

# **Regulación de la cuenta capital en un mundo financieramente complejo**

Perspectivas para América Latina

Diego Bastourre  
Nicolás Zeolla



NACIONES UNIDAS



Este documento fue preparado por Nicolás Zeolla, Consultor de la Oficina de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en Buenos Aires, y Diego Bastourre, docente de la Universidad Nacional de San Martín y de la Universidad Nacional de La Plata, en el marco de las actividades del programa de trabajo de la Oficina de la CEPAL en Buenos Aires. Se agradece el apoyo del Gobierno de la República Argentina.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

---

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN 1680-8797

LC/L.xxxx

LC/BUE/L.231

Copyright © Naciones Unidas, noviembre de 2016. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

S.16-01133

---

Los Estados Miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Solo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

# Índice

---

<b>Resumen</b> .....	5
<b>I. Integración financiera y desregulación de los flujos de capital</b> .....	9
<b>II. Integración financiera y desregulación de los flujos de capital</b> .....	11
A. La literatura tradicional: integración financiera y crecimiento .....	11
B. La literatura crítica tradicional: independencia monetaria, vulnerabilidad externa y ciclos de inestabilidad financiera.....	13
C. La literatura reciente, ¿hacia una reregulación de la cuenta de capital? .....	15
1. La efectividad de los controles: de las bases agregadas al <i>getting granular</i> .....	17
2. Liquidez y ciclo financiero global: externalidades del centro a la periferia.....	18
<b>III. Ciclo financiero y regulación de la cuenta capital en América Latina 1996-2013</b> .....	21
A. Indicadores de integración financiera en América Latina.....	21
B. La dinámica de los flujos de capital y controles en América Latina en las últimas dos décadas.....	29
1. Flujos financieros desde el exterior (ingreso de capitales).....	29
2. Flujos financieros hacia el exterior (egresos de capitales).....	31
3. Cambios en la regulación de la cuenta capital .....	32
C. Flujos financieros desde el exterior y presión cambiaria .....	35
<b>IV. Presión cambiaria y efectividad de los controles</b> .....	39
A. Muestra y metodología.....	39
B. Resultados de la estimación .....	41
<b>V. Conclusiones</b> .....	45
<b>Bibliografía</b> .....	47
<b>Anexos</b> .....	51
Anexo 1 Detalle de indicadores de integración financiera por países .....	52
Anexo 2 Detalle de indicadores de posiciones re-reguladas por países.....	64

**Serie Estudios y Perspectivas – Buenos Aires: números publicados** ..... 68**Cuadros**

Cuadro 1	Beneficios directos e indirectos de la integración financiera .....	12
Cuadro 2	Aspectos positivos de la regulación de capitales.....	13
Cuadro 3	Medidas de administración de flujos de capital (CFM).....	16
Cuadro 4	Principales determinantes de los flujos de capital ( <i>push vs pull</i> ) .....	19
Cuadro 5	Clasificación de los principales indicadores de integración financiera en la literatura .....	23
Cuadro 6	Resultados de la regresión, efectividad de los controles sobre la presión cambiaria.....	41
Cuadro A.1	Detalle posiciones reguladas por el indicador CCM .....	63
Cuadro A.2	Cambio en las regulaciones, detalle por país, 1995-2006 .....	64
Cuadro A.3	Cambio en las regulaciones, detalle por país, 2006-2013 .....	65
Cuadro A.4	Efectividad de los controles sobre la presión cambiaria. Índice con tipo de cambio, reservas y diferencial de tasas de interés (EMPI) .....	66
Cuadro A.5	Aspectos relevantes del cambio de regulación para países seleccionados .....	67

**Gráficos**

Gráfico 1	Indicadores de integración financiera de Jure para América Latina y el Caribe (principales ocho economías), promedios ponderados por PBI .....	25
Gráfico 2	Empleo en el sector finanzas, seguros y otros como proporción del empleo total para América Latina y el Caribe (principales ocho economías), promedios ponderados por tamaño PBI, 1960-2011 .....	26
Gráfico 3	Suma de activos y pasivos financieros en términos de PBI para América Latina y el Caribe (principales ocho economías), promedios ponderados, 1970-2011 .....	27
Gráfico 4	Flujos financieros brutos desde el exterior (ingresos) y hacia el exterior (salidas) a PIB para países de América Latina y el Caribe sobre PBI (principales ocho economías) .....	27
Gráfico 5	Flujos financieros brutos desde el exterior (ingresos) y hacia el exterior (salidas) a PIB para países de América Latina y el Caribe sobre PBI (principales ocho economías), datos normalizados .....	28
Gráfico 6	Flujos financieros desde el exterior sobre PBI para LAC 8, promedios ponderados por tamaño PBI, 1995-2013 .....	30
Gráfico 7	Flujos financieros hacia el exterior para LAC 8, promedios ponderados por tamaño PBI, 1995-2013 .....	31
Gráfico 8	Evolución índice CCM de control de capitales para el mundo y América Latina.....	32
Gráfico 9	Evolución de los controles de capital por tipo de flujo en América Latina y el Caribe .....	33
Gráfico 10	Perfil regulatorio por de categoría de flujo y tipo de mercado para América Latina .....	35
Gráfico 11	Evolución de los controles de capital y los flujos financieros desde el exterior en América Latina y el Caribe, 1995-2013 .....	36
Gráfico 12	Evolución de los controles de capital y la presión cambiaria en América Latina, 1995-2013.....	36
Gráfico A.1	Países de América Latina y el Caribe seleccionados: índice de integración financiera KAOPEN para Chinn e Ito (2003), 1970-2013 .....	52
Gráfico A.2	Países de América Latina y el Caribe seleccionados: índice de integración financiera CAPITAL, Quinn (1997), 1960-2004 .....	52
Gráfico A.3	Países de América Latina y el Caribe seleccionados: índice de integración financiera CAPITAL, Fernández y otros (2015), 1996-2013.....	53
Gráfico A.4	Países de América Latina y el Caribe: empleo en el sector finanzas, seguros y otros como proporción del empleo total, detalle según países, 1960-2011 .....	53
Gráfico A.5	América Latina y el Caribe (principales ocho economías): Suma de activos y pasivos financieros en términos de PBI, detalle según países, 1970-2011 .....	54
Gráfico A.6	Países de América Latina y el Caribe seleccionados: flujos financieros brutos desde el exterior a PIB, normalizados .....	54

Gráfico A.7	Países de América Latina y el Caribe seleccionados: flujos financieros brutos hacia el exterior a PIB, normalizados.....	55
Gráfico A.8	Flujos financieros desde el exterior para LAC 8, detalle por países, 1995-2013 .....	55
Gráfico A.9	Flujos financieros desde el exterior para LAC 8, detalle por países de LAC 8, 1995-2013.....	58
Gráfico A.10	Presión cambiaria y controles de capital, controles agregados al ingreso y egreso de capitales, detalle por países de LAC 8, 1995-2013 .....	61



## Resumen

---

El estudio de los efectos de la integración financiera sobre los países en desarrollo es una temática que ha captado desde siempre la atención de literatura y producido amplios debates. En general, la preocupación se enfocó en analizar los efectos de la regulación de los flujos de capital sobre el crecimiento y, más recientemente, sobre la capacidad (o no) de ganar grados de libertad para la gestión macroeconómica, contribuir a la estabilidad financiera y/o reducir la volatilidad real, cambiaria y financiera.

Desde la década de los noventa se ha evidenciado una veloz transformación en las finanzas internacionales que han llevado a la globalización financiera a niveles sin precedentes. América Latina y el Caribe no han escapado por supuesto a esta tendencia general. Estos procesos, lejos de generar los beneficios predichos por la teoría, derivaron de manera temprana en crisis de deuda, cambiarias y financieras. Luego de la crisis económica internacional de 2008-2009 tanto las prácticas hacia la liberalización de la cuenta capital como la teoría convencional sobre el tema fueron revisados. Impulsado por la experiencia de los países en desarrollo, surgió una revalorización de las medidas de administración de los flujos de capital, en la que nuestra región participó activamente. Sin embargo, en la actualidad, el grado de administración de la cuenta de capital y financiera en América Latina y el Caribe se encuentra por debajo de las otras economías emergentes comparables.

En este contexto, el presente estudio tiene varios objetivos. El primero de ellos es revisar el estado de la literatura reciente sobre la integración financiera y la efectividad de la regulación de los flujos de capital. El segundo es presentar una serie de hechos estilizados sobre la regulación de los flujos de capital en América Latina y el Caribe en los últimos 20 años y ponerlos en el contexto de las tendencias globales hacia la mayor financiarización. En tercer lugar, se buscará comprender cuáles fueron las motivaciones detrás de los cambios recientes en la regulación y la administración de la cuenta de capital en la región y cuáles fueron sus principales objetivos.

Para ello, se analizará el abordaje tradicional del enfoque *mainstream* sobre integración financiera, los beneficios de la misma, dando cuenta del interés original por la relación entre liberalización financiera y crecimiento económico. También, se presentará el estado de la literatura más reciente, influida por los trabajos de Ostry y otros (2010) y Rey (2013), donde el interés ha girado desde la discusión entre integración financiera y crecimiento, hacia la efectividad de los controles y la creciente comprensión sobre

la naturaleza los ciclos financieros internacionales. Luego, se discutirá la evolución de la regulación de los flujos de capital en América Latina y el Caribe en las últimas dos décadas.

En este sentido, haciendo uso de una base recientemente publicada que codifica los informes del FMI sobre controles de capital (Fernández y otros, 2015), se observa que la región vivió dos grandes etapas de integración financiera y regulación de los flujos de capital.

La primera etapa se inicia en la década de 1990 y llega hasta el año 2006 donde se registra una creciente liberalización, principalmente al ingreso de capitales y al tipo de activos bajo regulación. En la segunda etapa se observa un proceso de creciente rerregulación, tanto a la salida como al ingreso de capitales, donde el objetivo fue mediar sobre el ingreso de capitales de corto plazo. El cambio de tendencia o punto de giro se observa claramente a partir de la última crisis internacional.

Esto da cuenta de que la región ha dejado de lado su estrategia de creciente desregulación verificada hasta 2006 en línea con la revaloración mundial que las herramientas de administración de los flujos de capital recibieron con posterioridad a la crisis.

Asimismo, también se observa que la principal finalidad de las nuevas regulaciones fue la de generar herramientas de política capaz de contrarrestar los efectos negativos del ingreso masivo de capitales producto de la nueva etapa del ciclo financiero global, tales como la apreciación del tipo de cambio, la volatilidad de corto plazo de los saldos de la cuenta capital, las burbujas inmobiliarias, los niveles de endeudamiento privado y la fragilidad financiera.

A partir de una muestra compuesta por las ocho economías más grandes de América Latina y el Caribe para el periodo 1995-2013 se estimó un modelo econométrico que intenta captar la efectividad de las medidas de administración de flujos de capital (tanto controles y como medidas macroprudenciales) como mecanismos capaces de morigerar la apreciación cambiaria.

La selección del tipo de cambio como variable de interés para la política de administración de la cuenta capital se basa en un conjunto de evidencia empírica preliminar que da cuenta de una fuerte asociación entre el masivo ingreso de flujos financieros desde el exterior para con motivaciones de portafolio (bonos, acciones y otras inversiones en el sistema financiero local) y una fuerte tendencia a la apreciación cambiaria en la región.

Para ello se implementó como variable dependiente un índice de presión cambiaria que incorpora movimientos en el tipo de cambio y reservas (Kaminsky y Reinhart, 1999) y como medida de la cuantificación de los instrumentos de regulación se hizo uso de la base desagregada (Fernández y otros, 2015). Como método de estimación se optó por el uso de paneles dinámicos a partir del método generalizado de momentos de Blundel y Bond (1998).

La estimación da cuenta de los principales resultados presentados en el análisis de los cambios en la política de regulación de los flujos de capital ocurridos en la última década. En todos los casos el ingreso de capitales desde el exterior disminuye la presión cambiaria (apreciación) y la salida de capitales hacia el exterior la aumenta (depreciación).

En cuanto a la política de administración de los flujos de capitales, es posible afirmar que la implementación de los controles de capital resultan ser una variable significativa para influir sobre la presión cambiaria. En el caso de los medidas de administración de flujos de capital agregados, mayores controles al ingreso de capitales elevan la presión cambiaria (morigera la tendencia a la apreciación), en tanto que mayores regulaciones a la salida disminuyen la presión cambiaria (medidas macroprudenciales). Al analizar los controles a nivel desagregado, las mayores regulaciones a la entrada de flujos de inversiones de cartera (bonos, acciones, derivados financieros) e inversión extranjera directa resultan efectivas para mediar sobre la apreciación cambiaria (igual que a nivel agregado); en tanto que las regulaciones a la salida de flujos no son en todas las posiciones equivalentes: regulaciones sobre la salida de inversiones en cartera (bonos, acciones y derivados financieros) e inversión extranjera directa funcionan como medidas macroprudenciales disminuyendo la presión cambiaria (igual que a nivel desagregado), en tanto que regulaciones a la salida de capitales en el mercado de dinero y comercial

(fuga de capitales) aumentan la presión cambiaria (caso de la Argentina y la República Bolivariana de Venezuela).

De este modo, la evidencia empírica sugiere que en el caso de estar transitando la fase expansiva del ciclo financiero internacional, un fuerte ingreso de flujos financieros desde el exterior que presionan al tipo de cambio hacia la apreciación, la introducción de regulaciones al ingreso de capitales (*gates*) es efectiva para morigerar esta tendencia. También se demuestra que los resultados son robustos para una definición alternativa de presión cambiaria que incluya tasas de interés (Eichengreen, Rose y Wyplosz, 1997).

A pesar de este cambio hacia la rerregulación, en la región no se observa que esta nueva estrategia de administración de la cuenta de capital esté articulada con otros objetivos más amplios, que constituyen los desafíos pendientes asociados a la transformación estructural.

En nuestra opinión, los países en desarrollo necesitan adaptar las estructuras financieras nacionales de forma tal de facilitar el financiamiento y el desarrollo de sectores productivos con elevadas capacidades tecnológicas.

En este sentido, es necesaria la elaboración de un enfoque de gestión de los flujos financieros que no sea meramente de índole macroeconómica y “reactivo” a los vaivenes de los choques externos exógenos y del ciclo financiero global, sino también que incluya, como estrategia de mediano plazo, una coherencia con los lineamientos de una estrategia de crecimiento con inclusión social.



## I. Integración financiera y desregulación de los flujos de capital

---

Luego de la crisis financiera internacional, diversos puntos del enfoque teórico convencional sobre el funcionamiento de los mercados de capitales se han puesto en debate.

Esto dio lugar a una abundante literatura que ahonda con mayor especificidad y rigor empírico los beneficios y costos de la libre movilidad financiera. De la forma en que se sopesan dichos beneficios, costos y su resultado final, surgen distintos corolarios en materia de políticas públicas sobre la necesidad (o no) de regular los movimientos de capitales transfronterizos, así como sobre las modalidades concretas que debería adoptar esa regulación en función de los objetivos para los cuales se adopte.

La preocupación tradicional de la literatura en este punto tenía que ver con el vínculo entre la integración financiera y el crecimiento económico, principalmente en los países emergentes, dando lugar a intercambios que se mantuvieron en gran medida circunscriptos a los círculos académicos. La evidencia empírica sobre este punto da cuenta de una endeble o incluso negativa asociación entre apertura financiera y crecimiento.

La literatura más reciente sobre el tema ha girado en torno al estudio del impacto de la integración financiera sobre la gestión de variables macroeconómicas de corto y mediano plazo (tasas de interés, agregados monetarios, tipo de cambio nominal y real, retornos de activos financieros, etc.), el estudio de los espacios de ampliación de la independencia de la política monetaria, los efectos derivados de la apreciación del tipo de cambio en momentos de masiva entrada de capitales, la excesiva volatilidad causada por la desregulación de los flujos de capital y los fenómenos de frenos súbitos (*sudden stops*) y reversiones de los flujos de financiamiento, que en sus versiones más extremas se conectan con los episodios de crisis cambiarias, bancarias o de deuda. A diferencia del debate tradicional, esta renovada agenda académica ha tenido mayor injerencia al interior de ámbitos de discusión de las políticas económicas, sobre todo luego de la crisis financiera global, influyendo en las agendas de los organismos internacionales (FMI, BIS, Financial Stability Board, G20), los bancos centrales y otros actores nacionales y supranacionales vinculados a la implementación de políticas.

En el presente trabajo nos proponemos reexaminar varias de estas cuestiones. En el plano conceptual, buscaremos dar cuenta del estado del debate de la literatura reciente sobre flujos de capital. En el plano empírico, será de nuestro interés analizar las consecuencias del masivo ingreso de flujos de capital hacia América Latina en la última década. El principal objetivo del trabajo es aportar nuevos elementos al debate sobre la efectividad de las medidas de administración de flujos de capital en América Latina.

Para ello, el trabajo estará dividido en cuatro secciones, además de esta introducción. En primer lugar revisaremos la literatura sobre gestión de los flujos de capital haciendo hincapié en la literatura reciente sobre la eficiencia de los controles y la gestión de los riesgos macroeconómicos, poniendo especial interés en los efectos sobre el tipo de cambio. Luego de ello, trataremos los aspectos empíricos. Allí se estudiará la evolución de los flujos de capital y las transformaciones en la regulación relativa a aquellos en América Latina en la última década. Posteriormente se presentará un ejercicio econométrico donde se busca estudiar el vínculo entre la regulación de los flujos de capitales y la apreciación cambiaria. Si bien este tipo de ejercicio ha sido realizado por otros autores, el rasgo que distingue al que aquí se presenta es la utilización de índices de presión cambiaria como variable dependiente y una base de controles que desagrega por flujos de entrada y salida y por su composición, en una muestra compuesta por las principales ocho economías de América Latina. Por último, se incluyen conclusiones y reflexiones finales.

## II. Integración financiera y desregulación de los flujos de capital

---

### A. La literatura tradicional: integración financiera y crecimiento

En el enfoque *mainstream*, existe un conjunto de literatura que asocia la desregulación de los flujos de capitales internacionales o la integración financiera con mayores tasas de crecimiento de largo plazo. En efecto, para esta corriente la relación viene explicada por un conjunto de canales, algunos directos y otros indirectos.

A comienzos de la década del setenta, en asociación con un conjunto de transformaciones del régimen de producción a escala global, desde los países centrales comenzó a favorecerse la desregulación de los flujos de capital. A la par de ello, en la gestión macroeconómica ganó fuerza el enfoque monetarista del balance de pagos y la idea de que, a pesar de las altas tasas de crecimiento que en perspectiva histórica se concretaron durante la etapa de Bretton Woods, la “represión financiera” era un obstáculo importante para obtener un mayor dinamismo.

En términos conceptuales, la idea básica de los esquemas de liberalización financiera es que existe un beneficio directo sobre la tasa de crecimiento de la economía asociado a la mayor disponibilidad de ahorro (recursos reales) mediante el ingreso de flujos de capital internacionales (McKinnon, 1973; Shaw, 1973).

Sumado a ello, existen otros canales directos que influyen positivamente en el crecimiento. En primer lugar, la simultánea liberalización del mecanismo de precios asociado a la mayor desregulación implicaría el direccionamiento de los recursos hacia usos más productivos, colaborando con el proceso de acumulación factorial y/o contribuyendo al incremento de la productividad total de dichos factores, elemento central de la teoría del crecimiento neoclásica. En segundo lugar, también se destacan los beneficios de la transferencia tecnológica asociados a la inversión externa directa dentro del país, que aporta recursos técnicos y conocimientos que de otro modo estarían ausentes en la cadena productiva nacional. En tercer lugar, el mayor desarrollo de los mercados financieros influiría directamente en el bienestar de las familias al permitirle suavizar las trayectorias de consumo en el tiempo (Hall, 1988; Fischer, 1998; Summers, 2000).

Sin embargo, al contrastar la evidencia empírica no es posible dar cuenta de los canales directos postulados por la teoría (Rodrik, 1998; Eichengreen, 2001).

Considerando controles estándar de las regresiones del crecimiento (PBI per cápita, la inversión, el nivel educativo, la calidad institucional, etc.) la evidencia empírica encuentra que el coeficiente de mayor integración financiera es poco significativo (en el caso que tuviera el signo correcto) para explicar el crecimiento en los países en desarrollo (Henry, 2007).

A pesar de esto, y sobre todo a partir cierta evidencia empírica de corto plazo y para los nuevos países industriales que daban cuenta de casos exitosos de apertura financiera y crecimiento, comenzó a ganar terreno la posición sobre condiciones adicionales o indirectas que vincularían ambas esferas. Apareció entonces una nueva línea dentro de la literatura que considera la posibilidad de existencia de “beneficios indirectos” de la integración financiera (Kose y otros, 2006).

Estos beneficios indirectos están asociados a aspectos adicionales a la acumulación de capital, como la expansión del mercado financiero interno para facilitar el crédito, la mejora en las instituciones y la gobernanza y disciplina macroeconómica que ejercen los mercados sobre los gobiernos nacionales (Prasad y otros, 2007).

En esta línea, la literatura considera como positivo el “efecto disuasivo” que ejerce la mayor integración financiera como mecanismo de disciplinamiento de las políticas económicas nacionales. Al facilitar las entradas y salidas de capital, la apertura financiera sirve para “señalar” más rápidamente la percepción de los mercados sobre el estado de las mismas en relación a un desajuste de la política con respecto a las variables fundamentales.

En el cuadro 1 a continuación se sintetizan los beneficios directos e indirectos de la integración financiera para la visión convencional.

**Cuadro 1**  
**Beneficios directos e indirectos de la integración financiera**

<b>Beneficios Directos</b>
Permitir que los países en desarrollo puedan financiar sus proyectos de inversión más allá de la capacidad limitada del ahorro interno
Transferencia tecnológica por IED
Capacidad de diversificar los riesgos idiosincrásicos nacionales
Reducir y suavizar las fluctuaciones del consumo
Asignar el ahorro mundial hacia sus usos más productivos
<b>Beneficios Indirectos</b>
Agilización de los canales de crédito (producción y consumo)
"Efecto disuasivo de la globalización" (prevención de expansiones fiscales o monetarias excesivas)

Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, la evidencia empírica sobre la existencia de canales indirectos que vinculan la apertura financiera también resulta parcial y poco conclusiva. Según reconoce el propio *mainstream* contribuye a ello que las metodologías, el muestreo y la extensión temporal sean heterogéneas entre los distintos estudios, y que las tasas de crecimiento analizadas sean de corto plazo y no las potenciales (Magud y otros, 2011).

Aquellos trabajos que validan la existencia de canales indirectos entre integración financiera y crecimiento suelen hablar de la existencia de ciertos “umbrales” de calidad institucional a partir de los cuales la desregulación financiera trae consigo mayores beneficios que perjuicios (Kose y otros, 2011).

En cualquier caso, y aunque se acepte la visión corriente de la literatura convencional sobre “umbrales” de calidad institucional, aún no está resuelto el problema de la causalidad. Es decir, aquellos países en los cuales se validan los beneficios la integración financiera son países que, justamente, han podido crecer y desarrollarse económica e institucionalmente sin que ello esté asociado a procesos de apertura de la cuenta capital.

Por ello, y otras razones que analizaremos a continuación, el abordaje convencional sobre integración financiera y crecimiento no resulta del todo satisfactorio. Esto dio lugar a un conjunto de literatura crítica sobre la vinculación tradicional entre integración financiera y crecimiento que se analiza a continuación.

## B. La literatura crítica tradicional: independencia monetaria, vulnerabilidad externa y ciclos de inestabilidad financiera

Al considerar las experiencias nacionales, se observan que muchos de los procesos de apertura de la cuenta de capital, lejos de dinamizar el crecimiento y promover el desarrollo, han sido sumamente disruptivos impactando negativamente sobre la estabilidad macroeconómica.

En el caso de América Latina, la apertura temprana a los flujos de capital en la década de 1970 culminó durante la década de los ochenta con las crisis de la deuda y la hiperinflación. Posteriormente, la integración financiera en los nuevos países industriales del Sudeste Asiático en los noventa fue el antecedente de la crisis bancaria, financiera y cambiaria que interrumpió una expansión económica de más de treinta años.

Estos episodios dieron lugar a un conjunto de literatura crítica cuyo principal mensaje fue advertir sobre los efectos nocivos de la integración financiera (Díaz-Alejandro, 1985; Rodrik, 1998; Stiglitz, 2000).

En este sentido, existen diversas razones de gestión macroeconómica, algunas de ellas interconectadas entre sí, tendientes a validar las políticas de administración de los movimientos de la cuenta de capital (en el cuadro 2 proponemos una síntesis de los principales argumentos).

**Cuadro 2**  
**Aspectos positivos de la regulación de capitales**

¿Por qué regular los flujos de capital?
Dotar de mayor autonomía al ejercicio de la política monetaria
Poder administrar la evolución del tipo de cambio (evitar apreciaciones excesivas del tipo de cambio real, disminuir la volatilidad de los tipos de cambio nominal y real)
Dar respuesta a las fallas de información en los mercados financieros
Atenuar la prociclicidad de los flujos financieros (desincentivando el ingreso de flujos financieros y/o cambiando su composición)
Disminuir la expansión crediticia y favorecer la estabilidad financiera (apalancamiento excesivo en moneda extranjera).
Evitar la generación de burbujas en el precio de determinados activos
Alentar (o desalentar) inversiones orientadas a sectores económicos en particular

Fuente: Elaboración propia.

En primer lugar, la motivación más usual para regular los movimientos de capitales se relaciona con la independencia de la política económica en general.

En este caso, lo que desde la perspectiva convencional constituye un atributo positivo (la capacidad de los mercados financieros de disuadir la aplicación de políticas económicas intervencionistas) es, sin embargo, para una mirada crítica el equivalente a un “poder de veto” que de hecho ejercen los flujos internacionales sobre ciertas decisiones de política económica, no solo en materia de monetaria, cambiaria o fiscal, sino también en materia institucional, regulatoria, etc.

En particular, esta motivación se remonta al conocido trilema de imposibilidad derivado del análisis de Mundell y Fleming. Según este esquema, en una economía pequeña y abierta, no es posible estar financieramente integrado, fijar el tipo de cambio y determinar la tasa de interés local de manera simultánea. Por ello, regular la cuenta de capital permite ganar grados de libertad en la gestión macroeconómica, cuyo objetivo puede ser la determinación de la tasa de interés local o la fijación del tipo de cambio para evitar la volatilidad o una excesiva apreciación.

Además, existe otro conjunto de motivaciones, vinculadas a ciertas explicaciones sobre las crisis de naturaleza financiera, favorables a la regulación de los flujos de capital como mecanismo que amplía los espacios de gestión macroeconómica.

En este caso, una segunda motivación vendría dada por la existencia de desarreglos institucionales en los mercados de capitales. La existencia de fallas de mercado que no permiten a los agentes

internalizar el impacto social de su comportamiento relativo a su financiamiento y endeudamiento genera una percepción errónea en la estructura de riesgos en los mercados (Stiglitz y otros, 2006).

Una débil estructura institucional en la regulación favorece el ingreso masivo de capitales especulativos de corto plazo, que financia el endeudamiento público y/o privado en moneda extranjera. Ante cambios repentinos en el contexto internacional (reversiones repentinas de flujos de capital, efectos contagio, corridas contra el tipo de cambio, etc.) se acumulan de tensiones en las hojas de balance de los agentes, amplificando el choque exógeno y gatillando crisis cambiarias, bancarias o de deuda, que impactan sobre la economía real (Krugman, 1999; Kaminsky, 2003).

Una tercera motivación tiene su origen en la literatura Post Keynesiana de los ciclos de fragilidad financiera. La hipótesis de la fragilidad financiera minskyana postula que los ciclos financieros son generados endógenamente y tienen su origen en los períodos de crecimiento y estabilidad (Minsky, 1977). Durante la etapa de expansión económica los activos se valorizan, la percepción general sobre la probabilidad de una crisis disminuye y las firmas adoptan comportamientos más riesgosos, aumentando el apalancamiento. Conforme la actividad económica se expande y los activos se valorizan, la expansión económica se degenera en una burbuja, en donde las firmas toman posiciones “especulativas” y “super-especulativas” en búsqueda de mayores beneficios (Bellofiore y otros, 2009). La crisis se desata cuando un cambio en las condiciones financieras (suba de tasas de interés, caída en el precio de las acciones, etc.) hace incompatible el flujo de fondos de la actividad para cierta composición de activos y pasivos en la hoja de balance de las firmas (Kregel, 1998).

En las economías periféricas, estos ciclos de inestabilidad financiera tienen ciertas particularidades dada la relevancia de la dinámica del sector externo. Los ciclos del tipo Neftci-Frenkel, al igual que los ciclos minskyanos, se producen a partir de la existencia de no linealidades en las primas de riesgo, que se ven reforzadas por la trayectoria cambiaria (Neftci, 1998; Frenkel, 2003; Frenkel y Rapetti, 2011).

En la fase alta del ciclo se combinan expansión de la demanda interna, endeudamiento externo y el aumento de precios de activos reales y financieros. En la fase descendente se verifica un deterioro vertiginoso de la cuenta corriente, una reducción de las reservas internacionales y subas en la tasas de interés local. La propia dinámica de acumulación de fragilidad externa deteriora las expectativas, lo que hace aumentar las primas de riesgo. Cambios en las expectativas a su vez pueden gatillar frenos repentinos en los flujos de financiamiento externo que terminan por ocasionar una crisis cambiaria.

Si bien estos riesgos se exacerbaban en presencia de un sistema financiero débil con una estructura de regulación y supervisión escasamente desarrollada, la clave de esta literatura se encuentra en el carácter endógeno del ciclo financiero, dada la existencia de una predisposición de los agentes a tomar mayores riesgos al perseguir más ganancias que, más allá de la capacidad de prevenir del regulador, da origen a la crisis.

Un cuarto motivo para mediar sobre los efectos de la integración financiera tiene que ver con razones que afectan negativamente la estructura económica.

Esta preocupación es sin dudas un elemento central a considerar en los países de la región, atento a la fuerte asociación histórica que se ha evidenciado en América Latina y el Caribe entre los flujos de financiamiento externo, las crisis y la baja capacidad de sostener políticas orientadas al cambio estructural.

En efecto, algunos trabajos en la literatura destacan la posibilidad de que la entrada de capitales genere un cambio en la estructura de la producción, favoreciendo una mayor participación de sectores no transables y transables tradicionales.

Uno de los canales perjudiciales más difundidos tiene que ver con la fuerza apreciatoria que ejerce el ingreso de capitales sobre el tipo de cambio real, perjudicando la estructura de precios relativos del sector industrial. Este tipo de “enfermedad holandesa” de origen financiero tiene los mismos efectos perjudiciales sobre la estructura productiva que la idea original, pero que en lugar de existir un ingreso de flujos comerciales motivado por la aparición de un recurso natural, el choque positivo proviene de una desregulación de la cuenta de capital (Rajan y Subramanian, 2011; Botta, 2015).

## C. La literatura reciente, ¿hacia una rerregulación de la cuenta de capital?

En la actualidad existe un “reverdecer” de las herramientas de administración de la cuenta de capital. Si bien estas prácticas fueron ampliamente utilizadas para regular flujos de entrada y salida por un gran número de economías emergentes y en desarrollo para hacer frente a diversos desafíos de gestión macroeconómica, la literatura convencional y las prácticas de política económica usualmente aceptadas mantuvieron estas regulaciones al margen. Sin embargo, luego de la crisis internacional de 2007-2009 este punto ha cambiado.

Una de las claves de este cambio en la literatura *mainstream* fue el trabajo de Ostry y otros (2010)<sup>1</sup>, que motivó el cambio de posición del FMI sobre la efectividad de las regulaciones de los flujos de capital, que perdura hasta la actualidad (IMF, 2011; 2015). Esto llevó a muchos autores a plantear esta nueva etapa como el fin del largo debate en la literatura sobre la efectividad de las regulaciones de capital (Ocampo, Spiegel y Stiglitz, 2008).

Aún cuando el debate está lejos de concluir, sí se produjo un giro hacia la revalorización de los controles de capital y una mayor influencia del tema en la agenda internacional.

En principio, bajo la caracterización de lo que se conoce como “medidas de administración de los flujos de capital” (CFM) existen dos tipos de acciones que es conveniente separar tanto por cuestiones semánticas como conceptuales: los controles y las medidas macroprudenciales<sup>2</sup>. En el cuadro 3 se enumeran ejemplos para ambos tipos de medidas.

**Cuadro 3**  
**Medidas de administración de flujos de capital (CFM)**

Controles de Capital	
Ingreso de capitales	Salida de capitales
Requerimientos de depósito como reserva sin remuneración (ej. <i>una proporción de los flujos netos deben permanecer como reserva en el Banco Central sin remuneración</i> )	Restricciones cuantitativas a la compra de activos externos ( <i>incluidos depósitos en moneda extranjera para residentes</i> )
Impuestos al ingreso de flujos de capital	Requerimientos de permanencia mínima de los flujos de capital
Límites cuantitativos al financiamiento en moneda extranjera para los residentes (ej. <i>para firmas que tienen ingresos en moneda extranjera</i> )	Restricciones cuantitativas a la remisión de utilidades
Límites de “fin-uso”, restricciones al acceso al financiamiento externo solo para ciertas actividades	Impuestos a la compra de activos externos (incluidos los depósitos en moneda extranjera para residentes)
Requerimiento de licencias especiales para el establecimiento de FDI y otras transacciones financieras	
Medidas Macro-prudenciales	
Ingreso y Salida de capitales	
Exigencia de reportes y limitaciones en la estructura de amortización de pasivos y activos	
Prohibiciones de actividades “fuera de balance” y sobre contratos de derivados	
Límites cuantitativos en la propiedad de activos de compañías domésticas	
Límites a las posiciones en divisas de los bancos	
Clasificación de activos y reglas de aprovisionamiento	
Impuestos a transacciones en moneda extranjera	
Requerimientos de reservas diferenciales sobre pasivos en moneda local y divisas	

Fuente: Elaboración propia.

<sup>1</sup> Si bien se considera que los objetivos que los controles pueden atender podrían administrarse antes con el conjunto de herramientas convencionales (política de tasas de interés, política cambiaria y fiscal).

<sup>2</sup> En la literatura existe un total consenso respecto a la denominación “medidas de administración de flujos de capital” para caracterizar a los controles de capitales. Así es como el FMI denomina a los tradicionales controles de capitales. Epstein, Grabel, & Jomo (2003), por ejemplo, usan el término “técnicas de administración de capitales”, en tanto que Ocampo (2010) utiliza el término “regulaciones de la cuenta capital”.

Los tipos de acciones que se conocen como controles tienen como principal característica la regulación por principio de residencia, es decir, controles a la entrada o salida de capitales. En todos los casos se tratan de restricciones administrativas (declaraciones), requerimientos de permanencia mínima (encajes forzados), impuestos, depósitos sin remuneración o restricciones cuantitativas (fiscales o de la autoridad monetaria). En el caso de controles a la entrada, podrían tratarse del encaje forzoso de un porcentaje del fondo ingresado, el pago de impuestos, prohibiciones o licencias especiales para la adquisición de ciertos activos (pasivos de empresas locales) o inversión extranjera directa en ciertas actividades.

En el caso de que sean controles a la salida, podrían tratarse de restricciones cuantitativas o impuestos a la compra de divisas (remisión de utilidades, viajes al exterior u otro fin), requerimientos de permanencia mínima, etc.

Por el otro, las acciones conocidas como medidas macroprudenciales son regulaciones a los flujos de capital sin importar la residencia del operador. Estas regulaciones pueden ser administrativas (exigencia de reportes o declaraciones), de precio (impuestos) o cuantitativas (prohibiciones). Las posiciones reguladas están usualmente relacionadas con la prevención de riesgos de descalce cambiario, de liquidez o de formación de burbujas debido a la toma masiva de posiciones sobre ciertos activos.

En cuanto al debate al interior de la literatura *mainstream*, el primer hito en el “reverdecer” de los controles de capital se produjo hacia finales de la década de 1990, luego de las crisis asiáticas. Algunos economistas subrayaron los efectos negativos de la integración financiera, asociados al aumento de la inestabilidad macroeconómica, y cómo estos superan ampliamente los beneficios que la libre movilidad de capitales podría tener para los países en desarrollo (Bhagwati, 1998; Rodrik, 1998; Feldstein, 1998).

Sin embargo, más allá de estas llamadas de alerta, basadas en posiciones modestas y más bien excepcionales, no hubo una transformación del pensamiento convencional, y durante la mayor parte del tiempo, las cuestiones asociadas a la regulación de la cuenta de capital continuaron reducidas a debates al interior de la literatura heterodoxa (Gabel, 2016).

El cambio fundamental se produjo luego de la crisis financiera internacional de 2007-2009. En el contexto de una dinámica macroeconómica sin precedentes, desde los ámbitos de ejercicio de la política económica se registró una proliferación de medidas de administración de los flujos de capital que resultaron ser relativamente efectivas en términos de los objetivos planteados.

Este giro en lo que hace a la práctica cotidiana de la política económica motivó una muy intensa agenda de investigación. La misma ha indagado fundamentalmente en dos cuestiones: la efectividad de los controles como medidas de administración de los flujos de capital; y la mejora en la comprensión de los canales por los cuales la liquidez internacional (en un sentido amplio) se transmite a las economías emergentes, los llamados *spillovers* del ciclo financiero global (Clements y Kamil, 2009; Fratzscher, Lo Duca y Straub, 2013).

Ambos aspectos están bastante vinculados en la literatura, con trabajos que aparecen referenciados en una y otra cuestión, pero creemos que ambos problemas pueden ser tratados por separado a efectos de ordenar y clarificar la discusión.

## **1. La efectividad de los controles: de las bases agregadas al *getting granular***

En cuanto a la efectividad de los controles, el debate de la literatura pasa principalmente por discutir aspectos empíricos de la evidencia documentada. Asimismo, el debate sobre la efectividad reconoce dos momentos que se encuentran asociados a cuestiones metodológicas respecto al nivel de desagregación de las bases que cuantifican la regulación de los flujos de capital<sup>3</sup>.

En el caso de la utilización de bases de regulación agregadas, al interior del *mainstream* está aceptado que los controles son herramientas capaces de alterar la composición de los flujos de capitales.

---

<sup>3</sup> Siempre hablando de la integración financiera “de jure” según recopilación de medidas administrativas de regulación de flujos de capital, posiciones en moneda extranjera, etc.

Sin embargo, no existe consenso respecto a que las medidas de administración de flujos de capital sean efectivas como para administrar la magnitud del ingreso de flujos, la determinación de la tasa de interés local y los niveles del tipo de cambio real (Magud y Reinhart, 2007; Ostry y otros, 2010; FMI, 2011).

En el caso particular de las regulaciones de la cuenta capital y el tipo de cambio, existen varios trabajos que dan cuenta de la efectividad de los controles para disminuir la volatilidad cambiaria en los países en desarrollo (Edwards y Rigobon, 2009; Korinek, 2011).

En terminos teóricos puede demostrarse que al imponer una medida regulatoria sobre la compraventa de cualquier activo financiero se desincentiva la concurrencia a ese mercado de aquellos flujos de capitales de corto plazo que buscan hacer una ganancia con la valorización financiera en el mercado local, reduciendo las transacciones y por lo tanto su volatilidad (Kregel, 2009)<sup>4</sup>.

Asimismo, también existe evidencia empírica que sugiere que los controles de capital afectan los niveles del tipo de cambio real, en especial al considerar desajustes de la media para indicadores de presión cambiaria (Jeanne, 2012; Edwards y Rigobon, 2009; Akram y Byrne, 2015; De Gregorio y otros, 2000; Aizenman y otros, 2015). El desacuerdo gira en torno a la capacidad de los controles de influir sobre el nivel del tipo de cambio real más allá de los movimientos de corto plazo (Magud y otros, 2011).

En este sentido, la controversia es heredera de un debate más amplio respecto de la posición de equilibrio del tipo de cambio real en el largo plazo o la validez de la ley de precio único o paridad de poder adquisitivo (PPA).

Al interior del mismo *mainstream*, el debate gira en torno a cómo reconciliar la evidencia empírica desfavorable y las técnicas econométricas de cuantificación con el modelo teórico estándar (Rogoff, 1996; Sarno y Taylor, 2002).

Por el lado de la teoría heterodoxa, se subraya el desajuste entre la teoría y la evidencia empírica: los desajustes del tipo de cambio real respecto de la PPA pueden ser permanentes ya que no existe un nivel fijo que sirva como atractor para el tipo de cambio real en el largo plazo, ni que elimine los desbalances comerciales (Shaikh, 1999; Harvey, 1996). Por ello, el tipo de cambio real de equilibrio no tiene por que ser el de PPA, pudiendo existir variaciones de los precios de los bienes transables y no transables en el tiempo (Rapetti y otros, 2012).

Además, en el corto plazo, el tipo de cambio se asemeja a un activo financiero más, ya que se encuentra fuertemente influenciado por las expectativas, los flujos de capitales internacionales, las condiciones de la economía mundial y la política de tasas de interés seguida por la autoridad monetaria local (Harvey, 2007; Blecker, 2005).

Asimismo, dentro de la literatura sobre efectividad de los controles hay aspectos metodológicos que también son ámbito de controversia. Esta gran cantidad de desacuerdos se debe a que hay áreas de la literatura que todavía están en desarrollo.

Por un lado está el marco regulatorio y la naturaleza de su transformación, ya que no siempre está claro cuál es el objetivo de la política o con qué finalidad se está intentando regular. Por otro, la variedad de objetivos perseguidos con una regulación hace que no pueda definirse una “métrica” contra la cual juzgar el éxito o fracaso de las políticas. Por ello, un cambio en la literatura implica comprender que no debe observarse exclusivamente la regulación de manera estática, porque si se considera a la innovación financiera como un fenómeno endógeno, los operadores se “adaptan” para eludir los cambios que el sistema introduce para justamente regular (Blanchard y otros, 2013).

Basado en ello, una parte de la literatura empírica considera que al utilizar bases de trabajo “agregadas” (véase por ejemplo los índices de Chinn y Ito, 2008) la capacidad de cuantificación de la efectividad de los controles estará limitada. En este caso, al investigar los vínculos entre flujos agregados y controles agregados (como solía ser la tradición hace unos años), podría arribarse a conclusiones erróneas en las que se tiende a subestimar la efectividad de las regulaciones.

---

<sup>4</sup> Este resultado también puede demostrarse para un modelo inter-temporal microfundando convencional. Véase Chen y Chang, 2015.

Entonces, la correcta cuantificación del fenómeno debería basarse en darle mayor “granularidad” al tipo de análisis, a partir en la utilización de nuevas bases de datos en las cuales se desagrega el tipo de medidas (posición regulada, si es a la entrada o a la salida, distinción entre momento del anuncio y momento de la regulación) y frecuencia de información (cuatrimestral, mensual, etc.) con la finalidad de poder capturar de forma más acabada la relación entre objetivos perseguidos e instrumentos de regulación utilizados.

Aunque este tipo de metodología es bastante reciente, existe un conjunto de trabajos publicados a partir de los cuales se pueden extraer lecciones de gran interés sobre la regulación, sobre todo para los países en desarrollo.

Al considerar bases de trabajo desagregadas, existe consenso respecto a que la regulación afecta la composición de los flujos de capital, al igual que en la visión tradicional (Ostry y otros, 2012; Ghosh y otros, 2014).

Pero, además de ello, al evaluar el tipo de regulación y el objetivo de política aparecen resultados novedosos. Existe evidencia que demuestra que las medidas de regulación de los flujos de capital también afectan la magnitud de los fondos. En este caso las regulaciones “a la salida de capitales” suelen ser más efectivas que las de los controles “a la entrada de capitales”, y que su efectividad aumenta mientras más desarrollada se encuentra la economía (Binici y otros, 2010; Ghosh y otros, 2014; FMI, 2015).

Asimismo, también existe evidencia respecto a que las regulaciones macroprudenciales vinculadas a mitigar riesgos fueron muy significativas para reducir aspectos relacionados a la fragilidad financiera tales como el apalancamiento bancario, el crecimiento del crédito bancario y las expectativas de inflación (Forbes y otros, 2015).

En cuanto al tipo de cambio, la evidencia respalda la visión por la cual las medidas de administración de flujos de capital son acciones eficientes para influir sobre la apreciación cambiaria. Considerando datos cuatrimestrales para 50 países de la OCDE y de economías en desarrollo en el periodo 2000-2014 a partir de una metodología de paneles dinámicos y una base cuatrimestral de flujos de capital netos y controles desagregada según posiciones reguladas, Aizenman y Binici (2015) muestran que las medidas de administración de flujos de capital son significativas para morigerar la presión cambiaria apreciativa.

## **2. Liquidez y ciclo financiero global: externalidades del centro a la periferia**

La segunda de las motivaciones discutidas sobre a la regulación de los flujos de capital tiene que ver con la cuestión de los canales a partir de los cuales la liquidez global se transmite a la “periferia financiera”, las llamadas economías emergentes.

En su comienzo, el debate estuvo asociado a la discusión clásica sobre la validez del trilema de imposibilidad para las economías abiertas. Según este esquema básico, si la política económica elige un régimen de tipo de cambio flotante es posible mantener independencia de la política monetaria aún con movilidad perfecta en los flujos de capital.

Sin embargo, luego de la crisis internacional emergió nueva evidencia empírica desafiando este resultado clásico de la literatura. La presencia de un ciclo financiero global hace, en la práctica, que los países sólo enfrenten un dilema entre regular la cuenta de capital y mantener la independencia de la política monetaria, sin ser relevante la elección del régimen cambiario (Rey, 2013).

Este ciclo financiero global se manifiesta en un mayor comovimiento de los flujos brutos a escala global (por regiones y tipos de activos), cuyos determinantes se explican por la política monetaria en los centros financieros globales, principalmente los Estados Unidos. De este modo, la emergencia del ciclo financiero global genera spillovers o “externalidades” sobre las economías periféricas, condicionando un tipo de respuesta de estos países que, de no mediar medidas de administración de estos flujos, aumenta el

apalancamiento doméstico exacerbando la prociclicidad del crédito, más allá de la selección del régimen cambiario.

Por ello, uno de los ejes del debate empírico sobre este tema giró en torno a la validez del trilema, buscando devolverle mayor peso a la elección del régimen cambiario. En este caso, algunos autores plantearon que, como consecuencia de la creciente influencia del ciclo financiero global sobre la autonomía de la política monetaria, la elección del régimen cambiario continúa siendo igual de significativa que la implementación de medidas de administración de los flujos de capital (Aizenman y otros, 2015; Obstfeld, 2015; Klein & Shambaugh, 2015). Sin embargo, a partir de una especificación de la autonomía monetaria mediante una regla de Taylor, muestran que la flexibilidad cambiaria no es significativa pero los controles de capital sí lo son (Han y Wei, 2016).

Otro conjunto de trabajos son aquellos que comenzaron a indagar sobre los canales relevantes de transmisión del ciclo financiero global. Esta literatura relevante para las economías de América Latina y el Caribe, debido a que los principales resultados son de interés directo para la gestión de la política económica.

El grupo mayoritario corresponde a aquellos que estudian los determinantes de los movimientos de los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Esta literatura es muy abundante e incluso anterior a los debates sobre la preeminencia de los ciclos financieros globales. No obstante, luego de la crisis internacional el estudio de los determinantes de los flujos de capital tomó un nuevo impulso.

La literatura empírica da cuenta de la relevancia de los factores externos (*push*) (aversión global al riesgo, tasa de interés de referencia y brecha de crecimiento en los países centrales), por sobre los factores internos (*pull*) (riesgo financiero idiosincrático, crecimiento local, rendimiento de la inversión, estado de los *fundamentals*, etc.) al momento de explicar los movimientos cíclicos de los flujos de capital (Koepke, 2015). Esto se manifiesta, entre otras características, en un creciente comovimiento entre los flujos brutos de entrada y salida de capitales en los países emergentes cuyas variaciones están determinadas principalmente por la aversión global al riesgo (índice VIX) (Cerutti y otros, 2015). Estos elementos se resumen en el cuadro 4 a continuación.

**Cuadro 4**  
**Principales determinantes de los flujos de capital (*push vs pull*)**

	Factores Externos ( <i>push</i> )	Factores internos ( <i>pull</i> )
Cíclicos	Aversión global al riesgo (índice VIX) Tasa de interés de referencia en los países centrales Gap de crecimiento en los países centrales	Riesgo financiero idiosincrático Crecimiento doméstico Retorno en los mercados de capital locales Estado de los "fundamentales macroeconómicos"
Estructurales	Existencia de inversores institucionales Preferencia por la diversificación de riesgos Expansión de TIC	Calidad de las instituciones Apertura de la cuenta capital y desregulación Influencia del gobierno en la economía

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Koepke (2015).

Asimismo, los efectos del ciclo financiero global no sólo se limitan a los canales financieros. En la literatura empírica también suelen señalarse conexiones entre la tasa de interés internacional, el tipo de cambio del dólar y el precio de las materias primas, a partir de los comovimientos que existen entre los flujos de capital hacia los países emergentes y los ciclos de precios de las materias primas (Bastourre y otros, 2012). Esto genera un riesgo adicional a partir del canal comercial, en especial en aquellos países altamente dependientes de la exportación de productos básicos, aumentando la prociclicidad de las economías financieramente abiertas y con baja diversificación de su estructura exportadora.

En este sentido, resulta central considerar la relación de transmisión de las nuevas condiciones monetarias globales sobre las economías periféricas. La existencia de un ciclo financiero global genera que un cambio en la política monetaria de la Fed ocasione un mayor apalancamiento de las instituciones sistémicamente relevantes y, con ello, un incremento de los flujos de capital hacia otros destinos, generando en los países periféricos una valorización de las carteras, una apreciación cambiaria y un

mayor apalancamiento de los bancos, lo cual a su vez debilita la posición de solvencia financiera (Bruno y Shin, 2015).

Las transformaciones recientes en el funcionamiento de los mercados de capital internacionales han tenido su correlato en la literatura empírica. La magnitud de los flujos financieros internacionales y, sobre todo luego de la última crisis internacional, su influencia sobre la gestión de la política económica en la periferia son un aspecto central del análisis de las economías de hoy.

En la próxima sección analizaremos los hechos estilizados de la transformación en la regulación de los flujos de capitales en las economías de América Latina en los últimos años. Para ello estudiaremos las características que tuvieron los flujos de capital y los cambios en la regulación. El aspecto central a analizar tendrá que ver con la existencia o no de una transformación en el formato de la integración financiera asociada a los objetivos del nuevo tipo de controles implementados.

### III. Ciclo financiero y regulación de la cuenta capital en América Latina 1996-2013

---

#### A. Indicadores de integración financiera en América Latina

La dinámica de los flujos de capital es un aspecto central del funcionamiento de las economías en la actualidad. Como vimos en el apartado anterior, tanto por su magnitud como por su volatilidad la mayor o menor apertura a estos flujos de capital afecta las condiciones económicas y financieras y las decisiones de política económica, trayendo consigo un conjunto beneficios, costos y riesgos para los países receptores.

Este apartado tiene por finalidad indagar en los cambios en la regulación de la cuenta capital en América Latina a partir del análisis del perfil de recepción de los flujos de capital y el grado de integración financiera de la región.

En la actualidad, el fenómeno de integración financiera de las economías periféricas está muy influenciado por un nuevo régimen de funcionamiento de la economía global que, de un modo general, en la literatura se conoce como financiarización. Este es un proceso surgido como forma de reciclar el conflicto distributivo al interior del régimen de acumulación vigente en las economías centrales<sup>5</sup>. Sin embargo, aunque en una etapa de desarrollo mucho menor, las relaciones económicas que los países periféricos establecen con la economía mundial se ven atravesadas de manera fundamental por estas características. En este sentido, y aunque sea un tema que exceda este trabajo, existe un consenso acerca de la fuerte influencia que la financiarización de la economía mundial ejerce sobre los países periféricos

---

<sup>5</sup> Desde la perspectiva de los países centrales, el surgimiento y la expansión de los mercados de capital internacionales es el resultado del desenvolvimiento de las relaciones capitalistas en las distintas etapas de industrialización (relacionado con cuestiones distributivas, de perfil de consumo, reorganización de la fuerza laboral) (Boyer, 2000). En los países periféricos, en cambio, la integración a los mercados de capital es un proceso “importado” de la participación en las relaciones económicas globales en general. En la literatura reciente sobre el tema, no existe una única definición sobre el concepto de financiarización, dependiendo del énfasis que cada autor pone sobre distintos aspectos del mismo fenómeno. Sin embargo, existe cierto consenso en que la idea de financiarización está relacionada con la importancia creciente que tiene la dinámica y las motivaciones de los flujos de capital, los mercados de acciones y el sistema financiero sobre las decisiones de la economía real (Epstein, 2005).

a partir de cambios en la magnitud y la volatilidad de las variables que influyen sobre la dinámica del sector externo (tanto por canales comerciales como por canales financieros)<sup>6</sup>.

Haciendo uso de distintos indicadores muy difundidos en la literatura empírica sobre regulación de la cuenta de capital, será posible aproximar distintas medidas respecto a los niveles de integración financiera. En el cuadro 5 a continuación se sintetizan de manera muy simplificada algunos de estos indicadores. Esta variedad de medidas podría resumirse en tres grandes grupos: los indicadores de integración financiera *de jure*, *de facto* y una combinación de ambos (Quinn y otros, 2011)

Los indicadores de integración financiera *de jure* se basan en algún tipo de codificación respecto a documentos oficiales (generalmente en base a los informes sobre regulaciones en el mercado de cambios del FMI, AERA/IMF) sobre la declaración o verificación de existencia de controles sobre los flujos comerciales, los flujos de capital, la adquisición de moneda extranjera en mercado local y/o el plazo de estadía de los depósitos bancarios a plazo, entre otros (Chinn y Ito, 2008; Quinn, 1997; Schindler, 2009; Fernández y otros, 2015).

Los indicadores de *de jure* intentan determinar un conjunto de posiciones susceptibles de ser reguladas (inversiones inmobiliarias de no residentes, control sobre el destino de la inversión extranjera directa, ventanillas especiales para la compraventa de moneda extranjera, límites al endeudamiento privado por la emisión de bonos, habilitación para operar con derivados, etc.) para luego transformar la información del texto en valores cuantitativos mediante codificación con “ceros” y “unos” de las posiciones que en el texto se mencionan como reguladas (generalmente son los “unos”) y de este modo poder observar la evolución histórica de la regulación en cada país como así también compararla entre distintas economías.

La diferencia entre los distintos indicadores tiene que ver con la selección de las categorías y el nivel de desagregación de la información con el objetivo de considerar una codificación más representativa de la regulación implementada.

Por otro lado, se encuentran los indicadores de integración financiera *de facto*. Estos están relacionados con el registro de la magnitud de los flujos financieros brutos sobre PBI, el estudio del tamaño del sector financiero como la valorización de los activos bursátiles sobre el PBI y la cuantificación de ganancias financieras en las empresas no financieras, entre otros (Lane y Milesi-Ferretti, 2007; Flassbeck y La Marca, 2007; Krippner, 2005; Van Treeck, 2009; Stockhammer, 2004; Timmer y otros, 2014; Aizenman y otros, 2011).

El tercer tipo de indicadores es la combinación de los dos anteriores. Estos indicadores intermedios suelen incluir algún tipo de ponderación sobre las regulaciones de la cuenta de capital en relación a la importancia de estos flujos en el balance de pagos (Edison y Warnock, 2003; Levy Yeyati y otros, 2009; Dreher, 2006; Quinn y otros, 2011).

---

<sup>6</sup> Un análisis preliminar nos dice que la financiarización de las economías periféricas, la integración financiera y la desregulación de la cuenta capital, están estrechamente relacionadas. En este sentido una posible interpretación sobre financiarización de los países periféricos puede ser entendido como el fenómeno a partir del cual se incrementa la importancia de los actores, instituciones y los mercados de flujos de capital internacionales en relación al tamaño de la economía nacional cuyos determinantes le son dados de manera más o menos pasiva desde los centros financieros de la economía global.

**Cuadro 5**  
**Clasificación de los principales indicadores de integración financiera en la literatura**

Tipo	Fuente	Países / años	Medida del indicador	Código	Detalle	Referencia
<i>De jure</i>	Codificación de AEREAR-FMI	122 países 1948-2013	0 a 100	KOPEN	Clasificación ordinal. Restricciones sobre la cuenta capital y financiera. Índice =100 muy integrado	Chin & Ito (2008)
		181 países 1970-2006	-1.8 a 2.54	CAPITAL	Ordenamiento categorial. Restricciones sobre la cuenta capital y financiera. Índice = 2,54 es muy integrado	Quinn (1997)
		91 países 1995-2005	0 a 1	KA	Clasificación ordinal. Restricciones sobre la cuenta capital y financiera. Índice =1 es poco integrado	Schindler (2009)
		100 países 1995-2013	0 a 1	CCM	Clasificación ordinal. Restricciones sobre la cuenta capital y financiera según residencia y tipo de activo. Índice =1 es poco integrado	Fernández y otros (2015)
	OTRO	183 países 1995-2010	Escala dinámica	IF_HERITAGE	Episodios de liberalización del mercado de acciones	Bakeart, Harvey y Lunblad (2005)
<i>De facto</i>	IFS-IMF	145 países 1970-2007	0.39 a 19.975	TOTAL	Suma de activos y pasivos financieros sobre PBI, para categorías de acciones, IED, deuda y derivados financieros. Valores mayores, más integrado.	Lane & Milesi-Ferretti (2007)
		Total información disponible	% de PBI	FF_GDP	Flujos financieros brutos desde el exterior y hacia el exterior/PBI. Análisis de apertura por categoría de flujo IED, acciones, deuda, otras inversiones. Valores mayores más integrado	Epstein (2005); Aizenman, Jinjarak y Park (2011) y otros
	UNTCAD	153 países 1970-2009	% de PBI	Inward FDI	ingreso de FDI (stock y flujos).Valores mayores más integrado	Flassbeck y La Marca (2007)

Cuadro 5 (conclusión)

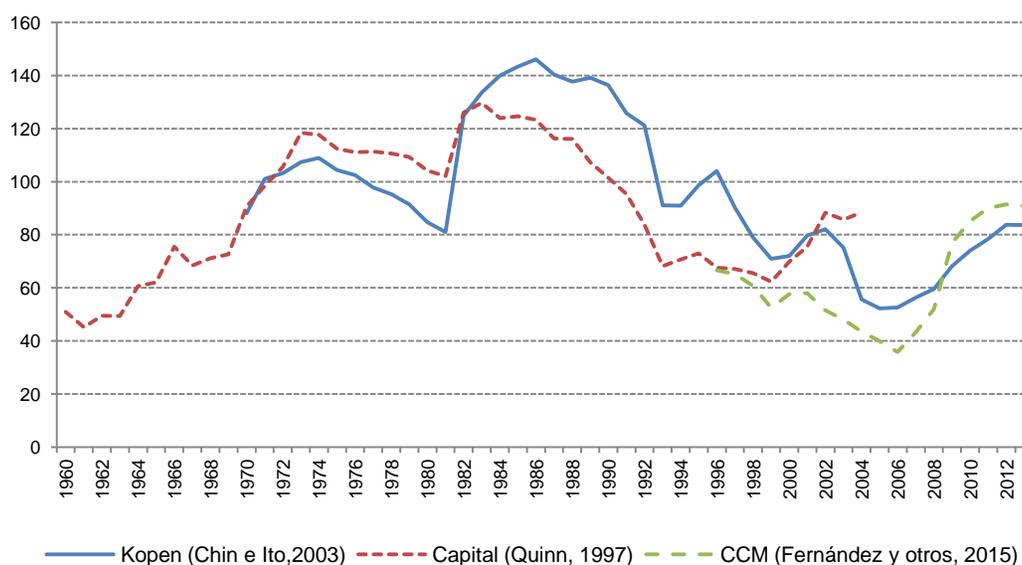
Tipo	Fuente	Países / años	Medida del indicador	Código	Detalle	Referencia
<i>De facto</i>	OTRO	Escala nacional	0 a 1	FPROFIT	Ganancias financieras/Ganancias no financieras. Valores mayores más integrado	Krippner (2005), Van Treek (2008); Stockhammer (2004)
		40 países 1950-2010	0 a 1	10SECTOR	Empleo sector bancos y finanzas/empleo total. Según Palley (2007). Valores mayores más integrado	Timmer, Vries & Vries (2014)
		40 países 1950-2010	0 a 1	10SECTOR	VA sector finanzas+bancos/PBI. Según Crotty (2005). Valores mayores más integrado	Timmer, Vries & Vries (2014)
<i>De jure &amp; de facto</i>	IFS-IMF, WDI-BM, codificación de AERAR-FMI	31 países 1989-2006	0 a 1	FORU	Volumen y capacidad de no-residentes de comprar acciones en el mercado doméstico. Índice =1 muy integrado	Edison & Warnock (2003)
		9 países 1994-2004	0 a 1	PRICE_BASED	Diferencias entre precios domésticos y externos (dada la validez de PPP). Observación diaria según cotización por firmas	Levy Yeyati, Scmukler & Van Horen (2009)
		141 países 1970-2007	20 a 99	KOF	Flujos actuales de comercio, FDI, portafolio, remisión de utilidades, etc. más restricciones sobre la cuenta capital y comercial como tarifas, impuestos, etc. Índice =99 muy integrado	Dreher, Gaston, & Martens (2008)
		123 países 1950-2006	0 a 1	CAPITAL2	Controles gubernamentales sobre la cuenta capital más flujos brutos de capital, según residencia. Índice =1 poco integrado	Quinn, Schindler & Toyada (2011)

Fuente: Elaboración propia.

No todos estos indicadores presentados en la literatura empírica se encuentran disponibles para América Latina en una extensión temporal suficiente como para que pueda construirse una mirada del proceso. Por ello, a continuación se presenta una síntesis de los grupos de indicadores *de jure* y *de facto* con un cierto nivel mínimo de alcance temporal. Entre los indicadores *de jure* se incluye el de Quinn (1997) (CAPITAL), Chin y Ito (2008) (KOPEN), y Fernández y otros (2015) (CCM)<sup>7</sup>. Entre indicadores de la integración financiera *de facto* se presenta el utilizado por Timmer y otros (2014) (10SECTOR) en base al sector finanzas y bancos, otro utilizado por Lane y Milesi-Ferreti (2007) (TOTAL) y un último sobre el de los flujos brutos de capital en términos del PBI (FF\_GDP).

En el anexo se incluyen los gráficos con el detalle del indicador para las ocho principales economías de América Latina (LAC8) (la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México, el Perú, el Uruguay y la República Bolivariana de Venezuela).

**Gráfico 1**  
Indicadores de integración financiera *de jure* para América Latina y el Caribe  
(principales ocho economías), promedios ponderados por PBI<sup>a</sup>  
(Base década de 1970=100)



Fuente: Elaboración propia en base a los índices de Chinn y Ito (2003), Quinn (1997), Fernández y otros, (2015).

<sup>a</sup> Para construir el índice CCM en la misma escala que los otros dos se tomó valor año inicial 1996 como promedio de ambos índices y a partir de allí se reescaló con base 1996-2000. Para una correcta visualización del proceso, el índice KOPEN y CAPITAL se toma en valores inversos, es decir, mayores niveles del índice no implican mayor "apertura" sino mayor "regulación".

Nota: Positivo es mayor regulación de la cuenta capital.

Los índices CAPITAL y KOPEN tienen un mayor recorrido histórico, el índice CCM comienza en 1993. Desde la década del sesenta hasta comienzos de los setenta se registra un proceso de creciente regulación. Luego, desde 1970-1973 aparece un período intermedio de desregulación que se extiende hasta comienzo de los ochenta (las crisis de la deuda). A partir de allí, continúa el proceso de regulación anterior, alcanzando sus valores máximos a mediados de la década (1984-1986). El nuevo quiebre se da a fines de los ochenta (hiperinflaciones) donde se inicia un camino de desregulación que perduró hasta

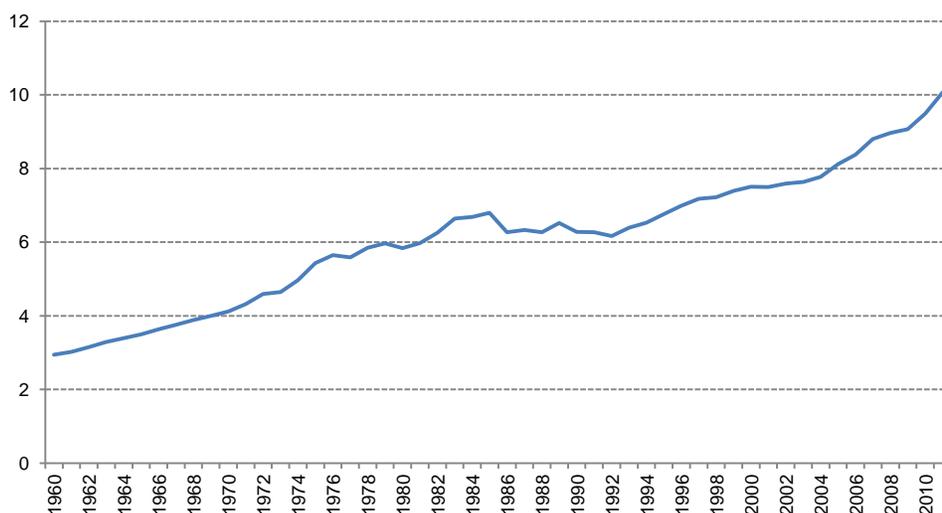
<sup>7</sup> El índice de CAPITAL codifica el texto del AERAR-FMI y va de 0 a 100, siendo 100 el valor el mayor nivel posible de integración. El indicador de KOPEN también es un indicador que codifica el texto del AERAR-FMI y va de 0 a 1, siendo 1 el mayor nivel de integración financiera posible. El indicador CCM codifica el texto de AERAR-FMI de 0 a 1, considerando 32 posiciones del balance de pagos factibles de ser "reguladas" según sean residencia (residente o no residente) y/o tipo de flujo (entrada o salida de capitales), siendo 1 mayor regulación. Sobre el indicador de Fernández y otros (2015), ver apartado metodológico.

los años 1999-2000 (crisis en la Argentina y el Brasil). Este proceso de desregulación comienza a estabilizarse (KOPEN, CCM) e incluso disminuir (CAPITAL). Sin embargo, la nueva transformación se produce a partir del año 2007. Según se registra para ambos indicadores con información disponible (KOPEN, CCM) se observa un proceso de reregulación. Este proceso parece revertir el ciclo de apertura anterior, aunque en ninguno de los casos supera los niveles de administración de los flujos de capital que existían previo a la apertura de la década del noventa.

En cuanto a la integración financiera *de facto* una de los posibles indicadores consiste en medición de la relevancia del sector financiero dentro de la economía total a partir de cuantificar el empleo en el sector de finanzas, seguros y otros en relación al empleo total (10SECTOR) (Kripner, 2005; Palley, 2007). La mayor integración financiera estaría asociada a la creciente importancia de la actividad bancaria y de valorización financiera sobre en relación a la economía total.

Como puede observarse en el gráfico 2, la información para este indicador abarca un periodo muy extenso, que va desde 1960 a 2011. Allí se registra un incremento de la relevancia del empleo en el sector financiero sobre el empleo total. En este proceso, los países que más se destacan son Chile, México y Colombia, en especial desde 1990.

**Gráfico 2**  
**Empleo en el sector finanzas, seguros y otros como proporción del empleo total para América Latina y el Caribe (principales ocho economías), promedios ponderados por tamaño PBI, 1960-2011**



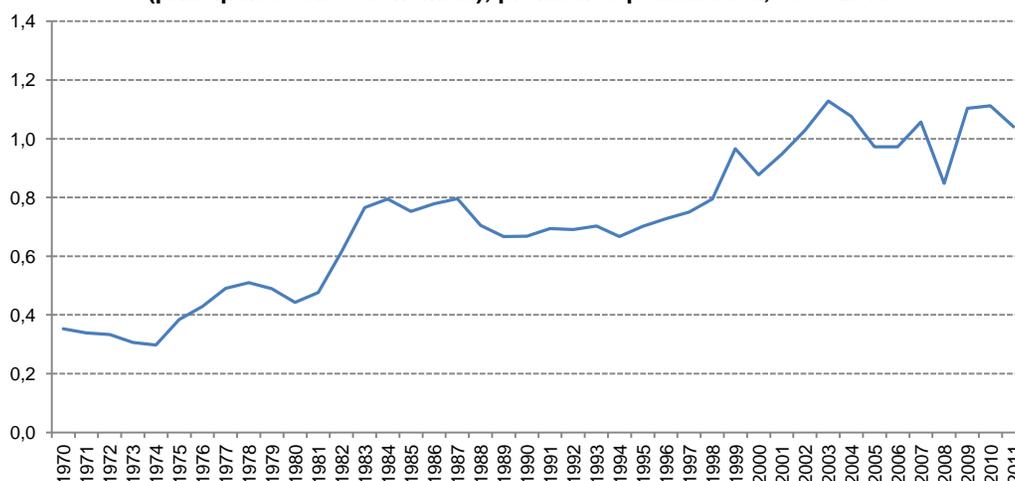
Fuente: Elaboración propia sobre la base de "10SECTOR" en Timmer y otros (2014).

Una segunda medida de integración financiera es considerar la totalidad de activos y pasivos financieros escalados en términos del PBI (TOTAL) como medida de difusión de la actividad financiera y bursátil correspondiente a las economías nacionales (Lane y Milesi-Ferretti, 2007).

Como se observa en el gráfico 3, el índice TOTAL también abarca un periodo extenso de tiempo. Al igual que en el caso anterior, para toda la serie se registra un incremento de la generación y difusión de instrumentos financieros. Sin embargo, aquí se distinguen con más claridad procesos cíclicos de mayor difusión y expansión de la actividad financiera y otros de estancamiento. Desde mediados de los setenta hasta finales de los ochenta se observan dos ciclos de fuerte expansión, interrumpidos por la crisis de la deuda. El segundo impulso aparece después de los años 2000, donde se incrementa la intermediación financiera sólo interrumpida por la crisis internacional en 2008-2009. Asimismo, se observa una mayor volatilidad del indicador durante todo el proceso. En esta segunda etapa se destacan países donde la intermediación de activos financieros se expande fuertemente (Chile, el Perú, México),

otros donde se contrae (la Argentina y la República Bolivariana de Venezuela) y un grupo que se ubica dentro del promedio regional (Brasil) (ver anexo).

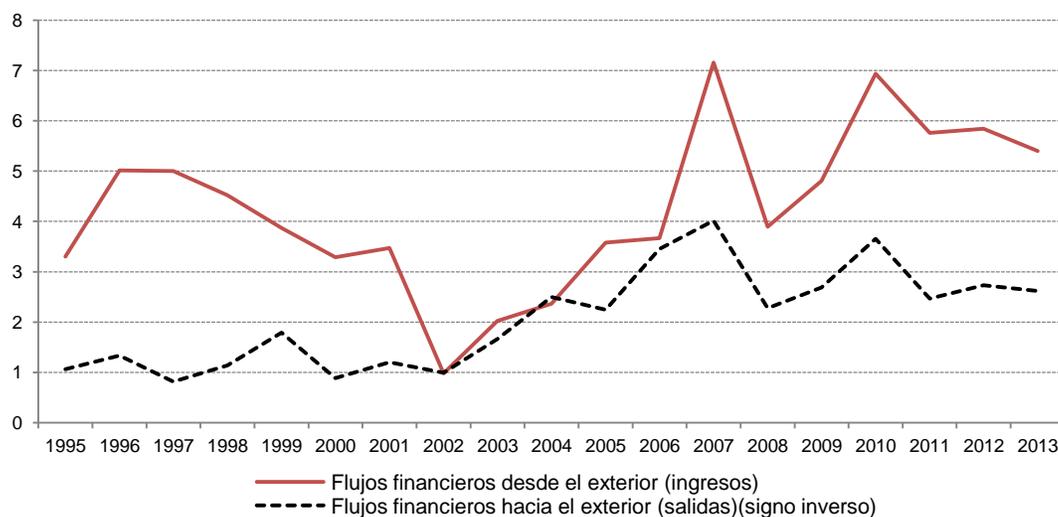
**Gráfico 3**  
**Suma de activos y pasivos Financieros en términos de PBI para América Latina y el Caribe**  
**(principales ocho economías), promedios ponderados, 1970-2011**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de "TOTAL" de Lane y Milesi-Ferretti (2007).

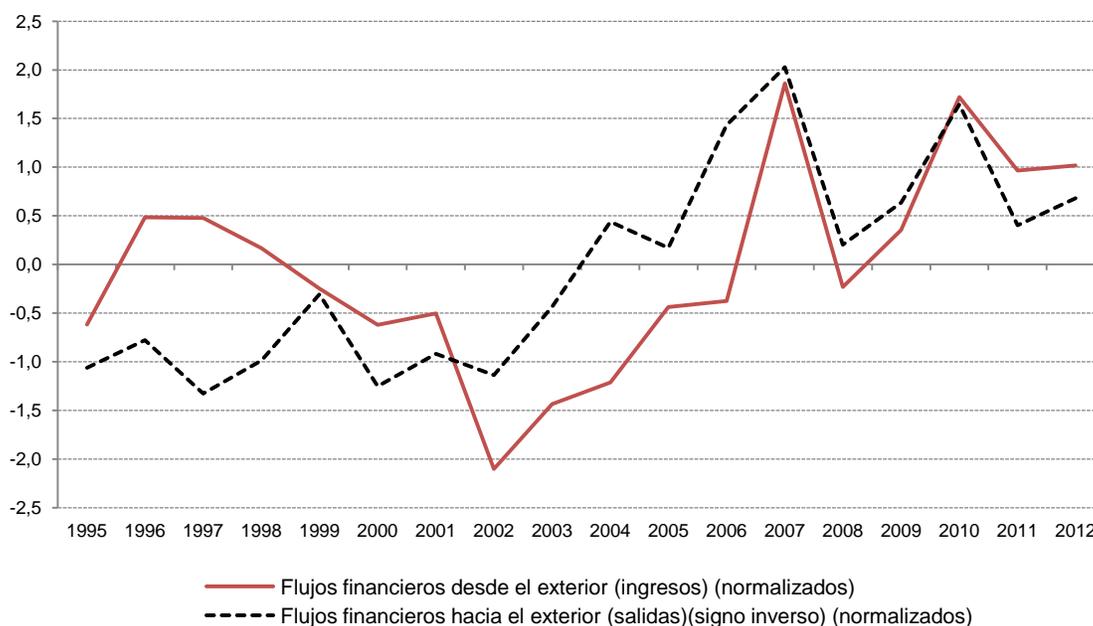
Una tercera posibilidad es cuantificar la magnitud de los flujos brutos de entrada y salida. En el gráfico 4 y en el gráfico 5 se presentan los promedios ponderados del indicador de flujos brutos (FF\_GDP) para las principales economías de América Latina. En ambos casos las series se hallan expresadas en términos del PIB y están ponderadas por la participación de cada economía nacional en el PBI total de los principales ocho países de la región. En el gráfico 4 se presentan los flujos de entrada y salida de manera simple, en tanto que en el gráfico 5 estas han sido estandarizadas (normalizadas) para reducir los efectos de la volatilidad.

**Gráfico 4**  
**Flujos financieros brutos desde el exterior (ingresos) y hacia el exterior (salidas) a PIB**  
**para países de América Latina y el Caribe sobre PBI (principales ocho economías)**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de balance a CEPAL.

**Gráfico 5**  
**Flujos financieros brutos desde el exterior (ingresos) y hacia el exterior (salidas) a PIB**  
**para países de América Latina y el Caribe sobre PIB**  
**(principales ocho economías), datos normalizados**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de balance a CEPAL.

Los flujos financieros desde el exterior son aquellos que registran variación en los pasivos externos (operaciones de no residentes) en tanto que los flujos hacia el exterior son aquellos que registran variaciones en los activos externos (operaciones de residentes)<sup>8</sup>.

En primer lugar, se ve con claridad la importancia de tomar como indicador los flujos brutos por sobre los netos. Al observar los flujos brutos se considera la dimensión de los movimientos de capital en toda su magnitud (ingresos y salidas de capitales) y no es su resultado neto (ingresos menos salidas de capitales). En este sentido, como se observa en el gráfico 4, desde los años 2000 hasta 2004 el ingreso neto de capitales resulta mayormente equilibrado, producto de que los ingresos son similares a las salidas. Pero, en términos brutos, se observa un fuerte y persistente ascenso de los movimientos brutos de capital tanto de entrada como de salida.

De este modo, desde el comienzo de los años 2000 se registra una creciente importancia de los flujos brutos desde y hacia el exterior, dando cuenta de una mayor integración financiera de la región.

En particular, al observar los flujos brutos desde el exterior (entrada) se observan dos etapas. La primera desde 1995 hasta 2002 donde existe una tendencia a la disminución de sus niveles. Luego, a partir del año 2002 se registra un cambio de tendencia: se incrementa el ingreso de flujos financieros desde el exterior y se observa un mayor comovimiento de los mismos. En esta segunda etapa Chile, el Uruguay, el Perú y Colombia fueron los países en los cuales el ingreso de capitales tuvo mayor expansión (ver anexo).

<sup>8</sup> De acuerdo con esta clasificación podría ocurrir que los flujos financieros desde el exterior aparezcan con signo negativo (disminuyendo un pasivo) o los flujos financieros hacia el exterior aparezcan con signo positivo (disminuyendo un activo). Esto es así porque el registro de los movimientos del balance de pagos es por residencia de la transacción y no por entrada o salida de fondos. Lo que sucede es que la intuición nos dice que para nuestros países la posición corresponde al ingreso de fondos por los flujos financieros desde el exterior por el hecho de que no residentes están ingresando capital. De este modo, cuando un no residente liquide un activo externo en el país (fuga de capitales) se considerará la disminución de un pasivo registrándose con signo negativo en los flujos brutos desde el exterior. Por el contrario, podría darse el caso de que un residente liquide una posición en el exterior e ingrese capitales, entonces el registro considerará la venta de un activo de un residente, registrado el movimiento con un signo positivo en los flujos brutos hacia el exterior.

En cuanto a los flujos financieros brutos hacia el exterior (salida de capitales) se observa la misma segmentación de etapas, aunque con una dinámica más estable ya que en toda la serie se registra un patrón persistente hacia la salida de fondos relativamente estable. El elemento distintivo es la existencia de un “efecto nivel” de mayor salida bruta de fondos a la par del mayor ingreso desde 2002 hasta 2006, que pasa de alrededor de 1% del PBI a alrededor de 2,5% y allí tiende a estabilizarse. Allí también se destacan países como Chile, el Uruguay y Colombia, como economías donde los flujos hacia el exterior más se expandieron. Por el lado de la salida de fondos también se suman la Argentina y la República Bolivariana de Venezuela.

Por su parte, en el gráfico 5 se presentan los flujos financieros desde y hacia el exterior normalizados (menos la media y dividido por el desvío estándar) para reducir la volatilidad. Al igual que registra la literatura empírica reciente, se observa una creciente vinculación entre las economías nacionales como región receptora de estos fondos, que se expresa en un fuerte comovimiento del ingreso de fondos a la región (ver anexo) (Koepke, 2015).

A modo de síntesis para el conjunto de indicadores presentados, podemos decir que al considerar la integración financiera *de jure* se registra un proceso de integración creciente que se interrumpe hacia 1999-2000 (dependiendo del indicador) y da comienzo a un proceso de reregulación a partir de 2007 y que se acelera luego de la crisis internacional. En ninguno de los casos alcanza los niveles de regulación previos a la década del noventa.

Por otro lado, cuando se consideran los indicadores de integración financiera *de facto* de más largo plazo se observa un proceso creciente e ininterrumpido de integración financiera. Si bien en términos de la proporción de fuerza laboral empleada en el sector finanzas, bancos y otros, y la intermediación de activos financieros se destacan Chile, México, el Perú y Colombia, sobre todo en la última década, el proceso se sostiene para todos los países de la región. Esto mismo se registra al considerar la magnitud de activos y pasivos financieros sobre el PBI. Al considerar la magnitud de los flujos brutos de entrada y salida de capitales en términos de PBI se observa el mismo patrón creciente ininterrumpido, aunque con mayor volatilidad y con etapas más diferenciadas, por la naturaleza del indicador.

De este modo, al considerar uno y otro indicador de manera simultánea, aparecería un carácter aparentemente contradictorio en los distintos indicadores de integración financiera *de jure* y *de facto* para la última etapa, ya que el proceso de reregulación registrado desde 2007 por los indicadores *de jure* no se vería reflejado por los indicadores *de facto*. Sin embargo la contradicción no es tal si se considera la relación bicausal entre de la integración *de facto* y las medidas regulatorias. Esta tiene que ver con la etapa del ciclo financiero global y las herramientas de la política económica que intentan mediar sobre sus impactos en la economía local.

Es decir, una interpretación plausible es que las medidas *de jure* justamente estén captando la parte reactiva de la política económica a una mayor integración observada *de facto*. En el largo plazo, y en tanto y en cuanto las medidas de regulación resultan efectivas, ambos indicadores podrían tender a converger.

En este sentido, será de especial interés analizar en particular la dinámica de los flujos de capital junto con las transformaciones en la regulación *de jure* registrada en los últimos años. Este proceso será estudiado en profundidad en la próxima sección.

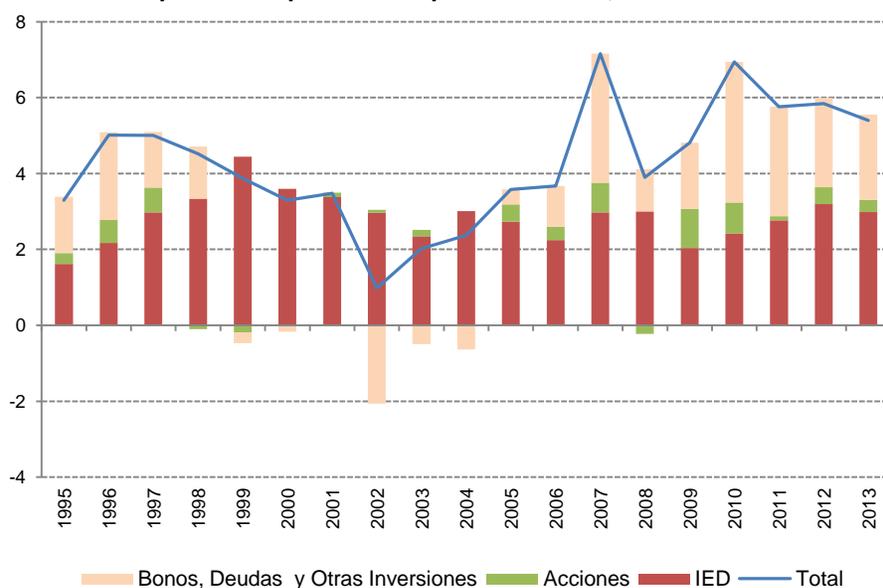
## **B. La dinámica de los flujos de capital y controles en América Latina en las últimas dos décadas**

En este apartado analizaremos la dinámica de los flujos de capital que ingresaron a la región en el último periodo y la respuesta en términos de reregulación de la cuenta de capital.

### **1. Flujos financieros desde el exterior (ingreso de capitales)**

En el gráfico 6 a continuación se presentan un detalle los flujos financieros brutos desde el exterior (ingresos de capitales) en términos del PBI para las principales ocho economías de América Latina en el total regional. En el anexo se presenta la misma información en detalle a nivel nacional.

**Gráfico 6**  
**Flujos financieros desde el exterior sobre PBI para LAC 8,**  
**promedios ponderados por tamaño PBI, 1995-2013**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de CEPAL.

Al observar el gráfico 6 es posible distinguir dos grandes etapas. La primera etapa es aquella que va desde 1995 hasta el año 2002 (crisis de la Argentina) donde se registra una paulatina disminución en el ingreso de capitales. La segunda etapa va desde el año 2003 hasta 2013 y se registra un fuerte ingreso de fondos.

Para el período que va desde 1995 a 2002 existe una tendencia decreciente en el ingreso de fondos que alcanza la totalidad de las categorías bonos y deudas, acciones e inversiones en cartera e inversión extranjera directa. Tras partir de niveles altos de recepción de fondos a principios de los noventa, la reversión se da principalmente en los flujos financieros de cartera (bonos y acciones) luego de la crisis asiática en 1997 primero y con la crisis de la Argentina de 2001/2002, después. Los flujos financieros brutos desde el exterior pasan de representar más de un 5% del PBI para el promedio ponderado de la región en 1996 hasta un 0,9% del PBI en el año 2002.

Esta tendencia a la baja de los flujos financieros de cartera (bonos y acciones) afecta más o menos a todos los países por igual, alcanzando fuertes reversiones (saldos negativos) en el ingreso bruto de fondos para muchos de ellos. Las dos excepciones son Chile y México, en donde los flujos financieros totales desde el exterior se desaceleraron, aunque siempre tuvieron un persistente saldo positivo.

En la segunda etapa que va desde 2003 a 2013 se registra un fuerte ingreso de flujos de capital desde el exterior. Para este período los flujos financieros brutos desde el exterior en términos del PBI pasaron de representar el 2% del PBI en el año 2003 a más del 7% en el año 2007, para luego estabilizarse en torno al 5,4% del PBI en 2013.

El perfil de los flujos de capitales que ingresan a la región en esta etapa registra ciertas particularidades nacionales. En el total regional es posible observar que en el año 2003 el impulso inicial vino dado por la reversión de la salida de capitales por endeudamiento (-2% del PBI en 2002 al 1% del PBI en 2006 para el promedio ponderado regional) y el sostenimiento de los flujos destinados a la inversión extranjera directa (por encima del 2% del PBI entre 2002 y 2006). A partir del año 2007 se inicia una etapa de fuerte ingreso de capitales caracterizada por la expansión de los flujos financieros que no son inversión extranjera directa. Esa mayor relevancia del ingreso de capitales financieros de corto

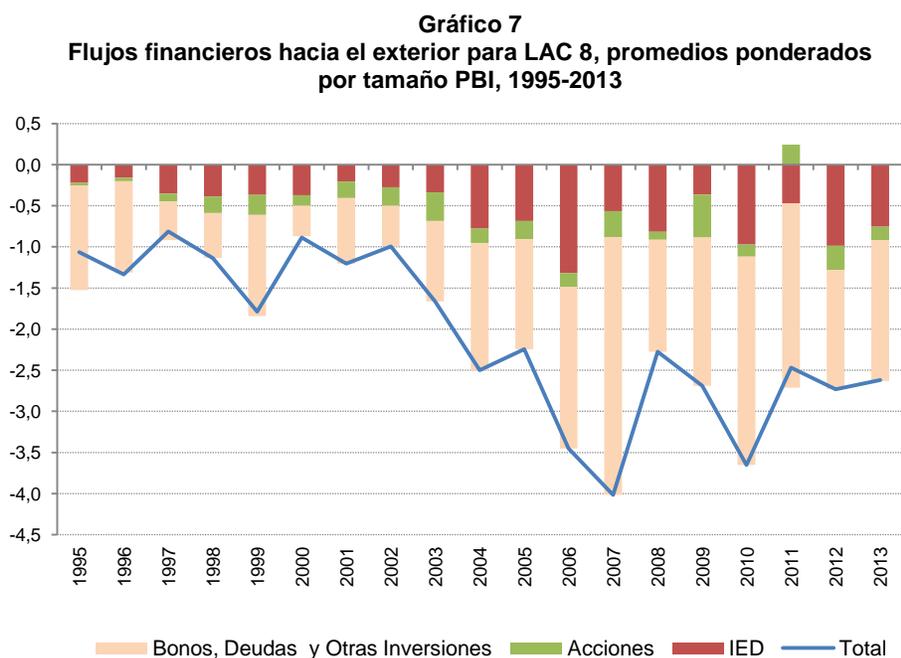
plazo se da en coincidencia con la política de relajamiento cuantitativo (*quantitative easing*) y la profundización de la etapa expansiva del ciclo financiero internacional.

En particular, considerando el acumulado regional, el ingreso de flujos financieros de bonos, deudas y otras inversiones pasó del 1% del PBI en 2006 al 2,2% del PIB hacia 2013 (alcanzando a un máximo del 3,7% del PBI en 2010). Por otra parte, el ingreso de flujos en acciones y títulos de participación de capital pasó del 0,35% del PBI en el año 2006 a un máximo del 1% del PBI para el año 2009.

Como casos particulares del ingreso de capitales en esta segunda etapa, se distinguen la Argentina y la República Bolivariana de Venezuela como dos países donde la dinámica del ingreso masivo de capitales se vio moderada. Esto pudo deberse a las características del *default* argentino y a que en estos países el diferencial de tasas de fondeo promedio 2003-2013 fue negativo (Maresso y Malic, 2015).

## 2. Flujos financieros hacia el exterior (egresos de capitales)

En el gráfico 7 a continuación se presentan los flujos financieros brutos hacia el exterior (egresos de capitales) en términos del PBI desagregados por tipo de flujo para los ocho países seleccionados.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de CEPAL.

Al observar los flujos brutos hacia el exterior la dinámica es menos definida, ya que las etapas de salida de fondos no son equivalentes en todos los países. En general, sí se observa que existe una tendencia creciente al egreso de fondos, pero el perfil de la salida de fondos es bien distinto. La excepción a esta tendencia es el Uruguay, donde hay años con salida de fondos (compra de activos externos por residentes) y años con ingreso de fondos (venta de activos externos e ingreso de fondos por residentes). Dentro de los que se registra una mayor salida de fondos se encuentran aquellos que tienen una mayor presencia de inversión extranjera directa de residentes en el exterior (el Brasil, México). Para otro grupo se observa formación de activos externos vinculados a los mercados de capitales en acciones y títulos de cartera (Chile, el Perú), y en el resto la salida de fondos está vinculada a la tradicional formación de activos externos, bonos y otras inversiones, que incluye la compra de moneda extranjera (la Argentina, la República Bolivariana de Venezuela)

Para el agregado regional, el egreso de flujos financieros de bonos, deudas y otras inversiones pasó del 0,9% del PBI en 2003 al 1,7% del PIB hacia 2013 (alcanzando a un máximo del 2,5% del PBI en 2010). En cuanto al ingreso de flujos en inversión extranjera directa, este pasó del 0,35% del PBI en el año 2003 al 0,7% del PBI para el año 2013. La compra de acciones y otros títulos de cartera pasó del 0,3% en 2003 al 0,16 en 2013.

Es decir que para el agregado regional se mantuvo la proporcionalidad del perfil de salida de capitales con una tendencia creciente.

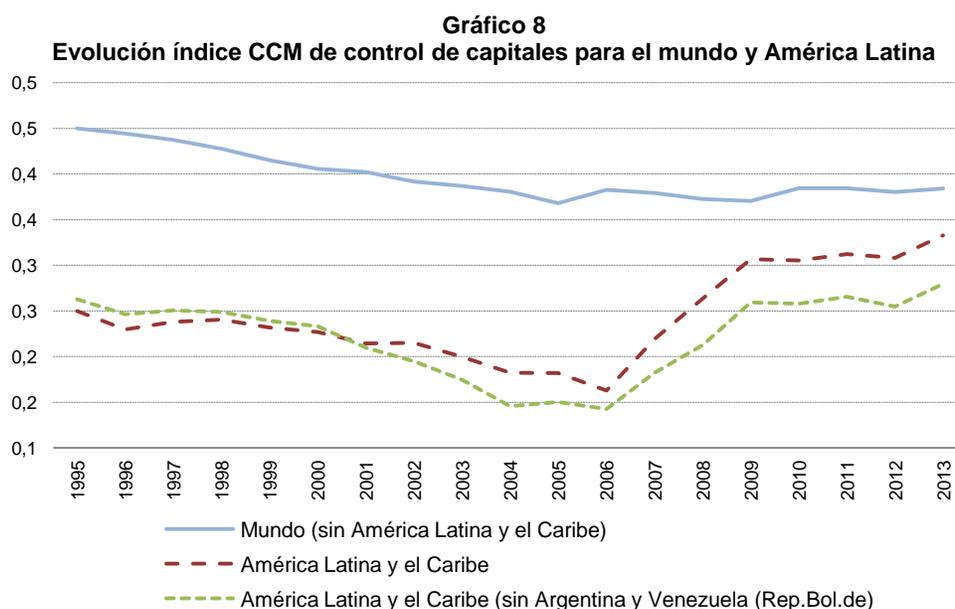
### 3. Cambios en la regulación de la cuenta capital

Al mismo tiempo que se observaba este incremento en el volumen de ingreso y salida de capitales, la región experimentó un conjunto de transformaciones en el volumen regulatorio de su cuenta de capital.

Este proceso de reregulación queda identificado por un conjunto de indicadores de integración financiera *de jure* que presentamos en la sección anterior, como son el indicador KOPEN y CCM.

Al considerar la región como un todo lo primero que salta a la luz es que, para todo el período en consideración, América Latina como región tiene menos medidas de regulación de capital que el promedio mundial (excluyendo a América Latina)<sup>9</sup>.

En el gráfico 8, a continuación, se presenta el índice de medidas regulatorias de la cuenta de capital (CCM) de Fernández y otros (2015).



Fuente: Elaboración propia sobre la base de CCM-FMI en Fernández y otros (2015).

Este indicador codifica la información provista por el AREAR (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions) del FMI para 32 activos o posiciones financieras factibles de ser “reguladas”. Estos son: dinero, bonos, acciones, fondos de inversión, derivados, garantías y otros, créditos financieros, créditos comerciales, inmuebles e inversión extranjera directa. Además, esta información se clasifica por la residencia del acreedor y por el tipo de flujo (entrada o salida) (ver anexo).

<sup>9</sup> La región que más regula es el sudeste asiático.

Allí se observa cómo para el período que va desde 1995 a 2013 el promedio mundial de regulación (excluyendo a América Latina) siempre es mayor que el promedio de regulación para la región.

En segundo lugar se visualiza un proceso de reregulación a partir del año 2007. En este sentido, para todo el período considerado es posible distinguir dos etapas de la regulación en la región. La primera va desde 1995 a 2006, y con un mayor impulso desde los años 2000, donde la región vivió un proceso de desregulación generalizado. La segunda se inicia en 2007. Y como se observa en el gráfico, es un proceso generalizado para toda la región, más allá de las especificidades de la Argentina y la República Bolivariana de Venezuela.

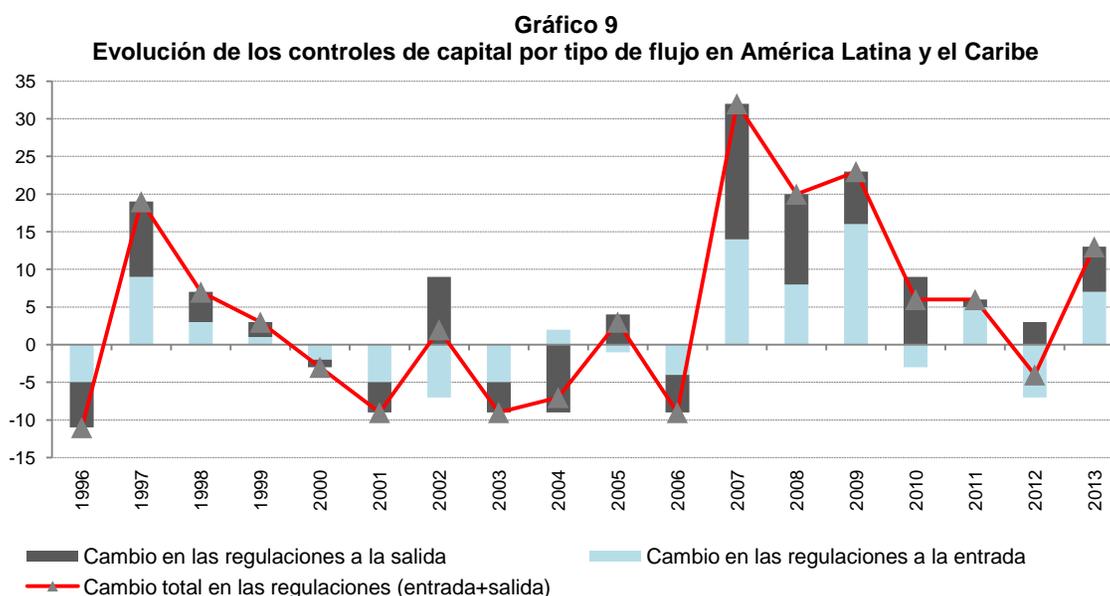
Durante este primer periodo la regulación promedio agregada en América Latina pasó del 25% de posiciones reguladas en 1995 a 16% en 2006, en tanto que en el mundo la regulación paso del 45% al 38%. En este sentido, al momento de desregular en los noventa la región registró un proceso de desregulación de los movimientos de capital a mayor velocidad que la del promedio de los países del mundo.

Tras el estallido de la crisis internacional en el año 2007, mientras que en el mundo continuaron en promedio los mismos niveles regulatorios que desde el principio de la década, en América Latina se registra un fuerte proceso de reregulación de la cuenta de capital. Esta nueva evidencia es reconocida por un conjunto de autores que utilizan distintas bases para codificar las nuevas medidas de regulación (Aizenman y Pasricha, 2013; Reinhart, 2012; Pastor y Wise, 2014; Fernández y otros, 2015).

En el año 2007 la regulación en América Latina trepó al 21% en tanto que en el mundo se mantuvo en niveles similares a los de toda la década. Ese mayor control de los flujos financieros en América Latina continuó elevándose hasta 2010 donde el indicador vuelve a estabilizarse en un valor más cercano al promedio mundial. Ya para 2013 la regulación promedio en América Latina alcanza 33%, en tanto que en el mundo está en torno al 40% en promedio.

En este sentido, tras el estallido de la crisis internacional en 2007 los gobiernos de la región han establecido un nuevo formato de intervención en los mercados de capital que implica una mayor regulación de los flujos financieros. Asimismo, más allá de esta tendencia temporal, existió una amplia dispersión o heterogeneidad al momento de analizar las regulaciones vigentes en los últimos años en la región.

Respecto al tipo de perfil regulatorio que se estableció, en el gráfico 9 a continuación se presenta el cambio en la cantidad de regulaciones existentes, detallando si el tipo de control fue a la salida o al ingreso de capitales. En el anexo se presenta un detalle de los tipos de posiciones desreguladas por país para cada período identificado.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de CCM en Fernández y otros (2015).

En la etapa de desregulación entre 1995 y 2006, las posiciones que dejaron de controlarse fueron mayoritariamente al ingreso de capitales. Dentro del ingreso, se desregularon la compra de acciones en los mercados nacionales, el establecimiento de fondos de inversión financieros, los depósitos bancarios de no residentes en monedas locales y divisas, la toma de créditos con fines comerciales y la posibilidad de securitización de activos. En la comparación entre el año 1996 y 2006, el país que más desreguló ingresos fue Chile (eliminó 15 regulaciones), seguido por el Brasil (eliminó siete). En tanto que el que menos desreguló fue la Argentina (estableció siete). Para mayor detalle por país se puede consultar el anexo.

Dentro de las regulaciones a la salida de capitales para esta primera etapa se observa que el promedio regional de posiciones se mantuvo estable. La causa de ello es que el proceso de desregulación de la salida de capitales se vio interrumpido por la crisis argentina de 2001/2002. Sin embargo, algunos países sí continuaron con el proceso generalizado de desregulación. En la comparación punta a punta el país que más desreguló los controles a la salida de capitales fue Chile (eliminó diez regulaciones) y el que más reguló fue la Argentina (estableció cinco regulaciones). Entre estos países que eliminaron controles, lo que más se desreguló fueron posiciones de financiamiento de créditos comerciales a empresas en el exterior y las inversiones de fondos de inversión (ver detalle en el anexo).

En la etapa de rerregulación, las posiciones que volvieron a controlarse fueron tanto para la salida como al ingreso de capitales. Antes de analizar los cambios es conveniente considerar que tanto Argentina como la República Bolivariana de Venezuela establecieron en el período analizado regulaciones a casi todas las posiciones y por eso merecen un tratamiento más detallado.

Entre las regulaciones al ingreso de capitales, la posición más rerregulada fue el mercado de dinero (compra de divisas por no residentes), acciones, bonos y de derivados financieros. Entre las regulaciones a la salida de capitales, la posición más rerregulada fue el mercado de dinero (requerimientos de permanencia mínima, liquidación de divisas), seguida por los contratos de derivados en el exterior y la posición de bonos en el mercado local (otorgamiento de deuda externa a residentes).

En el gráfico 10, a continuación, se presenta un esquema de áreas correspondientes a los promedios regulatorios de la región por posición regulada según se trate del período desregulatorio o regulatorio.

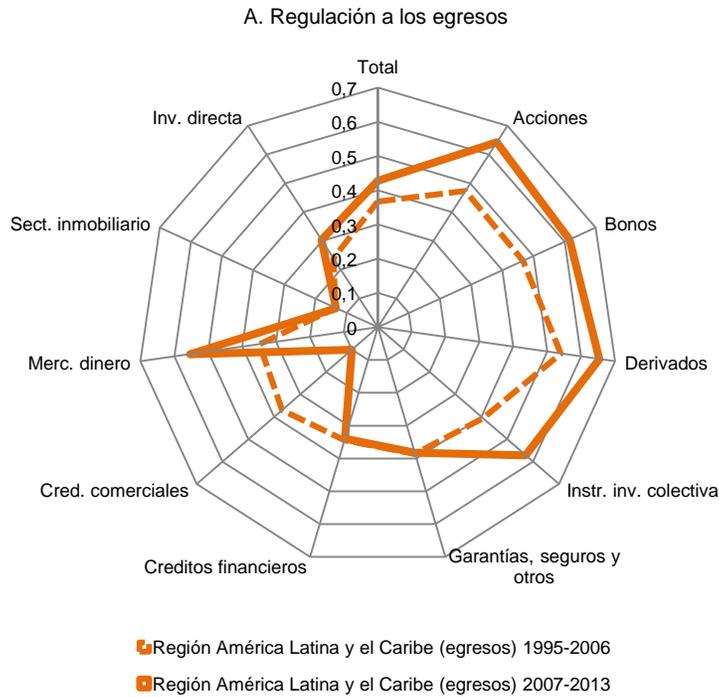
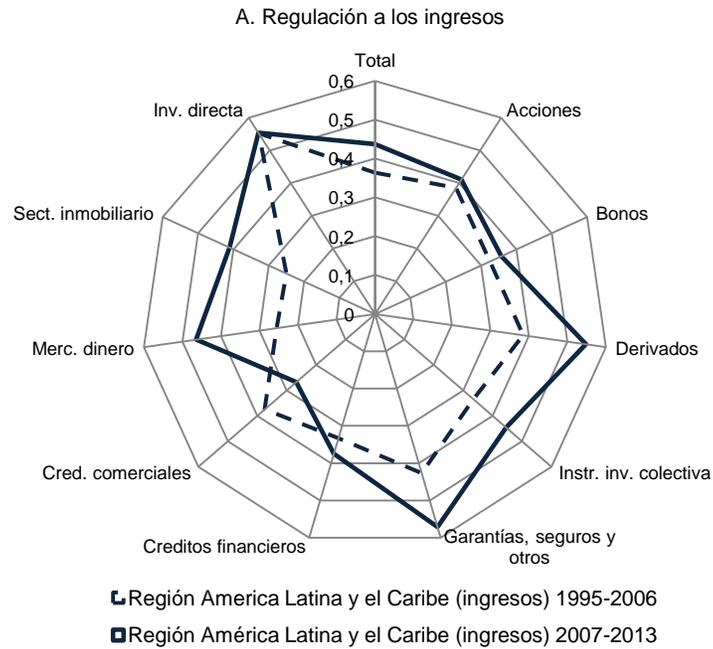
Lo primero que se observa es que para el promedio regional no hubo un cambio significativo en el perfil de regulación. Podemos dividir al conjunto de regulaciones en tres grupos: las regulaciones sobre flujos de cartera (acciones, bonos, derivados, instrumentos de inversiones colectivas, garantías, seguros y otros y créditos financieros), sobre la compraventa de divisas (créditos comerciales y el mercado de dinero) y la inversión extranjera directa (sector inmobiliario, inversiones directas).

Respecto al ingreso de capitales, se expandieron las regulaciones sobre el ingreso de flujos cartera (principalmente en los mercados de derivados y otros mercados secundarios), el mercado de dinero y las inversiones inmobiliarias. Estas mayores regulaciones sobre el ingreso de fondos dan cuenta de la intención de establecer un conjunto de normativas que dificulten el ingreso masivo, sobre todo en sectores sensibles a la generación de burbujas financieras.

Respecto a la salida de capitales, se expandieron regulaciones en dos direcciones claras. Por un lado se establecieron controles sobre la compraventa de divisas (salida de capitales) donde los países que más regulaciones establecieron fueron la Argentina y la República Bolivariana de Venezuela. Y por otro lado regulaciones sobre los de flujos cartera (acciones, bonos, derivados, instrumento de inversión colectiva) donde los países que establecieron mayores regulaciones fueron el Brasil, Colombia y Chile. Las regulaciones sobre los flujos de inversión extranjera directa no presentan un patrón entre los países.

Estas regulaciones tenían como objetivo mediar sobre el ingreso de capitales desde el exterior, en especial aquellos flujos de capitales de corto plazo que afectaban la estabilidad financiera, generando presiones a la apreciación del tipo de cambio. En la sección siguiente presentaremos algunas características de esta relación.

**Gráfico 10**  
**Perfil regulatorio por categoría de flujo y tipo de mercado para América Latina**

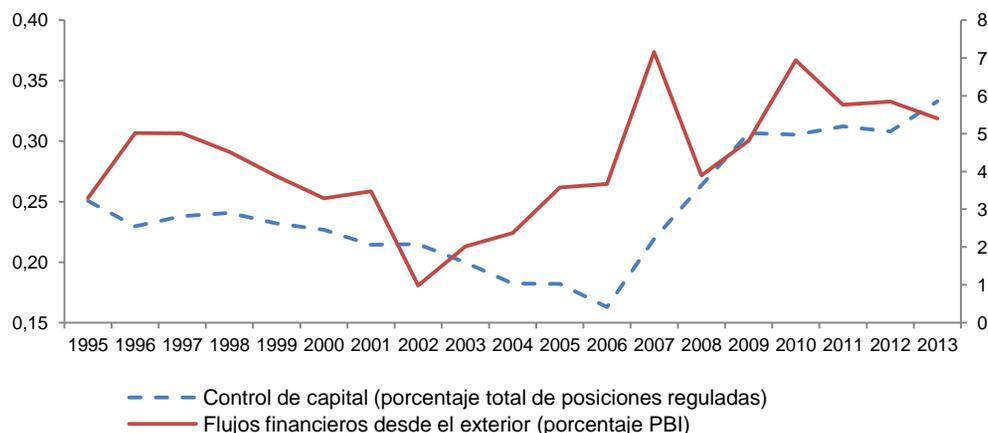


Fuente: Elaboración propia sobre la base de CCM en Fernández y otros (2015).

### C. Flujos financieros desde el exterior y presión cambiaria

Las regulaciones implementadas fueron tanto al ingreso como al egreso de capitales, buscando por ambas vías acotar los impactos de los flujos de corto plazo.

**Gráfico 11**  
Evolución de los controles de capital y los flujos financieros desde el exterior en América Latina y el Caribe, 1995-2013

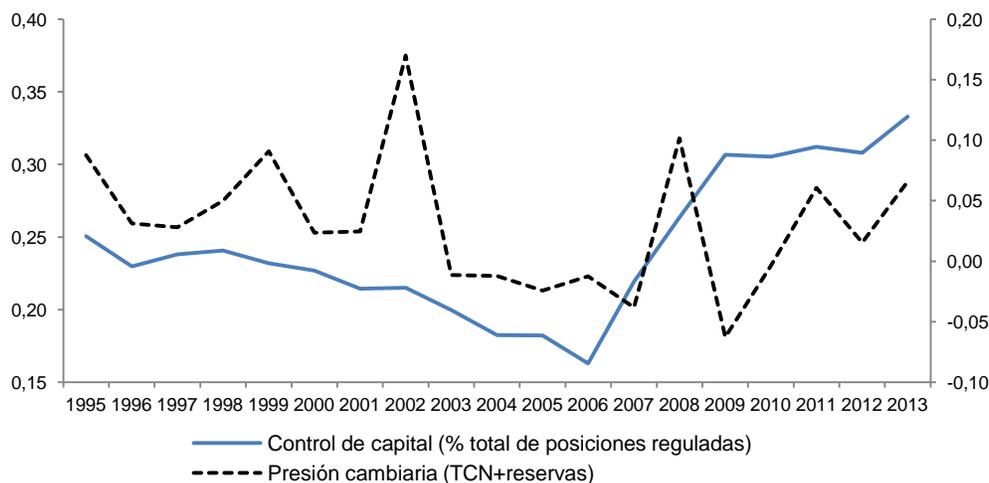


Fuente: Elaboración propia sobre la base de CCM en Fernández y otros (2015) y CEPAL.

Por el lado de la presión cambiaria, también se registra un proceso similar. Un ejercicio simple que corrobora la afirmación anterior resulta de considerar la evolución de un índice estándar de presión cambiaria (que combina los movimientos en el tipo cambio y las reservas intencionales) muy difundido en la literatura sobre crisis cambiarias (Kaminsky y Reinhart, 1999) y la evolución de los controles según el indicador CCM (Fernández y otros, 2015).

En el gráfico 12 se observa como, con la excepción de los picos del 2001/2002 (crisis cambiaria en países de la región) y 2008 (crisis global), existe una tendencia persistente a la apreciación en el promedio de países de la región que va de la mano de un aumento en el número de posiciones reguladas. Por supuesto el proceso de causalidad en este caso puede admitir una doble dirección.

**Gráfico 12**  
Evolución de los controles de capital y la presión cambiaria en América Latina, 1995-2013



Fuente: Elaboración propia sobre la base de CCM en Fernández y otros (2015) y IFS-FMI.

En términos generales, podríamos intuir que este proceso de rerregulación estuvo estrechamente relacionado con generar nuevas herramientas de política capaz de poder contrarrestar los efectos negativos del ingreso masivo de capitales sobre la tendencia a la apreciación y excesiva volatilidad cambiaria, producto de la nueva etapa del ciclo financiero global en los centros luego de la crisis financiera internacional.

Sin embargo, es necesario un tipo de análisis específico sobre esta intuición preliminar. Para ello, en la sección siguiente se realizará un ejercicio econométrico que busca explotar esta asociación y dilucidar si las medidas de control de capitales tanto a nivel general como en ciertas posiciones específicas lograron ser efectivas para morigerar los efectos nocivos del masivo ingreso de capitales sobre el tipo de cambio.



## **IV. Presión cambiaria y efectividad de los controles**

A partir del análisis de los hechos estilizados respecto a la integración financiera en América Latina para la última década hemos visto que se ha registrado, a partir del año 2007, una incipiente reversión en el proceso desregulación financiera. Esta nueva rerregulación de la cuenta capital ocurrió tanto para los ingresos como para los egresos y principalmente en posiciones de activos muy líquidos (mercado de dinero para endeudamiento en moneda local, acciones, bonos y derivados).

Concomitantemente, se registró en la etapa mencionada un fuerte proceso de ingreso de capitales. La región se acopló de manera sincrónica en la nueva fase del ciclo financiero internacional que reconoció, como punto de partida, las políticas monetarias hiper laxas como respuesta al estallido de la crisis internacional de 2008, generando un ingreso masivo de capitales de inversiones en cartera (bonos y acciones) para colocaciones de corto plazo a la región.

Es sabido que este ingreso masivo de capitales amplifica el riesgo financiero en las economías receptoras y, en especial, puede dar lugar a tendencias a la apreciación cambiaria de no mediar otras acciones de política.

Es por ello que resulta de especial interés considerar la efectividad de las medidas de control de capitales e indagar en qué medida resultan efectivas o capaces de morigerar estos efectos sobre la presión cambiaria.

### **A. Muestra y Metodología**

La muestra está conformada por las ocho principales economías de América Latina: la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México, el Perú, el Uruguay y la República Bolivariana de Venezuela. La frecuencia de las observaciones es anual, para el periodo 1995-2013.

La metodología econométrica a utilizar para la estimación es un método de paneles dinámicos. Esta metodología presenta ciertas ventajas que resultan particularmente interesantes para el problema en cuestión. En primer lugar permite introducir la persistencia de la presión cambiaria (TMC) al incorporar en la variable rezagada como un control del modelo pero resolviendo simultáneamente mediante el uso de instrumentos “internos” (rezagos de los niveles y/o de las primeras diferencias) los problemas de

endogeneidad que esta inclusión supone. En el caso específicos de las estimaciones aquí presentadas, utilizamos el método generalizado de momentos de Blundell y Bond (1998).

La variable dependiente será el nivel mensual promedio de un índice de presión cambiaria según la metodología desarrollada en Kaminsky y Reinhart (1999). Este índice se llama de turbulencia en el mercado de cambios (TMC) e incorpora el tipo de cambio y las reservas, y se calcula según la siguiente especificación:

$$TMC_{j,t} = \frac{\Delta e_{j,t}}{e_{j,t}} - \frac{\sigma_{j,e}}{\sigma_{j,R}} \frac{\Delta R_{j,t}}{R_{j,t}}$$

Siendo TMC el valor del índice para el país “j”, en el mes “t”, se consideran datos de variaciones mensuales de tipo de cambio nominal “e” y la variación de reservas “R”, ponderando estas últimas por un coeficiente que mide el ratio del desvío del tipo de cambio nominal “ $\sigma_e$ ” sobre el desvío de los niveles de reservas “ $\sigma_R$ ” para cada país “j” en la ventana total de observaciones.

El aspecto superior de este indicador, en relación a otros en los que sólo se considera al tipo de cambio, es que capta la tendencia de la presión apreciatoria (devaluatoria) que puede o no reflejarse en el precio del tipo de cambio, pues incorpora la decisión de compra (venta) de reservas internacionales como una acción de contrapeso o de defensa al valor de objetivo de política<sup>10</sup>.

Asimismo, también podría incluirse un índice que considere el tipo de cambio, las reservas y el diferencial de las tasas de interés, siendo esta última un instrumento de política monetaria adicional que capta una defensa cambiaria exitosa en un episodio de estrés cambiario (Eichengreen, Rose y Wyplosz, 1997). El detalle de una regresión con este índice se presenta en el anexo para testeo de robustez de los resultados. Los principales resultados se mantienen más allá de la definición del índice de presión cambiaria.

Respecto a los datos para los controles de cambios, estos tiene todas las limitaciones vigentes de las bases *de jure*, ya que se clasifica con la misma importancia cualquiera sea la intensidad de la regulación (declaración informativa, presencia de un impuesto o encaje, prohibición de la operación, etc.) o el tipo de regulación implementado (ya sean contratos de derivados, emisión de deuda en los mercados de capitales, encajes sobre las utilidades de la inversión extranjera directa, adquisición de moneda extranjera para residentes, etc.). De esta manera, al considerar el indicador de integración financiera agregado (promedio simple de todas las posiciones reguladas) queda algo desdibujada la intensidad de la regulación, así como también el tipo de perfil regulatorio implementado.

Una forma de moderar estas limitaciones en la literatura reciente sobre efectividad de los controles de capital es desagregar las regulaciones al máximo nivel posible. Si bien la intensidad de la regulación no puede ser interpretada, el hecho de tener información para distintos tipos de medidas regulatorias permitiría aproximar el tipo de perfil regulatorio implementado. Como fue comentado previamente, el indicador considera 32 posiciones del balance de pagos factibles de ser “reguladas” como son: dinero, bonos, acciones, fondos de inversión, derivados, créditos comerciales, créditos financieros, garantías y otros activos de respaldo financiero, inversión extranjera directa y mercado inmobiliario. Además, se presenta, para cada una de estas posiciones según residencia (residente o no residente) y/o tipo de flujo (entrada o salida de capitales). La disponibilidad de información va desde 1993-2013 para 100 países, en los que se incluyen países de América Latina y el Caribe.

Como es estándar en los paneles dinámicos, se utilizará el primer rezago de la presión cambiaria como un regresor adicional, dando cuenta de la persistencia en los ciclos de apreciación y depreciación.

<sup>10</sup> Una alternativa en la especificación de la variable dependiente sería tomar el índice de presión cambiaria en niveles mensuales máximos o mínimos en lugar de tomar el promedio. La estrategia de tomar máximos resulta buena (al captar eventos extremos de corridas cambiarias) pero desbalancea la presión apreciatoria que resulta de especial interés en este proceso, en tanto que tomar valores mínimos hace que el índice pierda volatilidad, sin reflejar la naturaleza completa del modelo, debido a que los desajustes apreciatorios son muy menores en relación a los desajustes a la depreciatoria.

## B. Resultados de la estimación

**Cuadro 6**  
Resultados de la regresión, efectividad de los controles sobre la presión cambiaria

	Índice TMC (Devaluación+Reservas)					
	Control de capital ingresos/egresos			Control de capital ingresos/egresos y tipo de flujo		
	A	B	C	D	E	F
Índice TMC (t-1)	-0.250 <sup>c</sup>	-0.245 <sup>c</sup>	-0.247 <sup>c</sup>	-0.316 <sup>c</sup>	-0.294 <sup>c</sup>	-0.302 <sup>c</sup>
Inflación	0.099 <sup>c</sup>	0.103 <sup>c</sup>	0.099 <sup>c</sup>	0.105 <sup>c</sup>	0.106 <sup>c</sup>	0.101 <sup>c</sup>
Tasa FED (var %)	-0,001	-0,001	-0,001	-0,002	-0,002	-0,001
Diferencial de tasas (i-i <sup>a</sup> )	0.089 <sup>c</sup>	0.095 <sup>c</sup>	0.095 <sup>c</sup>	0.079 <sup>c</sup>	0.086 <sup>c</sup>	0.085 <sup>c</sup>
Términos de Intercambio (var %)	0,003	-0,003	0,003	0,007	0,003	0,009
Año 2008=1	0.010 <sup>b</sup>	0.009 <sup>b</sup>	0,007	0.011 <sup>b</sup>	0.010 <sup>b</sup>	0.009 <sup>a</sup>
Credito privado/PBI (var %)	0,003	0,012	0,013	0,012	0.018 <sup>b</sup>	0.019 <sup>b</sup>
Ingreso flujos brutos totales/PBI	-0.001 <sup>c</sup>			-0.002 <sup>c</sup>		
Egreso flujos brutos totales/PBI	0.001 <sup>b</sup>			0.002 <sup>c</sup>		
Ingreso flujos brutos cartera/PBI		-0.002 <sup>c</sup>			-0.002 <sup>c</sup>	
Egreso flujos brutos cartera/PBI		0.002 <sup>c</sup>			0.002 <sup>c</sup>	
Ingreso flujos brutos IED/PBI		0,001	0,001		0	0
Egreso flujos brutos IED/PBI		0,002	0,001		0,001	0,001
Ingreso flujos brutos bonos y OI/PBI			-0.002 <sup>c</sup>			-0.002 <sup>c</sup>
Egreso flujos brutos bonos y OI/PBI			0.002 <sup>c</sup>			0.002 <sup>c</sup>
Ingreso flujos brutos acciones/PBI			-0.005 <sup>b</sup>			-0,003
Egreso flujos brutos acciones/PBI			-0,002			-0,002
Ctrol K ingresos total (t-1)	0.021 <sup>c</sup>	0.016 <sup>b</sup>	0.019 <sup>b</sup>			
Ctrol K egresos total (t-1)	-0.018 <sup>b</sup>	-0,01	-0,01			
Ctrol K ingresos cartera (t-1)				0.019 <sup>b</sup>	0.018 <sup>b</sup>	0.016 <sup>b</sup>
Ctrol K egresos cartera (t-1)				-0.032 <sup>b</sup>	-0.029 <sup>b</sup>	-0.026 <sup>b</sup>
Ctrol K ingresos Cr Com y dinero(t-1)				-0,009	-0,011	-0,009
Ctrol K egresos Cr Com y dinero(t-1)				0.027 <sup>c</sup>	0.025 <sup>c</sup>	0.024 <sup>c</sup>
Ctrol K ingresos IED (t-1)				0.015 <sup>b</sup>	0.015 <sup>b</sup>	0.015 <sup>b</sup>
Ctrol K egresos IED (t-1)				-0.018 <sup>c</sup>	-0.015 <sup>b</sup>	-0.015 <sup>b</sup>
Constante	0	-0.008 <sup>a</sup>	-0.008 <sup>b</sup>	-0,001	-0,006	-0,006
N	109	109	109	109	109	109

Fuente: Elaboración propia.

Nota: Índice de control de capital un aumento es mayor regulación, Fernandez et. al. (2015). Los flujos financieros hacia el exterior se tomó valor positivo, mayor egresos.

<sup>a</sup> p<0.10, <sup>b</sup> p<0.05, <sup>c</sup> p<0.01

El ejercicio empírico considera dos grandes grupos de regresiones dependiendo del tipo desagregación de los controles de capitales.

A su vez, al interior de cada uno de ellos se especificaron tres tipos de modelos donde las diferencias tienen que ver con los distintos niveles de desagregación de los componentes de los flujos de capital. De este modo, en el primer grupo de regresiones se estimaron modelos para controles de capital según sean al ingreso o la salida, para especificaciones de flujos brutos totales (A), flujos brutos de cartera y IED (B) o flujos brutos de bonos y otras inversiones, acciones y IED (C).

En el segundo grupo de regresiones se encuentran estimaciones para controles de capital a la entrada o a la salida según correspondan a flujos de cartera, créditos comerciales y mercado de dinero o inversión extranjera directa para especificaciones de flujos brutos totales (E), flujos brutos de cartera e inversión extranjera directa (F) o flujos brutos en bonos y otras inversiones, acciones e inversión extranjera directa (H).

Todas las regulaciones fueron especificadas con un período de rezago, considerando que la nueva regulación puede tener impacto sobre la presión cambiaria en el período siguiente de su implementación. Si el conjunto de controles fuese del mismo período que la variable dependiente, podría haber problemas de especificación debido a que la frecuencia de la variable es anual. Podría darse el caso de que la mayor (menor) presión cambiaria se produzca en el mismo año pero en la primera mitad, cuando la regulación estuvo vigente, por ejemplo a partir de la segunda.

En todos los casos, los resultados de las estimaciones convalidaron los resultados sugeridos durante el análisis de los hechos estilizados. Vale la pena aclarar que este ejercicio empírico utiliza distintas especificaciones de los flujos de capital y controles de capital desagregados tal que aseguren que los resultados obtenidos se convaliden más allá de cierta agregación de los tipos de flujos o una particular combinación de los controles considerados. A su vez, el hecho de incluir controles de capital desagregados está en línea con la literatura reciente sobre la efectividad de los controles lo cual sugiere que la desagregación es la forma correcta de evaluar más sólidamente la efectividad de las medidas. A continuación se comentan los resultados para cada una de las variables incluidas.

Como aspecto adicional de testeo de robustez de los resultados, el anexo se incluye el mismo ejercicio empírico para una especificación de variable dependiente que considera un índice de presión cambiaria que incluye tasas de interés. Los principales resultados sobre la efectividad de los controles se mantienen.

El primer control corresponde a la inercia de la presión cambiaria. En este caso se comprueba que una mayor presión cambiaria en el período anterior disminuye la presión cambiaria en la actualidad. Este signo no tiene una interpretación directa *per se*.

En segundo corresponde a la inflación. Aquí se comprueba que una mayor tasa de inflación aumenta la presión cambiaria. El resultado está ampliamente registrado en la literatura de crisis cambiarias y es compatible con la visión estándar de la teoría de la inflación estructural para nuestra región. Por un lado, el proceso de inflación tiene un componente cambiario muy importante y al mismo tiempo una alta inflación debilita el tipo de cambio real retroalimentando ajustes en las paridades nominales sobre todo en contextos de restricción de divisas.

Las variables vinculadas al ciclo financiero internacional como pueden ser la variación de la tasa de interés de referencia de la Fed y la variación de los términos de intercambio no resultaron significativas para explicar la presión cambiaria. Sin embargo, un mayor diferencial de tasas (tasa de interés de préstamos a empresas de primera línea descontada la tasa de interés de la Fed y la inflación local) eleva la presión cambiaria. Esto es un resultado estándar si se piensa que una política común de los bancos centrales es subir la tasa de interés local frente a una corrida cambiaria.

El año 2008 (crisis internacional) es un control relevante y opera como una *dummy* que ajusta por la alta presión cambiaria experimentada en la región producto de un choque exógeno. En parte, esta variable captura la fase contractiva del ciclo financiero global pero también del ciclo real puesto que la menor tasa de crecimiento mundial y la caída de los precios de los productos de exportación de la región, que también implicaron una fuerte presión a la depreciación de las monedas.

Respecto a la expansión del crédito privado sobre PIB, una política de fomento al crédito eleva la presión cambiaria. Sin embargo, este resultado no es robusto para todos los modelos ya que solo resulta significativa cuando existe una especificación completa sobre los controles de la cuenta de capital.

En cuanto al ingreso de capitales, todos los flujos de capital tienen el signo esperado. Los egresos están considerados con signo positivo (mayor egreso, aumenta el valor de la cuenta egresos brutos de capitales). En todos los casos que resultan significativos, mayores flujos financieros brutos desde el exterior (ingresos) disminuyen la presión cambiaria y un mayor flujo financiero bruto hacia el exterior (salida) aumenta la presión cambiaria. En el caso de los flujos de inversión extranjera directa sus niveles no son significativos. Este es un resultado muy interesante al considerar la especificación del modelo, pues podría estar dando cuenta de una menor dependencia de la inversión externa directa respecto al ciclo financiero global.

Corresponde seguidamente analizar la efectividad de los controles de capital sobre la presión cambiaria. En todas las regresiones los resultados hallados respaldan la evidencia sugerida en el análisis sobre la dinámica de los flujos de capital en la región, esto es: la implementación de los controles de capital resultan ser una variable significativa para incidir sobre la presión cambiaria.

En primer lugar, consideremos los controles de capital agregados. Mayores controles al ingreso de capitales aumenta la presión cambiaria. Esto sugiere que en el caso de estar experimentando la fase expansiva del ciclo financiero internacional, con un fuerte ingreso de flujos financieros desde el exterior que presiona para apreciar el tipo de cambio, la introducción de regulaciones al ingreso de capitales (*gates*) es efectiva para morigerar la tendencia a la apreciación.

Por el otro lado, una mayor regulación a la salida de capitales agregados disminuye la presión cambiaria. Esto puede entenderse como que el establecimiento de medidas regulatorias sobre mercados sumamente volátiles (acciones, bonos, derivados, fondos de garantías, créditos financieros, etc.) funciona como una medida macroprudencial, disminuyendo el riesgo de una corrida cambiaria y por lo tanto de afrontar eventos de presión cambiaria.

Asimismo, la base de controles desagregada nos permite observar con un mayor nivel de detalle los efectos de las regulaciones en cada tipo de flujo sobre la presión cambiaria. En las estimaciones D, E y F se consideran distintas estimaciones para varias especificaciones de flujos de capital, para el mismo conjunto de regulaciones a los instrumentos de cartera, créditos comerciales y mercado de dinero e, inversión extranjera directa e inversiones inmobiliarias.

Para las regulaciones sobre inversiones de cartera (bonos, acciones, derivados financieros) y regulaciones sobre la inversión extranjera directa, las mayores regulaciones a los flujos financieros desde el exterior (ingresos) tienden a elevar la presión cambiaria. Es el mismo resultado que se observa para los controles agregados.

En el caso de los egresos el resultado es más interesante. Para las regulaciones sobre inversiones en cartera y la inversión extranjera directa, las regulaciones a la salida de capitales disminuyen la presión cambiaria, funcionando como una regulación macroprudencial. Sin embargo, las regulaciones sobre la salida de capitales para créditos comerciales y el mercado de dinero (fuga de capitales) aumentan la presión cambiaria.



## V. Conclusiones

---

Desde el estallido de la última crisis internacional se ha registrado en América Latina un creciente proceso de rerregulación de la cuenta de capital. Estas transformaciones sobre la administración de los flujos de capitales, no solo en la región sino también en otras economías en desarrollo, han captado la atención de literatura abriendo una nueva etapa en el debate sobre los aspectos positivos y negativos de la integración financiera.

En este trabajo se ha revisado el estado actual de la literatura. La preocupación tradicional en torno a la integración financiera analizaba el impacto de estos procesos sobre el crecimiento económico, principalmente en los países emergentes, dando lugar a una serie de debates que se mantuvieron en gran medida circunscriptos a los círculos académicos. La evidencia empírica da cuenta de una endeble o incluso negativa asociación entre apertura financiera y crecimiento. Dando cuenta de ello, la literatura posterior sobre el tema ha girado en torno al estudio de los “beneficios indirectos” de la integración financiera, asociadas a la transferencia tecnológica, la creación de instituciones y el efecto disciplinario (positivo) que tienen los mercados internacionales sobre los gobiernos al obligarlos a atender los fundamentales en equilibrio.

Por otro lado, luego de la crisis internacional de 2008/2009, el interés por los problemas de la integración financiera ganó nuevo impulso. El debate ha girado sobre dos ejes, aunque bastante conectados. Por un lado está el interés por medir el impacto de la integración financiera sobre la gestión de variables macroeconómicas de corto y mediano plazo (tasas de interés, agregados cuantitativos, tipo de cambio nominal y real, retornos de activos financieros, etc.) y toda la discusión empírica sobre la efectividad de los controles. Por el otro, como herencia del tradicional debate sobre la independencia de la política monetaria en un contexto de integración financiera, aparece la cuestión marcada por Rey (2013) sobre las externalidades del ciclo financiero de los centros económicos sobre las economías de la periferia.

En este contexto, a partir del año 2007 se inicia una etapa de fuerte crecimiento de los flujos brutos de ingreso y egreso de capitales a la región. Esto fue producto de la política de relajamiento cuantitativo (*quantitative easing*) seguida por la Fed y la profundización de la etapa expansiva del ciclo financiero internacional. Por el lado de los ingresos, a nivel nacional se observa una tendencia que es compartida por toda la región. El ingreso masivo de flujos financieros se registró principalmente en la posición de cartera del balance de pagos: bonos, acciones y otras inversiones. Estos tipos de flujos financieros son de corto plazo y muy volátiles de modo que la exposición de las economías a ellos está asociada a una mayor fragilidad financiera externa, en especial en el mercado de cambios. Por el lado de los flujos brutos a la salida, si bien se registra una tendencia creciente a la salida de capitales para el

agregado regional, cada perfil nacional muestra sus particularidades. Algunos tienen asociadas salidas de capitales vinculadas a la mayor presencia de inversión extranjera directa en el exterior (el Brasil, México), en otros se destaca la compra de acciones y otros títulos de cartera (Chile, el Perú), en otros la salida está vinculada a la formación de activos externos asociados a la fuga de capitales (la Argentina, la República Bolivariana de Venezuela) y en uno de ellos esta tendencia a la salida de capitales fue muy moderada (el Uruguay).

La respuesta de la política económica al impacto del ciclo financiero global fue mediar sobre sus consecuencias a partir de la implementación de políticas de control de cambios y macroprudenciales. Esto, sin que implique un cambio de tendencia, dio lugar a un freno en el proceso de liberalización de los controles de capital que se venía registrando en la región desde hacía más de 20 años.

En la etapa de rerregulación, las posiciones que volvieron a controlarse fueron tanto para la salida como al ingreso de capitales. Entre las regulaciones al ingreso de capitales, la posición más rerregulada fue el mercado de dinero (compra de divisas por no residentes), acciones, bonos y de derivados financieros. Entre las regulaciones a la salida de capitales, la posición más rerregulada fue el mercado de dinero (requerimientos de permanencia mínima, compras de divisas), seguida por los contratos de derivados en el exterior y la posición de bonos en el mercado local (otorgamiento de deuda externa a residentes).

Asimismo, esta fuerte regulación al ingreso de flujos de corto plazo estuvo asociada a una elevada presión apreciatoria en el mercado de cambios.

A partir de una muestra compuesta por las ocho economías más grandes de América Latina para el periodo 1995-2013 se estimó un modelo econométrico con la finalidad de captar la efectividad de las medidas de administración de flujos de capital (controles y macroprudenciales) como mecanismos capaces de morigerar la apreciación cambiaria.

Para ello se implementó como variable dependiente un índice de presión cambiaria que incorpora movimientos en el tipo de cambio y reservas (Kaminsky y Reinhart, 1999) y como medida de la efectividad de los controles se hizo uso de una base desagregada por tipo de mercado (Fernández y otros, 2015). Como método de estimación se optó por el uso de paneles dinámicos a partir del método generalizado de momentos de Blundel y Bond (1998).

La estimación da cuenta de los principales resultados presentados en el análisis de la transformación de la regulación en la última década. En todos los países el ingreso de capitales desde el exterior disminuye la presión cambiaria (apreciación) y la salida de capitales hacia el exterior la aumenta (devaluación). Este resultado es robusto para una definición alternativa de índice de presión cambiaria y distintas agregaciones de flujos de capital y medidas regulatorias.

De este modo, la evidencia empírica sugiere que en el caso de estar experimentando la fase expansiva del ciclo financiero internacional, con un fuerte ingreso de flujos financieros desde el exterior que presiona para apreciar el tipo de cambio, la introducción de regulaciones al ingreso de capitales (*gates*) es efectiva para morigerar la tendencia a la apreciación.

En este sentido, y en un contexto de cambios en la gestión macroeconómica de la integración financiera, queda planteado el problema de si cualquier estrategia de gestión macroeconómica e integración financiera es compatible o no con una política orientada al cambio estructural. En nuestra opinión, los países en desarrollo necesitan adaptar las estructuras financieras nacionales para facilitar el crecimiento de los sectores con capacidades de absorción de conocimiento. Esto implica necesariamente que la estrategia de integración financiera externa se construya de manera coherente con esos lineamientos.

Asimismo, es necesaria la elaboración de un enfoque de gestión de los flujos financieros que no sea meramente “reactivo” a los vaivenes de los *shocks* externos exógenos y el ciclo financiero global, sino también que incluya, como estrategia de mediano plazo, objetivos con la transformación estructural. De modo que está pendiente en la región la discusión sobre si existe un rol de este instrumento más allá de los fines de estabilidad financiera y de suavización de las tensiones macroeconómicas, sino también vinculado con objetivos de mediano y largo plazo para el sector real.

## Bibliografía

---

- Aizenman, J. y M. Binici (2015), “Exchange market pressure in OECD and emerging economies: domestic vs. external factors and capital flows in the old and new normal”, *Journal of International Money and Finance*.
- Aizenman, J., Chinn, M. D. e Ito, H. (2015), “Monetary Policy Spillovers and the Trilemma in the New Normal: Periphery Country Sensitivity to Core Country Conditions” (No. w21128), National Bureau of Economic Research.
- Aizenman, J., Jinjark, Y., y Park, D. (2011), “International reserves and swap lines: Substitutes or complements?”, *International Review of Economics y Finance*, 20(1), 5-18.
- Akram, G. M., y Byrne, J. P. (2015), “Foreign exchange market pressure and capital controls”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 37, 42-53.
- Bastourre, D., Carrera, J., Ibarlucia, J., y Sardi, M. (2012), “Common Drivers in Emerging Market Spreads and Commodity Prices” (No. 201257), Central Bank of Argentina, Economic Research Department.
- Bellofiore, R., Halevi, J., y Passarella, M. (2009), “If anything goes wrong. Re-reading Minsky after the Great Recession”, in 7th Storep Conference, Trento, Italy .
- Bhagwati, J. (1998), “Yes to free trade, maybe to capital controls”, *The Wall Street Journal* , pág. 16.
- Binici, M., Hutchison, M., y Schindler, M. (2010), “Controlling capital? Legal restrictions and the asset composition of international financial flows”, *Journal of International Money and Finance*, 29(4), 666-684.
- Blanchard, O. J., Dell’Ariccia, M. G., y Mauro, M. P. (2013), “Rethinking macro policy II: getting granular”, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Blecker, R. (2005), “Financial globalization, exchange rates and international trade”, en G. Epstein, *Financialization and the World Economy* (págs. 183-209), Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Blundell, R., y Bond, S. (1998), “Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models”, *Journal of Econometrics* , 115-143.
- Botta, A. (2015), “The macroeconomics of a financial Dutch disease. Levy Economics Institute of Bard College”, *Working Paper* Nro 850 .
- Boyer, R. (2000), “Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis”, *Economy and society*, 29(1) , 111-145.
- Bruno, V., y Shin, H. (2015), “Cross-Border Banking and Global Liquidity”, *The Review of Economic Studies*, vol. 82, no 2 , 535-564.
- Bruno, V., y Shin, H. S. (2014), “Assessing Macroprudential Policies: Case of South Korea”, *The Scandinavian Journal of Economics*, 128-157.

- Cerutti, E., Claessens, S., y Puy, M. D. (2015), “Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals”, *IMF Working Paper* No. 15-127 .
- Chen, S., y Chang, M. J. (2015), “Capital control and exchange rate volatility”, *The North American Journal of Economics and Finance*, nro. 33, 167-177.
- Chinn, M. D., y Ito, H. (2008), “A new measure of financial openness”, *Journal of comparative policy analysis*, 309-322.
- Clements, B. J., y Kamil, H. (2009), “Are capital controls effective in the 21st century? The recent experience of Colombia”, *IMF Working Paper* 09/30.
- De Gregorio, J., Edwards, S., y Valdes, R. O. (2000), “Controls on capital inflows: do they work?”, *Journal of Development Economics*, 63(1), 59-83.
- Díaz Alejandro, C. (1985), “Good-bye financial repression, hello financial crash”, *Journal of development Economics*, 1-24.
- Dreher, A. (2006), “Does Globalization Affect Growth?: Evidence From a New Index of Globalization”, *Applied Economics*, 38 , 1091-110.
- Edison, H., y Warnock, F. (2003), “A Simple Measure of the Intensity of Capital of the Intensity of Capital Controls”, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 10, 81-103.
- Edwards, S., y Rigobon, R. (2009), “Capital controls on inflows, exchange rate volatility and external vulnerability”, *Journal of International Economics*, 78(2), 256-267.
- Eichengreen, B. (2001), “Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?”, *The World Bank Economic Review*, vol. 15, no 3 , 341-365.
- Eichengreen, B., Rose, A., y Wyplosz, C. (1997), “Contagious Currency Crises”, *Scandinavian Economic Review*, 98, 463-84.
- Epstein, G. (2005), *Financialization and the world economy*, Northampton, MA, EEUU: Edward Elgar Publishing.
- Epstein, G., Grabel, I., y Jomo, K. S. (2003), “Capital management techniques in developing countries: An assessment of experiences from the 1990's and lessons for the future”, *Working Paper Series - PERI/UMASS*.
- Feldstein, M. (1998), “Refocusing the IMF”, *Foreign Affairs*, 20-33.
- Fernández, A., Klein, M. W., Rebucci, A. S., y Uribe, M. (2015), *Capital control measures: A new dataset* (No. w20970), National Bureau of Economic Research.
- Fischer, S. (1998), “Capital Account Liberalization and the Role of the IMF. Should the IMF pursue capital-account convertibility?” (No. 207), International Economics Section, Department of Economics Princeton University, 1-10.
- Flassbeck, H., y La Marca, M. (2007), *Coping with globalized finance: Recent Challenges and Long-term Perspectives*. Geneva: Unctad.
- Forbes, K., Fratzscher, M., y Straub, R. (2015), “Capital-flow management measures: What are they good for?”, *Journal of International Economics* , S76-S97.
- Fratzscher, M., Lo Duca, M., y Straub, R. (2013), “On the international spillovers of US quantitative easing” *European Central bank Working Paper Series*, No. 1557.
- Frenkel, R., y Rapetti, M. (2011), *Fragilidad externa o desindustrialización ¿Cuál es la principal amenaza para América Latina en la próxima década*, Naciones Unidas, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Ghosh, A., Qureshi, M. S., y Sugawara, N. (2014), “Regulating Capital Flows at Both Ends: Does it Work?”, *Journal Issue*, 188.
- Grabel, I. (2016), “Capital Controls in a Time of Crisis”, *Working Paper Series - PERI/UMASS* – No. 146.
- Hall, R. E. (1988), “Intertemporal Substitution in Consumption”, *The Journal of Political Economy* , 339-357.
- Han, X., y Wei, S. J. (2016), “International Transmissions of Monetary Shocks”, *A2, FER Working Papers* .
- Harvey, J. T. (1996), “Orthodox approaches to exchange rate determination: a survey”, *Journal of Post Keynesian Economics* , 567-583.
- Harvey, J. T. (2007), “Teaching Post Keynesian exchange rate theory”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 147-168.
- Henry, P. B. (2007), “Capital account liberalization: Theory, evidence, and speculation”, *Journal of Economic Literature*, 887-935.
- IMF (2015), “Managing Capital Outflows - Further Operational Considerations”, Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2011), *The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows*. Washington, DC.: International Monetary Fund.

- Jeanne, O. (2012), “Capital account policies and the real exchange rate”, en *International Seminar on Macroeconomics* (págs. 7-42), University of Chicago Press.
- Kaminsky, G. L. (2003), “Varieties of currency crises”, *NBER Working Paper* No. w10193.
- Klein, M., y Shambaugh, J. (2015), “Rounding the Corners of the Policy Trilemma: Sources of Monetary Policy Autonomy”, *American Economic Journal: Macroeconomics* 7(4), 33–66.
- Koepke, R. (2015), “What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature”, University Library of Munich, *Germany Working Paper*, No. 62770.
- Korinek, A. (2011), “The new economics of prudential capital controls: A research agenda”, *IMF Economic Review*, 59(3), 523-561.
- Kose, M. A., Prasad, E. S., y Taylor, A. D. (2011), “Thresholds in the process of international financial integration”, *Journal of International Money and Finance*, 30(1), 147-179.
- Kose, M., Prasad, E., Rogoff, K. S., y Wei, S. J. (2006), “Financial globalization: a reappraisal” (No. w12484), National Bureau of Economic Research.
- Kregel, J. (2009), “Managing the Impact of Volatility in International Capital Markets in an Uncertain World”, *SSRN Working Paper Series*, 1-25.
- Krippner, G. R. (2005), “The financialization of the American economy”, *Socio-economic review*, 3(2), 173-208.
- Krugman, P. (1996), “Are Currency Crises Self-Fulfilling?”, *NBER Chapters*, National Bureau of Economic Research, 345-407.
- Lane, P. R., y Milesi-Ferretti, G. M. (2012), “External adjustment and the global crisis”, *Journal of International Economics*, 252-265.
- Levy Yeyati, E., Schmukler, S., y Van Horen, N. (2009), “International Financial Integration Through The Law of One Price: The Role of Liquidity and Capital Controls”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 18, 432–63.
- Magud, N. E., Reinhart, C. M., y Rogoff, K. S. (2011), “Capital controls: myth and reality-a portfolio balance approach”, National Bureau of Economic Research (No. w16805),
- Magud, N., y Reinhart, C. M. (2007), “Capital Controls: An Evaluation. In Capital Controls and Capital Flows” en *Emerging Economies*, University of Chicago Press., 645-674.
- McKinnon, R. I. (1973), *Money and capital in economic development*, Brookings Institution Press.
- Minsky, H. (1977), “The financial instability hypothesis. An interpretation of Keynes and an alternative to ‘standard’ theory”, *Nebraska Journal of Economics and Business*, 59-70.
- Neftci, S. N. (1998), “FX Short Positions, Balance Sheets and Financial Turbulence: An Interpretation of the Asian Financial Crisis”, *SCEPA Working Papers 1998-18*, Schwartz Center for Economic Policy Analysis (SCEPA), The new School.
- Obstfeld, M. (2015), “Trilemmas and trade-offs: living with financial globalisation”, *BIS Working Paper*, No. 480.
- Ocampo, J. A. (2010), “Time for global capital account regulations. Economic and Political Weekly”, 32-35.
- Ocampo, J. A., Spiegel, S., y Stiglitz, J. E. (2008), “Capital market liberalization and development” en J. A. Ocampo, y J. E. Stiglitz, *Capital market liberalization and development* (págs. 1-48), Nueva York, EEUU.: Oxford University Press on Demand.
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Chamon, M., y Qureshi, M. S. (2012), “Tools for managing financial-stability risks from capital inflows”, *Journal of International Economics*, 88(2), 407-421.
- Ostry, M. J., Qureshi, M. S., Habermeier, M. K., Reinhardt, D. B., Chamon, M. M., y Ghosh, M. A. (2010), *Capital inflows: The role of controls*, International Monetary Fund.
- Palley, T. I. (2007), *Financialization: what it is and why it matters*. Levy Economics Institute .
- Prasad, E. S., Rajan, R. G., y Subramanian, A. (2007), *Foreign capital and economic growth*, National Bureau of Economic Research (WP 13619).
- Quinn, D. (1997), “The correlates of change in international financial regulation”, *American Political Science Review*, 91(03), 531-551.
- Quinn, D., Schindler, M., y Toyoda, A. M. (2011), “Assessing measures of financial openness and integration”, *IMF Economic Review*, 59(3), 488-522.
- Rajan, R., y Subramanian, A. (2011), “Aid, Dutch Disease and Manufacturing Growth”, *Journal of Development Economics*, Nro 94, 106-18.
- Rapetti, M., Skott, P., y Razmi, A. (2012), “The real exchange rate and economic growth: are developing countries different?”, *International Review of Applied Economics*, 735-753.
- Rey, H. (2013), “Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy Independence”, Jackson Hole Economic Symposium.
- Rodrik, D. (1998), “Who needs capital-account convertibility?”, *Essays in international finance*, 55-65.

- Rogoff, R. (1996), “The Purchasing Power Parity Puzzle”, *Journal of Economic Literature*, 34, 647-668.
- Sarno, L., y Taylor, M. P. (2002), “Purchasing Power Parity and the Real Exchange Rate”, *IMF Staff Papers*, 65-105.
- Schindler, M. (2009), “Measuring financial integration: A new data set”, *IMF Staff Papers*, 56(1), 222-238.
- Shaikh, A. (1999), “Real Exchange Rates and the International Mobility of Capital”, *Working Paper No. 265*. New School for Social Research.
- Shaw, E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- Stiglitz, J. E. (2000), “Capital market liberalization, economic growth, and instability”, *World development*, 28(6), 1075-1086.
- Stiglitz, J. E., y Ocampo, J. A. (2008), *Capital market liberalization and development*, Oxford University Press.
- Stiglitz, J., Ocampo, J. A., Spiegel, S., Ffrench-Davis, R., y Nayyar, D. (2006), *Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization and Development*. London: Oxford University Press.
- Stockhammer, E. (2004), “Financialisation and the slowdown of accumulation”, *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), 719-741.
- Summers, L. H. (2000), *International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures*, *The American Economic Review*, 1-16.
- Timmer, M., Vries, G. D., y y Vries, K. D. (2014), “Patterns of structural change in developing countries”, *GGDC Research Memorandum* (No. 149), 1-31.
- Van Treeck, T. (2009), “A synthetic, stock–flow consistent macroeconomic model of ‘financialisation’”, *Cambridge Journal of Economics*, 33(3), 467-493.

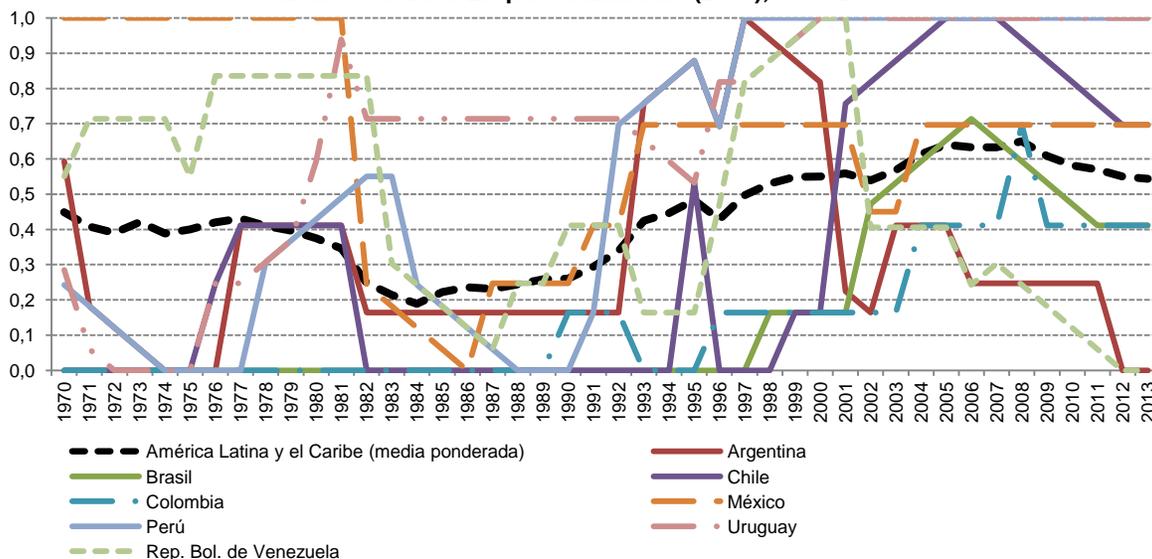
## **Anexos**

---

# Anexo 1

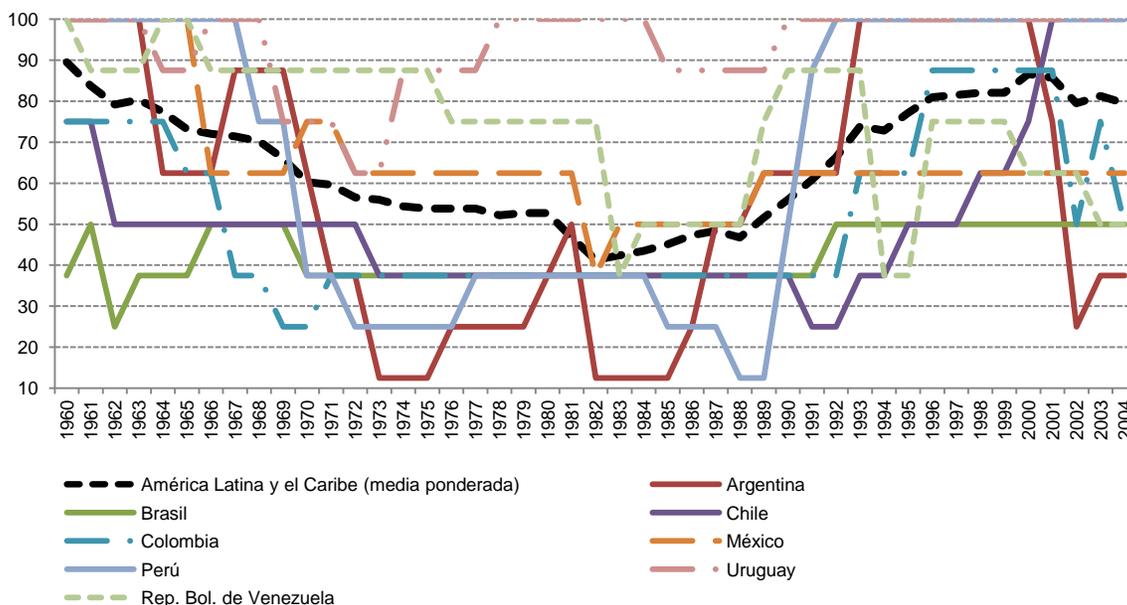
## Detalle de indicadores de integración financiera por países

**Gráfico A.1**  
Países de América Latina y el Caribe seleccionados: Índice de integración financiera KAOPEN para Chinn e Ito (2003), 1970-2013



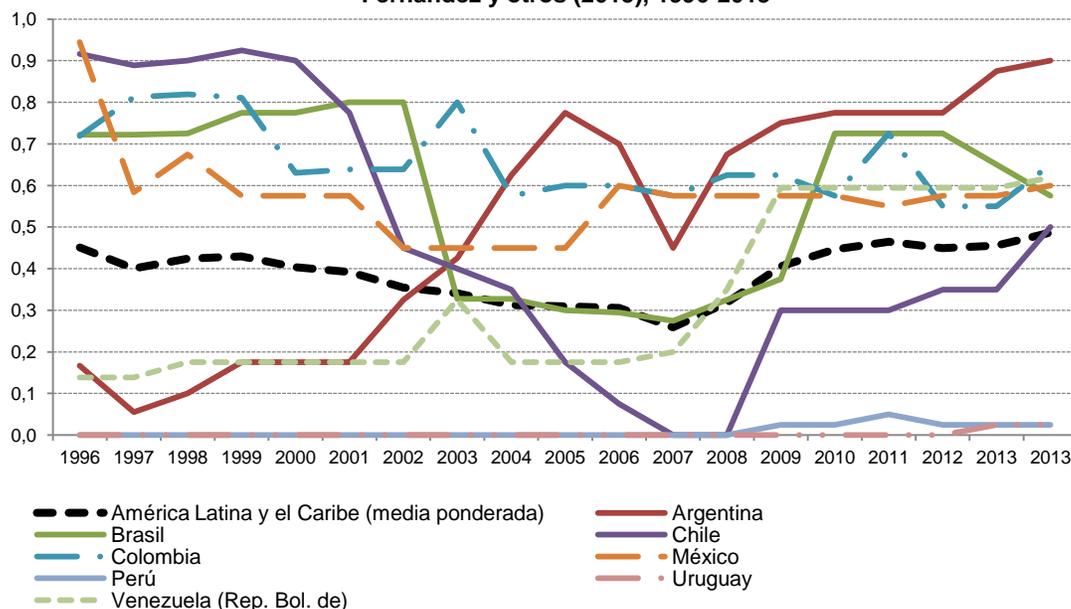
Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de balance a Chinn e Ito (2013).

**Gráfico A.2**  
Países de América Latina y el Caribe seleccionados: Índice de integración financiera CAPITAL, Quinn (1997), 1960-2004



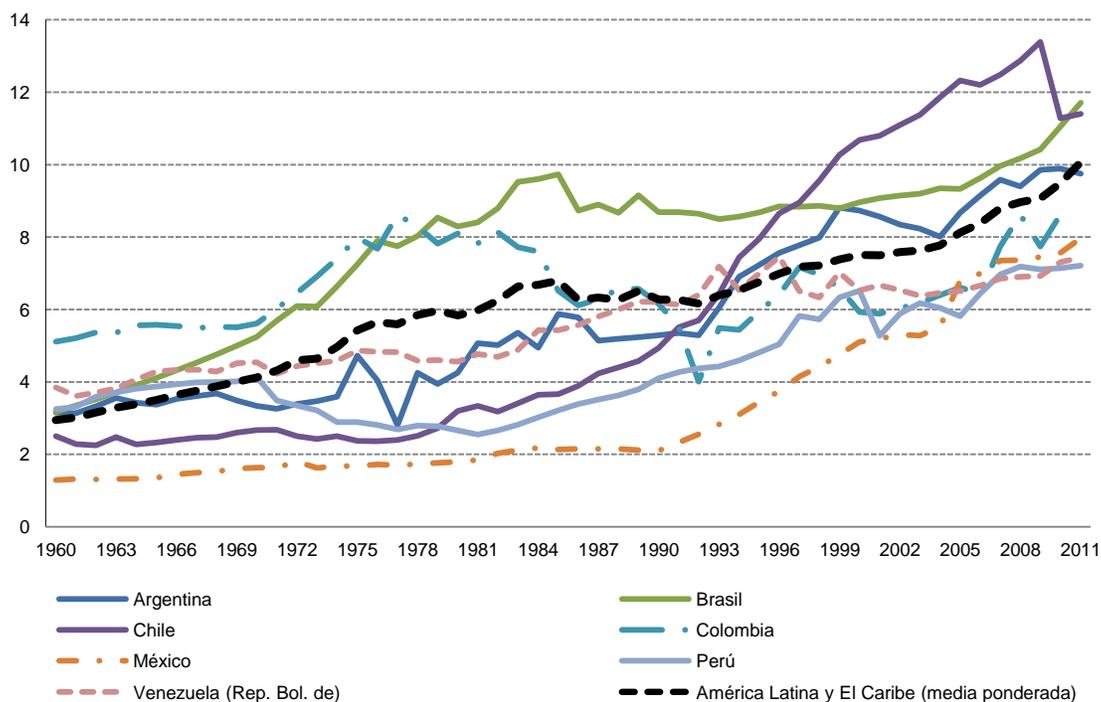
Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de balance a Quinn (2004).

**Gráfico A.3**  
**Países de América Latina y el Caribe seleccionados: Índice de integración financiera CAPITAL, Fernández y otros (2015), 1996-2013**



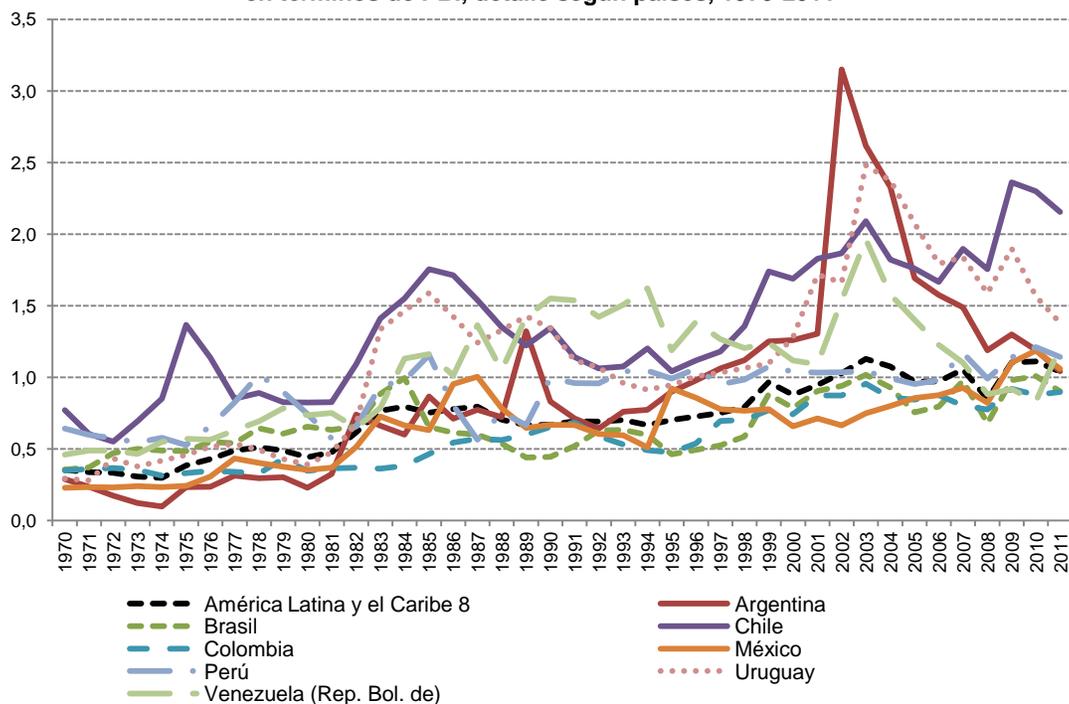
Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de balance a Fernández y otros (2015).

**Gráfico A.4**  
**Países de América Latina y el Caribe: Empleo en el sector Finanzas, Seguros y Otros como proporción del Empleo Total, detalle según países, 1960-2011**



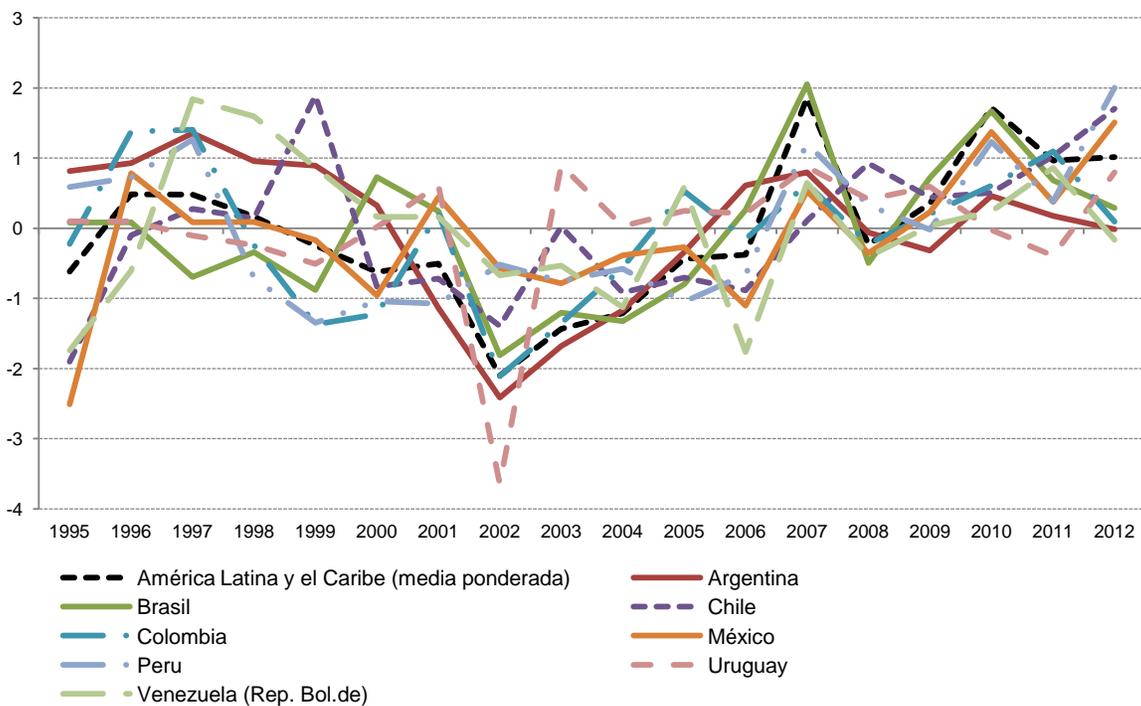
Fuente: Elaboración propia sobre la base de "10SECTOR" en Timmer y otros (2014).

**Gráfico A.5**  
**América Latina y el Caribe (principales ocho economías): Suma de activos y pasivos financieros en términos de PBI, detalle según países, 1970-2011**



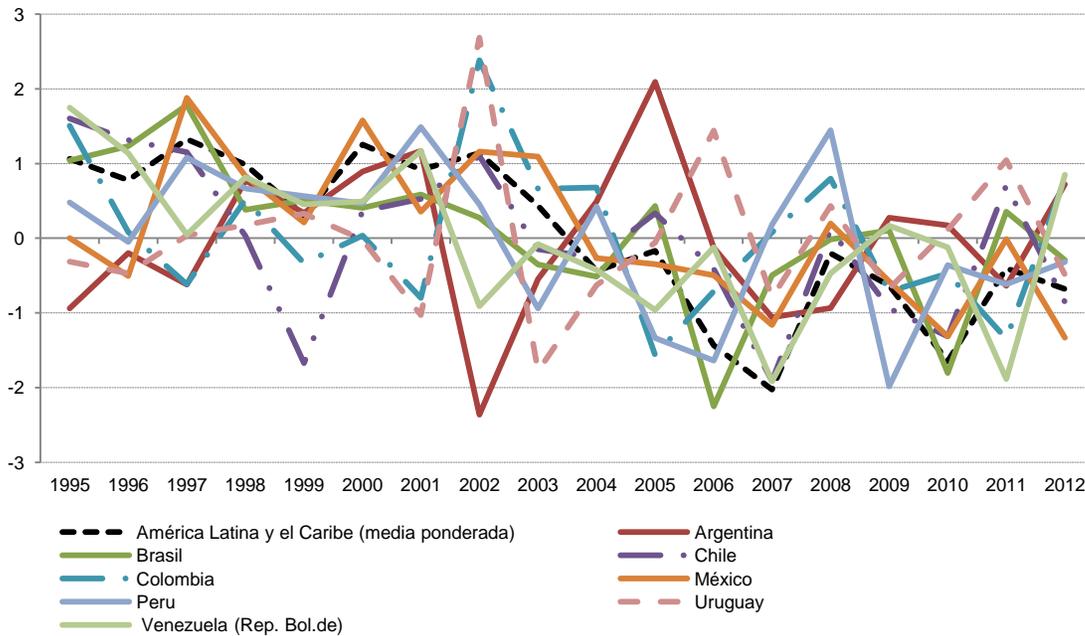
Fuente: Elaboración propia sobre la base de "TOTAL" de Lane y Milesi-Ferretti (2007).

**Gráfico A.6**  
**Países de América Latina y el Caribe seleccionados: Flujos financieros brutos desde el exterior a PIB, normalizados**



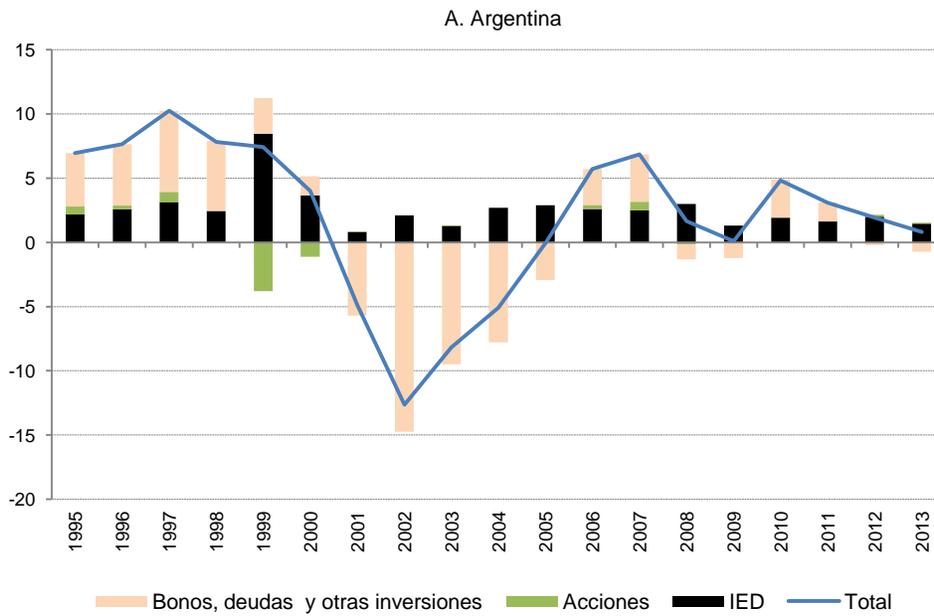
Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de balance CEPAL.

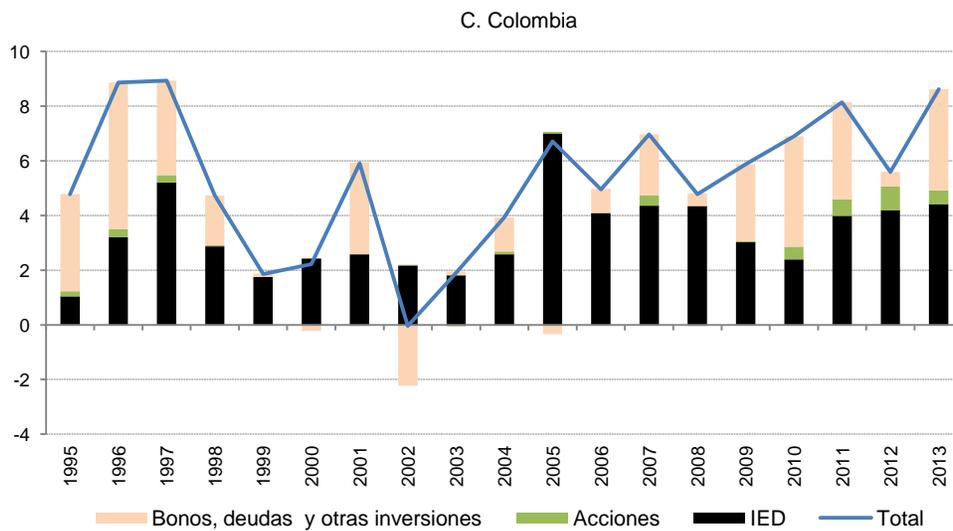
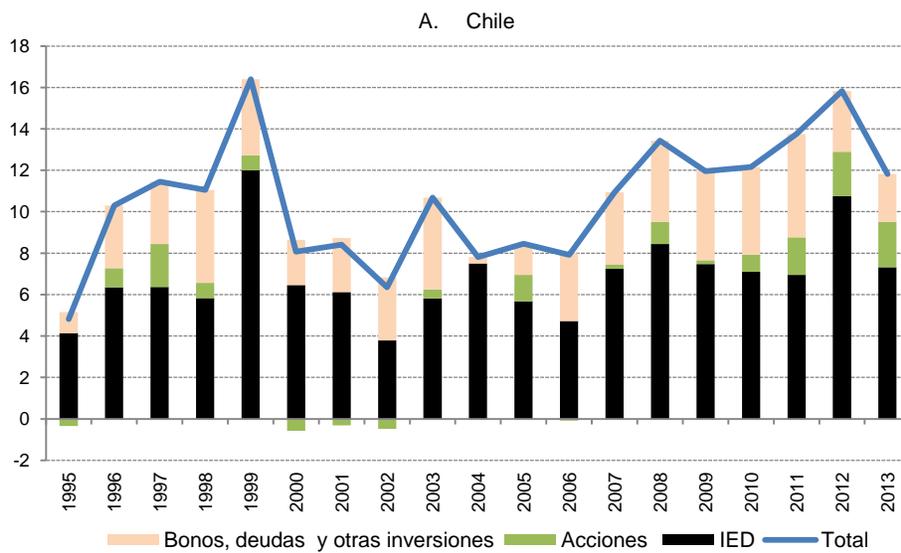
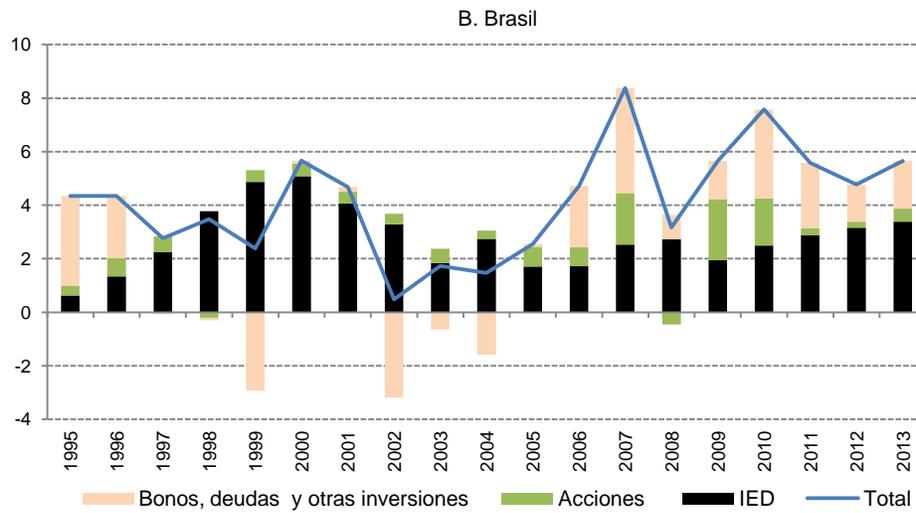
**Gráfico A.7**  
**Países de América Latina y el Caribe seleccionados: Flujos Financieros Brutos hacia el exterior a PIB, normalizados**

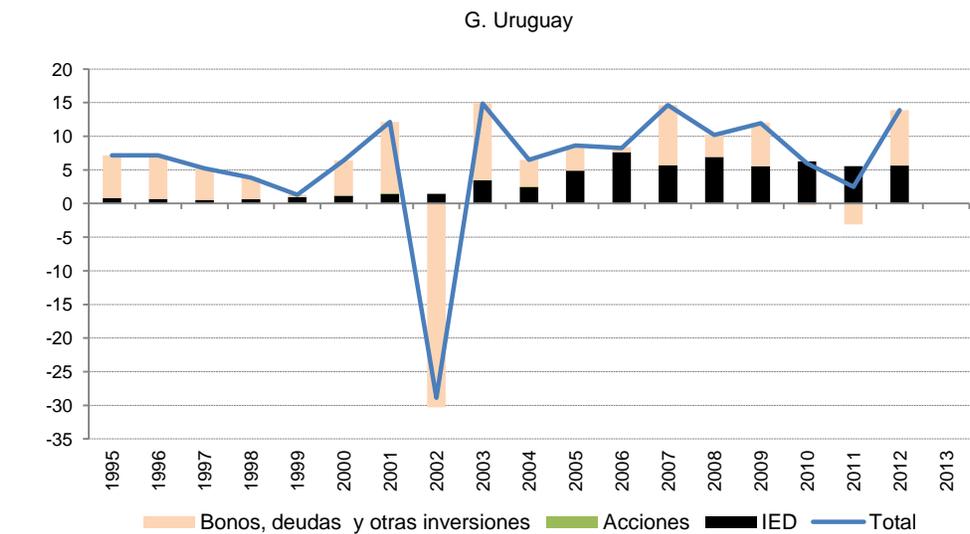
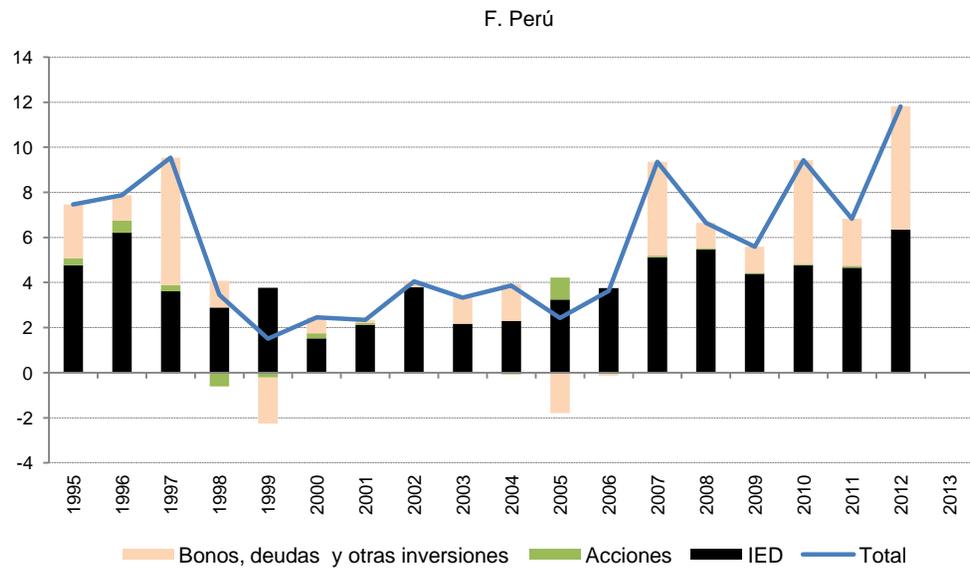
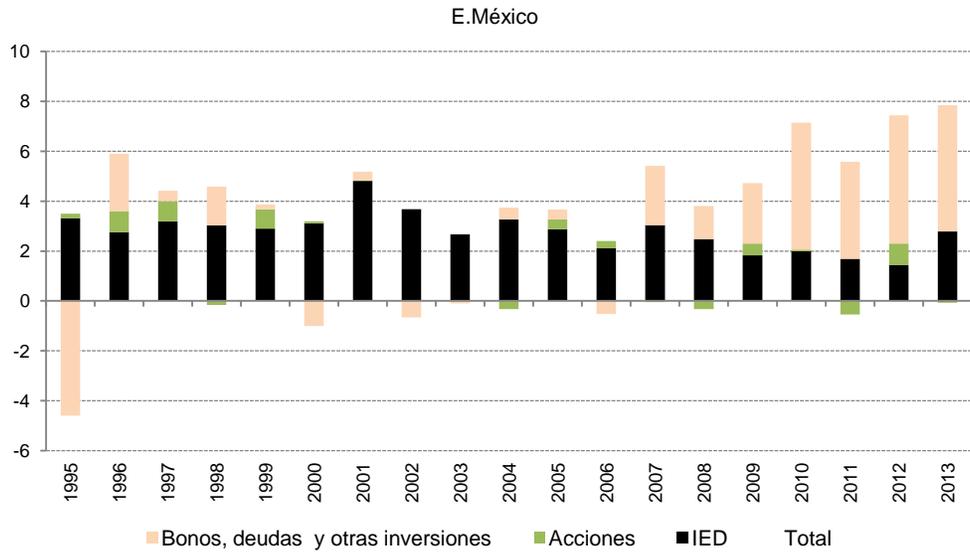


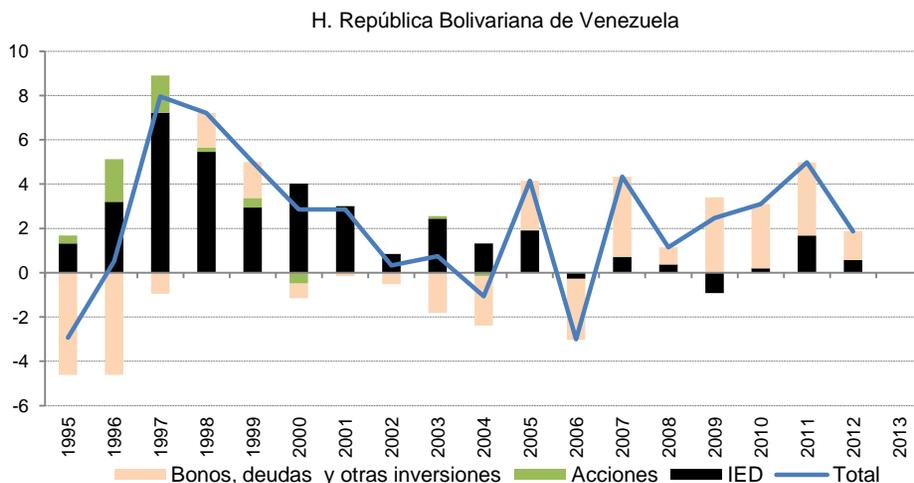
Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de balance de IFS-FMI.

**Gráfico A.8**  
**Flujos financieros desde el exterior para LAC 8, detalle por países, 1995-2013**  
*(En porcentaje del PBI)*

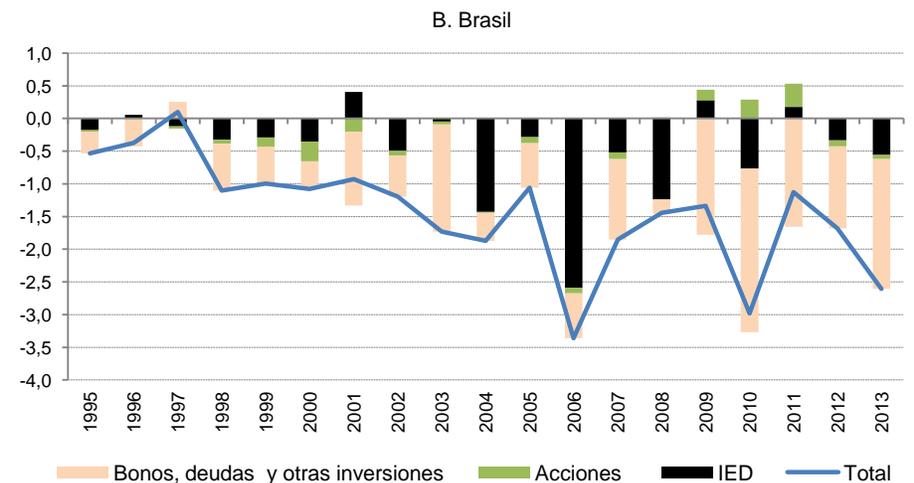
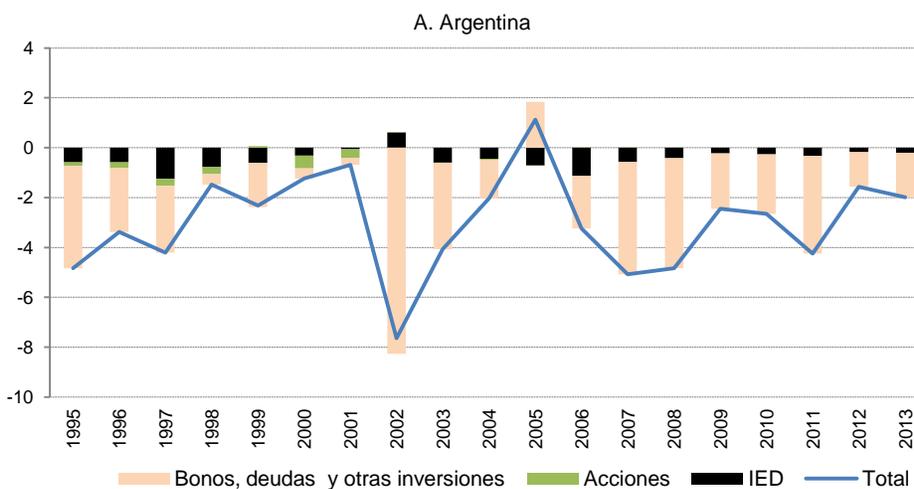


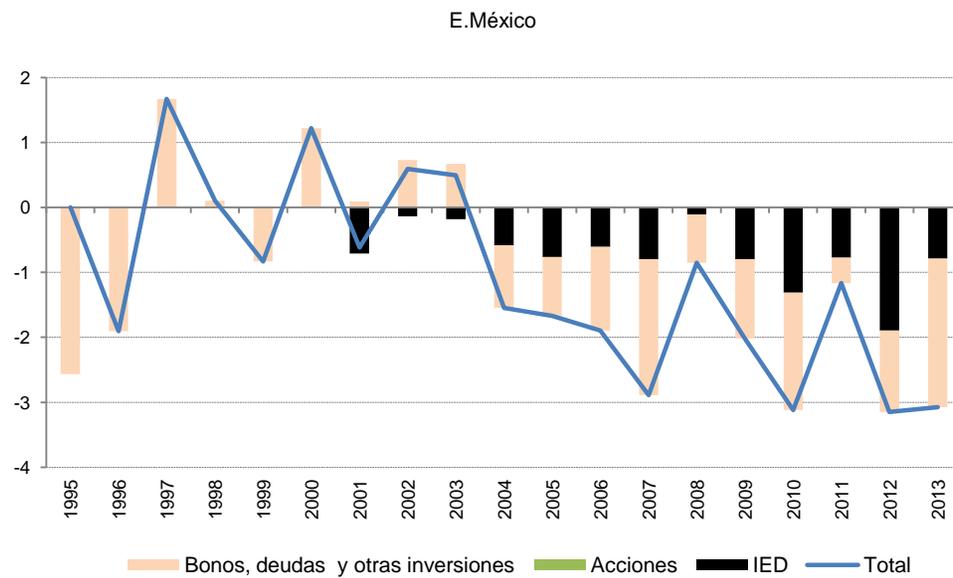
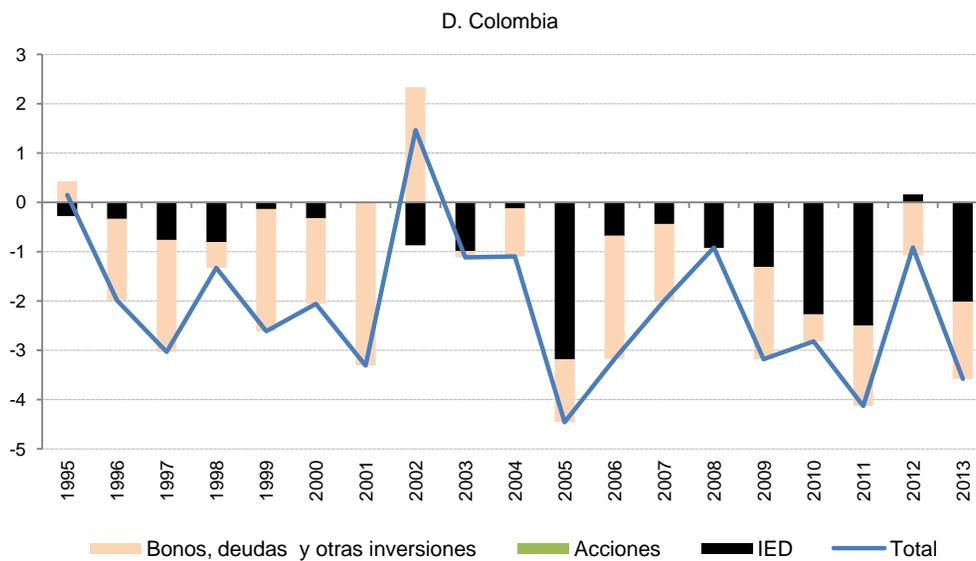
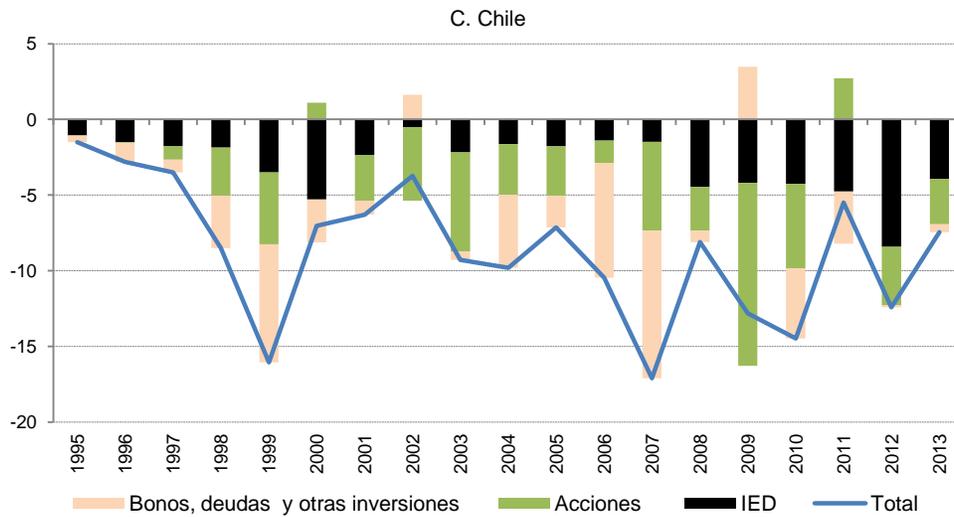


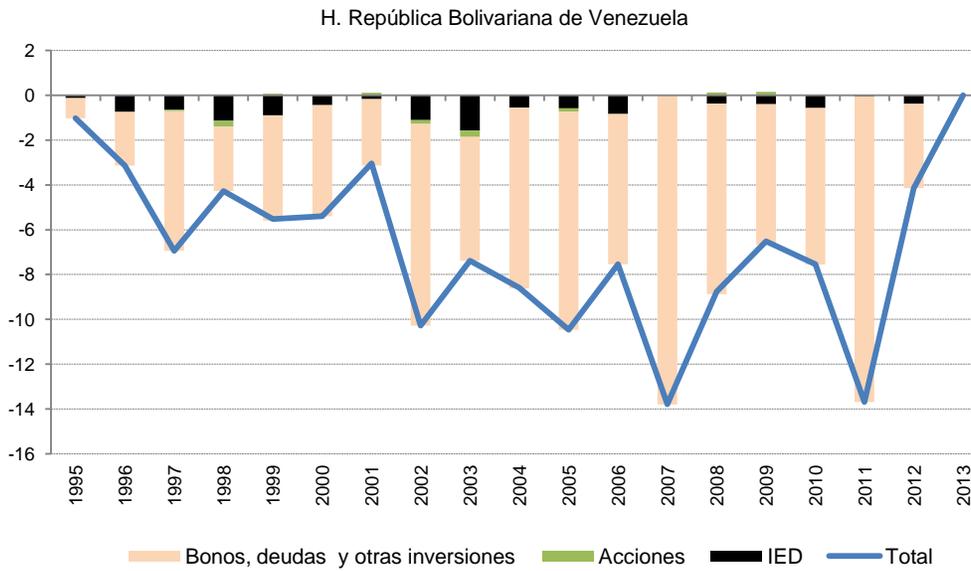
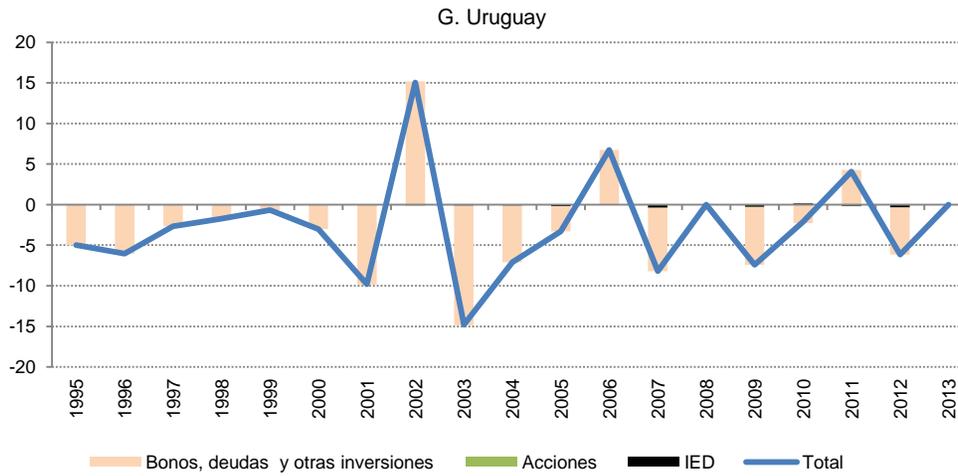
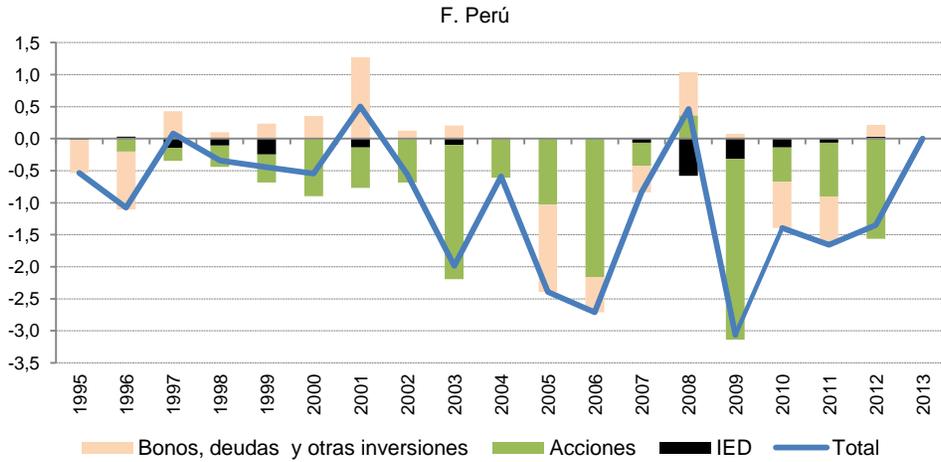




**Grafico A. 9**  
**Flujos financieros desde el exterior para LAC 8, detalle por países de LAC 8, 1995-2013**  
*(En porcentaje del PBI)*

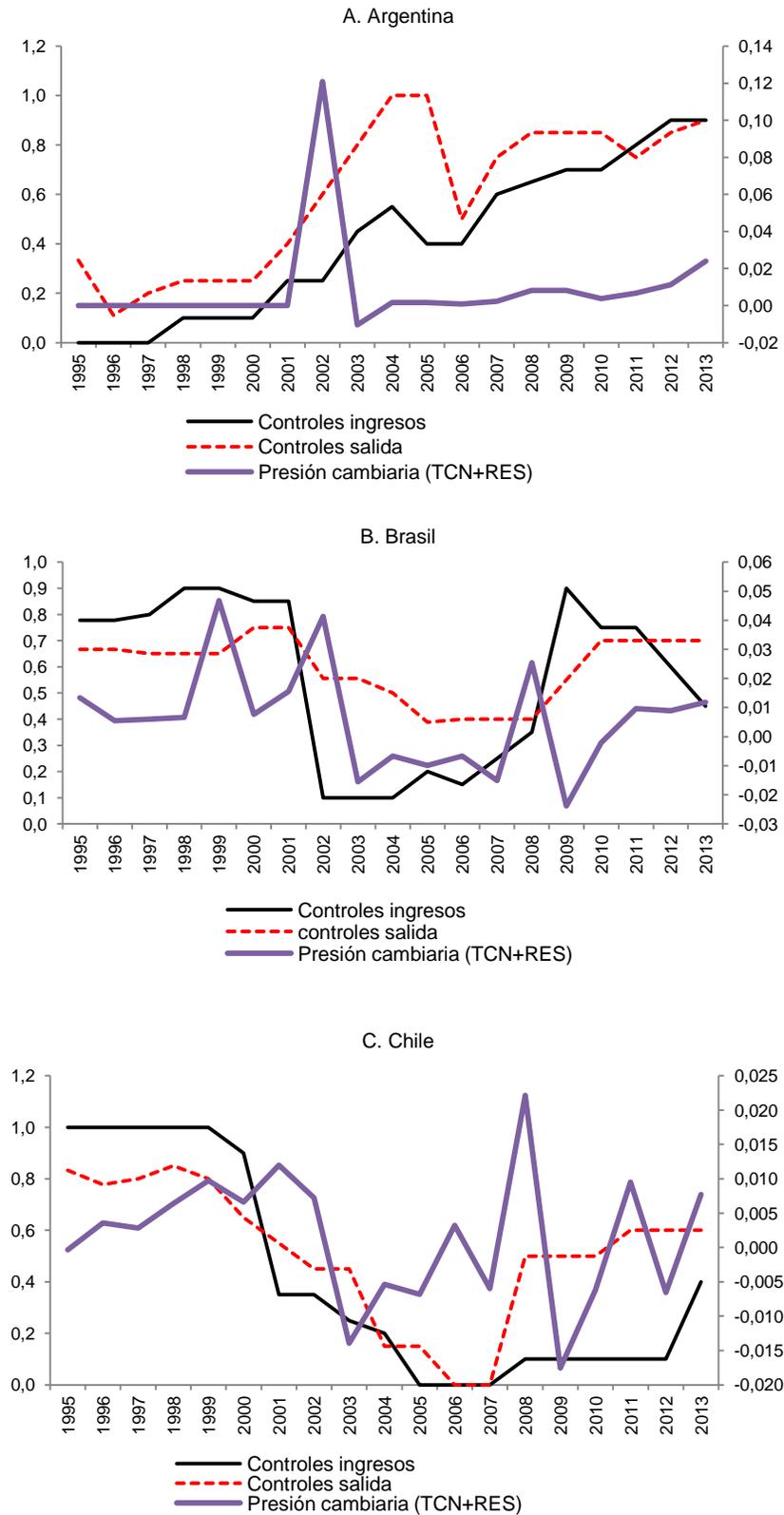


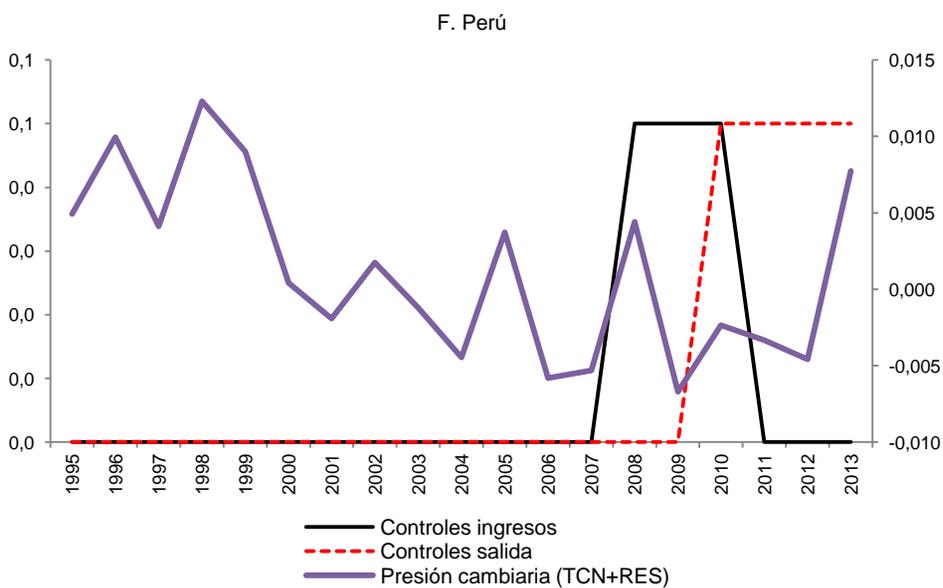
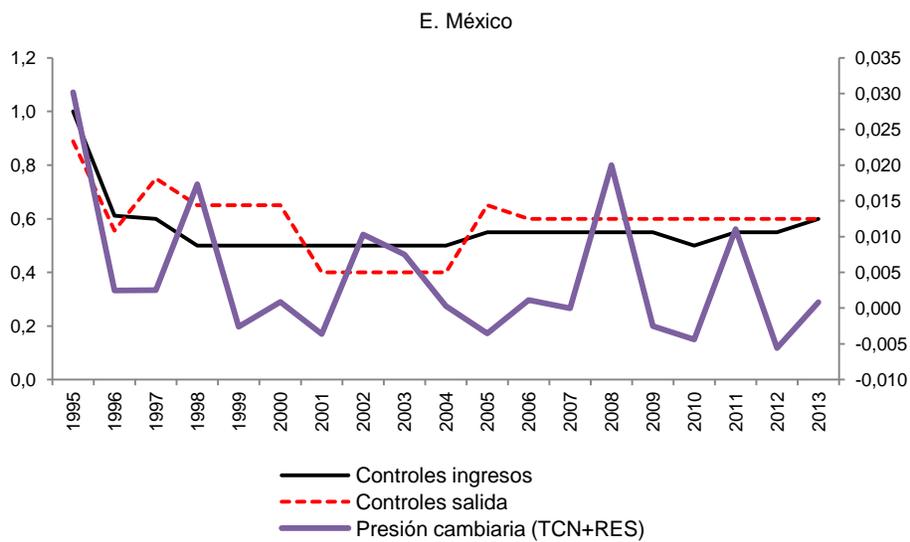
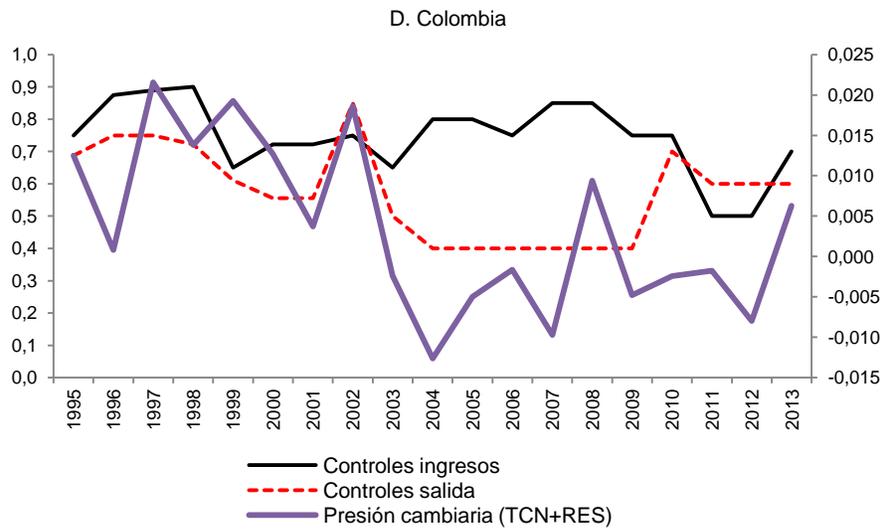


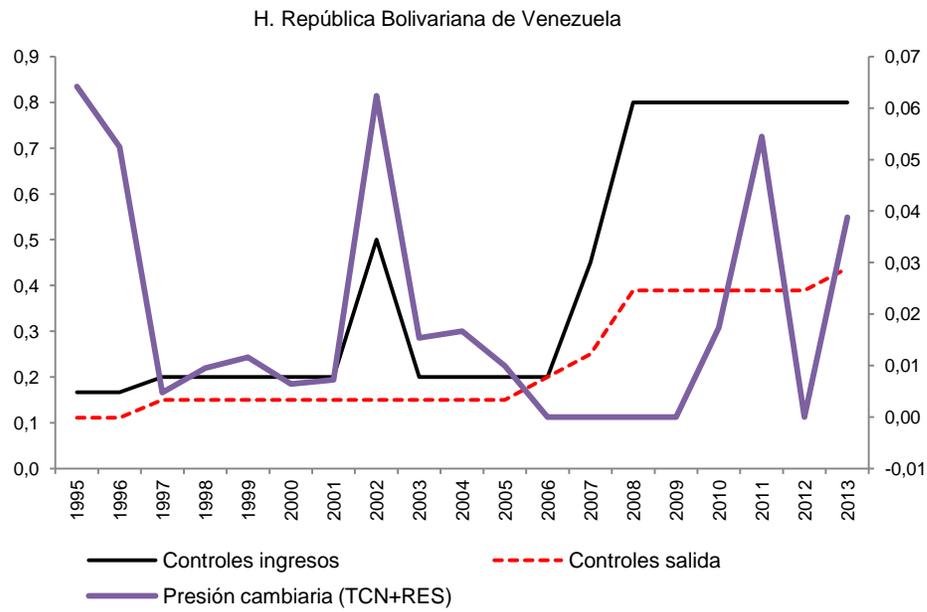
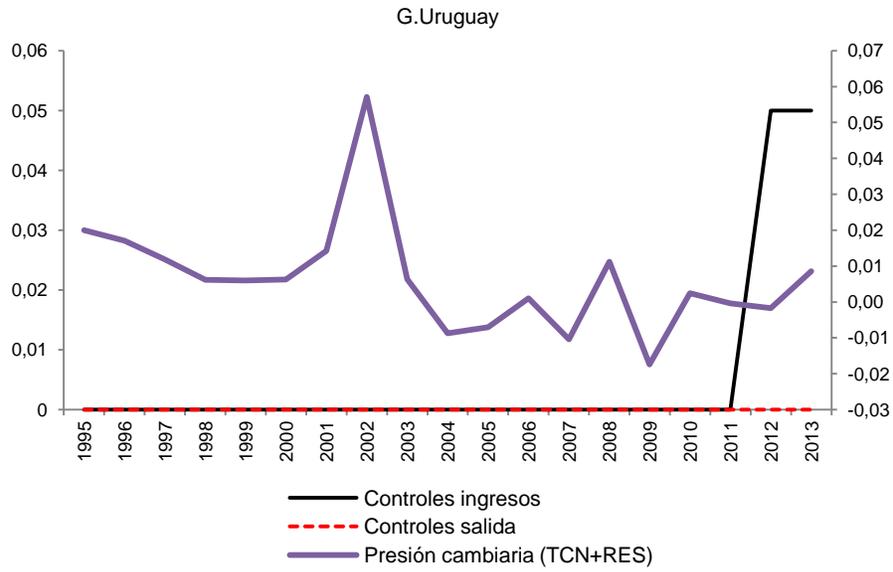


Fuente: Elaboración propia.

**Grafico A.10**  
**Presión cambiaria y controles de capital, controles agregados al ingreso y egreso de capitales, detalle por países de LAC 8, 1995-2013**







Fuente: Elaboración propia.

**Cuadro A.1**  
**Detalle posiciones reguladas por el indicador CCM**

<b>Residencia</b>	<b>Ingreso o salida</b>	<b>Activo</b>	<b>Cantidad de subcategorías</b>	
Residentes o No Residentes	Ingreso y salidas	Mercado dinero	20	
		Bonos		
		Acciones		
		Fondos de inversión ( <i>collective investment</i> )		
		Derivados		
Residentes	Ingreso y salidas	Mercado inmobiliario	2	
No residentes	Salidas	Compras en el mercado inmobiliario	1	
		Control a la liquidación de inversiones	1	
Sin distinción	Ingresos y salidas	Inversión externa directa	2	
		Ingreso y salidas	<i>Guarantees, securities &amp; Financial Backup Facilities</i>	6
			Créditos financieros	
			Créditos comerciales	
			Total instrumentos	

Fuente: Fernández y otros (2015).

## Anexo 2

### Detalle de indicadores de posiciones re-reguladas por países

**Cuadro A.2**  
**Cambio en las regulaciones, detalle por país, 1995-2006<sup>a</sup>**

	ARG	BOL	BRA	CHL	COL	CRI	DOM	ECU	SLV	GTM	JAM	MEX	NIC	PAN	PAY	PER	URY	VEN	Total
Restricciones totales	12	0	-7	-25	3	1	3	-3	1	-1	4	-6	0	0	0	0	0	4	-14
Al ingreso - Total	7	0	-7	-15	4	1	1	-3	1	-1	1	-5	0	0	0	0	0	2	-14
Acciones	1	0	-1	-2	-1	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	-4
Bonos	2	0	0	0	2	1	2	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	1	10
Merc. dinero	1	0	0	-2	1	0	0	0	0	0	0	-2	0	0	0	0	0	0	-2
Instr. inv. colectiva	1	0	-2	-2	1	0	0	0	0	0	-1	-1	0	0	0	0	0	0	-4
Derivados	1	0	0	-2	2	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	0
Cred. comerciales	0	0	-1	-1	0	0	-1	-1	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	-5
Cred. financieros	1	0	-1	-1	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2
Gtías, seguros y otros	0	0	-1	-1	0	0	0	-1	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	-4
Inversion directa	0	0	0	-1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sect. inmobiliario	0	0	0	-2	-2	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	-3
Al egreso - Total	5	0	0	-10	-1	0	2	0	0	0	3	-1	0	0	0	0	0	2	0
Acciones	1	0	0	-1	-1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos	1	0	2	0	1	0	0	0	0	0	2	2	0	0	0	0	0	1	9
Merc. dinero	1	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Instr. inv. colectiva	1	0	0	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2
Derivados	2	0	0	-2	1	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	1	1
Cred. comerciales	-1	0	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	-5
Cred. financieros	1	0	0	-1	-1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gtías, seguros y otros	-1	0	-1	-1	1	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	-3
Inversión directa	0	0	0	-1	0	0	1	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	-1
Sect. Inmobiliario	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1

Fuente: Elaboración propia.

<sup>a</sup> Negativo es menor regulación.

**Cuadro A.3**  
**Cambio en las regulaciones, detalle por país, 2006-2013<sup>a</sup>**

	ARG	BOL	BRA	CHL	COL	CRI	DOM	ECU	SLV	GUA	JAM	MEX	NIC	PAN	PAY	PER	URY	VEN	Total
Restricciones totales	14	4	10	15	3	2	0	10	5	0	14	1	2	0	3	1	1	11	96
Al ingreso - Total	9	0	4	4	-1	1	-2	5	0	0	6	1	2	0	1	0	1	9	40
Acciones	1	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
Bonos	0	0	0	0	0	0	-2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1
Merc. dinero	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	0	0	1	0	1	2	8
Instr. inv. colectiva	1	0	0	0	-1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	3
Derivados	1	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	5
Cred. comerciales	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1	4
Cred. financieros	0	0	1	1	0	1	-1	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1	5
Gtías, seguros y otros	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	4
Inversión directa	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
Sect. inmobiliario	2	0	1	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	5
Al Egreso - Total	5	4	6	11	4	1	2	5	5	0	8	0	0	0	2	1	0	2	56
Acciones	0	1	0	2	1	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6
Bonos	1	1	0	2	1	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7
Merc. dinero	1	1	2	2	1	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1	11
Instr. inv. colectiva	0	1	2	2	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	9
Derivados	0	0	2	2	0	0	1	1	1	0	2	0	0	0	0	1	0	0	10
Cred. comerciales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1
Cred. financieros	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	3
Gtías, seguros y otros	1	0	0	1	-1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	1	4
Inversión directa	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	3
Sect. inmobiliario	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	2

Fuente: Elaboración propia.  
<sup>a</sup> Positivo es mayor regulación.

**Cuadro A.4**  
**Efectividad de los controles sobre la presión cambiaria. Índice con tipo de cambio, reservas y diferencial de tasas de interés (EMPI)**

	Índice EMPI (Devaluación+reservas+diferencia tasas)					
	A	B	C	D	E	F
Índice EMPI (t-1)	-0.171 <sup>b</sup>	-0.175 <sup>b</sup>	-0.177 <sup>b</sup>	-0.188 <sup>b</sup>	-0.192 <sup>b</sup>	-0.195 <sup>b</sup>
Dif. Tasas (i-i*)	-0.062	-0.043	-0.016	-0.129	-0.114	-0.088
Inflación	-0.101	-0.083	-0.124	-0.064	-0.061	-0.105
Tasa FED (var %)	0.036 <sup>c</sup>	0.037 <sup>c</sup>	0.041 <sup>c</sup>	0.036 <sup>b</sup>	0.036 <sup>b</sup>	0.040 <sup>c</sup>
Términos de Intercambio (var %)	0.075	0.072	0.054	0.109	0.108	0.092
Año 2008=1	0.065 <sup>b</sup>	0.060 <sup>a</sup>	0.078 <sup>b</sup>	0.070 <sup>b</sup>	0.065 <sup>b</sup>	0.084 <sup>b</sup>
Crédito privado/PBI (var %)	0.037	0.058	0.054	0.084	0.095 <sup>a</sup>	0.094 <sup>a</sup>
Ingreso flujos brutos totales/PBI	-0.006 <sup>c</sup>			-0.006 <sup>c</sup>		
Egreso flujos brutos totales/PBI	0.007 <sup>b</sup>			0.008 <sup>b</sup>		
Ingreso flujos brutos cartera/PBI		-0.007 <sup>c</sup>			-0.007 <sup>c</sup>	
Egreso flujos brutos Cartera/PBI		0.008 <sup>b</sup>			0.009 <sup>c</sup>	
Ingreso flujos brutos IED/PBI		0.001	0.003		-0.001	0.001
Egreso flujos brutos IED/PBI		0.001	0.010		-0.002	0.007
Ingreso flujos brutos bonos y OI/PBI			-0.007 <sup>c</sup>			-0.008 <sup>c</sup>
Egreso flujos brutos bonos y OI/PBI			0.009 <sup>c</sup>			0.010 <sup>c</sup>
Ingreso flujos brutos acciones/PBI			0.031 <sup>b</sup>			0.035 <sup>b</sup>
Egreso flujos brutos Acciones/PBI			0.010			0.011
Ctrol K ingresos total (t-1)	0.094 <sup>b</sup>	0.082 <sup>a</sup>	0.082 <sup>a</sup>			
Ctrol K egresos total (t-1)	-0.139 <sup>c</sup>	-0.119 <sup>b</sup>	-0.116 <sup>b</sup>			
Ctrol K ingresos Cartera (t-1)				0.120 <sup>b</sup>	0.115 <sup>a</sup>	0.136 <sup>b</sup>
Ctrol K egresos Cartera (t-1)				-0.211 <sup>c</sup>	-0.200 <sup>b</sup>	-0.220 <sup>c</sup>
Ctrol K ingresos Cr com y dinero(t-1)				-0.043	-0.045	-0.057
Ctrol K Egresos Cr com y dinero(t-1)				0.110 <sup>b</sup>	0.105 <sup>b</sup>	0.120 <sup>b</sup>
Ctrol K ingresos IED (t-1)				0.017	0.018	0.010
Ctrol K egresos IED (t-1)				-0.060	-0.054	-0.053
_Cons	0.048 <sup>b</sup>	0.025	0.019	0.058 <sup>b</sup>	0.041	0.036
N	109	109	109	109	109	109

Fuente: Elaboración propia.

Nota: Índice de control de capital un aumento es mayor regulación, Fernández y otros (2015), Los flujos financieros hacia el exterior se tomaron valor positivo, mayores egresos.

<sup>a</sup> p<0.10, <sup>b</sup> p<0.05, <sup>c</sup> p<0.01

### Cuadro A.5

#### Aspectos relevantes del cambio de regulación para países seleccionados

---

##### Año 1997

Argentina, mayores regulaciones a la toma de deuda externa por residentes (venta de bonos en el exterior por residentes), Brasil, Chile y México, mayor control a la toma de deuda en el mercado local (compra de bonos por no residentes) y en el mercado internacional (venta de bonos por residentes), otorgamiento de créditos en el exterior (compra de bonos en el exterior por residentes), México, mayor regulación al ingreso de capital accionario (compra de acciones por no residentes) y salida de capital accionario (compra de acciones por residentes)

---

##### Años 2000-2001

Chile, desregulación al ingreso de capitales en el mercado de acciones, endeudamiento externo, venta de divisas en el mercado local, sobre mercados secundarios (derivados) e inversión externa directa. Desregulación a la salida de capitales, financiamiento de deuda por parte de residentes y en el mercado de derivados. México, desregulación a la salida de capitales, compra de divisas por residentes, constitución de fideicomisos en el exterior y otorgamiento de créditos en el exterior (compra de bonos en el exterior por residentes).

---

##### Año 2007

Argentina, mayor regulación al ingreso de capitales para la compra de acciones, la colocación de depósitos, a *collective investment* y derivados por no residentes. Mayores regulaciones a la salida de capitales otorgamiento de créditos en el exterior (compra de bonos en el exterior por residentes), depósitos en el exterior, inversiones en el exterior e inversiones en inmuebles. Bolivia, mayor regulación a la salida de capital para otorgamiento de créditos, compra de acciones, colocación de depósitos en el exterior, establecimiento de *collective investment*. Brasil, restricciones al ingreso de capitales en el sector inmobiliario. Colombia, restricciones al ingreso de capitales en derivados financieros (*securities*). Venezuela, regulaciones a al ingreso de capitales por residentes y no residentes para la colocación de depósitos, establecimiento de *collective investment* y derivados. Regulaciones a la salida de capitales por depósitos en el exterior.

---

##### Año 2008

Chile, límites cuantitativos a la compra de activos externos de residentes y no residentes en acciones, bonos y derivados (inversores, fondos de pensión y hipotecarios). Control a los depósitos en el exterior para no residentes. Control a la compra de *real state* por no residentes.

---

##### Año 2009

Brasil, restricciones al ingreso de capitales para residentes y no residentes de endeudamiento externo, depósitos en el mercado local, establecimiento de *collective investment* y mercados de derivados (2% *tax*), Restricciones para no residentes a la compra de acciones y toma de crédito comerciales en el exterior. Prohibición de residentes para operar con derivados en el exterior. Argentina, restricciones a la liquidación de utilidades de las inversiones para no residentes.

---



NACIONES UNIDAS

Serie

CEPAL

Estudios y Perspectivas – Buenos Aires

## Números publicados

Un listado completo así como los archivos pdf están disponibles en

[www.cepal.org/publicaciones](http://www.cepal.org/publicaciones)

52. Regulación de la cuenta capital en un mundo financieramente complejo: perspectivas para América Latina, Diego Bastourre y Nicolás Zeolla, (LC/L.422x, LC/BUE/L.231), noviembre de 2016.
51. Vulnerabilidad externa en América Latina: sus síntomas e implicancias para el crecimiento, Martín Abeles y Sebastián Valdecantos, (LC/L.422x, LC/BUE/L.230), octubre de 2016.
50. Evolución de la actividad económica argentina desde una perspectiva territorial, 2004-2012, José A. Borello, Leandro González, Mariano Pereira y Verónica Robert, (LC/L.422x, LC/BUE/L.229), octubre de 2016.
49. Vulnerabilidad externa en América Latina y el Caribe: un análisis estructural, Martín Abeles y Sebastián Valdecantos, (LC/L.4220, LC/BUE/L.228), agosto de 2016.
48. El enfoque de brechas estructurales de desarrollo y los Objetivos de Desarrollo Sostenible aplicado al análisis de las provincias argentinas Documento metodológico, Analía Erbes, (LC/L.4207, LC/BUE/L.227), agosto de 2016.
47. Descomposición Alternativa de los Componentes de la Demanda Agregada: Hacia un Análisis del Corto Plazo con más Contenido Estructural, Anahí Amar, Matías Torchinsky y Ariel Wirkierman, (LC/L.4205, LC/BUE/L.226), mayo de 2016.
46. Estructura productiva y vulnerabilidad externa. Un modelo estructuralista *stock-flujo* consistente, Sebastián Valdecantos, (LC/L.4171, LC/BUE/L.225), abril de 2016.
45. La política industrial en la Argentina durante la década de 2000, Pablo Lavarello y Marianela Sarabia (LC/L.4142, LC/BUE/L.224), diciembre de 2015.
44. Distribución funcional del ingreso en la Argentina, 1950-2007, Susana Kidyba y Daniel Vega (LC/L.4091, LC/BUE/L.223), noviembre de 2015.
43. Tipo de cambio real y diversificación productiva en América del Sur, Gonzalo Bernat (LC/L.4028, LC/BUE/L.222), junio 2015.
42. Cambio estructural y desarrollo: eficiencia keynesiana y schumpeteriana en la industria manufacturera argentina en el período 2003-2011, Diego Rivas y Verónica Robert, (LC/L.4028, LC/BUE/L.221), abril 2015.
41. Midiendo las fuentes del crecimiento en una economía inestable: Argentina. Productividad y factores productivos por sector de actividad económica y por tipo de activo, Ariel Coremberg, (LC/L.3084-P, LC/BUE/L.220), N° de venta: S.09.II.G.70 (US\$ 10.00), julio 2008.
40. Development of technological capabilities in an extremely volatile economy. The industrial sector in Argentina, Bernardo Kosacoff (LC/L.2875-P, LC/BUE/L.219), N° de venta: E.08.II.G.16 (US\$ 10.00), marzo 2008.
39. Comercio, inversión y fragmentación del mercado global: ¿está quedando atrás América Latina?, Bernardo Kosacoff, Andrés López, Mara Pedrazzoli (LC/L.2755-P, LC/BUE/L.218), N° de venta: S.07.II.G.94 (US\$ 10.00), julio de 2007.
39. Trade, investment and fragmentation of the global market: Is Latin America lagging behind?, Bernardo Kosacoff, Andrés López, Mara Pedrazzoli (LC/L.2755i-P, LC/BUE/L.218i), N° de venta: E.07.II.G.94 (US\$ 10.00), enero 2008.
38. Política tributaria en Argentina. Entre la solvencia y la emergencia, Oscar Cetrángolo y Juan Carlos Gómez Sabaini (LC/L.2754-P, LC/BUE/L.217), N° de venta: S.07.II.G.90 (US\$ 10.00), junio de 2007.