

---

# LA LIBERALIZACIÓN Y EL MANEJO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL: UNA VISIÓN INSTITUCIONAL

---

*Vivek Arora, Karl Habermeier,  
Jonathan D. Ostry y Rhoda Weeks-Brown\**

**1** *Los flujos de capital entre fronteras son un aspecto cada vez más importante de la economía mundial.* La creciente integración mundial de las últimas décadas incluye el crecimiento del comercio y de los flujos de capital entre países. Históricamente, los flujos mundiales de capital han consistido sobre todo en flujos entre economías avanzadas (EA), pero los flujos hacia y desde economías emergentes y en desarrollo aumentaron en estos últimos años (recuadro 1). La liberalización de los flujos de capital ha sido parte de la estrategia de desarrollo en algunos países que reconocen sus posibles beneficios. Al mismo tiempo, los flujos de capital comportan riesgos, porque pueden ser volátiles y su magnitud puede ser enorme con respecto a los mercados domésticos. Debido a que tienen efectos sobre la estabilidad económica y financiera en las economías individuales y globalmente, un reto importante para los diseñadores de política es elaborar un enfoque coherente de los flujos de capital y de las políticas que los afectan.

*2. El Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI) llamó a “seguir trabajando en un enfoque integral, flexible y equilibrado para el*

\* Este documento, preparado por un equipo del Fondo Monetario Internacional coordinado por Vivek Arora (SPR), Karl Habermeier (MCM), Jonathan D. Ostry (RES) y Rhoda Weeks-Brown (LEG), en el que participaron Katharine Christopherson, Kyung Kwak, Nadia Rendak y Gabriela Rosenberg (LEG), Annamaria Kokenyne Ivanics y Jacek Osinski (MCM), Atish Rex Ghosh y Mahvash Saeed Qureshi (RES), Phil de Imus, Marshall Mills, Ceyda Oner, Nara Raman, Sarah Sanya, Shengzu Wang y Hans Weisfeld (SPR), fue aprobado por Olivier Blanchard, Sean Hagan, Siddharth Tiwari y José Viñals. Este artículo fue publicado por el Fondo Monetario Internacional el 14 de noviembre de 2012, “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View”, [<http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4720>]. Se publica con las autorizaciones correspondientes. Traducción de Alberto Supelano. Fecha de recepción: 28 de febrero de 2013, fecha de aceptación: 23 de abril de 2013.

*manejo de los flujos de capital, apoyándose en la experiencia de los países*<sup>1</sup>. La visión institucional propuesta intenta fundamentar ese enfoque. La Oficina de Evaluación Independiente del FMI (OEI) también ha visto la necesidad de una visión integral y coherente del Fondo con respecto a los flujos de capital para asegurar que la asesoría en políticas sea imparcial y adecuada a las circunstancias de los países<sup>2</sup>.

3. *Este documento propone una visión institucional que se basa en la experiencia de los países en los últimos años, en escritos de política anteriores y en las discusiones de la Junta del Fondo sobre los flujos de capital y la investigación analítica reciente*<sup>3</sup>. La visión institucional que se presenta en este documento cubre la liberalización y el manejo de los flujos de capital, teniendo en cuenta consideraciones de política de los países que reciben y que generan flujos de capital. El documento sintetiza las conclusiones de escritos anteriores, de investigaciones y de discusiones de la Junta, y amplía el examen de los temas en algunas áreas, como el papel de los países de origen y la relación entre políticas relacionadas con los flujos de capital y medidas macro prudenciales. La visión propuesta busca proporcionar una base coherente para los aportes del Fondo a todos los miembros, al tiempo que toma en cuenta sus circunstancias y objetivos de política específicos. Sin embargo, no da lugar a nuevas obligaciones para sus miembros. La visión es flexible y se intentará incorporar experiencias, análisis y evidencias empíricas nuevos, pues se reconoce que se ha de seguir aprendiendo importantes lecciones de política a partir de la experiencia actual de los países con los flujos de capital. En los próximos meses, los funcionarios del Fondo prepararán una nota para orientar la liberalización y el manejo de los flujos de capital con base en la visión propuesta.

4. *Esta visión de los flujos de capital toma en cuenta las discusiones entre diseñadores de política, el Fondo y otras entidades internacionales*

<sup>1</sup> Ver el Comunicado de la 24ª Reunión del CMFI, 9/24/2011, y IMF (2010a). Salvo indicación contraria, para fines de este escrito los flujos de capital se refieren a inversión extranjera directa, otras inversiones (principalmente flujos relacionados con los bancos) y flujos de portafolio. Los Artículos del Convenio Constitutivo del Fondo consideran corrientes ciertas transacciones que involucran flujos relacionados con la inversión y otros rubros que desde una perspectiva económica se pueden considerar como capital. La visión institucional propuesta no altera la jurisdicción de cuenta corriente del Fondo.

<sup>2</sup> OEI (2005).

<sup>3</sup> Estos escritos de política abordan el papel del Fondo (noviembre de 2010), el manejo de las entradas (abril de 2011) y salidas de capital (abril de 2012), los aspectos multilaterales (noviembre de 2011) y la liberalización de los flujos de capital (abril de 2012). Sus antecedentes analíticos incluyen Dell’Ariccia et al. (2008), Ghosh et al. (2012), Habermeier et al. (2011) y Ostry et al. (2010, 2011, 2012a y 2012b).

*con el fin de fortalecer el sistema monetario internacional*<sup>4</sup>. En vista de las externalidades y los efectos indirectos de las políticas nacionales, la coordinación internacional de políticas puede ayudar a mitigar los riesgos, mejorar la eficacia de las respuestas de política, fortalecer el bienestar y la estabilidad, y mejorar el funcionamiento del sistema monetario internacional<sup>5</sup>. Esta visión también tiene en cuenta la relación entre políticas que afectan los flujos de capital y políticas macro prudenciales que buscan enfrentar el riesgo financiero sistémico.

5. *La visión institucional intenta encontrar puntos en común entre los diversos puntos de vista de la comunidad internacional con respecto a los flujos de capital y las políticas relacionadas.* Para muchos observadores la libre movilidad del capital es benéfica y un objetivo valioso, siempre que las instituciones y los sistemas financieros sean fuertes, y, una vez lograda, solo se debe restringir en circunstancias excepcionales<sup>6</sup>. Además, en algunos casos las medidas para limitar los flujos de capital pueden provocar políticas distorsionantes, como tasas de cambio subvaluadas, y tener implicaciones globales adversas<sup>7</sup>. Otros son más escépticos sobre los beneficios de la libre movilidad del capital y consideran que las medidas para impedir los flujos de capital, tanto en el largo plazo como para manejar la volatilidad cíclica, benefician el crecimiento y la estabilidad<sup>8</sup>.

6. *Al mismo tiempo, a algunas autoridades les preocupa la forma en que la comunidad internacional puede evaluar sus decisiones de política sobre flujos de capital.* Por ejemplo, les preocupa que las políticas en respuesta a la volatilidad de los flujos de capital den lugar a reacciones punitivas de los inversionistas y se vean como una estrategia económica infundada<sup>9</sup>. En respuesta a esas preocupaciones, las evaluaciones después de los hechos son menos útiles que la orientación anticipada. Pero hoy no existe ningún enfoque global para dicha orientación.

<sup>4</sup> El Fondo ha trabajado con los miembros a este respecto, entre otros en el Proceso de Evaluación Mutua del G-20, los informes sobre efectos indirectos, el proceso del Artículo IV y en otros contextos.

<sup>5</sup> Ostry et al. (2012b).

<sup>6</sup> Yellen (2011) resume los puntos de vista oficiales en favor de las cuentas de capital abiertas, y Forbes (2005) y Henry (2007) examinan las distorsiones y los costos microeconómicos de los controles de capital. La OECD (2012) señala que algunas restricciones, especialmente a los flujos volátiles y de corto plazo, a veces pueden reducir el riesgo de crisis pero que otras, en particular a los flujos de IED y de más largo plazo, pueden reducir el crecimiento potencial y aumentar los riesgos de crisis.

<sup>7</sup> Ostry et al. (2012b) discuten este asunto.

<sup>8</sup> Ver, p. ej., Chowla (2011) y Gallagher et al. (2012).

<sup>9</sup> Subramanian (2012) desarrolla esta visión como parte de un argumento en favor de la codificación de un régimen internacional de transacciones de la cuenta de capital.

7. *En los últimos años se han hecho algunos avances en el desarrollo de ese marco.* En especial, las “Conclusiones coherentes del G-20 para el manejo de los flujos de capital” adoptadas en noviembre de 2011 representan un arduo consenso logrado sobre principios generales. Aunque estas conclusiones se acordaron entre los miembros del G-20 y no entre todos los miembros del Fondo, y son generales más que una propuesta detallada para desarrollar un enfoque operativo del manejo de los flujos de capital, cubren áreas de gran preocupación de política aplicables a todos los países y son un punto de referencia útil para construir una visión institucional (Anexo I). Para hacerlas operativas con fines de política, es necesario reflexionar sobre consideraciones adicionales, como la combinación apropiada de políticas y las condiciones para las medidas a los flujos de capital, los efectos indirectos entre países y las reformas para manejar los riesgos asociados a esos flujos. La visión institucional propuesta toma en cuenta y se basa en las conclusiones del G-20 sobre la liberalización y el manejo de los flujos de capital.

8. *Un gran número de acuerdos internacionales bilaterales y multilaterales ha establecido normas y reglas aplicables a sus signatarios con respecto a los flujos de capital*<sup>10</sup>. Por ejemplo, el Código de Liberalización de los Movimientos de Capital de la OCDE establece la obligación de altos niveles de apertura<sup>11</sup>. En forma similar, el Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea (UE) estableció que el libre movimiento de capitales es una obligación entre miembros de la UE y entre miembros y no miembros. Además, numerosos acuerdos bilaterales y regionales de comercio y tratados de inversión incluyen disposiciones que dan lugar a obligaciones sobre flujos de capital.

9. *En los flujos de capital influye una amplia gama de políticas de los países receptores y de origen.* Estas incluyen políticas macroeconómicas y estructurales, marcos de supervisión y regulación, y medidas diseñadas específicamente para limitar los flujos de capital. Para propósitos de la visión institucional que se propone en este documento, estas últimas se denominan medidas de manejo del flujo de capitales (MFC). Para evaluar si una medida es diseñada para limitar los flujos de capital se deben tener en cuenta las circunstancias específicas del país, incluido el contexto global en el que se adoptó la medida. (El Anexo II presenta comentarios adicionales sobre la terminología y algunos ejemplos de

<sup>10</sup> Esos acuerdos se discuten en IMF (2010a).

<sup>11</sup> El Código es el instrumento único legalmente obligatorio que se centra integral y exclusivamente en los movimientos internacionales de capital. Estipula la liberalización progresiva y no discriminatoria de los movimientos de capital y el derecho de localización. Ver los detalles en OECD (2011).

recientes MFC adoptadas por países miembros.) Las medidas diseñadas para limitar los flujos de capital se pueden usar potencialmente para sustituir políticas macroeconómicas y estructurales justificadas, o de otro tipo, y tener efectos multilaterales. La visión institucional propuesta considera entonces su papel apropiado en el marco general de política económica.

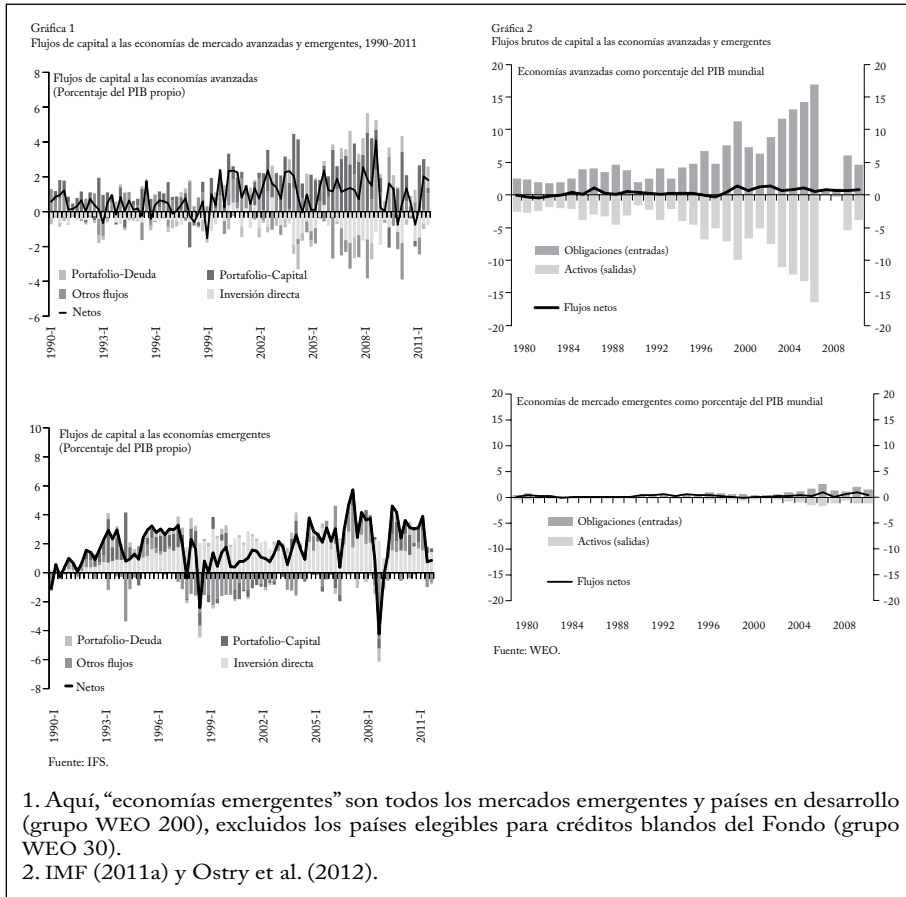
10. *El documento se organiza de la manera siguiente.* La sección II discute la liberalización de los flujos de capital y la sección III los retos de política involucrados en el manejo de oleadas de entradas y salidas perturbadoras. La sección IV examina el papel del Fondo con respecto a los flujos de capital y las políticas relacionadas, y la sección V plantea temas de discusión. La visión institucional es aplicable a todos los miembros. En la práctica, la discusión de la sección II es relevante para la supresión de MFC largamente establecidas (en otras palabras, MFC a partes de la cuenta de capital que han estado restringidas durante largo tiempo) y la discusión de la sección III para medidas recién adoptadas (es decir, MFC introducidas a partes anteriormente abiertas de la cuenta de capital). La guía para el manejo de los flujos de capital es en todo caso congruente entre las dos áreas.

#### RECUADRO 1

##### FLUJOS DE CAPITAL: TENDENCIAS Y COMPOSICIÓN

*Los flujos de capital han aumentado notablemente en las últimas dos décadas, tanto en tamaño como en volatilidad.* Los flujos brutos ocurren principalmente entre economías avanzadas (EA), aunque son significativos los flujos netos entre EA y emergentes<sup>1</sup>. En particular, los flujos netos hacia las economías emergentes, como proporción del PIB de cada economía, son mayores que hacia las EA. Los flujos brutos mundiales aumentaron drásticamente, de un promedio de menos del 5% del PIB mundial en 1980-1999 al tope del 20% en 2007. La volatilidad también aumentó, pues los flujos se redujeron drásticamente luego de la crisis mundial, seguidos de una recuperación moderada.

Los flujos de capital hacia las economías emergentes históricamente han estado compuestos sobre todo por inversión extranjera directa (IED), aunque los de portafolio y “otras inversiones” (relacionados principalmente con los bancos) han aumentado sustancialmente desde 2003. De hecho, la mayor parte del aumento de los flujos mundiales de capital durante 2003-2007 corresponde a flujos de corto plazo, incluidos los de portafolio y otras inversiones. Los flujos de deuda históricamente han demostrado ser más volátiles y riesgosos para el sistema financiero que los de IED y de capital de portafolio.



## II. LIBERALIZACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

11. En este escrito “liberalización de los flujos de capital” se refiere a la supresión de medidas diseñadas para limitar los flujos de capital (es decir, MFC)<sup>12</sup>. El concepto incluye la transacción subyacente de capital y el pago o transferencia relacionados, e implica la convertibilidad irrestricta de la moneda local en transacciones financieras internacionales. La liberalización no excluye la restauración temporal de esas medidas en ciertas circunstancias. Tampoco excluye el mantenimiento de medidas prudenciales que, así sean MFC, son necesarias para la estabilidad del sistema financiero o de medidas que los miembros pueden mantener por razones de seguridad nacional.

<sup>12</sup> El concepto de “liberalización de los flujos de capital” es aquí intercambiable con los de “liberalización de la cuenta de capital” y “liberalización de la cuenta financiera”, de uso tradicional en la literatura. Además, la literatura se suele referir no a MFC sino a “controles de capital”, o en medidas basadas en la residencia.

## A. BENEFICIOS Y RIESGOS DE LA LIBERALIZACIÓN

12. *En las últimas décadas ha habido una tendencia gradual a la liberalización de los flujos de capital, hacia dentro y hacia afuera, entre países miembros* (gráfica 1). Esa tendencia ha sido bastante pronunciada en la Europa emergente, aunque las economías emergentes sistémicamente importantes (incluidas China e India, p. ej.) también han anunciado planes para una mayor liberalización<sup>13</sup>. El ritmo de liberalización se moderó ligeramente luego de la crisis mundial, pero la tendencia general en el mundo sigue siendo de apertura creciente a los flujos de capital entre fronteras. Cuando las autoridades han intervenido para influir en dichos flujos, en general no lo han hecho volviendo a regular de modo permanente partes significativas de la cuenta de capital sino centrándose temporalmente en tipos específicos de flujos<sup>14</sup>.

13. *Se reconoce que las MFC pueden imponer costos a la economía.* Pueden reducir la disciplina de los mercados financieros y las finanzas públicas, endurecer las restricciones a la financiación restringiendo la disponibilidad de capital extranjero, y limitar las opciones de los residentes para diversificar sus activos<sup>15</sup>. Su supervisión y cumplimiento pueden ser costosos, pueden promover el comportamiento de caza de rentas y la corrupción, y facilitar la represión del sector financiero, impidiendo el desarrollo financiero y distorsionando la asignación del capital.

14. *El paso a la liberalización es un reflejo de que los países reconocen los beneficios de los flujos de capital en las condiciones correctas.* A nivel microeconómico, los flujos de capital pueden mejorar la eficiencia en la asignación de recursos y la competitividad del sector financiero doméstico. Cuando los países se desarrollan requieren sistemas financieros más avanzados, lo que a menudo va de la mano de mayores flujos de capital transfronterizos<sup>16</sup>. Además, estos flujos pueden facilitar la transferencia de tecnología y de prácticas administrativas, en particular mediante inversión directa extranjera (IED). La libera-

<sup>13</sup> Para un resumen de los planes y medidas de reforma recientes en China e India, ver IMF (2012a).

<sup>14</sup> Por ejemplo, han intentado reorientar los flujos en instrumentos de mayor madurez (Brasil, Indonesia, Tailandia, Uruguay).

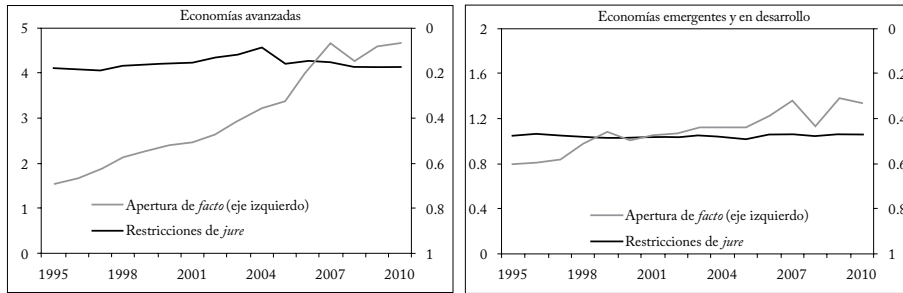
<sup>15</sup> Ver Aizenman y Glick (2008), Forbes (2005, 2007a y 2007b) y Greenwood (2008).

<sup>16</sup> Levine (2005) presenta evidencia empírica de la relación entre desarrollo financiero y crecimiento. Obstfeld (2009) argumenta que una explicación plausible de la tendencia general a la liberalización de los flujos de capital a pesar de la incierta relación empírica entre liberalización y crecimiento es que el desarrollo financiero es concomitante con el crecimiento, y que un sector financiero creciente en una economía abierta al comercio no puede estar aislado mucho tiempo de los flujos financieros entre fronteras.

lización de los flujos de capital puede tener beneficios indirectos o “colaterales” para objetivos intermedios como el desarrollo del sector financiero, la disciplina de la política macroeconómica, el comercio y la eficiencia económica<sup>17</sup>. A nivel macroeconómico, los flujos de capital permiten que los países financien desequilibrios de cuenta corriente que mejoran el bienestar (p. ej., para inversión productiva o facilitar el consumo). Además, pueden hacer posible una diversificación benéfica del portafolio<sup>18</sup>. La relación empírica entre flujos de capital y crecimiento está bien documentada para la IED y otros flujos que no constituyen deuda, incluso en países de ingreso bajo, pero es menos clara para los flujos que crean deuda<sup>19</sup>.

### Gráfica 1

Restricciones *de jure* y apertura *de facto* de los flujos de capital para los miembros del FMI



Nota: el índice *de jure* se basa en estimaciones de la relación promedio entre el número de categorías de transacciones restringidas en la cuenta de capital y el número total de categorías de transacciones para las que existe información en el AREAER. El índice varía entre 0 y 1; una reducción del índice indica mayor apertura. El índice *de facto* se basa en el índice de apertura *de facto* de Milesi-Ferretti actualizado por funcionarios del FMI. Es la suma de las cantidades brutas de activos y pasivos externos de cada país del grupo como proporción del PIB total del grupo. Un aumento del índice *de facto* indica mayor apertura. Los datos de 2005 en adelante están afectados por los cambios metodológicos realizados en 2005, que armonizan los controles a las entradas de capital del AREAER y el Código de Liberalización de los Movimientos de Capital de la OCDE. Las definiciones de ingresos se basan en las clasificaciones analíticas del Banco Mundial y de la OMC en 2008.

Fuente: *Informe anual sobre regímenes de cambio y restricciones cambiarias, Perspectivas de la Economía Mundial*.

<sup>17</sup> Ver, p. ej., Kose et al. (2009) y Prasad et al. (2003).

<sup>18</sup> Ver Chen et al. (2009), Dell’Ariccia et al. (2008), Henry (2007), Kose y Prasad (2004), Ishii et al. (2002) y IMF (2012a).

<sup>19</sup> Sobre el primer punto, ver Aizenman y Sushko (2011), Dabla-Norris et al. (2011), Edwards (2007), Henry (2007) y Kose et al. (2008); sobre el segundo, ver Jeanne et al. (2012). En los estudios empíricos, la falta de una relación positiva entre liberalización y crecimiento puede obedecer a una especificación incorrecta (Henry, 2007), a que no se reconocen los beneficios colaterales indirectos de la apertura financiera sobre el crecimiento, a través de la mayor disciplina macroeconómica y el desarrollo financiero (Kose et al., 2009), y a rezagos de los efectos de la liberalización de los flujos de capital sobre el crecimiento.



15. *Una liberalización bien diseñada de los flujos de capital puede ayudar a que los países obtengan los beneficios de los flujos de capital, eviten los costos de las MFC y apoyen objetivos económicos clave.* Al mismo tiempo, algunos países han mantenido rápidas tasas de crecimiento pese a las cuentas de capital relativamente cerradas; China e India son ejemplos notables. No obstante, en algunos casos los flujos de capital han cumplido un papel en el crecimiento; en China, por ejemplo, las grandes entradas de IED extranjera en varias décadas han contribuido al capital, la tecnología y la experticia administrativa. En todo caso, basándose en sus avances en las reformas (como la reforma del sector financiero) que apoyan la liberalización, algunas grandes economías emergentes hoy van en la dirección de una mayor liberalización de los flujos de capital.

16. *Los beneficios de la liberalización de los flujos de capital son mayores cuando los países han logrado ciertos niveles de desarrollo financiero e institucional*<sup>20</sup>. En particular, para fortalecer la capacidad de los países para absorber y manejar las entradas y salidas, sus sistemas financieros deben ser capaces de mediar los flujos con seguridad, dejar que las firmas accedan al capital para financiar inversión productiva, y dar a los hogares y las firmas la capacidad para diversificar sus portafolios al tiempo que manejan los riesgos. Sus instituciones deben reforzar la resiliencia de los balances financieros, corporativos y de los hogares. Las experiencias de los países sugieren que la liberalización de los flujos de capital tiene más probabilidad de éxito si es respaldada por políticas fiscales, monetarias y cambiarias sólidas, y que la flexibilidad de la tasa de cambio puede ayudar a proteger la economía real contra los efectos de la volatilidad de dichos flujos. La mayor apertura comercial puede apoyar la liberalización de los flujos de capital mejorando la capacidad de los países para atraer capital extranjero y complementando la demanda doméstica con demanda externa, lo que puede mitigar el desarrollo y los efectos financieros de una crisis.

17. *Al mismo tiempo, la liberalización de los flujos de capital tiene riesgos, que se magnifican cuando los países aún deben lograr niveles de desarrollo financiero e institucional suficientes.* Los riesgos incluyen alta volatilidad macroeconómica y vulnerabilidad a las crisis. En ausencia de regulación y supervisión financiera adecuadas, la apertura

<sup>20</sup> Ver Dell’Ariccia et al. (2008), IMF (2012a), Prasad y Rajan (2008), Kose et al. (2009) e Ishii et al. (2002), que discuten por qué factores tales como la estabilidad macroeconómica y el desarrollo financiero, la calidad institucional y la apertura comercial son precondiciones para la liberalización exitosa de los flujos de capital. Aunque los umbrales específicos de estos factores varían según los estudios, se mantiene la conclusión general de que los países avanzados con respecto a los umbrales se benefician relativamente más con la liberalización.

financiera puede crear incentivos para que las entidades financieras tomen riesgos excesivos, provocando flujos más volátiles propensos a reversiones súbitas. Históricamente, la liberalización de los flujos de capital a menudo ha sido seguida de crisis económicas, y, durante la crisis reciente, las economías financieramente abiertas tuvieron mayores pérdidas de producción<sup>21</sup>. Aunque es difícil determinar la causalidad debido a inquietudes econométricas de la estimación, estas experiencias destacan los riesgos asociados a la liberalización antes de cumplir los prerequisites básicos. Al mismo tiempo, los países donde ya existían MFC, o se restablecieron, sufrieron contagio<sup>22</sup>. Además, las políticas macroeconómicas y financieras pueden jugar un papel clave en la precipitación de crisis.

18. *En este contexto no se puede presumir que la plena liberalización sea un objetivo apropiado para todos los países en todo momento.* El grado apropiado de liberalización de un país en un momento dado depende de sus circunstancias específicas, en particular de su desarrollo financiero e institucional. Al mismo tiempo, una liberalización cuidadosa de los flujos de capital puede tener grandes beneficios, que los países pueden esforzarse por alcanzar en el largo plazo. Además, un país puede avanzar hacia una mayor liberalización de estos flujos antes de alcanzar todos los umbrales necesarios de desarrollo financiero e institucional y, de hecho, si lo hace puede alentar el progreso en estas dimensiones<sup>23</sup>. Al mismo tiempo, la liberalización se debe manejar con particular cuidado si aún no se satisfacen las condiciones umbral, pues los riesgos son mayores<sup>24</sup>. No obstante, la superación de los umbrales clave de desarrollo financiero e institucional no elimina los riesgos asociados a los flujos de capital.

<sup>21</sup> Las experiencias incluyen México (crisis de 1994-1995), Turquía (crisis de 1994 y 2000), Corea (crisis gemela de 1997), Rusia (crisis de 1998), la crisis asiática de 1997-1998, y Estonia, Islandia, Irlanda, Letonia, Lituania, y otros durante la reciente crisis financiera global. Estas experiencias se discuten en IMF (2011i y 2012a), Ishii et al. (2002), Demirgüç-K. y Detragiache (1998), Kaminsky y Reinhart (1999), Kose et al. (2009), Dell'Ariccia et al. (2008), Edwards (2007) y Pinto y Ulatov (2010).

<sup>22</sup> Para una discusión más general, ver Henry (2007) e Ishii et al. (2002).

<sup>23</sup> Algunos países con mercados financieros menos desarrollados se beneficiaron con la liberalización (como Kenia). Mishkin (2009) argumenta que la globalización financiera alienta indirectamente el desarrollo financiero reduciendo los incentivos para la represión financiera, aumentando la eficiencia del sector financiero debido a la competencia de bancos extranjeros y promoviendo reformas institucionales tales como mejores normas contables y requisitos de divulgación de información. Los estudios de la República Checa, Estonia y Lituania de Dell'Ariccia et al. (2008) también apoyan esta conjetura.

<sup>24</sup> Kose et al. (2009).

19. *En efecto, como mostró la reciente crisis financiera mundial, los flujos de capital grandes y volátiles pueden ocasionar riesgos incluso a países que han estado abiertos y obtenido beneficios de tales flujos durante mucho tiempo y que tienen mercados financieros muy desarrollados.* Por ejemplo, en algunas economías avanzadas, la supervisión y la regulación financieras no lograron evitar el desarrollo de burbujas insostenibles de activos y rápidos ascensos de la demanda doméstica en parte alimentados por una financiación externa barata. En vez de favorecer las cuentas de capital cerradas, estas experiencias destacan la necesidad de que los diseñadores de política sigan vigilando los riesgos. En particular, hay una constante necesidad de marcos prudenciales sólidos para manejar los riesgos a que pueden dar lugar las entradas de capital, que pueden ser exacerbados por la innovación financiera<sup>25</sup>.

20. *Sin embargo, algunos países con MFC amplias y duraderas quizá se beneficien con una liberalización más cuidadosa.* En las economías emergentes, por ejemplo, se han hecho avances significativos con respecto a las precondiciones de la liberalización. Los amortiguadores macroeconómicos son amplios con fuerte crecimiento, baja inflación y altas reservas internacionales; la composición de los flujos externos incluye una participación relativamente grande de IED y flujos de capital; el desarrollo financiero se refleja en una creciente profundidad del mercado financiero y mejor supervisión y regulación; los inversionistas piensan que la calidad y la gobernanza institucionales están mejorando; y la apertura comercial ha aumentado con el tiempo<sup>26</sup>. La liberalización de las economías más grandes podría afectar notablemente los flujos brutos globales de capital, y la liberalización limitada o nuevas MFC en algunas economías podrían desviar flujos hacia las que tienen mercados más abiertos<sup>27</sup>. Pero la evidencia de la magnitud de estos efectos multilaterales no es clara<sup>28</sup>.

<sup>25</sup> Aspachs-Bracons et al. (2009) y IMF (2009 y 2012b).

<sup>26</sup> Para discusiones de las condiciones macroeconómicas, el desarrollo financiero y los amortiguadores externos en economías emergentes, ver, p. ej., FMI (2011b, 2012b y 2012c) y para una discusión de su desarrollo institucional, ver Banco Mundial e CFI (2012).

<sup>27</sup> Ver IMF (2012b, par. 19).

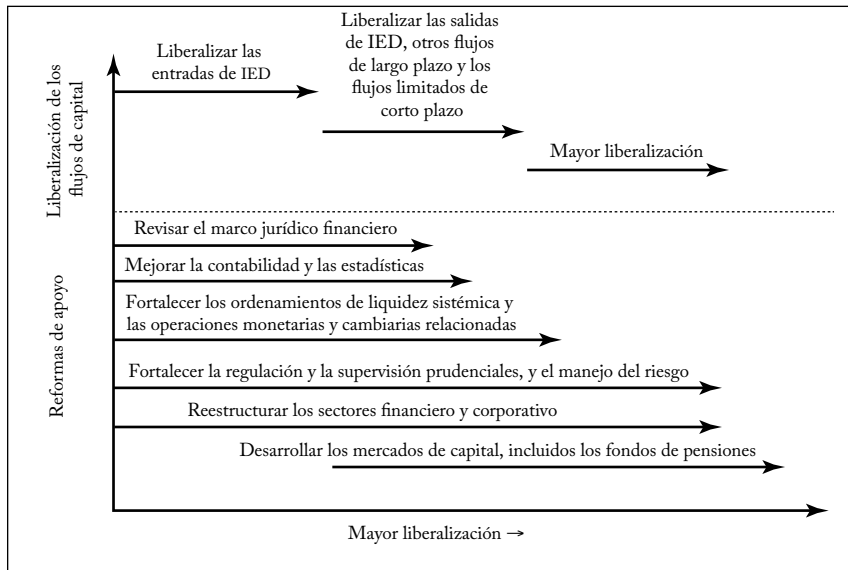
<sup>28</sup> Para mayor discusión, ver IMF (2011a). Aunque la liberalización de los flujos de capital afecta el volumen de los flujos brutos de capital, el impacto sobre los flujos netos es ambiguo porque las salidas de ahorro de los países con pocas opciones de inversión doméstica pueden ser mayores que el presunto volumen de capital que se espera atraer. Además, los controles generan alguna opacidad sobre la cantidad de capital que reprisa la barrera de controles de capital.

## B. EL ENFOQUE INTEGRADO DE LA LIBERALIZACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

21. *Para aprovechar los beneficios de la liberalización, al tiempo que se manejan los riesgos, se necesita un proceso sistemático y un ritmo de liberalización consistentes con el desarrollo institucional y financiero de cada país.* El “enfoque integrado” que se discute en escritos anteriores intenta esbozar ese proceso y ese ritmo (gráfica 2). Sugiere la supresión de MFC de un modo bien programado y secuenciado que tome en cuenta otras políticas y condiciones, en especial las políticas prudenciales macroeconómico y del sector financiero<sup>29</sup>. El camino y el alcance de la liberalización se deben adaptar a las circunstancias y objetivos particulares de los países. Por ejemplo, la liberalización podría aprovechar los periodos de menor vulnerabilidad externa.

Gráfica 2

Representación estilizada de un plan general de liberalización



<sup>29</sup> La secuencia debe basarse en las circunstancias de cada país: las vulnerabilidades macroeconómicas y del sector financiero, el desarrollo institucional y del mercado, el diseño y la eficacia de los controles existentes, la capacidad de los sectores financiero y no financiero para enfrentar grandes y volátiles flujos de capital y manejar los riesgos relacionados con los flujos internacionales de capital y la flexibilidad de la tasa de cambio, y la capacidad de las autoridades para administrar y hacer cumplir eficazmente los controles.

22. *Para los países que buscan liberalizar los flujos de capital, el enfoque integrado propone proceder a través de etapas sucesivas y a menudo traslapadas.* Estas incluyen: primero, liberalizar las entradas de IED, más estables que otros flujos y más estrechamente correlacionadas con el crecimiento; segundo, liberalizar las salidas de IED y los flujos de portafolio de largo plazo; y, finalmente, liberalizar los flujos de portafolio de corto plazo. Estas etapas requieren una serie de reformas de apoyo cada vez más profundas y amplias a los marcos legales, contables, financieros y corporativos. Es necesario fortalecer continuamente los mercados financieros para reforzar su capacidad para tratar los flujos de capital, mejorar las normas y la supervisión prudenciales para asegurar un manejo adecuado del riesgo, y evaluar el papel que cumplen las MFC existentes en el sistema financiero y los efectos potenciales de relajarlas<sup>30</sup>.

23. *La restauración temporal de MFC en ciertas circunstancias es congruente con una estrategia general de liberalización de los flujos de capital*<sup>31</sup>. En particular, cuando un país enfrenta una oleada de entradas o una crisis de salidas la adopción de MFC puede ser apropiada en ciertas circunstancias (que se discuten en la sección III más adelante) para manejar los riesgos asociados con dicha volatilidad. Como también se discute en la sección III, en muchas circunstancias ese uso de MFC debe ser limitado y temporal; en el contexto de la liberalización, esto es importante para no dar lugar a riesgo moral, socavar la disciplina del mercado debilitando los incentivos de la instituciones financieras para un manejo adecuado del riesgo porque esperan ser protegidas por las MFC, y afectar adversamente la confianza de los inversionistas<sup>32</sup>. Además, sin embargo, si la liberalización ha sobrepasado la capacidad de la economía para manejar con seguridad los flujos resultantes, la restauración de MFC puede ser justificada hasta que se hayan hecho suficientes avances en las políticas macroeconómicas, financieras y de gobernanza que recomienda el enfoque integrado.

24. *Los países cuyas estrategias de liberalización reflejaron el enfoque integrado generalmente resistieron mejor los choques externos durante y*

<sup>30</sup> La secuencia a veces se resume laxamente como “IED (y no deuda) de largo plazo antes que de corto plazo, y entradas antes que salidas”.

<sup>31</sup> Las experiencias de España e Indonesia, así como de Brasil y Corea durante la crisis global, destacan que las regulaciones o la restauración de restricciones a ciertas transacciones pueden mitigar el aumento de las vulnerabilidades. Para una discusión de la experiencia en España e Indonesia, ver Dell’Ariccia et al. (2008).

<sup>32</sup> IMF (2012a). El daño a la confianza de los inversionistas no es inevitable, en particular si la base de la política es bien comunicada y ampliamente entendida. La creación del impuesto a las operaciones financieras (IOF) en Brasil, por ejemplo, no ocasionó salidas de capital porque los inversionistas siguieron confiando en el compromiso general de las autoridades con la apertura (Forbes et al., 2012).

*después de la liberalización.* La liberalización de los flujos de capital en Corea durante la década anterior concuerda en aspectos clave con el enfoque integrado, con una secuencia bien pensada de reformas financieras en un contexto de políticas macroeconómicas sólidas y estables. Corea logró un alto grado de integración financiera, aunque vivió rachas de volatilidad de los flujos de capital y los bancos coreanos tuvieron dificultades de refinanciación durante la crisis económica mundial debido a la enorme acumulación de deuda de corto plazo en moneda extranjera. En los países nórdicos, las fuertes instituciones legales, los procedimientos de quiebra y la transparencia de la política macroeconómica ayudaron a restablecer el crecimiento relativamente rápido después de experimentar una crisis financiera en la década de 1990<sup>33</sup>. Pero la mayoría de los países solo siguió parcialmente el enfoque integrado, lo que provocó resultados adversos en algunos casos. Aunque en general los países que se liberalizaron en la década anterior secuenciaron de manera apropiada la derogatoria de las MFC, la liberalización no siempre fue apoyada por el sector financiero y las políticas macroeconómicas<sup>34</sup>.

### III. MANEJO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

*25. Se necesita una serie de políticas para cosechar los beneficios de flujos de capital más abiertos al tiempo que se manejan los riesgos.* El fortalecimiento y la profundización de los mercados financieros, y el mejoramiento de la capacidad institucional de los países ayudarían a mejorar su capacidad para manejar los flujos de capital. Estos, tanto hacia dentro como hacia afuera, en general justifican ajustes de las variables macroeconómicas, incluida la tasa de cambio real, y de las políticas necesarias para facilitar estos ajustes. Los flujos de capital volátiles pueden dar lugar a riesgos macroeconómicos y de estabilidad financiera. La combinación apropiada de políticas para enfrentar estos riesgos depende de las circunstancias de los países, y el conjunto de instrumentos incluye políticas macroeconómicas y financieras. Las MFC son parte de esos instrumentos y su uso es apropiado en ciertas condiciones, pero no deben sustituir el ajuste macroeconómico justificado. Cuando los flujos de capital contribuyen a los riesgos financieros sistémicos, las MFC en combinación con medidas macroprudenciales más amplias pueden ayudar a preservar la estabilidad financiera, aunque sus costos también se deben tomar en cuenta.

<sup>33</sup> Vastrup (2009) y Jonung (2010).

<sup>34</sup> Para mayor discusión de casos de países, ver IMF (2012a).

26. *Las políticas de los países donde se originan flujos de capital también son relevantes, puesto que en los flujos influyen factores de impulso y de tirón*<sup>35</sup>. Los factores de impulso incluyen las políticas monetarias y prudenciales de las economías sistémicamente grandes y el apetito mundial por el riesgo; los factores de tirón incluyen las instituciones, políticas y fundamentos macroeconómicos, incluidas las perspectivas de crecimiento, de los países receptores. Empíricamente, los factores de impulso parecen influir en que haya oleadas de entradas y flujos riesgosos, mientras que los factores de tirón determinan su dirección y su magnitud<sup>36</sup>.

#### A. FLUJOS DE ENTRADA

27. *Un reto clave para muchas economías es el de establecer las políticas y el entorno institucional para absorber las entradas y canalizarlas hacia inversión productiva*. Las entradas pueden ayudar a complementar el ahorro doméstico para financiar la inversión doméstica, aprovechar las externalidades tecnológicas (en particular, a través de IED verde) y ampliar la financiación del comercio. Las reformas estructurales que pueden ayudar a absorber mejor las entradas de capital incluyen medidas para profundizar los mercados domésticos de bonos y acciones, desarrollar productos financieros de manera segura y fortalecer la regulación y la supervisión financieras mientras se flexibilizan las rigideces<sup>37</sup>. La inversión en infraestructura, por ejemplo, requiere fondos de largo plazo y de gran escala que la inversión no residente puede ayudar a complementar. Los mercados locales de bonos bien desarrollados e integrados pueden facilitar la consecución y la intermediación de esos recursos<sup>38</sup>. Más en general, los mercados de capital más profundos también elevan la capacidad de absorción de los países receptores de capital cuando enfrentan oleadas de entradas, reduciendo la volatilidad causada por esas oleadas<sup>39</sup>.

<sup>35</sup> IMF (2011a y 2012b). Para evidencia empírica del impacto de la política monetaria estadounidense en los flujos de capital a las economías emergentes, ver Arora y Cerisola (2001), Cardarelli et al. (2009), Ghosh et al. (2012) y Reinhart y Reinhart (2008).

<sup>36</sup> Ghosh et al. (2012).

<sup>37</sup> Ver IMF (2010b y 2011c).

<sup>38</sup> El desarrollo de los mercados locales de bonos requiere a su vez el desarrollo de una curva de rendimientos de referencia; también sería reformar o fortalecer la supervisión del crédito de terceras partes (como el seguro de bonos y las oficinas de crédito), los instrumentos de cobertura de los inversionistas, y sistemas efectivos de nuevas ofertas de deuda.

<sup>39</sup> Por ejemplo, Burger y Warnock (2006) presentan evidencia de que los mercados de bonos más profundos están asociados con una menor volatilidad.

28. *Las oleadas de entradas pueden plantear problemas a los diseñadores de políticas*<sup>40</sup>. Las oleadas pueden provocar volatilidad financiera y macroeconómica inundando los mercados financieros domésticos y poniendo en tensión la capacidad de ajuste de las políticas macroeconómicas<sup>41</sup>. Pueden provocar volatilidad y burbujas de precios de los activos, la rápida apreciación de la tasa de cambio, *booms* de crédito y caídas insostenibles de las primas de riesgo, distorsiones de los mercados de dinero e interrupciones en la transmisión de la política monetaria. Con el tiempo, estos problemas pueden llevar a una inflación del balance y otras vulnerabilidades (como se vio en la crisis reciente, p. ej., y se discutió más atrás). Las oleadas también pueden ser seguidas por paradas súbitas o reversiones de los flujos de capital.

### ***Opciones de política para responder a las oleadas de entradas de capital***

29. *Los países han respondido de diversas maneras a grandes y rápidas entradas*. Algunos han usado casi exclusivamente políticas macroeconómicas, como mantener una baja tasa de interés en Turquía, intervenir el mercado de cambios en Japón y Suiza, y apreciar la moneda en Sudáfrica. En otros, las políticas macroeconómicas han estado acompañadas de MFC y medidas prudenciales, como gravar ciertas entradas en Brasil, mantener por un período las compras de bonos del banco central en Indonesia y fijar topes de apalancamiento a las posiciones de derivados de los bancos en Corea.

30. *La combinación apropiada de políticas para enfrentar los riesgos de estabilidad macroeconómica y financiera a que pueden dar lugar las oleadas de entradas depende de una serie de consideraciones específicas a cada país*. Las políticas macroeconómicas apropiadas para responder a las oleadas de entradas incluyen el replanteamiento de la combinación de política monetaria y fiscal consistente con los objetivos de inflación y crecimiento, dejar que la moneda se fortalezca si no está sobrevaluada y aumentar las reservas internacionales si no son las más adecuadas. Con base en los análisis del FMI (2011d), Ostry et al. (2010, 2011, 2012a) y del BIS (2008), esas políticas incluyen:

<sup>40</sup> Ver IMF (2011d) y BIS (2008).

<sup>41</sup> Para fines analíticos, en este escrito una "oleada" se define ampliamente: entradas de capital muy rápidas, superiores a la tendencia histórica. Aquí no se justifica una definición precisa, pero Ghosh et al. (2012), p. ej., la definen como un episodio donde las entradas netas de capital a un país superan el percentil 30 de la tendencia histórica del país así como en una muestra de países. En IMF (2011d), una oleada es un periodo en el que las entradas netas superan a la tendencia histórica en una desviación estándar y son mayores que el 1½% del PIB.



- *Reducir las tasas de interés en ausencia de un recalentamiento o una inflación de precios de los activos.* Reducir las tasas políticas o un apretón fiscal, si las posibilidades de flexibilización monetaria son limitadas debido por ejemplo a presiones inflacionarias, reduciría el diferencial de tasas de interés entre activos domésticos y extranjeros (un factor de tirón).

- *Dejar que la moneda se fortalezca si no está sobrevaluada con respecto a los fundamentos.* La apreciación de la moneda facilitaría el ajuste externo. También ayudaría a contrarrestar las presiones inflacionarias endureciendo las condiciones monetarias. Un exceso temporal con respecto a los fundamentos puede incluso ser justificado para que refleje el hecho de que los mercados de cambios se suelen ajustar más rápido que los de bienes y para ayudar a evitar las apuestas desestabilizadoras unilaterales de una apreciación futura. Si es posible que las entradas de capital sean sostenidas a mediano plazo, la apreciación de la moneda es necesaria para que la tasa de cambio se mantenga en línea con la evolución de los fundamentos.

- *Intervenir el mercado de cambios para acumular reservas internacionales si estas no son adecuadas.* Las oleadas de entradas dan la oportunidad para aumentar las reservas en países cuyo nivel de reservas es inferior al requerido para propósitos de precaución. La acumulación de reservas también puede ayudar a limitar el exceso de volatilidad de la tasa de cambio en el corto plazo y a suavizar el impacto sobre los balances<sup>42</sup>. Pero cuando las reservas son relativamente altas, los costos de intervención, tales como los costos de esterilización y las pérdidas por valoración de activos extranjeros, pueden pesar más que los beneficios. Además, una fuerte intervención durante entradas sostenidas puede agravar las entradas alimentando las expectativas de una mayor apreciación.

31. *En ciertas circunstancias, la adopción de MFC puede ser útil para apoyar el ajuste de la política macroeconómica y salvaguardar la estabilidad del sistema financiero*<sup>43</sup>. A veces es difícil evaluar rápidamente la posición macroeconómica apropiada debido al rápido cambio de las condiciones económicas subyacentes, y las MFC pueden ayudar a ganar tiempo para hacer esa evaluación. También pueden cumplir un papel en circunstancias como las siguientes:

- *Cuando el margen para ajustar las políticas macroeconómicas es limitado* (como se ilustra en la gráfica 3). Por ejemplo, si la economía se

<sup>42</sup> Neely (2008) y IMF (2011f).

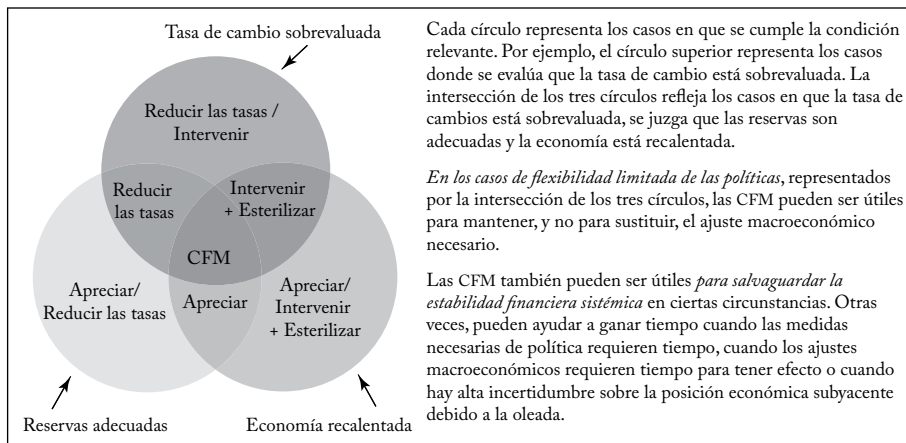
<sup>43</sup> BIS (2008) discute la experiencia del uso de MFC en varias economías avanzadas y emergentes. IMF (2011d) revisa las medidas adoptadas en economías emergentes clave durante 2010-2011. Ostry et al. (2010) y Habermeier et al. (2011) examinan la efectividad de las MFC.

recalienta o muestra signos de burbujas de activos, la tasa de cambio está sobrevaluada y la acumulación adicional de reservas es inadecuada o demasiado costosa.

- *Cuando las medidas necesarias requieren tiempo o los ajustes macroeconómicos requieren tiempo para tener efectos.* Por ejemplo, se requiere tiempo para que los cambios de política fiscal sean aprobados e implementados y, finalmente, afecten la economía real. La efectividad de la política monetaria puede tardar si los canales de transmisión monetaria son débiles o las expectativas de inflación tienen inercia. En tales casos, las MFC pueden ser temporalmente útiles mientras se ejecutan las políticas necesarias y sus efectos aún no se materializan.

- *Cuando una oleada de entradas aumenta los riesgos de inestabilidad del sistema financiero.* Los riesgos financieros sistémicos no relacionados con los flujos de capital se enfrentan mejor con medidas macroprudenciales (MMP), diseñadas específicamente para enfrentarlos<sup>44</sup>. Pero si una oleada de entradas eleva los riesgos de inestabilidad financiera sistémica, las MMP diseñadas para limitar estas entradas (y que por ello también se consideran MFC) pueden ser útiles si van acompañadas del ajuste de la política macroeconómica y de las regulaciones del sector financiero necesarios, y no desvían los flujos de tal modo que agraven las vulnerabilidades en segmentos particulares de la economía.

Gráfica 3  
Manejo de las oleadas de entradas de capital



<sup>44</sup> Brockmeijer et al. (2011) examinan esas políticas, y Nier et al. (2011) examinan algunas consideraciones institucionales en la determinación de opciones de política específicas a cada país.

32. *Pero el uso de MFC no se recomienda en algunas circunstancias. En particular:*

- *Las MFC no deben sustituir a las políticas macroeconómicas que se necesitan para el ajuste externo justificado, la estabilidad macroeconómica doméstica y el buen funcionamiento del sistema monetario internacional. Por ejemplo, no es apropiado usar MFC para influir en las tasas de cambio y obtener una ventaja competitiva injusta; también puede ser incompatible con las obligaciones de tasa de cambio de los países conforme al Artículo IV<sup>45</sup>.*

- *Desde un punto de vista práctico, la experiencia sugiere que en la mayoría de los casos será necesario (y habrá margen para) ajustar las políticas macroeconómicas y estructurales. Solo raras veces las MFC son la única respuesta de política justificada a una oleada de entradas. Las oleadas suelen ser impulsadas por una serie de factores de impulso y de tirón que indican la necesidad del ajuste de diversas políticas de los países receptores y de origen.*

- *Aunque las MFC sean deseables, su eficacia sigue siendo una consideración clave. La eficacia de las MFC puede ser limitada, en especial si no van acompañadas del ajuste macroeconómico necesario. En algunos países, las medidas en respuesta al episodio de oleadas de 2009-2010 ayudaron a reducir las vulnerabilidades externas del sistema financiero, pero fueron insuficientes para lograr el ajuste externo necesario o influir significativamente en los flujos de capital, en parte debido al insuficiente ajuste de la tasa de cambio<sup>46</sup>. Además, la eficacia de las medidas a veces se ha erosionado con el tiempo porque pueden persistir incentivos a la elusión a pesar de los esfuerzos para cerrar los vacíos<sup>47</sup>.*

33. *Aunque la elección de cuál MFC utilizar depende de la eficiencia y la eficacia esperadas, el diseño y la ejecución de MFC deben ser transparentes, focalizados, temporales y de preferencia no discriminatorios<sup>48</sup>. Más específicamente:*

- *Transparentes y focalizados:* la comunicación transparente de los objetivos de política y de las MFC específicas que se usan ayuda a evitar perturbaciones indebidas del mercado y de las expectativas

<sup>45</sup> Ver IMF (2012b, recuadro 2). Este principio también se aplica a las políticas convencionales para tratar las entradas, como la intervención del mercado de cambios. Ostry et al. (2012b) discuten la “equivalencia” entre MFC y políticas de intervención del mercado de cambios.

<sup>46</sup> Para el caso de Corea, ver IMF (2011f).

<sup>47</sup> Ostry et al. (2010).

<sup>48</sup> IMF (2011d) y Ostry et al. (2011). La elección entre medidas basadas en el precio y la cantidad o en una combinación de medidas depende de numerosos factores (Korinek, 2011). Habermeier et al. (2011) encuentran, sin embargo, que la forma de los controles a las entradas no afecta su efectividad.

públicas. Las MFC que enfrentan las fuentes de inestabilidad en la forma más directa posible pueden ser menos costosas y más efectivas para enfrentar riesgos específicos. Las medidas más amplias son más adecuadas para enfrentar preocupaciones macroeconómicas generales. El balance entre alcance, costo y eficacia de las medidas se debe evaluar en el contexto específico de cada país, pues las medidas demasiado amplias pueden ser innecesariamente costosas mientras que las demasiado estrechas pueden ser fáciles de eludir y, por tanto, ineficaces.

- *Temporales*: si se adoptan MFC, se deben reducir gradualmente cuando ceden las presiones de las entradas de capital para minimizar sus distorsiones (aunque se aplican las consideraciones especiales al traslape de MFC/MMP que se discuten en el § 34). Ciertas MFC, incluidas algunas medidas basadas en la residencia o la nacionalidad, se pueden mantener en el largo plazo, si son impuestas por razones distintas de propósitos de balanza de pagos (como los riesgos de estabilidad financiera) –y, por tanto, por diseño, no pueden sustituir al ajuste macroeconómico– y se dispone de una medida menos discriminatoria que sea efectiva<sup>49</sup>.

- *No discriminatorias*: en general, es preferible que las MFC no discriminen entre residentes y no residentes, y escoger la medida menos discriminatoria que sea efectiva. Pero cuando la falla para discriminar entre residentes y no residentes hace ineficaz la política, puede justificarse el uso de medidas basadas en la residencia. La preferencia por medidas no discriminatorias refleja la atención a la norma general de imparcialidad e igual tratamiento que los miembros del Fondo esperan que gocen sus nacionales como resultado de su participación en un marco multilateral como el Fondo<sup>50</sup>.

34. *Cuando las oleadas de entradas de capital agravan los riesgos macroeconómicos y sistémicos del sector financiero, el enfoque de política se basa en la visión institucional propuesta y en los instrumentos de política de las MMP*<sup>51</sup>. En tales circunstancias, se podría considerar que una

<sup>49</sup> En forma similar, aunque las medidas adoptadas con propósitos de seguridad nacional sean diseñadas para limitar los flujos de capital, pueden seguir siendo justificadas durante un periodo más largo, dado que sus propósitos no son intrínsecamente de balanza de pagos.

<sup>50</sup> Por ejemplo, cuando se disponga de medidas basadas en la moneda y sean efectivas, son preferibles a las medidas basadas en la residencia. Evitar la discriminación entre miembros del Fondo es algo semejante al enfoque del Fondo sobre los pagos y transferencias para transacciones internacionales corrientes. Para una profundización de estos puntos, ver IMF (2011d, § 53 y 2012a, § 27). Además, el enfoque en la residencia (y no en la ciudadanía, p. ej.) es particularmente apropiado dado el mandato del Fondo de promover el funcionamiento efectivo del sistema monetario internacional, que incluye los arreglos oficiales que rigen las transacciones entre residentes y no residentes.

<sup>51</sup> Ver IMF (2011d y 2011g).

medida diseñada para limitar las entradas de capital y enfrentar estos riesgos es a la vez una MMP y una MFC (recuadro 2). Los principios clave, consistentes con la visión institucional y los instrumentos de políticas MMP, deben: (i) evitar el uso de MFC/MMP como sustituto del ajuste macroeconómico necesario; (ii) sujeto a lo anterior, usar los instrumentos más efectivos, eficientes y directos, y menos distorsionantes, para lograr el objetivo de política; y (iii) procurar tratar a los residentes y no residentes de manera imparcial.

35. *Una consideración importante es cómo y cuándo salir de las MFC/MMP.* Cuando las entradas ya no son indebidamente grandes o volátiles, las MFC pueden imponer costos innecesarios a la economía o al menos ser ineficaces. Por otra parte, algunas medidas prudenciales pueden seguir siendo útiles para manejar riesgos financieros sistémicos después de que termine la oleada, y su utilidad frente a sus costos debe ser evaluada regularmente. Una parte clave de la evaluación es determinar si hay una alternativa para enfrentar la preocupación prudencial no diseñada para limitar los flujos de capital<sup>52</sup>. Además, si la oleada anterior revela que la liberalización sobrepasó la capacidad de la economía para manejar con seguridad los flujos resultantes, puede ser necesario ejecutar reformas adicionales para mejorar el desarrollo institucional y financiero antes de derogar las MFC.

## RECUADRO 2

### MANEJO DE LOS FLUJO DE CAPITAL Y MEDIDAS MACRO PRUDENCIALES

*Las MFC y las MMP a menudo se consideran similares, pero sus objetivos primarios no necesariamente se traslapan.* Las MFC son medidas (a menudo basadas en precios o administrativas) diseñadas para limitar los flujos de capital, mientras que las MMP son instrumentos prudenciales diseñados primordialmente para limitar el riesgo financiero sistémico y mantener la estabilidad del sistema financiero. Mientras que las MFC buscan contener la escala o influir en la composición de los flujos de capital, las MMP buscan contener el aumento de los riesgos financieros sistémicos, sin importar que el origen del riesgo sea doméstico o transfronterizo. Por ejemplo, un impuesto específico a las entradas transfronterizas es una MFC y solo puede afectar indirectamente la estabilidad financiera. Por otra parte, un recargo o un aprovisionamiento contracíclico de capital a las instituciones

<sup>52</sup> En Brasil, por ejemplo, la tasa del impuesto IOF a las entradas se ajustó después de que estas se desaceleraron en 2011. Por otra parte, en Corea, las medidas que se introdujeron en respuesta a la oleada de 2010 se mantuvieron por razones macro prudenciales después de que se redujeron las entradas. Hay evidencia de que las políticas macro prudenciales contracíclicas pueden ayudar a reducir los riesgos de inestabilidad macroeconómica y financiera (N'Diaye, 2009).

financieras sistémicamente importantes es una MMP que solo tiene impacto indirecto en los flujos de capital.

*Pero hay situaciones en las que las MFC y las MMP se traslapan.* Cuando los flujos de capital son la fuente de riesgos sistémicos del sector financiero, los instrumentos utilizados para enfrentar esos riesgos se pueden considerar a la vez MFC y MMP. Por ejemplo, cuando las entradas de capital al sector bancario contribuyen a un *boom* de crédito doméstico y de precios de los activos. Una restricción al endeudamiento externo de los bancos, por ejemplo, un gravamen a las entradas de divisas de los bancos o reservas obligatorias sobre sus obligaciones en divisas buscaría limitar las entradas de capital, frenar el aumento del crédito interno y de los precios de los activos, y reducir la liquidez de los bancos y los riesgos de tasa de cambio. En tales casos, las medidas son diseñadas para limitar las entradas de capital así como para reducir el riesgo financiero sistémico y se consideran MFC y MMP.

36. *En general, las opciones de política para manejar las oleadas de entradas dependen de factores específicos de cada país, los cuales determinan qué opciones son factibles y efectivas.* Por ejemplo, las grandes economías con mercados financieros más desarrollados pueden encontrar que la intervención cambiaria o los controles administrativos que son efectivos en otros contextos son ineficaces para ellas. Las obligaciones internacionales de los países también limitan las opciones disponibles; por ejemplo, en la UE se requiere en general la plena movilidad del capital.

37. *Todas las opciones de política implican costos y trade-offs.* Las políticas macroeconómicas, las políticas estructurales y las MFC pueden ayudar a enfrentar las oleadas de entradas de capital, pero pueden tener costos de corto y largo plazo. Si la intervención del mercado de cambios y las MFC “suavizan en exceso” la volatilidad, pueden crear incentivos para apuestas unilaterales y sofocar el desarrollo del mercado. Mantener tasas de interés demasiado bajas por mucho tiempo puede crear presiones de recalentamiento o burbujas de activos, mientras que la intervención sostenida puede aumentar los costos de esterilización y debilitar el capital del banco central. Las MFC pueden generar reacciones negativas del mercado si son muy costosas para los inversionistas o son mal interpretadas, lo que afecta la disposición a invertir. También pueden generar distorsiones y desviar los flujos a segmentos particulares de la economía, creando nuevas vulnerabilidades, y pueden tener costos administrativos. En conjunto, por tanto, aunque cada una de estas políticas puede cumplir un papel, solo se deben usar cuando los beneficios pesan más que los costos.

### ***Opciones de política para los países en que se originan los flujos***

38. *Está bien documentado que los factores de impulso contribuyen a los flujos de capital*<sup>53</sup>. Los fondos originados en economías avanzadas dominan los flujos de capital a las grandes economías emergentes<sup>54</sup>. En estos flujos influyen las políticas de las economías avanzadas, incluida la supervisión de la política monetaria así como la supervisión y regulación financieras. Estas políticas pueden contribuir al volumen de flujos de capital transfronterizos y a sus riesgos. Además, los desarrollos de los mercados financieros en las dos últimas décadas ampliaron el papel de los grandes intermediarios financieros entre fronteras y de los instrumentos que crean liquidez en los flujos mundiales de capital. El uso creciente de financiación colateralizada del mercado de capitales por parte de las instituciones financieras internacionalmente activas modificó la relación entre política monetaria y liquidez del mercado, y en el periodo anterior a la crisis contribuyó a una expansión endógena de la liquidez mundial, que incluye flujos generados por el sector oficial y el privado. Desde el inicio de la crisis, los bancos centrales de los países avanzados inyectaron enorme liquidez oficial cuando disminuyó la liquidez generada en el mercado. Estos desarrollos de la liquidez oficial y privada afectaron el volumen y la volatilidad de los flujos de capital a las economías de mercado avanzadas y emergentes (gráfica 4)<sup>55</sup>.

39. *Mientras que los flujos de capital reflejan en gran medida transacciones privadas, los flujos oficiales relacionados con la acumulación de reservas de los bancos centrales y las compras de activos extranjeros por los gobiernos, incluidos los fondos soberanos de riqueza, se han vuelto cada vez más importantes* (gráfica 5). Al mismo tiempo, la mayoría de las economías emergentes aún tiene posiciones de inversión neta internacional negativas y sigue siendo deudora neta<sup>56</sup>. Estos flujos oficiales, incluidos los flujos relacionados con las reservas, pueden reflejar en parte políticas de intervención que limitan el ajuste de los desequilibrios mundiales y contribuyen a una asignación mundial ineficiente del ahorro y la inversión. Además, puesto que las tenencias de reservas comprenden principalmente títulos del gobierno emitidos por un pequeño número de emisores de monedas de reserva, el incremento

<sup>53</sup> Committee on the Global Financial System (2009) y IMF (2010a, 2010f y 2011d). En estos análisis se reconoce que la política monetaria expansionista de las economías avanzadas, que ha sido necesaria para combatir los riesgos de una prolongada recesión global, ha impulsado las entradas netas de capital a las economías emergentes.

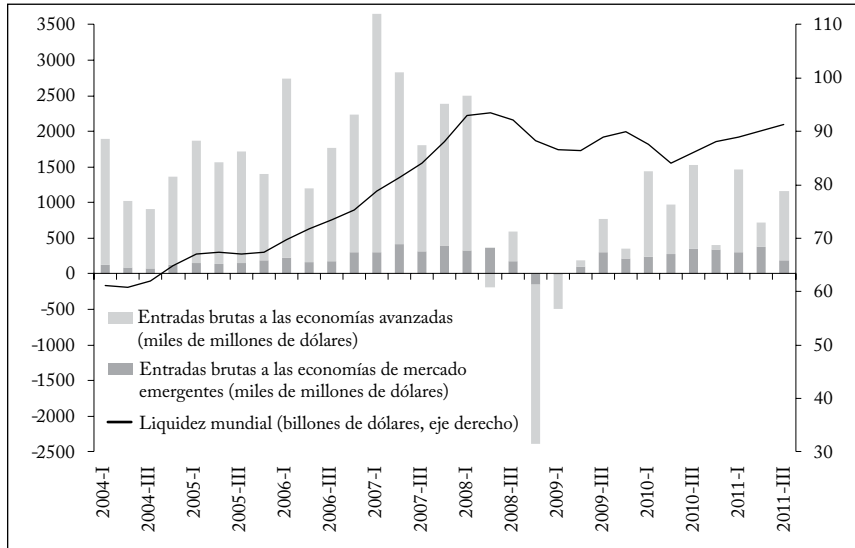
<sup>54</sup> IMF (2011a y 2012b) y BIS (2008).

<sup>55</sup> Chen et al. (2012).

<sup>56</sup> IMF (2011h).

de las reservas puede influir indebidamente en los precios de estos mercados de títulos<sup>57</sup>.

Gráfica 4  
Entradas brutas de capital y liquidez mundial



Nota: la liquidez mundial es el volumen de las obligaciones totales de las instituciones financieras del G-4, es decir, del área del euro, Japón, el Reino Unido y Estados Unidos (ver Chen et al., 2012).

Fuente: Chen et al. (2012), cálculos de los funcionarios del FMI.

40. *Los países deben considerar medidas para enfrentar los riesgos macroeconómicos y de estabilidad financiera asociados a las actividades transfronterizas de los mercados e instituciones de sus jurisdicciones.* Las reformas nacionales e internacionales de la supervisión y la regulación financieras están en marcha, y es necesario terminar los aspectos clave de la agenda para mitigar los riesgos transfronterizos<sup>58</sup>. Se han hecho avances en la reforma de las normas internacionales sobre capital bancario y liquidez mínimos, pero el avance en otras áreas ha sido desigual. A finales de mayo de 2012, 20 de los 27 miembros del

<sup>57</sup> Ver IMF (2010c y 2010d).

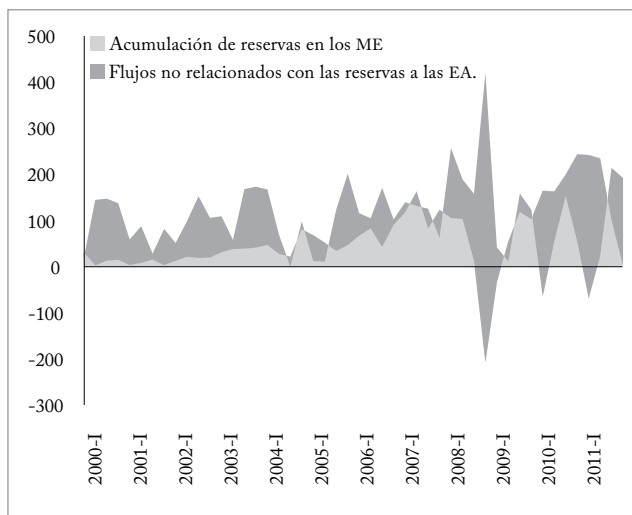
<sup>58</sup> Estas mejoras, centradas en el mejoramiento de la calidad y los estándares de capital y liquidez, fijan exigencias de capital adicionales a los bancos globales sistemáticamente importantes, fortalecen la infraestructura de los mercados extrabursátiles de derivados, amplían el perímetro regulatorio de la banca en la sombra, mejoran la intensidad y la efectividad de la supervisión y el funcionamiento de los colegios supervisores, y fortalecen la adhesión a los estándares internacionales de los miembros de organismos de normalización mundiales como el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria y Estabilidad Financiera (FSB).



Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria habían implementado las normas de Basilea relacionadas con el fortalecimiento de las exigencias de capital y publicado los borradores o las regulaciones finales de Basilea III<sup>59</sup>.

### Gráfica 5

Flujos netos a las economías avanzadas y acumulación de reservas en los mercados emergentes  
(Miles de millones de dólares)



Fuente: IMF, International Financial Statistics.

41. *La refinación y terminación de la agenda de reforma puede tener un impacto directo en el riesgo de los flujos mundiales de capital.* Las instituciones y mercados financieros aún siguen siendo sumamente complejos, con fuertes vínculos interbancarios, y algunas instituciones siguen siendo muy concentradas y “demasiado importantes para quebrar”<sup>60</sup>. Este último aspecto se relaciona, por ejemplo, con las instituciones financieras globales sistémicamente importantes cuyo modelo de negocios contribuyó al incremento de la liquidez mundial que coincidió con el aumento de los flujos de capital, como ya se comentó<sup>61</sup>. La solidez de la infraestructura de intermediación de los flujos de capital se beneficiaría con el avance de las reformas en marcha de las normas de capital, liquidez y supervisión, el examen de los beneficios de las restricciones a los modelos de negocios, la super-

<sup>59</sup> Financial Stability Board (2012).

<sup>60</sup> IMF (2012c).

<sup>61</sup> IMF (2011a).

visión cuidadosa de las instituciones financieras no bancarias sistémicas del sector de banca en la sombra, y el avance adicional de los planes de recuperación y resolución de las grandes instituciones, incluida la resolución transfronteriza. Los miembros que tienen instituciones financieras mundiales sistémicamente importantes e instituciones financieras no bancarias sistémicas en sus jurisdicciones cumplen un papel importante en este esfuerzo.

## B. FLUJOS DE SALIDA

42. *Las salidas de capital cuantiosas, sostenidas o súbitas pueden plantear retos de política significativos.* Algunas salidas de capital son una consecuencia natural de la apertura, cuando los inversionistas extranjeros recuperan sus inversiones y los inversionistas nacionales diversifican sus portafolios y amplían sus operaciones comerciales en el extranjero. Pero las salidas pueden causar perturbaciones en algunas circunstancias, que usualmente se asocian con crisis económicas. Esas salidas perturbadoras pueden ser impulsadas por factores domésticos pero también por factores internacionales como el apetito mundial por el riesgo, la liquidez, las tasas de interés y el crecimiento mundial, y por efectos de contagio a través de los vínculos comerciales y financieros y la confianza de los inversionistas<sup>62</sup>. Las salidas perturbadoras pueden llevar a un agotamiento de las reservas, al colapso de la moneda, al estrés del sistema financiero y a pérdidas de producción. Aparte de las crisis, las salidas cuantiosas o sostenidas pueden plantear retos por sus efectos sobre las tasas de cambio, la disponibilidad de financiación y las tasas de interés<sup>63</sup>.

43. *Es necesario mejorar la resiliencia económica y financiera para respaldar y manejar con seguridad las salidas de capital.* Las políticas macroeconómicas y estructurales y las MMP deben tratar de aumentar la resiliencia de los países a la volatilidad de los flujos de capital. La experiencia de las crisis resalta la importancia de una política macroeconómica sana para evitar grandes desequilibrios de los flujos y la fuerte dependencia de financiación externa. Al mismo tiempo, los desequilibrios de los saldos pueden exacerbar las vulnerabilidades del balance y aumentar los riesgos de crisis, como evidenció el fuerte dete-

<sup>62</sup> Claessens y Forbes (2004), Fratzscher (2002) y Kaminsky y Reinhart (1999) analizan esos efectos durante las crisis asiática y rusa de los noventa; Ishii et al. (2002) y IMF (2012a y 2012d) los analizan en la experiencia posterior; IMF (2011d) analiza las paradas súbitas de las oleadas de entradas debidas a acontecimientos globales.

<sup>63</sup> Magud et al. (2011).

rioro de las posiciones de inversión internacional en algunos países del centro, el este y el sur de Europa cuando se gestaba la crisis mundial.

44. *Las salidas normalmente se deben manejar con políticas macroeconómicas, estructurales y financieras.* Cuando hay salidas de capital pero no hay amenaza inmediata de crisis, usualmente hay margen para ajustar las políticas macroeconómicas y del sector financiero para enfrentar los efectos, como hicieron Corea, Rusia y Sudáfrica en 2009-2011<sup>64</sup>. Dichas políticas son necesarias para facilitar el ajuste externo y, además, carecen de los costos domésticos y multilaterales potenciales de las MFC y evitan percepciones perjudiciales del mercado.

45. *En situaciones de crisis, o cuando una crisis puede ser inminente, puede haber un margen temporal para introducir MFC a las salidas*<sup>65</sup>. Por ejemplo, cuando los países enfrentan choques domésticos o externos de gran tamaño con respecto a la capacidad de ajuste de las políticas macroeconómicas o del sector financiero para manejarlos por sí solas, o cuando el tamaño o la duración de los choques es muy incierto, las MFC pueden ayudar a evitar la caída libre de la tasa de cambio y el agotamiento de las reservas internacionales. Cuando se considera inminente una crisis, las MFC pueden ser deseables si ayudan a evitarla.

46. *La introducción de MFC siempre debe ser parte de un paquete más amplio de medidas que también incluyen ajustes macroeconómicos, estructurales y del sector financiero para enfrentar las causas fundamentales de la crisis.* No se deben usar como sustitutos del ajuste de políticas. En una crisis clásica de balanza de pagos, por ejemplo, el ajuste fiscal y de tasa de cambio es parte esencial de la solución de política. Como se requiere algún tiempo para que algunas de estas otras políticas se ejecuten o tengan impacto, las MFC se pueden usar para dar un respiro. Las MFC deben evitar retrasos o el incumplimiento de los pagos externos, en particular de la deuda soberana, que pueden deteriorar las relaciones con los acreedores y perjudicar el comercio y el sistema de pagos internacionales. Las consideraciones de imparcialidad y del sistema monetario internacional sugieren que los miembros deben dar precedencia a MFC a las salidas que no discriminen con base en la residencia, y, así como en el caso de las entradas, que se prefiera la medida menos discriminatoria que sea efectiva. Se reconoce, sin embargo, que puede ser difícil evitar medidas basadas en la residencia en situaciones de crisis. Las MFC se deben ejecutar de manera transparente.

<sup>64</sup> Ver IMF (2012a).

<sup>65</sup> Ver IMF (2012a).

47. *Es difícil definir con precisión las condiciones de crisis o de crisis inminente, aunque las experiencias de los países y la literatura dan una guía.* Las salidas de capital perturbadoras suelen estar asociadas a crisis monetarias, de deuda soberana, bancarias y financieras, y se caracterizan por dificultades corporativas y financieras, bajos precios de los activos, tasas de interés muy altas, fuerte depreciación de la tasa de cambio y menor producción. Los esfuerzos del Fondo para supervisar los riesgos de crisis y las vulnerabilidades incluyen una serie de modelos e indicadores, complementados con inteligencia de mercado y juicios de los funcionarios. Estos esfuerzos se combinan en sus ejercicios de alerta temprana y vulnerabilidad<sup>66</sup>. Por ejemplo, un indicador de estrés financiero y económico mundial identifica periodos de graves estrés y contagio entre países (gráfica 6)<sup>67</sup>. El índice representa bastante bien la historia y los periodos de estrés sistémico.

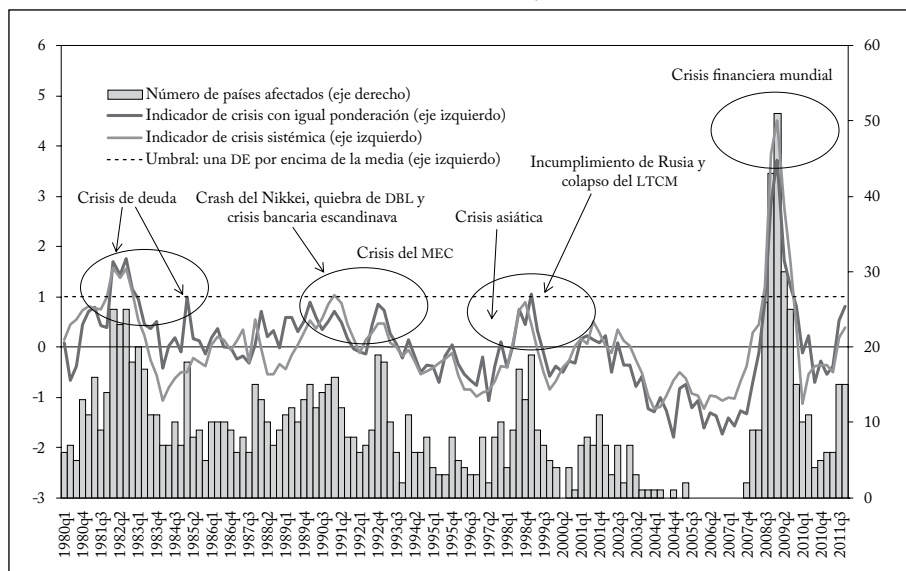
48. *En la década anterior solo algunos países endurecieron las MFC a los flujos de salida para enfrentar grandes o súbitas salidas de capital como parte de la respuesta a la crisis.* Estos países, principalmente Argentina (2001-2002 y desde 2011), Islandia (2008) y Ucrania (2008), incluyen economías emergentes y avanzadas. En estos casos, los grandes flujos de salida fueron impulsados especialmente por políticas macroeconómicas insostenibles que desencadenaron una crisis cambiaria (Argentina), el colapso del sector bancario en las primeras etapas de la crisis financiera mundial (Islandia) y una crisis bancaria y cambiaria agravada por un ajuste macroeconómico insuficiente (Ucrania). En cambio, Rusia experimentó grandes salidas de capital al comienzo de la reciente crisis financiera mundial pero no endureció sus MFC<sup>68</sup>.

<sup>66</sup> Los ejercicios de alerta temprana y vulnerabilidad dan lugar a medidas ponderadas de las vulnerabilidades con base en ciertos umbrales, seguidos por la clasificación del riesgo de crisis de los países en los doce meses siguientes (bajo, medio y alto), que tienen en cuenta la línea de referencia WEO/GFSR, factores de riesgo específicos a cada país, indicadores y perspectivas de mercado, y el juicio de los funcionarios.

<sup>67</sup> El indicador incorpora un índice de estrés financiero introducido en Perspectivas de la economía mundial, un índice de presión del mercado de cambios construido por Frankel y Rose (1996), y un índice económico global de estrés, correspondiente al promedio ponderado del crecimiento real trimestral del PIB (a PPC), a nivel de país, durante un periodo de 30 años.

<sup>68</sup> IMF (2012a, tabla 1) detalla las medidas adoptadas, y su documento de antecedentes discute las experiencias de Islandia, Rusia y Ucrania. Entre los países que aplicaron medidas de base amplia, solo los controles de Islandia parecen haber sido efectivos.

Gráfica 6  
Indicadores mundiales de estrés financiero y económico



1 Un país se considera "afectado" si su indicador de crisis a nivel de país (un promedio simple del IEF/IPMC y el crecimiento del PIB real, ambos normalizados) es una desviación estándar superior a su media. Los indicadores de crisis sistémica mundial se construyeron como un promedio simple de los índices normalizados de estrés real mundial y financiero, que agregan los indicadores a nivel de país usando como ponderadores la "importancia sistémica" (sistémica ponderada) o pesos iguales. Los indicadores de crisis mundial se normalizaron para facilitar la presentación y la comparación.

Fuente: FMI (2011i).

49. *Las MFC a las salidas incluyen una amplia gama de medidas*<sup>69</sup>. Las MFC a las salidas de capital basadas en la residencia incluyen medidas sobre: (i) inversiones y transferencias de los residentes al extranjero, por ejemplo, límites a la inversión de los residentes en instrumentos financieros en el extranjero (Islandia); y (ii) la venta y repatriación de inversiones en moneda extranjera de los no residentes, por ejemplo, periodos de espera para que los no residentes transfirieran ingresos provenientes de títulos nacionales (Ucrania), periodos mínimos de tenencia (Chile en los noventa) e impuestos a la transferencia de ingresos (Malasia). Las MFC basadas en la residencia, por su parte, incluyen prohibiciones a la conversión y transferencia de activos en moneda nacional (Islandia) y límites a los retiros de depósitos (Argentina). Las restricciones al acceso de los no residentes a financiación

<sup>69</sup> Algunas de estas medidas también se clasifican como pagos y transferencias para transacciones internacionales "corrientes" conforme a los Artículos del Fondo y, por tanto, están sujetas a la jurisdicción del Fondo sobre transacciones en cuenta corriente.

en moneda local a veces pueden hacer más difícil la especulación en moneda corriente<sup>70</sup>.

50. *Es posible que la eficacia de las MFC a las salidas sea mayor si son parte de un marco de política general y están respaldadas por un sistema institucional y regulatorio sólido*<sup>71</sup>. Al parecer, es más probable que las MFC a las salidas sean eficaces si van acompañadas de políticas macroeconómicas sanas, son bien diseñadas y ejecutadas y forman parte de un paquete general de medidas, como en Islandia y otros países con fuertes fundamentos<sup>72</sup>. Para evitar la elusión y conservar su eficacia, también deben ser integrales y ajustarse regularmente.

51. *Aunque es necesario que las MFC en respuesta a salidas perturbadoras sean integrales, deben ser temporales*. El momento correcto para levantar las MFC a las salidas depende de las circunstancias específicas de los países. En general, se deben levantar cuando se restauren la estabilidad macroeconómica, en particular con respecto a la tasa de cambio, la sostenibilidad de la deuda y la estabilidad financiera, y se recupere la confianza en los activos nacionales, se reanude el acceso a los mercados internacionales de capital y las reservas internacionales superen los niveles críticos.

### C. COORDINACIÓN INTERNACIONAL

52. *La coordinación de políticas transfronterizas entre países receptores, y entre países de origen y países receptores, ayudaría a mitigar los efectos indirectos indeseados de las políticas y lograr resultados mundialmente eficientes*<sup>73</sup>. Si las MFC u otras políticas amplifican los riesgos de estabilidad macroeconómica o financiera en otros países, y es muy costoso que esos países adopten contramedidas para manejar esos riesgos, puede ser deseable una coordinación por medio de la cual los países internalicen parcialmente los efectos indirectos de sus políticas. Esto puede requerir que los países de origen internalicen mejor los efectos indirectos de sus políticas monetarias y prudenciales, y que los países

<sup>70</sup> Aunque originalmente era una prohibición general, la prohibición islandesa de convertir y transferir activos en moneda nacional ya no se aplica a los activos adquiridos después de noviembre de 2009, financiados con moneda extranjera, que se intercambiaron en moneda nacional en el mercado local y se registraron como nueva inversión en el banco central.

<sup>71</sup> Binici et al. (2010).

<sup>72</sup> La gran eficacia de los controles en Islandia también puede reflejar el pequeño tamaño del país y el muy restrictivo carácter de sus medidas. Para un análisis empírico de la eficacia de los controles a las salidas, ver la sección V del documento de antecedentes del IMF (2012a).

<sup>73</sup> Estos asuntos se discuten en más detalle en Ostry et al. (2012b).

receptores moderen el uso de MFC si estas provocan efectos indirectos costosos (como la desviación de los flujos) a otros países receptores.

53. *Aún falta hacer mucho trabajo para mejorar la coordinación de políticas en el sector financiero.* Como ya se mencionó, un mayor avance en las reformas de la regulación y la supervisión financieras contribuiría a robustecer la infraestructura de intermediación de los flujos de capital; en particular, la cooperación transfronteriza en los planes de resolución y en el tratamiento de las instituciones financieras mundiales sistémicamente importantes está en una fase inicial y muchas jurisdicciones aún deben abordar las debilidades de la supervisión. La “Iniciativa de Viena” de Coordinación Europea es un esfuerzo importante en la coordinación multilateral y del sector público-privado para protegerse contra el desapalancamiento desordenado en Europa Central y Oriental, y puede dar lecciones sobre la colaboración y la coordinación transfronteriza<sup>74</sup>.

54. *El diseño e implementación de nuevos marcos MMP en los países miembros también es necesario para manejar los aspectos multilaterales de los flujos de capital.* Una perspectiva macro prudencial ayudaría a las autoridades a evaluar y abordar mejor los riesgos transfronterizos, incluidos los riesgos sistémicos planteados por los flujos de capital. Se necesita la coordinación entre diseñadores de políticas domésticas así como entre diseñadores de políticas domésticas y autoridades macro prudenciales extranjeras y organismos internacionales. Esa colaboración puede ayudar a cerrar los vacíos de datos en la supervisión del riesgo sistémico y a mejorar la conciencia de los efectos multilaterales de las políticas de los países que pueden tener consecuencias sistémicas. La coordinación de las medidas macro prudenciales puede tardar un tiempo pues en muchos casos los marcos nacionales aún están en sus primeras etapas de desarrollo.

55. *La colaboración y la coordinación internacional de las políticas son necesarias para mitigar los riesgos multilaterales asociados a las salidas de capital.* Las salidas de un país en crisis o cercano a la crisis pueden tener efectos indirectos en países que los inversionistas perciben o tratan como si fueran similares. El contagio puede difundirse si las

<sup>74</sup> El primer esfuerzo, en 2009, llevó al compromiso de los bancos multilaterales de mantener su exposición transfronteriza en cinco países de Europa Central y Oriental que recibieron programas de apoyo macrofinanciero del IMF y la UE. El segundo esfuerzo, “Viena 2.0”, en 2012, busca fomentar la cooperación de las autoridades anfitrionas, evitar el desapalancamiento desordenado, resolver problemas potenciales de estabilidad financiera transfronteriza y emprender acciones de política (principalmente en el área de supervisión) que son del mejor interés de los países de origen y anfitriones. Ver De Haas et al. (2012) y Vienna Initiative (2012).

salidas llevan a la inestabilidad financiera de grandes instituciones interconectadas, como las instituciones financieras mundialmente sistémicas, o que se piensa que tienen implicaciones de estabilidad mundiales. El hecho de que un país imponga MFC a las salidas puede llevar a que otros países emprendan acciones similares o tener efectos de contagio alimentando tales expectativas entre los participantes en el mercado. Unas redes de seguridad financiera mundiales y regionales más fuertes pueden reducir la necesidad de MFC proporcionando liquidez temporal, reduciendo las preocupaciones de contagio y reforzando la confianza del mercado. En el transcurso de la crisis mundial desde mediados de 2007, dichas acciones han sido emprendidas por grupos de bancos centrales, instituciones internacionales y regionales, y diversos esfuerzos coordinados<sup>75</sup>.

#### IV. EL PAPEL DEL FONDO

##### A. RELACIÓN CON EL MANDATO DEL FONDO

56. *El mandato del Fondo con respecto a los movimientos internacionales de capital es más limitado que su mandato sobre pagos y transferencias para transacciones internacionales corrientes.* Este último se basa en el Artículo VIII, Sección 2(a), que en general prohíbe que los miembros impongan restricciones a los pagos y transferencias para transacciones internacionales corrientes salvo que sean autorizadas por el Fondo<sup>76</sup>. En contraste, el Artículo VI, Sección 3, reconoce el derecho de los miembros a “ejercer tales controles cuando sean necesarios para regular los movimientos internacionales de capital”. Esta asimetría refleja varios factores históricos, incluido el énfasis primordial en el comercio internacional de bienes y servicios que existía cuando se creó el Fondo e, inversamente, la percepción negativa de los flujos de capital que prevalecía en aquel entonces, basada en la creencia de que los movimientos de capital especulativo contribuyeron a la inestabilidad del sistema antes de la guerra y se debían controlar.

<sup>75</sup> Por ejemplo, en octubre de 2008, la Reserva Federal aprobó disposiciones bilaterales de intercambio de monedas con 14 bancos centrales extranjeros. Conforme a esos acuerdos, los bancos centrales extranjeros obtenían dólares de la Reserva Federal para financiar instituciones financieras de sus jurisdicciones a cambio de sus propias monedas. En mayo de 2012, la red regional de seguridad entre varios países asiáticos fue reforzada por la multilateralización de la iniciativa Chiang Mai entre las economías de la ASEAN+3.

<sup>76</sup> El Artículo VIII, Sección 2(a) se basa a su vez en los propósitos del Fondo, uno de los cuales es “Coadyuvar a establecer un sistema multilateral de pagos para las transacciones corrientes que se realicen entre los países miembros, y eliminar las restricciones cambiarias que dificulten la expansión del comercio mundial”.



57. *A pesar de esta asimetría, y como se comenta en escritos anteriores, el derecho de los miembros a regular los movimientos internacionales de capital no es ilimitado*<sup>77</sup>. En particular, con la introducción del Artículo IV en la época de la Segunda Enmienda, el Fondo adoptó políticas que reconocían que el derecho a regular los flujos de capital en virtud del Artículo VI estaba ahora condicionado por las obligaciones recién establecidas en el Artículo IV, Sección 1 relativo a la estabilidad del sistema de tasas de cambio<sup>78</sup>. Además, siempre se ha reconocido que los acuerdos vigentes sobre flujos internacionales de capital incluyen un elemento importante del sistema monetario internacional.

58. *En efecto, en su marco jurídico para la vigilancia el Fondo siempre ha reconocido la importancia de los flujos de capital y de las políticas para manejarlos.* La Decisión de Vigilancia Integrada (DVI)<sup>79</sup> recientemente adoptada reafirma la importancia de los flujos de capital para los países individuales y la estabilidad mundial:

- Con respecto a la *vigilancia bilateral*, la DVI mantuvo el requisito establecido en las decisiones de vigilancia anteriores de que el Fondo debe incluir los flujos de capital en su análisis cuando evalúa las políticas económicas de los miembros. Por ejemplo, en sus evaluaciones y recomendaciones de vigilancia bilateral, el Fondo debe evaluar los desarrollos de la balanza de pagos, incluidos el tamaño y la sostenibilidad de los flujos de capital. Además, la introducción o modificación sustancial, por parte de un miembro, de restricciones o incentivos a las entradas o salidas de capital con propósitos de balanza de pagos se incluyen en la lista de indicadores que pueden provocar la necesidad de discutir con ese miembro la observancia de los principios rectores de las políticas económicas, financieras y de tasa de cambio<sup>80</sup>.

- Con respecto a la *vigilancia multilateral*, la DVI introdujo un marco detallado para la vigilancia multilateral del Fondo. Este reitera que los acuerdos que respetan la regulación de los movimientos internacionales de capital son un elemento del sistema monetario internacional (SMI), y que los flujos de capital volátiles pueden ser un síntoma de su mal funcionamiento. La DVI dispone además que en su

<sup>77</sup> Ver, por ejemplo, IMF (2010a, 2010e y 2012a).

<sup>78</sup> Por ejemplo, la Decisión de Vigilancia de 1977 reconoció que el uso de controles de capital de los miembros podía dar lugar al incumplimiento de sus obligaciones en virtud del Artículo IV, Sección 1(iii) para evitar la manipulación de las tasas de cambio con el fin de evitar el ajuste efectivo de la balanza de pagos o conseguir una ventaja comparativa injusta. Otras disposiciones de los Artículos que cualifican aún más el derecho de los miembros a regular los movimientos de capital incluyen el Artículo VI, Sección 1 y el Artículo VIII, Sección 2(a). Ver IMF (2012a, 7).

<sup>79</sup> Ver Decisión n.º 15203-(12/72), 07/18/12 y FMI (2012d).

<sup>80</sup> IMF (2012d, § 18 y 22).

vigilancia multilateral el Fondo se centrará en los aspectos que puedan afectar el funcionamiento del SMI, incluidos los efectos indirectos de las políticas de los miembros que pueden influir significativamente en el funcionamiento efectivo del sistema, lo que a su vez incluye las políticas relacionadas con los flujos de capital<sup>81</sup>. Aunque los miembros tienen la obligación de consultar el Fondo respecto de estos efectos indirectos, la vigilancia multilateral no impone obligaciones sustantivas acerca de las políticas que causan tales efectos, incluidas las políticas relacionadas con los flujos de capital. Pero reconociendo el impacto potencial de los efectos indirectos de las políticas de los miembros sobre otros miembros y sobre la estabilidad mundial, la DVI alienta a los miembros, más allá de las obligaciones establecidas en el Artículo IV, Sección 1, a emplear políticas de tasa de cambio y políticas económicas y financieras domésticas que, en sí mismas o en combinación con las políticas de otros miembros, propicien el buen funcionamiento del SMI (DVI § 23).

59. *Por otra parte, cada vez se pide más al Fondo que preste asesoría sobre las políticas relacionadas con los flujos de capital, incluso por países miembros.* En primer lugar, en el contexto de compromisos bilaterales, las autoridades miembros han recurrido al Fondo para asesoría de política en esta área, y siguen haciéndolo<sup>82</sup>. En segundo lugar, el crecimiento de los flujos financieros mundiales tiene implicaciones directas para la estabilidad económica a nivel de país y a nivel global y debe ser parte del marco global de vigilancia del Fondo. Puesto que los países se esfuerzan por diseñar e implementar políticas en esta área, se pide al Fondo que proporcione una evaluación objetiva e informada de sus objetivos, *trade-offs* e implicaciones multilaterales. En particular, es conveniente identificar las acciones de política adoptadas para enfrentar riesgos inminentes de estabilidad financiera y macroeconómica que mejoran el bienestar desde una perspectiva mundial, lo cual puede ayudar a desestigmatizar estas acciones.

60. *Teniendo en cuenta estas consideraciones, la visión institucional propuesta, discutida más atrás y resumida en el recuadro 3, se usará en los siguientes contextos:*

- *Asesoría en políticas.* Cuando lo solicite un miembro, el Fondo usará la visión institucional propuesta como base para asesorarlo en políticas. Aunque esta asesoría a menudo se buscó y se prestó durante el proceso de consulta del Artículo IV, es legalmente diferente de la función de vigilancia del Fondo y no impone la obligación de que los

<sup>81</sup> IMF (2012d, § 9-11).

<sup>82</sup> OEI (2005).

miembros la acepten. El beneficio de una visión institucional en este contexto es que asegura que la asesoría en políticas que se preste a los miembros en esta importante área sea coherente, imparcial, flexible y tenga en cuenta las circunstancias del país.

- *Vigilancia bilateral.* La visión institucional propuesta no se usará sistemáticamente para evaluar el cumplimiento de las obligaciones de los miembros contempladas en el Artículo IV, Sección 1. En consecuencia, no se esperará que en todas las consultas del Artículo IV se analice si las políticas de los miembros son congruentes con esta visión institucional. Pero, en circunstancias en que se emita el juicio de que las políticas de manejo de los flujos de capital tienen un impacto significativo sobre la estabilidad doméstica o de balanza de pagos de un miembro, el Fondo está obligado a evaluarlas conforme a la DVI (§ 6). En términos más específicos, como se reconoce explícitamente en los indicadores establecidos en la DVI, las políticas de flujo de capitales pueden detonar un indicador relevante para la observancia de los Principios para guiar las políticas de los miembros (DVI § 22(iii)(b), § 22 (iv), § 22 (vii)). Cuando haga una evaluación en estas circunstancias, el Fondo tendrá en cuenta la visión institucional propuesta.

- *Vigilancia multilateral.* Conforme a la DVI, si se considera que los efectos indirectos de las políticas de un miembro influyen significativamente en el funcionamiento efectivo del sistema monetario internacional, por ejemplo, que debilitan la estabilidad económica y financiera mundial, también se requerirá que estas políticas sean discutidas con ese miembro durante la consulta del Artículo IV. En ese contexto, el Fondo también puede recomendar ajustes alternativos a las políticas de los miembros que sean más convenientes para la estabilidad del SMI. Se prevé que, en esas circunstancias, las recomendaciones del Fondo estén informadas por la visión institucional propuesta. Pero como ya se señaló no es obligatorio que un miembro siga las recomendaciones hechas en ese contexto<sup>83</sup>.

61. *Mirando más allá de la vigilancia y la asesoría en políticas, la visión institucional no tendrá implicaciones obligatorias para la función de financiación del Fondo.* Por ejemplo, las MFC mantenidas consistentemente con la visión institucional propuesta no se considerarán, sobre esta base, medidas “requeridas” por el Fondo en cumplimiento del Artículo VI, Sección 1. Y las MFC mantenidas fuera de la visión institucional propuesta no se considerarán medidas que el Fondo puede exigir que los miembros eliminen como condición para usar

<sup>83</sup> IMF (2012d, § 9 y 12) y IMF (2012d, § 4).

recursos del Fondo<sup>84</sup>. Pero, igual que en el contexto de vigilancia, cuando sea relevante, el análisis desde la óptica de la visión institucional se puede tomar en cuenta como insumo para la evaluación en un contexto de uso de recursos del Fondo si las políticas de un miembro son apropiadas para ayudarlo a resolver sus dificultades de balanza de pagos y recobrar viabilidad externa.

62. *En forma similar, la visión institucional no alterará la jurisdicción o las políticas del Fondo del Artículo VIII, Secciones 2(a) y 3.* Esto incluye su jurisdicción sobre las restricciones a los pagos y transferencias para transacciones internacionales corrientes, y sobre las prácticas de tasas de cambio múltiples. Por ejemplo, tal como los definen los artículos, “los pagos para transacciones corrientes” incluyen ciertos rubros que, desde una perspectiva económica, son capital por naturaleza<sup>85</sup>; las MFC a las salidas que restringen los pagos y transferencias para cualquiera de estas transacciones seguirán sujetas a la jurisdicción del Artículo VIII del Fondo y a su previa aprobación como en el presente<sup>86</sup>. También se aprobarán conforme al Artículo VIII, Sección 2(a) solo si están justificadas por las políticas del Fondo sobre aprobación de restricciones cambiarias<sup>87</sup>.

63. *El avance en las iniciativas de datos que están en curso apoyará las actividades bilaterales y multilaterales de vigilancia del Fondo.* El avance en el tratamiento de los vacíos de datos se está abordando en parte mediante las iniciativas de datos existentes, como el trabajo conjunto de la Junta de Estabilidad financiera del FMI (JEF) solicitado por el G-20 para identificar los vacíos de datos que enmascararon vulnerabilidades clave en el periodo de gestación de la crisis financiera. Los nuevos estándares, incluida la adopción del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (sexta edición, BPM6), involucran

<sup>84</sup> En general, se ha interpretado que el derecho de los miembros a controlar los movimientos de capital bajo el Artículo VI, Sección 3 impide que el Fondo exija suprimir los controles de capital como condición para el acceso a los recursos del Fondo. Una excepción limitada a este principio es la política del Fondo de no acumulación, reducción o eliminación de los retrasos de pagos externos, incluidos los retrasos que evidencian restricciones de capital. Ver IMF (2010a, Anexo 3).

<sup>85</sup> Específicamente, los “pagos para transacciones corrientes” definidos en el Artículo XXX(d) incluyen (i) pagos de cantidades moderadas para amortización de préstamos o depreciación de inversiones directas, (ii) remisiones moderadas para gastos familiares y (iii) facilidades bancarias y de crédito normales de corto plazo.

<sup>86</sup> Las MFC que dan lugar a restricciones cambiarias también pueden dar lugar a la no observancia del criterio estándar de desempeño en virtud de los acuerdos del Fondo que exigen evitar restricciones cambiarias nuevas/más intensas.

<sup>87</sup> Las MFC que dan lugar a prácticas de tasas de cambio múltiples (PTCM) similarmente estarán sujetas a las políticas del Fondo sobre la aprobación de PTCM, salvo las PTCM relacionadas exclusivamente con transacciones de capital que no estarán sujetas a la aprobación de Fondo pues el Fondo ha declinado ejercer jurisdicción sobre estas medidas.

nueva y significativa información de las actividades transfronterizas de las instituciones financieras no bancarias, la composición monetaria de los activos y pasivos, y el vencimiento de la deuda. No obstante, subsisten vacíos, incluso con respecto a la oportunidad de los datos, la cobertura analítica (como las posiciones brutas del balance) y la cobertura por países<sup>88</sup>.

## B. ALCANCE DE LA MEJOR COORDINACIÓN MULTILATERAL

64. *La visión institucional del Fondo no alterará (y legalmente no puede) los derechos y obligaciones de los miembros establecidos en otros acuerdos internacionales.* La conformidad con las obligaciones de otros acuerdos se seguirá determinando únicamente mediante las disposiciones existentes en esos acuerdos (para más detalles, ver el Anexo III).

65. *Sin embargo, la visión institucional propuesta puede cumplir un papel vital en la promoción de un enfoque más coherente del tratamiento de las MFC en otros acuerdos internacionales.* Como se comenta en escritos anteriores<sup>89</sup>, la mayoría de los actuales acuerdos bilaterales y regionales que tratan la liberalización de los flujos de capital no tiene en cuenta la estabilidad macroeconómica y financiera. El mosaico que forman para la regulación de los movimientos internacionales de capital es en general menos favorable para apoyar la estabilidad del SMI o un enfoque multilateral de lo que sería un enfoque coherente<sup>90</sup>. Como se busca que la visión institucional sea ampliamente aceptada por los miembros, se puede usar para alentar un diálogo mundial sobre el manejo de los flujos de capital que promueva la estabilidad macroeconómica y financiera del sistema. Este diálogo puede contribuir eventualmente a reducir la volatilidad y las distorsiones potenciales que puedan resultar del actual y complejo mosaico de acuerdos bilaterales, regionales y multilaterales.

66. *En particular, la visión institucional propuesta puede ayudar a promover un enfoque más coherente del diseño del espacio político para las MFC en acuerdos bilaterales y regionales*<sup>91</sup>. Reconociendo los objetivos

<sup>88</sup> La Iniciativa de vacíos de datos del G-20 (Informe de avances de la Iniciativa de vacíos de datos del G-20: Situación, planes de acción y cronogramas) se basa en la Revisión trienal de vigilancia de 2011 y en el fortalecimiento de la Iniciativa de normas de datos del Fondo. Involucra avances en la frecuencia, la oportunidad y el alcance de la Encuesta de Inversión de Portafolio Coordinada del Fondo (EIPC), así como el reporte de los datos trimestrales de posición de inversión internacional basado en el BPM6.

<sup>89</sup> Ver IMF (2010a).

<sup>90</sup> Ver IMF (2010a, § 33).

<sup>91</sup> Este espacio político se creó en virtud de las "cláusulas de salvaguardia" de estos acuerdos. Otros autores han argumentado siguiendo estos lineamientos (Gallagher et al., 2012). El tema también se planteó en IMF (2010a).

macroeconómicos, del SMI y de estabilidad mundial que sustentan la visión institucional, los miembros que redacten dichos acuerdos en el futuro, así como los organismos internacionales que promueven estos acuerdos, pueden tomar en cuenta esta visión en el diseño de las circunstancias en que se pueden imponer MFC a las entradas y salidas dentro del alcance de sus acuerdos. De modo similar –y dependiendo de las etapas de desarrollo de los signatarios relevantes–, el esquema secuenciado de la liberalización del enfoque integrado se puede tener en cuenta para orientar el ritmo y la secuencia de obligaciones de liberalización, y la restauración de MFC debido a consideraciones institucionales<sup>92</sup>.

67. *El Fondo también puede fortalecer la colaboración con otras instituciones involucradas en el diseño y promoción de marcos internacionales en esta área.* Se pueden contemplar diferentes formas de coordinación multilateral de políticas que afectan los flujos de capital, entre ellas:

- *El Fondo puede trabajar junto con la OCDE y otras organizaciones internacionales relevantes para coordinar sus posiciones sobre los flujos de capital.*

- *Puede ser particularmente útil una mayor colaboración con la JEF dados los traslapes entre políticas prudenciales y de cuenta de capital, así como las consultas multilaterales o “grupos de trabajo” organizados por el Fondo, que pueden incluir representantes de los países.*

- *Más en general, los escritos anteriores han señalado áreas de colaboración<sup>93</sup>, incluidas el conocimiento compartido de experiencias, la evaluación de las externalidades, la medición y la supervisión de la liquidez mundial, la coordinación del diálogo y la política multilaterales, y las reformas estructurales. El Fondo, en colaboración con el G-20, ha apoyado las discusiones en algunas de estas áreas.*

<sup>92</sup> Existe una variante más formal de este enfoque en algunos acuerdos que prorrogan específicamente los derechos y obligaciones de los miembros del Fondo bajo los Artículos del Fondo. Por ejemplo, el AGCS y el Acuerdo de Inversión Integral de la ASEAN especifican que nada en estos acuerdos “afectará los derechos y obligaciones” de los miembros del Fondo acordes con los Artículos del Fondo, incluido el uso de acciones cambiarias que estén de conformidad con los Artículos del Fondo. En consecuencia, conforme a estos dos acuerdos, las restricciones cambiarias mantenidas por un signatario que hayan sido aprobadas por el Fondo en virtud del Artículo VIII o estén protegidas por las disposiciones transitorias del Artículo XIV no pueden dar lugar a una violación de las obligaciones del signatario; a la inversa, conforme a estos acuerdos, los signatarios no están autorizados a imponer restricciones cambiarias que no sean consistentes con los Artículos del Fondo.

<sup>93</sup> Ver IMF (2010a).

## V. TEMAS DE DISCUSIÓN

68. ¿Los Directores (i) respaldan la visión institucional propuesta sobre los flujos de capital y las políticas relacionadas con ellos, cuyos elementos clave se resumen en el recuadro 3, y (ii) están de acuerdo en que esta visión institucional debe ser la base para la asesoría del Fondo y, cuando sean relevantes, las evaluaciones sobre los asuntos de liberalización y manejo de los flujos de capital?

### RECUADRO 3

#### VISIÓN INSTITUCIONAL DE LA LIBERALIZACIÓN Y DEL MANEJO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL: ELEMENTOS CLAVE

Este recuadro resume los principales elementos de la visión institucional propuesta sobre liberalización y manejo de los flujos de capital. Esta visión será flexible y evolucionará en el tiempo para incorporar nueva experiencia, evidencia empírica y concepciones analíticas de los países. Orientará la asesoría del Fondo a los miembros y, cuando sea pertinente conforme a la Decisión de Vigilancia Integrada, las evaluaciones del Fondo en el contexto de vigilancia; pero eso no alterará los derechos y obligaciones de los miembros, pues esto requeriría una enmienda de los artículos del Acuerdo. Los flujos de capital pueden tener grandes beneficios para los países mediante su pertenencia al Fondo y para la economía mundial. Pueden facilitar el logro de objetivos importantes, como el aumento de la eficiencia y la competitividad del sector financiero, facilitar la inversión productiva, la suavización del consumo y la diversificación del portafolio. Y, globalmente, pueden ayudar a lograr una mejor asignación del capital y a facilitar el ajuste de los desequilibrios. Sin embargo, los flujos de capital también portan riesgos, pues pueden ser volátiles y grandes con respecto al tamaño de los mercados domésticos. La reciente crisis mundial resalta la necesidad de que los diseñadores de política estén vigilantes ante esos riesgos.

#### Liberalización de los flujos de capital

- Las medidas de manejo de los flujos de capital (MFC) son medidas específicamente diseñadas para limitar los flujos de capital (como se explica en el Anexo II). La liberalización de los flujos de capital se refiere a la supresión de MFC. La liberalización no excluye el mantenimiento de medidas prudenciales ni la restauración temporal de MFC en ciertas circunstancias, si los flujos de capital plantean riesgos para la estabilidad macroeconómica o financiera del sistema.
- Los países están mejor situados para beneficiarse de la liberalización de los flujos de capital si han logrado ciertos umbrales de desarrollo financiero e institucional. Los riesgos pueden ser magnificados por vacíos en el desarrollo financiero e institucional de los países. Aun con altos niveles de desarrollo financiero e institucional, los riesgos se deben manejar cuidadosamente.
- El grado de liberalización apropiado para un país en un momento dado depende de sus circunstancias específicas, en especial de su desarrollo fi-

nanciero e institucional. Los países con MFC amplias y de larga duración probablemente se beneficiarían con una liberalización más cuidadosa en forma ordenada. Sin embargo, no se presume que la plena liberalización de los flujos de capital sea un objetivo apropiado para todos los países en todo momento. Hay algún margen para mantener MFC por largo tiempo siempre que no se hayan adoptado para propósitos de balanza de pagos y no se disponga de medidas menos distorsionantes que sean efectivas.

- La liberalización de los flujos de capital debe ser bien planeada, programada y secuenciada para asegurar que sus beneficios pesen más que los costos, ya que puede tener significativos efectos domésticos y multilaterales. El “enfoque integrado” propone un enfoque sistemático de la liberalización que sea consistente con el desarrollo institucional y financiero de cada país.

### **Manejo de los flujos de capital**

- Los países pueden absorber mejor los flujos de capital y obtener sus beneficios adoptando políticas macroeconómicas sanas, profundizando los mercados financieros, fortaleciendo la supervisión y la regulación financieras y mejorando la capacidad institucional.

- Las oleadas de entradas o de salidas perturbadoras pueden dar lugar a riesgos macroeconómicos y de estabilidad financiera. Para manejar estos riesgos se necesita que las políticas macroeconómicas cumplan un papel clave, incluido el manejo monetario, fiscal y cambiario, así como una sólida supervisión y regulación financiera e instituciones fuertes.

- Las MFC no se deben usar para sustituir o evitar el ajuste macroeconómico justificado. En ciertas circunstancias, la introducción de MFC puede ser útil para apoyar el ajuste de la política macroeconómica y salvaguardar la estabilidad del sistema financiero. Las MFC deben tratar de evitar la discriminación basada en la residencia, y se debe preferir la medida menos discriminatoria que sea efectiva.

- En la práctica, la asesoría en materia de MFC en respuesta al manejo de oleadas de entradas de capital o de salida perturbadoras se aplicará principalmente a las MFC introducidas a porciones previamente abiertas de la cuenta de capital.

- Los diseñadores de política de todos los países, incluidos los que generan flujos de capital, deben tener en cuenta cómo afectan sus políticas a los demás. Los países de origen deben internalizar mejor los efectos indirectos de sus políticas monetarias y prudenciales, debido a que los factores de impulso, incluidos los cambios en las condiciones de liquidez mundial, también contribuyen notablemente a los flujos de capital, además de los factores de tirón.

- Los efectos indirectos de las políticas prudenciales de los países de origen incluyen los riesgos mundiales de estabilidad económica y financiera asociados a las actividades transfronterizas de las instituciones en sus jurisdicciones. El avance de la reforma de la regulación y supervisión financiera mundial ayudará a este respecto, así como la reforma e implementación de nuevos marcos macro prudenciales en los países miembros. Los miembros que tienen instituciones financieras globales sistémicamente importantes e instituciones financieras no bancarias sistémicas en sus jurisdicciones cumplirán un papel importante en este esfuerzo.



- La coordinación transfronteriza de las políticas ayuda a aprovechar mejor los beneficios de los flujos de capital, a mitigar los riesgos multilaterales y a promover la implementación de políticas que propicien el buen funcionamiento del sistema monetario internacional.

***Para manejar las oleadas de entradas:***

- La combinación apropiada de políticas depende de una serie de condiciones específicas de cada país, incluidas la estabilidad macroeconómica y financiera, el desarrollo financiero y la capacidad institucional.
- En ciertas circunstancias puede ser útil la introducción de MFC, en particular cuando las condiciones macroeconómicas subyacentes son muy inciertas, el margen para el ajuste de la política macroeconómica es limitado o las políticas apropiadas toman un tiempo indebido para ser efectivas.
- Las MFC también pueden ser apropiadas para salvaguardar la estabilidad financiera cuando las oleadas de entradas contribuyen a los riesgos sistémicos del sector financiero. Los riesgos financieros sistémicos no relacionados con los flujos de capital se pueden tratar mejor con medidas macro prudenciales dirigidas específicamente a enfrentar dichos desafíos.
- Las MFC deben ser focalizadas, transparentes y en general transitorias; y levantarse una vez se atenúa la oleada, en vista de sus costos.
- Cuando las entradas de capital contribuyen a los riesgos macroeconómicos y sistémicos del sector financiero, una medida diseñada para limitar las entradas de capital con el fin de enfrentar tales riesgos puede ser a la vez una MFC y una MMP. Algunas medidas prudenciales pueden seguir siendo útiles para manejar riesgos sistémicos después de que se atenúa una oleada. Su utilidad con respecto a sus costos se debe evaluar regularmente, incluso evaluando si hay formas alternativas de tratar las preocupaciones prudenciales no diseñadas para limitar los flujos de capital.

***Para responder a salidas perturbadoras:***

- Cuando se responde a salidas perturbadoras, las MFC en general solo se deben usar en situaciones de crisis o cuando se considera que una crisis es inminente. Las MFC son más efectivas cuando se implementan como parte de un amplio paquete de medidas que incluyen políticas macroeconómicas sanas así como regulación financiera. Deben ser transitorias y levantarse una vez se atenúan las condiciones de crisis, y puede ser necesario ajustarlas regularmente para que sigan siendo efectivas.

## ANEXO I

### CONCLUSIONES COHERENTES DEL G-20 PARA EL MANEJO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL BASADAS EN LAS EXPERIENCIAS DE LOS PAÍSES<sup>94</sup>

3-4 de noviembre de 2011

Los flujos de capital son una característica esencial del sistema monetario internacional. Un reto clave para los diseñadores de política de todo el mun-

<sup>94</sup> Fuente G-20 Cannes Summit: declarations and reports.

do, y especialmente de los países del G-20, es cómo obtener los beneficios de la globalización financiera, al tiempo que se evitan y manejan los riesgos que pueden socavar la estabilidad financiera y el crecimiento sostenible a nivel nacional y global. Para ayudar a enfrentar los retos planteados por los flujos de capital grandes y volátiles, los miembros del G-20, recurriendo a las experiencias de los países, llegaron a las siguientes conclusiones, que no se deben ver como una contribución obligatoria en su proceso de toma de decisiones acerca de las medidas de manejo de los flujos de capital ni como una limitación de las opciones nacionales de política.

1. En algunos casos es difícil establecer clasificaciones precisas de las diferentes medidas de política; en particular, hay un traslape entre medidas de los flujos de capital y políticas macro prudenciales. Para los propósitos de estas conclusiones, las medidas de manejo de los flujos de capital son las que se diseñan para influir en los flujos de capital y abarcan las medidas de manejo de los flujos de capital con base en la residencia, a menudo llamadas controles de capital, y otras medidas de manejo de los flujos de capital que no discriminan con base en la residencia pero que no obstante son diseñadas para influir en los flujos. Esta última categoría normalmente incluye (a) medidas que diferencian las transacciones con base en la moneda, incluido un subconjunto de medidas prudenciales, y (b) otras medidas (p. ej., impuestos a ciertas inversiones) que normalmente se aplican en el sector no financiero<sup>95</sup>.

2. Las medidas de manejo de los flujos de capital pueden constituir parte de un enfoque más amplio para proteger las economías contra choques. En circunstancias de altos y volátiles flujos de capital, las medidas de manejo de los flujos de capital pueden complementar y ser utilizadas junto con, en vez de sustituir a, políticas monetarias, de tasa de cambio, manejo de reservas en divisas y políticas prudenciales apropiadas.

3. La decisión acerca de si y cómo usar las medidas de manejo de los flujos de capital se debería enfocar desde una perspectiva económica y financiera práctica de manejo del riesgo, teniendo en cuenta que el uso coordinado de diferentes instrumentos de política es clave para un enfoque efectivo y coherente. Las políticas macroeconómicas sanas tienen la responsabilidad primordial de asegurar la salud económica mundial, y un ambiente estructural apropiado, incluida la regulación y supervisión financiera efectiva, es importante para la estabilidad financiera.

4. Las medidas de manejo de los flujos de capital no se deben usar para evitar o retrasar indebidamente los ajustes necesarios de la economía. En particular, nos movemos hacia sistemas de tasa de cambio más determinada por el mercado, la mejora de la flexibilidad de la tasa de cambio para reflejar

<sup>95</sup> Con base en esta nomenclatura, si una medida no es diseñada para influir en los flujos de capital no cae bajo el paraguas del manejo de los flujos de capital. Estas medidas no relacionadas con el manejo de los flujos de capital no discriminan por residencia o por moneda. Los ejemplos relevantes son las medidas prudenciales para asegurar la resiliencia de las instituciones financieras.

los fundamentos económicos subyacentes y la abstención de la devaluación competitiva de las monedas.

5. No hay un enfoque único ni una definición rígida de las condiciones para usar las medidas de manejo de los flujos de capital. Se deben tomar en cuenta las circunstancias específicas de cada país al escoger el enfoque general de política para tratar los flujos de capital.

6. El tamaño, la profundidad y el nivel de desarrollo del sector financiero local, así como la fortaleza institucional y regulatoria de un país, cumplen un papel clave en la evaluación de la adecuación y de las fortalezas y debilidades relativas de las diferentes medidas de política.

7. Reconociendo que las paradas súbitas y las reversiones pueden socavar la estabilidad financiera, las medidas de manejo de los flujos de capital deben funcionar de manera contracíclica, de acuerdo con la situación de la estabilidad macroeconómica y financiera mundial y doméstica específica. Las medidas de manejo de los flujos de capital deben ser transparentes y comunicadas en forma adecuada, y dirigirse a los riesgos específicos identificados. Para responder adecuadamente a los riesgos específicos identificados, las medidas de manejo de los flujos de capital deben ser revisadas regularmente por las autoridades nacionales o regionales, según corresponda. En particular, los controles de capital se deben adaptar o revertir cuando disminuyan las presiones desestabilizadoras. Los marcos de manejo de los flujos de capital deben mantener suficiente flexibilidad para que sean efectivos bajo circunstancias y retos diferentes, e incluso para ayudar a evitar los esfuerzos de elusión.

8. Es importante fortalecer aún más los sectores financieros domésticos. El desarrollo y la profundización de los mercados locales de capital y de bonos puede ayudar a absorber los flujos de capital y a enfrentar su volatilidad, dirigiéndolos a actividades productivas del sector real, a promover el crecimiento y desarrollo de la economía local, y a mantener una base de financiación en caso de turbulencia financiera internacional. Puesto que un mercado financiero más sofisticado tiende a atraer flujos de capital y, así, puede dar lugar a salidas súbitas, es importante que la regulación adecuada y las prácticas prudentes se establezcan en concordancia con el desarrollo del sector financiero y se mantenga un equilibrio prudente con la economía del sector real. También se debe considerar un marco macro prudencial apropiado.

9. Los factores de impulso y de tirón, como las condiciones de liquidez mundial, las perspectivas de crecimiento de largo plazo y la percepción mundial de riesgo, cumplen un papel en la determinación del tamaño y la composición de los flujos de capital. Cualquier país que tenga potencial para afectar a los demás mediante sus decisiones de política nacional (incluidas, en este contexto particular, las políticas de manejo de la tasa de cambio, la política monetaria en países y regiones que emiten monedas de reserva, las políticas de regulación y supervisión, y las medidas de manejo de los flujos de capital) debe considerar el impacto potencial de tales efectos indirectos cuando sopesa las diferentes opciones de política consistentes con los marcos

macroeconómicos nacionales. Estas políticas deben ser objeto de vigilancia multilateral regular, creíble e imparcial para evaluar su impacto individual y sus efectos indirectos agregados.

10. Las políticas macroeconómicas de los emisores de monedas de reserva pueden tener un impacto notable en la liquidez mundial y, por tanto, en los flujos de capital. Esos países tienen una responsabilidad especial en el mantenimiento de una política macroeconómica sana y sostenible con el fin de evitar desequilibrios excesivos y fuertes reversiones de política.

11. En el marco jurídico del FMI no hay ninguna obligación de liberalizar la cuenta de capital. Sin embargo, hay acuerdo en que los flujos de capital pueden tener beneficios importantes para el país en cuestión así como para la economía mundial, siempre que se satisfagan las precondiciones para la apertura exitosa de la cuenta de capital, incluido en particular un marco robusto de regulación y supervisión. Un importante objetivo de largo plazo para los países del G-20 debe ser el de establecer, nacional e internacionalmente, mediante una mayor cooperación, las condiciones que permitan que los miembros obtengan los beneficios del libre movimiento de capitales, al tiempo que evitan y manejan los riesgos que pueden socavar la estabilidad financiera y el crecimiento sostenible, y evitar el proteccionismo financiero.

## ANEXO II

### MEDIDAS DE MANEJO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL: TERMINOLOGÍA

1. *Para los propósitos de la visión institucional, el término medidas de manejo de los flujos de capital (MFC) se refiere a las medidas diseñadas para limitar los flujos de capital*<sup>96</sup>. Las MFC incluyen:

- *MFC basadas en la residencia*, que abarcan diversas medidas (incluidos impuestos y regulaciones) que afectan la actividad financiera transfronteriza y discriminan con base en la residencia. Estas medidas también se suelen llamar *controles de capital*<sup>97</sup>; y
- *Otras MFC*, que no discriminan con base en la residencia, pero no obstante son diseñadas para limitar los flujos de capital. Estas otras MFC normalmente incluyen medidas tales como algunas medidas prudenciales, que diferencian las transacciones con base en la moneda así como otras medidas (p. ej., periodos de tenencia mínimos) que normalmente se aplican al sector no financiero.

2. *Con base en esta definición, si una medida no es diseñada para limitar los flujos de capital no pertenece a la nomenclatura MFC*. Estas medidas que no se diseñan para influir en los flujos de capital son neutrales en su aplicación porque no discriminan según la residencia y normalmente no diferencian por monedas. Medidas prudenciales tales como los requerimientos de adecuación de capital, las relaciones préstamos a valor, y los límites a las posiciones

<sup>96</sup> La nomenclatura MFC sigue de cerca la terminología establecida en IMF (2011d, § 7 y 43) y IMF (2012a, § 7).

<sup>97</sup> El término *controles de capital* es intercambiable con el término *restricciones*.

abiertas netas en divisas, que no se diseñan para limitar los flujos de capital sino para asegurar la resiliencia y la solidez del sistema financiero no son MFC. En forma similar, las políticas macroeconómicas normalmente no son MFC, y tampoco las políticas estructurales y otras que, aunque pueden inhibir directa o indirectamente los flujos de capital, no se diseñan para limitarlos. En la práctica, la clasificación de una medida particular como MFC requiere el juicio acerca de si la medida es, de hecho, diseñada para limitar los flujos de capital. Esta evaluación a su vez se debe basar en las circunstancias específicas del país, por ejemplo, si se introdujo o se intensificó en respuesta a una oleada de entradas o de salidas perturbadoras.

3. *En la visión institucional propuesta, “liberalización de los flujos de capital” se entiende como la supresión de MFC, mientras que en otros marcos internacionales la comprensión difiere en algunos aspectos.* Por ejemplo, el concepto de liberalización de la OCDE solo se aplica a la eliminación de medidas que discriminan entre residentes y no residentes, mientras que las obligaciones con respecto a la liberalización de los flujos de capital en el Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea generalmente prohíben todas las restricciones a los flujos de capital aunque no discriminen con base en la residencia (entre miembros de la UE y entre miembros y terceros países)<sup>98</sup>.

Medidas de manejo de los flujos de capital seleccionadas\*

*Medidas diseñadas para limitar las entradas*

Brasil 2009 - Introducción de un impuesto del 2% a los flujos de capital de portafolio y de deuda.

Indonesia 2011 - Imposición de un periodo de tenencia de seis meses a los bonos del banco central y de un límite del 30% del capital al endeudamiento externo de corto plazo de los bancos.

Corea 2011 - Restauración del impuesto de retención al ingreso por intereses y a las ganancias de las transferencias de tesorería de extranjeros y la inversión en bonos de estabilización monetaria, lo que lleva a un igual tratamiento de los inversionistas extranjeros y domésticos.

Perú 2010 - Incremento de la tasa sobre las compras de títulos del banco central por parte de no residentes a 400 puntos básicos (desde 10 puntos básicos).

Tailandia 2010 - Imposición de un impuesto de retención del 15% a los ingresos por intereses y a las ganancias de capital sobre nuevas compras de títulos del Estado de los no residentes.

*Medidas diseñadas para limitar las salidas*

Argentina 2001 - Establecimiento del *Corralito*, que limitó los retiros bancarios e impuso restricciones a las transferencias y préstamos en moneda extranjera.

<sup>98</sup> Sin embargo, el marco de la OCDE incluye la cobertura de “medidas equivalentes”, lo que en el ámbito de la OCDE puede llevar a medidas que no difieren expresamente con base en la residencia, pero no obstante tienen efectos equivalentes a los límites basados en la residencia.

Islandia 2008 - Freno a la convertibilidad de las cuentas en moneda para transacciones de capital.

Malasia 1998 - Imposición de un período de espera de 12 meses para que los no residentes conviertan los ingresos por la venta de títulos malayos.

Ucrania 2008 - Introducción de un período de espera de 5 días para que los no residentes conviertan los ingresos en moneda local de las transacciones de inversión a moneda extranjera.

Tailandia 1997 - Imposición de límites a las transacciones a término e introducción de requisitos a la entrega de exportaciones.

\* Este cuadro presenta ejemplos ilustrativos de medidas adoptadas que se consideran MFC. No es exhaustivo y no evalúa si son apropiadas o efectivas.

### ANEXO III

#### IMPLICACIONES DE LA VISIÓN INSTITUCIONAL PROPUESTA POR EL FONDO PARA OTRAS OBLIGACIONES INTERNACIONALES DE LOS MIEMBROS

1. *Los flujos de capital ya son tema de muchos otros acuerdos internacionales.* En particular, muchos miembros del Fondo han asumido la obligación legal de liberalizar los movimientos de capital en una amplia gama de acuerdos internacionales con diversos objetivos y alcances. Puesto que la naturaleza y el alcance de la visión institucional propuesta pueden diferir de los de otros acuerdos, puede haber circunstancias donde surjan diferencias. Por ejemplo, es posible que haya casos en los que otros acuerdos (en particular bilaterales y regionales) establezcan obligaciones de liberalización más amplias y más aceleradas que las que se recomiendan en el enfoque integrado, o donde la obligación de evitar MFC no está cualificada de una manera compatible con el espacio político para las MFC a las entradas y salidas que se recomiendan desde la visión institucional propuesta<sup>99</sup>. En forma similar, la visión propuesta reconoce que hay circunstancias en las que se pueden mantener MFC basadas en la residencia, aunque en general sean mucho menos preferibles que las medidas no basadas en la residencia, pero su mantenimiento puede ser contrario a las disposiciones de trato nacional de muchos acuerdos internacionales<sup>100</sup>.

2. *Como se señaló, la visión institucional propuesta no altera (y legalmente no puede) los derechos y obligaciones de los miembros establecidos en otros acuerdos internacionales.* La conformidad con las obligaciones de otros acuerdos se seguirá determinando únicamente mediante las disposiciones existentes en

<sup>99</sup> Por ejemplo, muchos acuerdos bilaterales y regionales no permiten la introducción de restricciones a las salidas de capital en caso de una crisis de balanza de pagos y también limitan la capacidad de los signatarios para imponer controles a las entradas.

<sup>100</sup> Estas disposiciones generalmente exigen que se permita a los residentes de otras contrapartes del acuerdo la realización de transacciones en el territorio de un signatario en términos no menos favorables que los que se aplican a los residentes de ese signatario.

esos acuerdos. Así, por ejemplo, incluso donde la visión institucional propuesta reconoce el uso de MFC a las entradas o salidas como una respuesta apropiada de política, estas medidas pueden violar las obligaciones de un miembro en virtud de otros acuerdos internacionales si esos acuerdos no tienen disposiciones de salvaguardia temporales compatibles con el enfoque del Fondo.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Aizenman, J. y R. Glick. "Sterilization, monetary policy, and global financial integration", NBER working paper No. 13902, 2008.
2. Aizenman, J. y V. Sushko. "Capital flows: Catalyst or hindrance to economic takeoffs?", NBER working paper No. 17258, 2011.
3. Aizenman, J., B. Pinto y A. Radziwill. "Sources for financing domestic capital – Is foreign saving a viable option for developing countries?", *Journal of International Money and Finance* 26, 5, 2007, pp. 682-702.
4. Alfaro, L., S. Kalemli-O. y V. Volosovych. "Capital flows in a globalized world: The role of policies and institutions", Edwards, S., ed., *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices, and consequences*, Chicago, Ill., University of Chicago Press, 2007, pp. 19-68.
5. Antràs, P. y R. J. Caballero. "Trade and capital flows: A financial frictions perspective", *Journal of Political Economy* 117, 4, 2009, pp. 701-744.
6. Arora, V. y M. Cerisola. "How does U.S. monetary policy influence sovereign spreads in emerging markets", *Staff Papers*, 48, 3, 2001, pp. 474-498.
7. Aspachs-B., O. y P. Rabanal. "The drivers of housing cycles in Spain", IMF working paper 09/203, 2009.
8. BIS. "Financial globalization and emerging market capital flows", BIS papers 44, Basel, December, 2008.
9. Binici, M., M. Hutchison y M. Schindler. "Controlling capital? Legal restrictions and the asset composition of international financial flows", *Journal of International Money and Finance* 29, 4, 2010, pp. 666-684.
10. Brockmeijer, J., M. Moretti y J. Osinski. "Macro prudential policy: An organizing framework", IMF, March 14, 2011.
11. Burger, J. D. y F. E. Warnock. "Foreign participation in local bond markets", NBER working paper No. 12548, 2006.
12. Cardarelli, R., S. Elekdag y M. A. Kose. "Capital inflows: Macroeconomic implications and policy responses", IFM working paper 09/40, 2009.
13. Chen, H., L. Jonung y O. Unteroberdoerster. "Lessons for China from financial liberalization in Scandinavia", European Commission Economic and Financial Affairs, Economic papers 383, 2009.
14. Chen, S., P. Liu, A. Maechler, C. Marsh, S. Saksonovs y H. S. Shin. "Exploring the dynamics of global liquidity", IMF working paper 12/246, 2012.
15. Chinn, M. D. y H. Ito. "What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions", *Journal of Development Economics* 81, 1, 2006, pp. 163-192.
16. Chowla, P. "Time for a new consensus: Regulating financial flows for stability and development", Bretton Woods Project, London, December, 2011.

17. Claessens, S. y K. Forbes. "International financial contagion: The theory, evidence, and policy implications", paper presented at the Conference "The IMF's role in emerging market economies: Reassessing the adequacy of its resources", Amsterdam, November, 2004.
18. Committee on the Global Financial System. "Capital flows and emerging market economies", CGFS Publications No. 33, Basel, BIS, January, 2009.
19. De Haas, R., Y. Korniyenko, E. Loukoianova y A. Pivovarsky. "Foreign banks and the Vienna Initiative: Turning sinners into saints?", IMF working paper 12/117, 2012.
20. Dell'Ariccia, G., J. Di Giovanni, A. Faria, A. Kose, P. Mauro, J. Ostry, M. Schindler y M. Terrones. "Reaping the benefits of financial globalization", IMF Occasional Paper No. 264, 2008.
21. Demirgüç-K, A. y E. Detragiache. "The determinants of banking crisis in developing and developed countries", *IMF Staff papers* 45, 1, 1998, pp. 81-109.
22. Edwards, S. "Capital controls, sudden stops and current account reversals", Edwards, S., ed., *International capital flows*, Chicago, Ill., University of Chicago Press, 2007.
23. JEF. "Overview of progress in the implementation of the G-20 recommendations for strengthening financial stability", Report of the Financial Stability Board to G-20 Leaders, Basel, FSB, June, 2012.
24. Forbes, K., M. Fratzscher, T. Kostka y R. Straub. "Portfolio effects and externalities from capital controls", ECB working papers series No. 1456, 2012.
25. Forbes, K. "Capital controls: mud in the wheels of market efficiency", *Cato Journal* 25, 1, 2005.
26. Forbes, K. "The microeconomic evidence on capital controls: No free lunch", Edwards, S., ed., *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices, and consequences*, Chicago, University of Chicago Press, 2007a.
27. Forbes, K. "One cost of the Chilean capital controls: Increased financial constraints for smaller traded firms", *Journal of International Economics* 71, 2007b, pp. 294-323.
28. Frankel, J. A. y A. K. Rose. "Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment", *Journal of International Economics* 41, 3-4, 1996, pp. 351-366.
29. Fratzscher, M. "On currency crises and contagion", European Central Bank working paper No. 139, 2002.
30. Gallagher, K. P., S. Griffith-Jones y J. A. Ocampo. "Regulating global capital flows for long-run development", Pardee Center Task Force Report, Boston, Mass., Fredrick S. Pardee Center for the Study of the Longer Range Future, March, 2012.
31. Ghosh, A. R., J. Kim, M. S. Qureshi y J. Zalduendo. "Surges", IMF working paper 12/22, 2012.
32. Greenwood, J. "The costs and implications of PBC sterilization", *Cato Journal* 28, 2, 2008, pp. 205-217.
33. Habermeier, K., A. Kokenyne y C. Baba. "The effectiveness of capital controls and prudential policies in managing large inflows", IMF Staff discussion note 11/14, Washington DC, 2008.



34. Henry, P. B. "Capital account liberalization: Theory, evidence, and speculation", *Journal of Economic Literature* XLV, 2007, pp. 887-935.
35. Independent Evaluation Office. "Report on the Evaluation of the IMF's approach to capital account liberalization", Washington DC, April, 2005.
36. Ishii, S., K. Habermeier, J. I. Canales-K., B. Laurens, J. Leimone y J. Vadasz. "Capital account liberalization and financial sector stability", IMF occasional paper No. 211, Washington DC, 2002.
37. IMF. "Initial lessons of the crisis", Washington, DC, 2009, [<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020609.pdf>]
38. IMF. "The Fund's role regarding cross-border capital flows", Washington, DC, 2010a, [<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/111510.pdf>].
39. IMF. "Regional economic outlook: Asia and Pacific", Washington, DC, April, 2010b, [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2011/apd/eng/areo0411.pdf>].
40. IMF. "How did emerging markets cope in the crisis?", Washington DC, June, 2010c, [<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/061510.pdf>].
41. IMF. "Reserve accumulation and international monetary stability", Washington, DC, April, 2010d, [<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/041310.pdf>].
42. IMF. "The Fund's mandate – The legal framework", Washington, DC, January, 2010e, [<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/022210.pdf>].
43. IMF. "Understanding financial interconnectedness", Washington, DC, October, 2010f, [<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/100410.pdf>].
44. IMF. "The multilateral aspects of policies affecting capital flows", Washington, DC, October, 2011a, [<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/101311.pdf>].
45. IMF. "World economic outlook: Slowing growth, rising risks", Washington, DC, September, 2011b, [[www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/pdf/text.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/pdf/text.pdf)].
46. IMF. "Philippines – 2010 Article IV Consultation", Staff Country Report No. 11/59 Washington, DC, January, 2011c, [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr1159.pdf>].
47. IMF. "Recent experiences in managing capital inflows – Cross-cutting themes and possible guidelines", Washington, DC, February, 2011d, [<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>].
48. IMF. "Regional economic outlook: Western Hemisphere", Washington, DC, April, 2011e, [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2011/whd/eng/pdf/wreo0411.pdf>].
49. IMF. "Korea – 2011 Article IV Consultation", Staff Country Report No. 11/246, Washington, DC, July, 2011f, [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11246.pdf>].
50. IMF. "Macro prudential policy: An organizing framework", Washington, DC, March, 2011g, [[www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf)].
51. IMF. "IMF Committee on Balance of Payments Statistics Annual Report", Washington, DC, May, 2011h, [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2011/ar/bopcom11.pdf>].

52. IMF. "Analytics of systemic crises and the role of global financial safety nets", Washington, DC, May, 2011i, [[www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/053111.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/053111.pdf)].
53. IMF. "Liberalizing capital flows and managing outflows", Washington DC, March, 2012a, [<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>].
54. IMF. "Pilot external sector report", Washington, DC, July, 2012b, [<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070212.pdf>].
55. IMF. "Global financial stability report: The quest for lasting stability", Washington DC, April, 2012c, [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/01/pdf/text.pdf>].
56. IMF. "Modernizing the legal framework for surveillance – An integrated surveillance decision", Washington, DC, June, 2012d, [<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/071712.pdf>].
57. IMF. "Brazil – 2012 Article IV Consultation", Staff Country Report No. 12/191, Washington, DC, June, 2012e, [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12191.pdf>].
58. Jeanne, O., A. Subramanian y J. Williamson. *Who needs to open the capital account?*, Washington, DC, Petersen Institute for International Economics, 2012.
59. Jonung, L. 2010. "Lessons from the Nordic financial crisis", Paper prepared for the AEA meeting in Denver, January, 2011.
60. Kaminsky, G. y C. M. Reinhart. "The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems", *American Economic Review*, 1999, pp. 473-500.
61. Korinek, A. "The new economics of prudential capital controls", *IMF Economic Review* 59, 3, 2011, pp. 523-561.
62. Kose, M. A. y E. S. Prasad. "Liberalizing capital account restrictions", IMF, *Finance and Development*, 2004, pp. 50-51.
63. Kose, M. A., E. S. Prasad y M. E. Terrones. "How do trade and financial integration affect the relationship between growth and volatility?", IMF working paper 05/19, 2005.
64. Kose, M. A., E. S. Prasad y M. E. Terrones. "Does openness to international financial flows contribute to productivity growth?", NBER working paper No. 14558, 2008.
65. Kose, M. A., E. S. Prasad, K. Rogoff y S. J. Wei. "Financial globalization: A reappraisal", *IFM Staff papers* 56, 1, 2009, pp. 8-62.
66. Levine, R. "Finance and growth: Theory and evidence", Aghion, P. y S. Durlauf, eds., *Handbook of economic growth*, Amsterdam, Elsevier, 2005.
67. Magud, N. E., C. M. Reinhart y K. S. Rogoff. "Capital controls: Myth and reality – A portfolio balance approach", NBER working paper No. 16805, 2011.
68. Martin, P. y H. Rey. "Globalization and emerging markets: With or without crash?", *American Economic Review* 96, 5, 2006, pp. 1631-1651.
69. Mishkin, F. "Why we shouldn't turn our backs on financial globalization", *IFM Staff papers* 56, 1, 2009, pp. 139-170.
70. N'Diaye, P. "Countercyclical macro prudential policies in a supporting role to monetary policy", IMF working paper 09/257, 2009.
71. Neely, C.J. "Central bank authorities' beliefs about foreign exchange intervention", *Journal of International Money and Finance* 27, 1, 2008, pp. 1-25.

72. Nier, E. W., J. Osiński, L. I. Jácome y P. Madrid. "Institutional models for macro prudencial policy", IMF Staff discussion note 11/18, 2011.
73. Obstfeld, M. "International finance and growth in developing countries: what have we learned", *IMF Papers* 56, 1, 2009, pp. 63-111.
74. OECD. "Structural reforms and experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements", Report from the OECD to the G-20 Sub-Group on Capital Flow Management, Paris, June, 2011.
75. OECD. "International capital mobility: Structural policies to reduce financial fragility?", OECD Economics Department Policy Notes No. 13, Paris, 2012.
76. Ostry, J. D., A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi y D. B. S. Reinhardt. "Capital inflows: The role of controls", IMF Staff position note 10/04, 2010.
77. Ostry, J. D., A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi, L. Laeven y A. Kokenyne. "Managing capital inflows: What tools to use?", IMF Staff discussion note 11/06, 2011.
78. Ostry, J. D., A. R. Ghosh y M. Chamon. "Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies", IMF Staff discussion note 12/01, 2012a.
79. Ostry, J. D., A. R. Ghosh y A. Korinek. "Multilateral aspects of managing the capital account", IMF Staff discussion note, September, 2012b.
80. Pinto, B. y S. Ulatov. "Financial globalization and the Russian crisis of 1998", Policy Research working paper 5312, World Bank, 2010.
81. Prasad, E. S. y R. Rajan. "A pragmatic approach to capital account liberalization", NBER working paper No. 14051, 2008.
82. Prasad, E. S., K. Rogoff, S. J. Wei y M. A. Kose. "Effects of financial globalization on developing countries: Some empirical evidence", IMF occasional paper 220, 2003.
83. Reinhart, C. M. y V. R. Reinhart. "Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present", NBER working paper No. 14321, 2008.
84. Rodrik, D. y A. Subramanian. "Why did financial globalization disappoint?", *IMF Staff papers* 56, 1, 2009, pp.113-138.
85. Subramanian, A. "International regulation of the capital account", *Regulating global capital flows for long-run development*, Pardee Center Task Force Report, Boston, Mass., Fredrick S. Pardee Center for the Study of the Longer Range Future, March, 2012.
86. Vastrup, C. "How did Denmark avoid a banking crisis?", Jonung, L., J. Kiander y P. Vartia, eds., *The crisis of the 1990s in Finland and Sweden: The Nordic experience of financial liberalization*, Cheltenham, 2009.
87. Vienna Initiative. "Vienna Initiative 2.0: Mission Statement", July, 2012, [[www.imf.org/external/np/sec/pr/2012/pdf/pr12265b.pdf](http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2012/pdf/pr12265b.pdf)].
88. Yellen, J. L. "Improving the international monetary and financial system", Speech at the Banque de France International Symposium, Paris, France, Washington, DC, Federal Reserve Board, March, 2011.
89. World Bank e IFC. "Doing business in a more transparent world", World Bank, 2012.