciones estructurales del capital deberían ser, en principio, más permisivas que, por ejemplo, aquellas sobre los bienes. Pero, como fue el caso en la OMC, sugerimos que todas las restricciones cuantitativas sobre los flujos de capital se conviertan en medidas basadas en el precio y que haya un "tope" en la cantidad de controles que pueden aplicarse.

Las características principales desde luego serían controles "óptimos" o correctivos que graven las entradas en forma independiente de la duración de la inversión. Este impuesto debería ser:

• diferenciado de acuerdo al tipo de flujo (deuda versus acción, versus divisas, etc.).

• la tasa del impuesto debe estar a un nivel que sea contracíclico: de 0 a 15 por ciento en un modelo calibrado.

Para resumir, los controles correctivos deberían ser basados en el precio, contracíclicos, con una tasa efectiva máxima de 15 por ciento y, crucialmente, con una "excepción estructural" que se negociaría a la baja o se disciplinaría. Este nuevo régimen estaría alojado en el FMI y debería generar la cooperación entre al FMI y la OMC (Mattoo y Subramanian 2008).

El FMI ha podido influir en los países miembros a los que les ha prestado, pero no ha tenido éxito en afectar las políticas económicas en los países que no necesitan su dinero. Además, el FMI carece de un mecanismo vinculante efectivo. A estos problemas se suma la legitimidad erosionada del FMI. El Fondo perdió sus estatus de interlocutor válido en los países emergentes, en particular en Asia, luego de la crisis financiera asiática de 1997 y 1998. En estos países el FMI fue visto como incapaz de proveer dinero suficiente a los países con necesidades al tiempo que imponía a sus préstamos condicionamientos innecesarios que, para muchos, agravaron los efectos de la crisis. La estructura de gobernanza del FMI también está desactualizada, ya que

refleja las decadentes realidades del mundo centrado en el Atlántico de 1945, en lugar de reflejar el surgimiento de Asia en el siglo XXI.

Una posibilidad de avanzar para el FMI y la OMC sería cooperar en temas de tipo de cambio. El FMI continuaría brindando conocimiento técnico experto para calcular el valor de las monedas. Pero, como las monedas subvaluadas tienen consecuencias graves para el comercio mundial, tendría sentido aprovechar el mecanismo de aplicación de la OMC, que es creíble y efectivo. La OMC no desplazaría al FMI; más bien, el acuerdo aprovecharía las ventajas comparativas de cada institución.

## OBJECIONES

Normalmente se plantean algunas objeciones a los controles. Abordaremos cada una de estas objeciones, una a una, y argumentaremos por qué no son buenos argumentos contra el tipo de sistema de gobernanza que estamos proponiendo.

El primer argumento contra los controles es que siempre son distorsionadores. Aquí, debemos distinguir entre controles que podrían crear una distorsión y los que corrigen una distorsión actual. Otra objeción común es que los controles se evaden fácilmente. La evidencia de esto es confusa y la evasión depende mucho del tipo de controles que se apliquen. No obstante, desestigmatizar el uso de controles de capital y, por lo tanto, legitimar su utilización, puede también implicar el fin de algunas formas de evasión. Otra objeción es que los controles tienen costosas consecuencias inesperadas. También aquí la evidencia es confusa. En general, los controles de capital pueden ser una herramienta legítima y no sólo la última opción, tal como fue sugerido por el FMI.

Uno de los pocos argumentos para permitir los instrumentos directos, tales como los controles cuantitativos, es el relacionado con su capacidad de aplicación. Allí donde los regímenes regulatorios son débiles, los instrumentos directos pueden a menudo prevalecer sobre aquellos más refinados.

Un problema que se presenta con la introducción de un régimen regulatorio que elimine gradualmente los controles de capital es lograr inducir la cooperación de la República Popular de China (RPC). Algunos ejemplos sobre cómo abordar este tema podrían extraerse del ámbito de la OMC. Estos incluyen incentivos y amenazas, tanto en el comercio de bienes como de capital.

Los incentivos en el ámbito del comercio podrían tomar la forma de otorgar eventualmente a China la categoría de economía de mercado, lo que lo haría menos vulnerable a la acción unilateral arbitraria – en especial aranceles antidumping – para sus socios comerciales (Messerlin 2004). Hasta el momento, las disciplinas sobre estas acciones son menos estrictas cuando el objetivo no es una economía de mercado.

En el comercio de activos, los incentivos pueden traducirse en asegurar las oportunidades

## REFERENCIAS


Adrian, T. y H.Y. Shin (2009). "Money, Liquidity, and Monetary Policy", Informe de los funcionarios del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, 360. Disponible en: http://www.ny.frb.org/research/ staff_reports/sr360.pdf

Bianchi, J. (2010). "Credit Externalities: Macroeconomic Effects and Policy Implications", American Economic Review: Papers & Proceedings, 100 (mayo de 2010): 398-402.

Brunnermeier, M. (2009). "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008", Journal of Economic Perspectives, 23(1): 77-100, doi: 10.1257/jep.23.1.77.

Jeanne, O. y A. Korinek (2010). "Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Perspective", Documento de discusión CEPR 8015. Disponible en: http://www.cepr.org/pubs/dps/DP8015.asp

Korinek, A. (2009). "Systemic Risk-Taking: Amplification Effects, Externalities, and Regulatory Responses", Documento de trabajo, University of Maryland.

Mattoo, A. y A. Subramanian (2008). "Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization", Documento de trabajo 08-2, Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics. Disponible en: http://www.iie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=871

Messerlin, P.A. (2004). "China in the World Trade Organization: Antidumping and Safeguards", World Bank Economic Review, 18(1): 105-130.

Ostry, J., Ghosh, A., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M. y D. Reinhardt (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls", Nota de posición de los funcionarios del FMI, febrero, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional. Disponible en: http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf

# 11. Las regulaciones de la cuenta de capital y el sistema de comercio

Kevin P. Gallagher

La comunidad mundial ciertamente no ha hecho ningún esfuerzo para coordinar medidas tendientes a regular los flujos de capital. Ante dicha ausencia lo que queda es un régimen sui generis – que incluye tratados comerciales y de inversión, de alcance global, regional o bien bilateral – que podría complicar aun más los esfuerzos de coordinación de las regulaciones de la cuenta de capital en el siglo XXI. Este corto ensayo discute cómo son tratados los flujos de capital en el sistema comercial y subraya las medidas prácticas que podrían adoptar los distintos países para crear el espacio político para poder introducir las RCC en los tratados nuevos y existentes.

La Tabla 1 resume en qué medida se permiten las regulaciones de la cuenta de capital en varios acuerdos comerciales y de inversión.

**Tabla 1: Espacio político para los controles de capital: una comparación**

| Concepto | Flujos | OMC | TBIs/TLCs - EEUU | Otros TBIs/TLCs |
|---|---|---|---|---|
| Controles de capital permitidos | Capital corriente | No | No | No |
| | Entrante | No* | No | Eventualmente |
| | Salidas | No* | No | Eventualmente |
| Provisiones de Salvaguarda | Capital corriente | Si* | No | Si** |
| | Entrante | No | No | Si |
| | Salidas | SI | No | SI |
| Número de países considerados | | 69 | 58 | 69 |
| Esquema de Resolución de disputas | | Estado - Estado | Inversor - Estado | Inversor - Estado |
| Instrumento de ejecución | | Represalias comerciales | Compensación | Compensación |

Fuente: Gallagher 2011

En la órbita de la Organización Mundial del Comercio, si un país se ha comprometido a otorgar acceso al mercado en el comercio transfronterizo de servicios financieros o bien a permitir la inversión extranjera en servicios financieros entonces, a fin de honrar estos compromisos específicos, debe liberalizar su cuenta de capital. Sin embargo, la OMC tiene una excepción prudencial y una excepción para la balanza de pagos, aunque no está claro bajo que circunstancias se aplicarán estas

salvaguardias ni que permitan cualquier tipo de control. En cualquier caso, la mayoría de los países en desarrollo aún no han acordado conceder el acceso en los sectores de servicios financieros. Los países desarrollados, por su parte, consideran dicha la liberalización como determinante para el logro de un nuevo acuerdo de la OMC en virtud de la Ronda de Doha.

Algunos, aunque no todos los Tratados de Libre Comercio (TLC) y los Tratados Bilaterales de Inversión (TBI) también restringen la capacidad de los países desarrollados para aplicar controles de capital. Virtualmente todos los tratados con Estados Unidos exigen el libre flujo del capital hacia y desde Estados Unidos y su socio comercial, sin excepción. En contraste con la OMC, donde al surgir una controversia, ésta debe ser presentada por un Estado (y puede así ser diplomáticamente "investigada"), los TLC permiten a una empresa extranjera presentar directamente una demanda contra un Estado anfitrión por estas medidas. Si el Estado pierde una demanda, éste debe cambiar su política y pagar por los daños a la empresa privada. Se presentó una demanda en virtud del TBI Estados Unidos-Argentina cuando, en la secuela de la crisis financiera, Argentina intentó imponer un impuesto a las salidas que fue considerado equivalente a una "expropiación" (Salacuse 2010).

Sin embargo, mientras los TLC y los TBI con Estados Unidos prohíben estrictamente el uso de regulaciones de la cuenta de capital, los acuerdos con otros importantes países exportadores de capital otorgan una mayor flexibilidad. La mayoría de los TBI y los TLC con Japón, la Unión Europea y Canadá tienen, o bien medidas de salvaguardia según las cuales un país puede continuar con sus regulaciones nacionales relativas a regulaciones de la cuenta de capital, o bien una medida de salvaguardia para evitar y mitigar las crisis financieras. Por ejemplo, los acuerdos Unión Europea-Chile y Canadá-Chile tienen anexos que permiten a Chile aplicar encajes no remunerados (ENRs), mientras que el acuerdo Estados Unidos-Chile no.

Estos ejemplos de flexibilidad entre muchos de los más grandes exportadores del mundo pueden brindar una base y un ejemplo para la reforma global.

## LA ORGANIZACIÓN MUNDIAL DEL COMERCIO

El Acuerdo General sobre Comercio y Servicios (AGCS) es actualmente el único pacto multilateral vinculante que ordena las regulaciones de la cuenta de capital, aunque algunos países pueden gozar de ciertas libertades si los gobiernos no hicieron acuerdos generales en el sector de servicios financieros en la década del noventa. Más específicamente:

• Un miembro está más protegido de un recurso ante la OMC sobre regulaciones de la cuenta de capital si no sometió ninguno de los sectores de servicios financieros a la cobertura del AGCS en ninguna de sus formas.

• Sin embargo, incluso los países que hayan hecho acuerdos generales en los servicios financieros pueden tener – en caso de impugnación – el recurso de varias excepciones. Pero estas [las excepciones], aun no han sido probadas ni tampoco resulta tranquilizador el comportamiento de la OMC en cuestiones semejantes.

• El espacio político para los controles en las transacciones de cuenta corriente se relega al FMI.

El AGCS es parte del Tratado de Marrakech que sirve de marco a varios acuerdos alcanzados al final de las negociaciones de la Ronda Uruguay del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio que creó la OMC. El AGCS brinda un marco general que ordena las políticas "que afectan el comercio de servicio" y establece un compromiso para futuras negociaciones periódicas. El AGCS se divide, por un lado, en una sección sobre "Obligaciones generales", la cual resulta vinculante para todos los Estados miembros. Entre otras se incluyen la obligación de otorgar el tratamiento de nación más favorecida a todos los miembros de la OMC (Artículo II) y algunas disciplinas sobre regulaciones nacionales no discriminatorias que aún no han sido totalmente desarrolladas (Artículo VI).

Por otro lado, el AGCS incluye también una parte que se refiere a "Compromisos específicos" que se aplican sólo en la medida en que los países eligen adoptarlos incluyéndolos en sus planes específicos nacionales. Estos cubren principalmente las disciplinas de Acceso al mercado (Artículo XVI) y Trato nacional (Artículo XVII) (Raghavan 2009).

Varios anexos cubren reglas para sectores específicos: los Anexos sobre Servicios Financieros son de particular relevancia para las regulaciones de la cuenta de capital. El comercio de servicios ocurre a través de cuatro 'modos' de servicios discutidos en general en el AGCS: Modo 1 (suministro transfronterizo), Modo 2 (consumo en el extranjero), Modo 3 (presencia comercial) y Modo 4 (movimiento de personas físicas). Con respecto a las regulaciones de la cuenta de capital, los modos 1 y 3 son los más importantes:

**Cuadro1: Definiciones relevanles en el ACCS**

**Modo 1: Suministro tranfronterizado** cubre flujos de servicios desde el territorio de un Miembro hacia el territorio de otro Miembro (por ejemplo, servicios bancarios de arquitectura, etc., transmitidos mediante telecormmicaciones o correo).

**Modo 3: Presencia comercial** ocurre cuando el usuario de un servicio financiero está inmóvil y el proveedor es móvil, lo que implica que el proveedor del servicio financiero de un Miembro de la OMC establece una presencia territorial, posiblemente mediante la propiedad o el arrendamierto en el territorio de otro Miembro para brindar un servicio financiero (por ejemplo, subsidiarias de bancos extranjeros en un territorio nacional).

Los analistas del FMI han descubierto que cerca de 16 países tienen importantes compromisos del Modo 1 en servicios financieros, mientras que alrededor de 50 tienen importantes compromisos de los Modos 2 y 3 para el sector – esto incluye a la mayoría de los países de la OCDE. (Valckx 2002, Kireyev 2002.) El FMI ha explicado cómo los compromisos de los Modos 1 y 3 pueden impactar la cuenta de capital y las regulaciones relacionadas:

**Cuadro 2: La liberalización de la cuenta de capital y los compromisos del ACCS**

Los miembros de la OMC deben permitir los movimientos de capital transfronterizos (al interior y al exterior) si son parte esencial de un servicio por el que han hecho compromisos de liberazión relativos a sus suministros transfronterizos (sin establecimientos). Por ejemplo, las transacciones internacionales de capital son parte integral de la aceptación de depósitos de, o del otorgamiento de préstamos a, no residentes (Modo 1). Las transacciones internacionales de capital son además usualemente asociadas a servicios financieros, tales como el comercio de acciones a nombre de un cliente que reside en otro país. El establecimiento de una presencia comercial (Modo 3) en un país anfitrión por parte de un proveedor de servicios involucra tanto el comercio de servicios como las transacciones internacionales de capital. Al permitir el establecimiento de una presencia comercial, los miembros de la OMC deben permitir transferencias de capital interir (pero no al exterior) relacionadas con el suministro del servicio acordado.

Fuente: FMI 2010

Como es lógico, si un país no ha hecho ningún compromiso, entonces se halla libre para utilizar algunas o todas aquellas regulaciones que crea convenientes. Cuando un país ha hecho compromisos debe hacerse una distinción con respecto a servicios financieros y flujos de capital. En virtud del AGCS, los países liberalizan ciertos tipos específicos de servicios financieros, tales como la banca, los valores, los seguros y demás. Como se ha dicho, si un país ha hecho un compromiso en un sector particular y las regulaciones de la cuenta de capital restringen la capacidad de los miembros de la OMC para realizar movimientos vinculados al servicio financiero en particular, entonces aquellos países pueden presentarse ante la OMC en virtud del mecanismo de resolución de controversias (OMC 2010).

Los miembros de la OMC recurren a los procedimientos obligatorios de solución de controversias, donde pueden impugnarse las violaciones a los compromisos del AGCS y autorizarse sanciones en represalia o pagos como compensación. El proceso para las disputas es una resolución de controversias "Estado contra Estado", en el que una parte tiene que demostrar el daño de una política particular a su Gobierno y éste decide si entra o no a una controversia en nombre la parte afectada. Dicha controversia se lleva a adelante en la OMC, con el gobierno de la "defensa" representando a la parte que originó la disputa.

Si se descubre que las regulaciones de la cuenta de capital de un país violan sus compromisos con el AGCS, éste puede invocar una o más excepciones incluidas en el texto del AGCS. Una primera opción sería proclamar que las medidas fueron tomadas por razones prudenciales, en virtud del Artículo 2(a) del Anexo sobre Servicios Financieros. Esta excepción dice:

**Cuadro 3: La excepción prudencial en el AGCS**

Sin perjuicio de las demás disposiciones del Acuerdo, un Miembro no estará impedido de adoptar medidas por motivos prudenciales, entre ellos la protección de inversionistas, depositantes, tenedores de pólizas o personas de cuya obligación fiduciaria esté a cargo an proveedor de servicios financieros, o para garantizar la integridad y la estabilidad del sistema financiero. Cuando estas medidas no se ajusten a las disposiciones del Acuerdo, no se utilizarán como un medio para eludir los compromisos u obligaciones del Miembro en virtud del Acuerdo.

Fuente: IMF 2010

Los controles a las entradas, como los encajes no remunerados o los impuestos a las entradas, pueden ser presentados como de naturaleza prudencial, en especial dado el nuevo informe del FMI analizado antes. Sin embargo, algunos consideran que la sentencia que establece que las medidas prudenciales "no se utilizarán como un medio de evasión de los compromisos u obligaciones del miembro en virtud del Acuerdo" se auto-anula y, por lo tanto, resulta de utilidad limitada (Tucker y Wallach 2009; Raghavan 2009). Otros, sin embargo, no ven la medida como inductiva sino más bien "como un medio para descubrir medidas oportunistas y proteccionistas ocultas, disfrazadas de prudenciales" (Van Aaken y Kurtz 2009). Otros incluso afirman que, en contraste con otras partes del AGCS que exigen a un país anfitrión defender la "necesidad" de la medida, no hay una prueba de necesidad para las excepciones prudenciales en el AGCS. Podría decirse que esto da a los países más espacio para aplicar controles. De hecho, Argentina perdió los casos relacionados a los controles en virtud de los TBI porque no pasó esa "prueba de necesidad". Los países han pedido que la OMC informe qué está y qué no está cubierto por la excepción prudencial, pero ese pedido ha caído en oídos sordos (Cornford 2004). Y a partir de este escrito, la excepción prudencial no ha sido probada.

Si se descubriera que las regulaciones de la cuenta de capital de un país violan sus compromisos con el AGCS en servicios financieros, éste podría también invocar el Artículo XII "Restricciones para proteger la balanza de pagos". El párrafo 1 del Artículo XII establece:

**Cuadro 4: Excepción para Ia balanza de pagos en el AGCS**

En caso de dificultades graves de la balanza de pagos y del financiamiento extemo o amenazas de ello, un Miembro podría adoptar o mantener restricciones sabre el comercio de servicios por los que haya asumido compromisos específicos, incluyendo sobre pagos o transferencias por transacciones relacionadas con estos compromisos. Se reconoce qua las presiones sabre la balanza de pagos de un Miembro en el proceso de desarrollo económico o transición económica podría necesitar el uso de restricciones para asegurar, entre otras cosas, el mantenimiento de un nivel adecuado de reservas financieras para la aplicación de un programa de desarrollo económico o de transición ecónomica.

El párrafo siguiente especifica que esas medidas pueden ser aplicadas siempre que no discriminen entre otros miembros de la OMC, sean consistentes con los artículos del FMI (los que corresponden sólo a los controles de la cuenta de capital), "eviten el daño innecesario" a otros miembros, "no excedan lo necesario" para enfrentar el problema de la balanza de pagos y sean temporarios y eliminados en forma progresiva.

Puede ser muy difícil para el control de capital cumplir con todas estas condiciones, en especial los obstáculos que se refieren a la noción de "necesidad", un concepto escurridizo en la ley comercial que ha sido difícil de probar para los países. Además, se ha expresado preocupación acerca de hasta qué punto la excepción de la balanza de pagos otorga a los países el espacio político para restricciones sobre las entradas de capital, que sean de carácter más preventivo y puedan producirse antes de que existan dificultades "graves" en la balanza de pagos (Hagan 2000). Si un país elige usar esta derogación, el país debe notificarlo al Comité de Restricciones por Balanza de Pagos de la OMC.

## TLC y TBI

Los TBI y TLC con Estados Unidos no permiten restricciones sobre las entradas o las salidas de capital. Si un país restringe dichos flujos, entonces puede ser objeto de un arbitraje inversor-Estado, de acuerdo al cual el Gobierno del Estado anfitrión pagaría por los "daños" correspondientes al inversor extranjero. Los TBI y TLC de los principales exportadores de capital, tales como los negociados por Canadá, China, Japón y la UE, o se asientan sobre la legislación del país anfitrión (por lo tanto, permitiéndolas), o bien permiten salvaguardias temporales sobre las entradas y las salidas para evitar o mitigar las crisis financieras. Estados Unidos no tiene ninguna medida de este tipo. Sin embargo, un puñado de TLC ha permitido recientemente un período de gracia, según el cual los inversores no pueden presentar reclamos contra el Estado anfitrión hasta después que haya pasado la crisis.

## Controles de capital en los tratados estadounidenses

En contraste con los tratados de muchos otros países industrializados, el formato de los tratados comerciales y de inversión de Estados Unidos no otorga la adecuada flexibilidad a fin de que la contraparte puede hacer uso de las regulaciones y así evitar (o bien mitigar los efectos de) las crisis financieras (Gallagher 2011). En su concepción, los tratados estadounidenses ven las restricciones sobre el movimiento del capital como una violación a sus términos, mismo que los movimientos sean de corto plazo y de carácter especulativo. Las salvaguardias en los tratados estadounidenses no pretenden cubrir ningún tipo de regulación.

Los tratados comerciales y de inversión estadounidenses consideran explícitamente las regulaciones de la cuenta de capital como medidas que pueden recurrirse y, así, accionar reclamos inversor-Estado. Las disposiciones de transferencias en los capítulos de inversión de los tratados de comercio, o en los TBI independientes, requieren que el capital pueda circular entre los socios comerciales "en forma libre y sin demoras". Esto se refuerza en los capítulos sobre servicios financieros de los tratados comerciales, que a menudo establecen que no se permite a los países imponer "limitaciones sobre el valor total de las transacciones o los activos en forma de cuotas numéricas" transfronterizas.

En los capítulos sobre servicios financieros de los tratados comerciales y en los TBI estadounidenses, usualmente hay una sección sobre "excepciones". Una excepción informalmente llamada "excepción prudencial", normalmente tiene un lenguaje similar al siguiente, extraído del tratado comercial Estados Unidos-Perú:

**Cuadro 5: La excepción prudencial para Estados Unidos**

Capítulo sobre servicios financieros: Artículo 12.10: Excepciones
1. No obstante las demás disposiciones de este Capítulo o de los Capítulos Diez (Inversión), Catorce (Telecomunicaciones) o Quince (Comercio Electrónico), incluidos específicamente los Articulos 14.16 (Relación con otros Capítulos) y 11.1 (Alcance y Cobertura) con respecto al suministro de servicios financieros en el territorio de una Parte por una inversión cubierta, una Parte no estará impedida de adoptar o mantener medidas per motivos prudenciales, 4 incluyendo la protección de inversionistas, depositantes, tenedores de pólizas o personas con Ias que una institución financiera o un proveedor transfronterizo de servicios financieros tenga contraída una obligación fiduciaria, o para garantizar la integridad y estabilidad del sistema financiero. Cuando tales medidas no sean conformes con las disposiciones de este Acuerdo señaladas en este párrafo, ellas no se utilizarán como medio, de eludir los compromisos u obligaciones contraídos por la Parte de conformidad con dichas disposiciones.

Las regulaciones de la cuenta de capital no se ven como permitidas de acuerdo a esta excepción. Esto fue comunicado por el representante comercial de Estados Unidos y, en una declaración de 2003, por el subsecretario del Tesoro para asuntos internacionales del Congreso de Estados Unidos, así como reiterado en una carta reciente del secretario del Tesoro de Estados Unidos, Timothy Geithner, en respuesta a una carta firmada por más de 250 economistas, pidiendo que Estados Unidos reforme sus tratados (ver Taylor 2003; Geithner, 2011). En general esto sucede porque la expresión "razones prudenciales" es interpretada usualmente de forma reducida, relacionándola con la institución financiera a nivel micro. También se expresaron preocupaciones en cuanto a que al último párrafo se "auto-anule", haciendo que muchas medidas no estén permitidas.

La excepción prudencial en los capítulos de servicios o en los TBI está normalmente seguida por una excepción para la política cambiaria que a menudo dice algo como (por usar nuevamente el tratado comercial Estados Unidos-Perú):

**Cuadro 6: ¿Más excepciones en los TLC de Estados Unidos?**

Ninguna disposición en este Capítulo o en los Capítulos Diez (Inversión), Catorce (Telecomunicaciones) o Quince (Comercio Electrónico), incluyendo específicamente los Artículos 14.16 (Relación con Otros Capítulos) y 11.1 (Alcance y Cobertura) con respecto al suministro de servicios financieros en el territorio de una Parte por una inversión cubierta, se aplica a las medidas no discriminatorias de carácter general adoptadas por cualquier entidad pública en cumplimiento de políticas monetarias y políticas conexas de crédito o cambiarias. Este parrafo no afectará a las obligaciones de una Parse de confonnidad con el Articulo 10.9 (Requisitos de Desempeño) con respecto a las medidas cubiertas por el Capítulo 10 (Inversión) o bajo el Artículo 10.8 (Transferencias) ó 11.10 (Pagos y Transferencias).

Esta segunda excepción podría verse como brindando a los países la flexibilidad para buscar la necesaria política monetaria y de tipo de cambio (de las que son parte las regulaciones de la cuenta de capital). Pero la última frase de este párrafo excluye específicamente a las transferencias.

Estas disposiciones fueron muy controvertidas en los tratados comerciales Estados Unidos-Chile y Estados Unidos-Singapur a inicios de la primer década del 2000. Los socios comerciales de Estados Unidos han pedido repetidamente salvaguardias que incluyeran regulaciones de la cuenta de capital, pero Estados Unidos ha negado esta solicitud (Vandevelde 2008). En unas pocas instancias, los negociadores estadounidenses ofrecen anexos especiales que permiten a los socios comerciales de Estados Unidos recibir un período de gracia extendido, antes de que puedan presentarse reclamos inversor-Estado con respecto a las regulaciones de la cuenta de capital, así como límites sobre los daños relacionados a determinados tipos de controles.

Estos anexos aún son inadecuados al comienzo de la crisis financiera por al menos cuatro razones. Primero, los anexos aún permiten reclamos inversor-Estado relativos a las regulaciones de la cuenta de capital – sólo exigen a los inversores retrasar los reclamos por compensación. Un inversor tiene que esperar un año para presentar un reclamo relativo a regulaciones de la cuenta de capital para evitar y mitigar crisis, pero este reclamo puede ser por una medida tomada durante el año de negociaciones. La perspectiva de estos casos inversor-Estado podría desalentar el uso de controles que podrían beneficiar la estabilidad financiera.

Segundo, muchos otros tratados nacionales permiten las regulaciones de la cuenta de capital. De hecho, el TLC Canadá-Chile, el TLC Unión Europea-Corea, el TBI Japón-Perú y el TBI Japón-Corea (por mencionar sólo algunos), todos brindan mayor flexibilidad para las regulaciones de la cuenta de capital. Esto incentiva a los países a aplicar controles de forma discriminadora (aplicando controles sobre los inversores europeos pero no sobre los inversores de Estados Unidos).

Tercero, el FMI ha expresado preocupación de que las restricciones sobre la cuenta de capital en los acuerdos estadounidenses, incluso aquellos con anexos especiales, lo cual llevaría a que estos (TLCs) entren en conflicto con el FMI quien recomienda la utilización de controles  bajo determinados circunstancias, como ha hecho en Islandia y muchos otros países. Finalmente, el procedimiento de resolución de controversias incluido en los TLC Estados Unidos-Chile y Estados Unidos-Singapur no se convirtió en la característica normal de los acuerdos estadounidenses. No lo es en el Tratado de Libre Comercio entre Centroamérica y Estados Unidos de América ni en el recientemente ratificado TLC Estados Unidos-Corea.

## Regulaciones de la cuenta de capital, TBI y TLC para los principales exportadores de capital

La UE, Japón, Canadá y, cada vez más, China son los principales exportadores de capital. Cada uno de estos exportadores de capital tiene varios TBI y TLC con países alrededor del mundo. En términos generales, los TBI de estos países tienen las mismas características encontradas en los TBI estadounidenses. Sin embargo, en el caso del uso de las regulaciones de la cuenta de capital para evitar y mitigar las crisis, los TBI y disposiciones de inversión de todos los TBI y TLC de estos exportadores, o bien contienen una amplia excepción de salvaguardia temporal para la "balanza de pagos", o bien una excepción de "entrada controlada" que permite a un país aplicar sus leyes nacionales relativas a las regulaciones de la cuenta de capital.

Se pueden encontrar ejemplos de enfoques de balanza de pagos en los TLC UE-Sudáfrica y UE-México (hay que recordar que México negoció esta disposición en el TLCAN), el TBI Japón-Corea del Sur y el acuerdo de la ASEAN. El TBI Corea-Japón tiene un lenguaje que claramente permite restricciones tanto sobre las entradas comosobre las salidas, probablemente inspirado en la crisis de 1997. El TBI establece:

**Cuadro 7: La excepción en el TBI Corea-Japón**

a. en el caso de dificultades graves de la balanza de pagos y del financiamiento externo o amenazas de ello; o
b. en casos en los que, en circunstancias excepcionales, los movimientos de capital ocasionen o amenacen con ocasionar dificultades graves a la gestión macroeconómica, en particular, a las políticas monetarias o de tipo de cambio

Fuente: Salacuse 2010, 268.

La "entrada controlada" es otra forma en que son los exportadores de capital tratan las regulaciones en los TLC y los TBI, la cual remite a las leyes nacionales relativas a las regulaciones de la cuenta de capital.

Los TLC de Canadá y la UE con Chile y Colombia tienen cada uno una salvaguardia de balanza de pagos y un aplazamiento de entrada controlada. Como ejemplo de entrada controlada, el capítulo de inversión del TLC entre Canadá y Colombia tiene un anexo que dice "Colombia se reserva el derecho de mantener o adoptar medidas para mantener o preservar la estabilidad de su moneda, de acuerdo con la legislación nacional colombiana", y enumera leyes y resoluciones específicas colombianas que se refieren a las regulaciones de la cuenta de capital.

También se encuentran disposiciones de entrada controlada en los TBI. La UE no firma demasiados TBI como bloque, pero los países lo hacen en forma individual. El TBI China-Alemania establece que las transferencias deben cumplir con las leyes chinas sobre controles cambiarios (Anderson 2009). En el caso de China, este país tiene que aprobar todas las entradas y salidas de capital de corto plazo (ver Zhang en este conjunto de trabajos).

Curiosamente, los TBI de los miembros de la UE varían mucho. Algunos, como los TBI China-Alemania y Reino Unido-Bangladesh, permiten a un país remitirse a sus propias leyes que ordenan las regulaciones de la cuenta de capital. Por otro lado, Suecia y Austria tenían TBI estilo Estados Unidos sin ninguna excepción. Sin embargo, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) dictaminó en 2009 que los TBI de Suecia y Austria con varios países en desarrollo violaban sus obligaciones con el tratados de la UE. Mientras que el tratado de la UE exige a sus miembros permitir las transferencias libres, también permite a sus miembros tener excepciones. El Tribunal encontró que los tratados de Suecia y de Austria eran incompatibles con el tratado de la UE y que estos tratados necesitarían ser renegociados para incluir excepciones en las disposiciones de transferencias (Salacuse 2010). En 2011, la UE ordenó a sus miembros renegociar sus TBI con los países en desarrollo. La razón predominante para su deseo de renegociar fue una reciente decisión del TJUE en relación a las cláusulas de libre transferencia de capital incluidas en muchos TBI de los Estados miembros de la UE. De hecho, el TJUE concluyó que estas cláusulas

contradicen la ley de la UE y deben ser renegociadas. La decisión se basa en el hecho de que el tratado de la UE, mientras exige la libre transferencia de capital, también brinda la posibilidad de regularla y restringirla si la situación económica lo exige.

## OPCIONES DE REFORMA

La reforma de los tratados a fin de otorgar a los países en forma individual y a la comunidad internacional el espacio político para aplicar regulaciones a la cuenta de capital, para evitar y mitigar crisis financieras, es verdaderamente simple a nivel técnico, pero bastante difícil a nivel político. El Cuadro 8 destaca las medidas técnicas que podrían incluirse en tratados futuros o existentes para que permitan a las naciones y a la comunidad internacional aplicar y coordinar regulaciones de la cuenta de capital con el fin de manejar los flujos mundiales de capital, como forma de mejorar la estabilidad financiera y el desarrollo económico.

**Cuadro 8: Reforma de los tratados comerciales y de inversión para la regulación de la cuenta de capital**

**A nivel nacional**

a. Redactar y aprobar una ley o resolución que permita a las autoridades financieras nacionales poner en práctica regulaciones de la cuenta de capital durate períodos de inestabilidad financiera prevista o real.

**OMC**

b. Analizar de romo crítica los beneficios de "cotizar" el comercio transfronterizo de servicios financieros (Modo 1) o la presencia comercial de servicios extranjeros (Modo 3) en virtud de los compromisos del AGCS.

c. Si un país elige celebrar compromisos del Modo 1 y del Modo 3, opta por "limitar" esta liberalización con excepción de las leyes nacicmales relativas a las regulaciones de la cuenta capital.

d. Si un país tiene compromisos vigentes para liberalizar su sector financiero mediante el Modo 1 o el Modo 2, busca aclarar el lenguaje en virtud de las excepciones del AGCS.

**TLC/TBI**

e. Eliminar las obligaciones de deuda de corto plazo y las inversiones de cartera de la lista de inversiones cubiertas en los tratados.

f. Crear anexos de 'entrada controlada' en los TBI y T LC que brinden excepción total para cuando un país aplica una ley nacional relacionada con regulaciones de la cuenta de capital.

g. Diseñar una excepción para la balanza de pagos que cubra tanto las entradas como las salidas, similar a las disposiciones que se encuentran en el TBI Jepón -Corea del Sur.

h. Aclarar que las excepciones de Seguridad Esencial cubren las crisis financieras y que las medidas lorradas por los países anfitriones son de carácter discrecional.

i. Recurrir a un proceso de resolución de controversias de Estado contra Estado para reclamos relaci.ados a crisis financieras, en forma análoga a la OMC y a los demás capítulos en la mayoría de los TLC.

j. Si un país tiene un TLC o un TBI vigente que no permite las regulaciones de la cuenta de capital, buscar negociar notas interpretativas que aclaren las excepciones existentes en estos tratados.

## REFERENCIAS


Anderson, Sarah (2009). Policy Handcuffs in the Financial Crisis. How U.S. Trade and Investment Policies Limit Government Power to Control Capital Flows, Washington, D.C.: Institute for Policy Studies.

Cornford, Andrew (2004). "The WTO Negotiations on Financial Services: Current Issues and Future Directions", en Documento de discusión de la UNCTAD, editado por la Conferencia sobre Comercio y Desarrollo de las Naciones Unidas, Ginebra.

Fondo Monetario Internacional (2010). Nota de referencia sobre comercio y servicios financieros, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Gallagher, Kevin P. (2011). "Losing Control: Policy Space for Capital Controls in Trade and Investment Agreements", Development Policy Review, 29(4): 387-413.

Geithner, Timothy (2011). Letter to Economists Regarding Trade Treaties and Capital Controls, U.S. Department of Treasury: Economists Issue Statement on Capital Controls and Trade Treaties, 11 de enero. Disponible en: http://www.ase.tufts.edu/gdae/policy_research/CapCtrlsLetter.html.

Hagan, Sean (2000). "Transfer of Funds", UNCTAD Series on International Investment Agreements, Nueva York y Ginebra: Conferencia sobre Comercio y Desarrollo de las Naciones Unidas (2009).

Kireyev, Alexei (2002). "Liberalization of Trade in Financial Services and Financial Sector: Stability Analytical Approach", en Documento de trabajo del FMI N° 02/138, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Organización Mundial del Comercio (OMC) (2010). Financial Services: Background Note by the Secretariat, S/C/W/312/S/FIN/W/73, Ginebra: Organización Mundial del Comercio. Raghavan, Chakravarthi (2009), "Financial Services, the WTO, and Initiatives for Global Financial Reform", en Documento de discusión del G24, Nueva York: Naciones Unidas.

Salacuse, Jeswald (2010). The Law of Investment Treaties, Oxford: Oxford University Press.

Taylor, John (2003). Under Secretary of Treasury for International Affairs John Taylor Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, 1 de abril, comunicación escrita. Disponible en: http://www.stanford.edu/~johntayl/taylorspeeches/Financial%20Services%20and%20Capital%20Transfer%20Provisions%20(1%20Apr%2003).doc

Tucker T. y Wallach L. (2009). No Meaningful Safeguards for Prudential Measures in World Trade Organization's Financial Service Deregulation Agreements, Washington, D.C.: Public Citizen.

Van Aaken, Anne y Jurgen Kurtz (2009). "Prudence or Discrimination?... Challenges Ahead in International Economic Law", Journal of International Economic Law, 12(1): 3-15.

Valckx, Nico (2002). "WTO Financial Services Commitments: Determinants and Impact on Financial Stability". En Documento de trabajo del FMI WP/02/214. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Vandevelde, Kenneth (2008). U.S. International Investment Agreements, Oxford: Oxford University Press.

# Integrantes del Grupo de Trabajo

**Amar Bhattacharya**
**Director, Grupo Intergubernamental de los Veinticuatro para Asuntos Monetarios Internacionales y Desarrollo (G24)**
Amar Bhattacharya es director del Grupo de los 24. El Grupo Intergubernamental de los Veinticuatro para Asuntos Monetarios Internacionales y Desarrollo (G24) se estableció en 1971 con el objetivo de ayudar a articular y apoyar la posición de los países en desarrollo en las discusiones del Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y otros foros relevantes. Antes de ocupar su posición actual, Bhattacharya desarrolló una extensa carrera en el Banco Mundial. Su último cargo fue el de asesor principal y jefe del Grupo de Política Internacional y Asociación en la Red sobre Reducción de la Pobreza y Gestión Económica del Banco Mundial. En este cargo, fue el punto focal para el relacionamiento del Banco con agrupaciones e instituciones internacionales clave, tales como el G7/G8, el G20, el Fondo Monetario Internacional, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y el Secretariado de la Commonwealth. Bhattacharya ha mantenido un extenso involucramiento con los temas de gobernanza mundial y reforma del sistema financiero internacional así como de la arquitectura de la ayuda.

**Mark Blyth**
**Profesor de economía política internacional, Brown University**
Mark Blyth investiga cómo la incertidumbre y la aleatoriedad impactan en los sistemas económicos y cómo las ideas que tenemos acerca de cómo estos sistemas funcionan son, en sí mismas, causalmente importantes dentro de ellos. Fue integrante de la Comisión anglo-alemana Warwick sobre reforma financiera internacional que defendió la regulación macroprudencial poscrisis. Es el autor de varios libros, incluyendo Great Transformations: Economic Ideas and Institutional Change in the Twentieth Century (Grandes transformaciones: ideas económicas y cambio institucional en el siglo XXI) (Cambridge University Press, 2002), y más recientemente, Austerity: The History of a Dangerous Idea (Austeridad: la historia de una idea peligrosa) (Oxford University Press, 2012) que se pregunta sobre el retorno a la prominencia de la ortodoxia financiera luego de la crisis financiera mundial.

**Leonardo Burlamaqui**
**Responsable de programa, Fundación Ford y profesor asociado de economía, Universidad del Estado de Río de Janeiro**
Leonardo Burlamaqui ha escrito y publicado en forma extensa sobre innovación y competencia, gobernanza del conocimiento, economía del desarrollo, derechos de

propiedad intelectual, globalización y cambio institucional y economía política del comercio y las finanzas mundiales. Sus publicaciones recientes incluyen "Intellectual Property, Innovation and Development (Propiedad intelectual, innovación y desarrollo)", publicado en la Revista de Economía Política de Brasil (otoño de 2010), y el ensayo "Governing Finance and Knowledge (Gobierno de las finanzas y el conocimiento)", publicado en el número especial de la Revista Homo Oeconomicos, "Schumpeter for Our Time (Schumpeter para nuestro tiempo)" (primavera de 2010). Sus próximas publicaciones incluyen el capítulo "From Intellectual Property to Knowledge Governance (De la propiedad intelectual a la gobernanza del conocimiento)" (con Mario Cimoli), en J. Stiglitz et al. (eds.): Intellectual Property Rights: Legal and Economic Challenges for Development (Derechos de propiedad intelectual: desafíos legales y económicos para el desarrollo) (Oxford University Press, 2011), y "Knowledge Governance: An Analytical Perspective and Its Policy Implications (La gobernanza del conocimiento: una perspectiva analítica y sus implicaciones políticas)" a publicarse en Burlamaqui, L., Castro, A.C. y Kattel, R. (eds.): Knowledge Governance: Reasserting the Public Interest (La gobernanza del conocimiento: reafirmación del interés público) (Anthem Press, 2012).

**Gerald Epstein**
**Profesor de economía y codirector fundador del Political Economy Research Institute (Instituto de investigación de economía política, PERI) de la Universidad de Massachusetts, Amherst**
Gerald Epstein ha escrito artículos sobre diversos temas, incluyendo regulación financiera, enfoques alternativos para la banca central para la generación de empleo y la reducción de la pobreza, y gestión de la cuenta de capital y flujos de capital. También ha trabajado con varias organizaciones de Naciones Unidas. Algunos de sus trabajos recientes incluye "Avoiding Group Think and Conflicts of Interest: Widening the Circle of Central Bank Advice (Evitar el pensamiento de grupo y el conflicto de intereses: la ampliación del círculo de asesoramiento del Banco Central)" with Jessica Carrick-Hagenbarth, en Central Banking (Banca central), mayo de 2011 y Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives (Más allá de la meta de inflación: el análisis de los impactos y las alternativas políticas) (Elgar Press, 2009), coeditado con Erinc Yeldan. El profesor Epstein es además cocoordinador de SAFER, un grupo de economistas y otros analistas que trabajan por la reestructura y reforma financiera.

**Kevin P. Gallagher**
**Profesor asociado de relaciones internacionales y miembro del cuerpo docente, Centro Frederick S. Pardee para el estudio del futuro a más largo plazo, Universidad de Boston**
Kevin Gallagher es el autor de The Dragon in the Room: China and the Future of Latin American Industrialization (El dragón en la sala: China y el futuro de la industrialización latinoamericana) (con Roberto Porzecanski), The Enclave Economy: Foreign

Investment and Sustainable Development in Mexico's Silicon Valley (La economía enclave: inversión extranjera y desarrollo sustentable en el Silicon Valley de México) (con Lyuba Zarsky), y Free Trade and the Environment: Mexico, NAFTA, and Beyond (Libre comercio y medioambiente: México, el TLCAN y más allá). Ha sido editor o coeditor de una serie de libros, incluyendo Putting Development First: The Importance of Policy Space in the WTO and IFIs (Colocar el desarrollo en primer lugar: la importancia del espacio político en la OMC y las IFIs) y Rethinking Foreign Investment for Development: Lessons from Latin America (Repensar la inversión extranjera para el desarrollo: las lecciones de América Latina). El profesor Gallagher es además investigador asociado en el Instituto de Desarrollo Mundial y Medioambiente en la Universidad Tufts. En 2009 trabajó en el Comité Asesor sobre Política Económica Internacional del Departamento de Estado de Estados Unidos.

**Ilene Grabel**
**Profesora, Escuela Josef Korbel de Estudios Internacionales de la Universidad de Denver**
Ilene Grabel ha sido investigadora académica en el Instituto de Investigación de Economía Política de la universidad de Massachusetts desde 2007 y profesora del Programa Avanzado de Replanteamiento de la Economía del Desarrollo, de la Universidad de Cambridge, desde su fundación. Ha trabajado como consultora para el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo/Centro Internacional de la Pobreza, la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo/G24, la Universidad de las Naciones Unidas-Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo (UNU WIDER), y con Action-Aid y la coalición de ONGs, New Rules for Global Finance (Nuevas reglas para las finanzas mundiales). Ha publicado en forma extensa sobre política financiera y crisis, la economía política de los flujos internacionales de capital hacia el mundo en desarrollo, la relación entre la liberalización financiera y el rendimiento macroeconómico en los países en desarrollo, la banca central, los regímenes de tipo de cambio, la economía política de las remesas y, más recientemente, sobre la normalización de los controles de capital y el efecto de la crisis financiera mundial sobre el espacio político para el desarrollo. La profesora Grabel es coautora (con Ha-Joon Chang) de Reclaiming Development: An Alternative Policy Manual (Reivindicar el desarrollo: un manual político alternativo) (Zed Books, 2004). Grabel publica también en el blog TripleCrisis (www.triplecrisis.com).

**Stephany Griffith-Jones**
**Directora del Programa de Mercados Financieros en la Iniciativa para el Diálogo Político de la Universidad de Columbia**
Stephany Griffith-Jones es integrante de la Comisión Warwick sobre Regulación Financiera y formó parte del cuerpo docente del Instituto de Estudios del Desarrollo. Ha publicado en forma extensa sobre el sistema financiero internacional y su reforma. Sus intereses de investigación incluyen los flujos mundiales de capital, con referencia

especial a los flujos hacia los mercados emergentes, la gestión macroeconómica de los flujos de capital en América Latina, Europa Oriental y África Subsahariana, las propuestas de medidas internacionales para reducir la volatilidad de los flujos de capital y reducir la probabilidad de las crisis monetarias, el análisis de los mercados nacionales e internacionales y las propuestas para la reforma financiera internacional.

**Rakesh Mohan**
**Profesor de práctica de economía y finanzas internacionales en la Escuela de Administración y catedrático del Instituto Jackson para Asuntos Mundiales de la Universidad de Yale**
Rakesh Mohan es director del Comité Nacional de Políticas de Desarrollo del Transporte del Gobierno de India, con rango de ministro de Estado, subdirector (no ejecutivo) del Instituto Indio para los Asentamientos Humanos y asesor principal del Instituto Mundial McKinsey, MCKinsey and Company. También es investigador principal no residente de la Universidad de Stanford. Ha investigado en forma extensa en las áreas de las reformas económicas y la liberalización, la economía industrial, la economía urbana, los estudios de infraestructura, la regulación económica, la política cambiaria y el sector financiero. Fue secretario del Ministerio de Economía indio y además vicepresidente del Banco de Reservas de India entre 2002 y 2009. En esa calidad copresidió el Grupo de Trabajo del G20 "Mejorar la regulación sólida y fortalecer la transparencia" (2009), y el Grupo de Trabajo sobre flujos de capital del Comité sobre el Sistema Financiero Mundial (CGFS) (2008-2009). Es el autor de Monetary Policy in a Globalized Economy: A Practitioner's View (La política cambiaria en una economía globalizada: el punto de vista de un profesional) (Oxford University Press, 2009), que se enfoca en los temas relativos a la evolución de la banca y las finanzas, el comportamiento de la política cambiaria, la gestión del sector financiero y el papel de la banca central. Su último libro es Growth with Financial Stability: Central Banking in an Emerging Market (Crecimiento con estabilidad financiera: la banca central en un mercado emergente (Oxford University Press, 2011).

**José Antonio Ocampo**
**Profesor, director del Programa de Desarrollo Económico y Político en la Escuela de Asuntos Internacionales y Públicos y miembro del Comité sobre Pensamiento Global de la Universidad de Columbia**
José Antonio Ocampo ha ocupado varios cargos en las Naciones Unidas y en su país natal, Colombia, incluyendo el de subsecretario general de Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales, secretario ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) de las Naciones Unidas y ministro de economía de Colombia. Ha recibido muchos reconocimientos distinguidos, incluyendo el Premio Leontief al Avance de las Fronteras del Pensamiento Económico, en 2008, y el Premio Nacional de Ciencias Alejandro Ángel Escobar de Colombia, en 1988. Ha publicado en forma extensa y sus últimos libros incluyen Growth and Policy in Developing Countries: A Structuralist Approach (Crecimiento y política en los países en desarrollo:

un enfoque estructuralista), con Lance Taylor y Codrina Rada (2009) y Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis (Es tiempo de una mano visible: lecciones de la crisis financiera mundial de 2008), editado con Stephany Griffith-Jones y Joseph E. Stiglitz (2010).

**Dani Rodrik**
**Profesor Rafiq Hariri de Política Económica Internacional en la Escuela de Gobierno John F. Kennedy de la Universidad de Harvard**
Dani Rodrik ha publicado en forma extensa en las áreas de economía internacional, desarrollo económico y economía política. Recibió el primer Premio Albert O. Hirschman del Consejo de Investigación de Ciencias Sociales en 2007. También ha recibido el Premio Leontief para Avanzar las Fronteras del Pensamiento Económico, doctorados honoríficos de la Universidad de Antwerp y la Pontificia Universidad Católica del Perú. Está afiliado a la Dirección Nacional de Investigación Económica (Cambridge, Massachusetts), el Centro para la Investigación de Políticas Económicas (Londres), el Centro para el Desarrollo Global y el Consejo de Relaciones Exteriores, entre otros.

**Shari Spiegel**
**Oficial superior de Asuntos Económicos del equipo del Estudio Económico y Social Mundial (WESS) en el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, División de Análisis y Políticas de Desarrollo**
Shari Spiegel es coautora y coeditora de varios libros y artículos sobre mercados de capital y financieros, deuda y macroeconomía. Se desempeñó como directora ejecutiva de la Iniciativa para el Diálogo Político, un grupo de expertos presidido por Joseph Stiglitz en la Universidad de Columbia. Tiene una larga experiencia en el sector privado, la más reciente como directora en New Holland Capital y como jefa de mercados emergentes de renta fija en Lazard Asset Management. También fue asesora del Banco Central Húngaro a inicios de la década de 1990.

**Arvind Subramanian**
**Catedrático adjunto en el Instituto Peterson de Economía Internacional y el Centro para el Desarrollo Global**
Arvind Subramanian se desempeñó previamente como director asistente en el Departamento de Investigación del Fondo Monetario Internacional. Durante su carrera en el Fondo trabajó en comercio, desarrollo, África, India y Medio Oriente. Trabajó en el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (1988-1992) durante la Ronda Uruguay de negociaciones comerciales y enseñó en la Escuela de Gobierno John F. Kennedy de la Universidad de Harvard (1999-2000) y en la Escuela Hopkins para Estudios Internacionales Avanzados (2008-2010). Ha escrito sobre crecimiento, comercio, desarrollo, instituciones, ayuda, petróleo, India, África, la OMC y la propiedad intelectual. Ha publicado en forma extensa en revistas académicas y

otras y también ha publicado o ha sido citado en revistas y periódicos de primer nivel. Actualmente es columnista del principal diario financiero de India, Business Standard. Asesora al gobierno indio en diferentes puestos, incluyendo como integrante del grupo de expertos sobre el G20 del ministro de economía. Es el autor de India's Turn: Understanding the Economic Transformation (El turno de India: cómo entender la transformación económica) (Oxford University Press, 2008) y del libro de próxima aparición Eclipse: Living in the Shadow of China's Economic Dominance (Eclipse: vivir a la sombra del dominio económico de China). Es coeditor de Efficiency, Equity, and Legitimacy: The Multilateral Trading System at the Millennium (Eficiencia, equidad y legitimidad: el sistema multilateral de comercio en el milenio) con Roger Porter y Pierre Sauvé (Brookings/Harvard University Press, 2002).

**Shinji Takagi**
**Profesor de economía en la Universidad de Osaka**
Shinji Takagi ha enseñado en la Universidad de Osaka desde 1990. Ha desempeñado varios cargo profesionales, incluyendo: economista en el Fondo Monetario Internacional (1983-1990), economista experto, Ministerio de Economía japonés (1992-1994), profesor invitado de economía, Universidad de Yale (2000-2001), asesor de la Oficina de Evaluación Independiente del FMI (OEI 2002-2006); experto macro-financiero en el Banco  Asiático de Desarrollo (BAD 2007-2008; 2009-2010), miembro invitado del Instituto del BAD (2007-2009) y consultor de los bancos centrales de la ASEAN (2010-2011). Es especialista en economía monetaria internacional y es autor o coautor de más de 100 publicaciones, incluyendo libros, artículos en revistas internacionales y capítulos en libros. Mientras estuvo en la OEI manejó un proyecto para evaluar el enfoque del FMI sobre la liberalización de la cuenta de capital; cuando estuvo en el Instituto del BAD colaboró con Mario Lamberte y Masahiro Kawai en un proyecto sobre gestión de flujos de capital en Asia.

**Ming Zhang**
**Investigador principal y subdirector del Departamento de Finanzas Internacionales del Instituto de Economía y Política Mundial (IWEP), Academia China de Ciencias Sociales (CASS)**
Ming Zhang es además subdirector del Centro de Investigación de Finanzas Internacionales (RCIF) de la CASS. Su investigación cubre las finanzas internacionales y la macroeconomía china. Durante muchos años su campo de interés ha incluido la crisis financiera mundial, la administración de las reservas de divisas de China, el flujo transfronterizo de capital y la internacionalización del CNY. Es autor de seis libros y más de 60 documentos en revistas académicas. Además escribe columnas en periódicos y revistas. Antes de unirse a IWEP, trabajó como auditor en KPMG y como administrador de fondos PE en Asset Managers Group, una empresa japonesa que cotiza en bolsa.

**Boston University** The Frederick S. Pardee Center
for the Study of the Longer-Range Future

CEDES
Center for the Study
of State and Society