



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



Universidad de Buenos Aires Facultad de Ciencias Económicas Escuela de Estudios de Posgrado

MAESTRÍA EN FINANZAS

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

“Flujos de capitales, efectos y necesidad de regulación. El caso de Argentina (2005-2019)”

AUTOR: NATALIA PAOLA CAPURSO

DIRECTOR: GERMÁN PLESSÉN

JUNIO 2021



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



Dedicatoria

A mi familia, por su apoyo incondicional. A Joaquín por su paciencia y compañía.

Agradecimientos

A mi tutor, por su generosidad al compartir sus conocimientos.

A la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires por la educación de excelencia que brinda y por permitirme ser parte de esa Institución.



Resumen del Trabajo

Muchas de las crisis de las economías emergentes desde la década de los noventa, han demostrado que existen grandes ineficiencias en el sistema financiero internacional. Esto ha dado lugar a un amplio debate respecto de los efectos negativos generados por la libre movilidad de los flujos de capitales. Los efectos negativos de dichos flujos han sido evidenciados en los grandes desequilibrios macroeconómicos generados por la apreciación del tipo de cambio y el déficit en cuenta corriente, entre otros. A partir de la liberalización financiera llevada a cabo en la década de los noventa y sus consecuencias, los países comenzaron a analizar el uso de medidas que regulen los flujos de capital.

En 2008, la fuerte apreciación experimentada en las monedas de varios países emergentes, reavivó la discusión respecto del uso de controles de capital. Los controles parecerían ser una opción para países con metas de inflación que intentaban abordar los problemas de presiones en el tipo de cambio.

Argentina, se encuentra entre los países que ha implementado regulaciones de la cuenta capital, tanto a la entrada como a la salida. Luego de la crisis financiera de 2001, Argentina implementó regulaciones sobre la entrada y salida de capitales y sobre el mercado cambiario. A partir del 2005 las inversiones extranjeras de corto plazo destinadas a inversión de cartera fueron sujetas a un encaje no remunerativo del 30%, por un año. Esta medida ha logrado controlar la entrada de capitales en los períodos de auge, reducir la volatilidad del tipo de cambio y dar lugar a la política monetaria menos condicionada por shocks externos. Por otro lado, las regulaciones a las salidas de capital, no han sido tan eficientes.

El presente trabajo tiene como objetivo analizar los impactos de los flujos de capital, sus determinantes y la necesidad de regulación en economías emergentes utilizando como caso de estudio a Argentina en el período de 2005 a 2019. El tipo de estudio se basa en un enfoque cualitativo, de análisis de contenido.

Clasificación JEL: F38, F21, F36, F62

Palabra claves: flujos de capitales, cuenta capital, control de capitales, economías emergentes, fuga de capitales



Índice General

1. Descripción	4-6
2. 1.2 Justificación.....	6-7
1.3 Planteamiento del problema.....	7-9
1.3.1. Preguntas de investigación	9
2. Objetivos	
2.1 Objetivo general.....	9-10
2.2 Objetivos específicos.....	10
3. Metodología y técnicas a utilizar.....	10-11
4. Marco Teórico	
4.1 Concepto de Flujos de capitales.....	11-15
4.2 Determinantes de los flujos de capitales. Factores push y pull.....	15-18
4.3 Tipos de Controles de capitales y medidas de controles adoptadas.....	18-22
4.4 Motivaciones y efectividad en el uso de Controles de capital.....	22-31
5. Análisis: El caso de Argentina	
5.1 La apertura financiera.....	31-33
5.2 Análisis de la Evolución de la Cuenta Capital de la Balanza de Pagos.....	34
5.2.1 Evolución de la Cuenta Capital 2005-2015.....	34-47
5.2.2 Evolución de la Cuenta Capital 2016-2019.....	48-55
5.2.3 2019: Año de quiebre.....	55-56
5.2.4 Otra mirada: ¿Cómo evolucionó la cuenta capital ante los controles, sin no se computa el endeudamiento público?.....	56-60
6. La visión y postura de los Organismos Internacionales.....	60-63
6.1 La visión Institucional del Fondo Monetario Internacional (FMI).....	63-67
6.2 La visión del G20 y los Códigos de Liberalización de la OCDE.....	67-69
7. Conclusiones/Reflexiones Finales.....	69-73
8. Bibliografía de referencias.....	74-78
9. Anexos.....	79-84



1. Descripción

A comienzos de la década de los ochenta, la inversión extranjera directa (IED) en los países en desarrollo era muy poca y dada su magnitud no desempeñaba un rol muy importante en el crecimiento, puesto que los capitales se encontraban en economías avanzadas.

En 1980, la International Finance Corporation del World Bank Group (IFC) comenzó a estudiar los datos del rendimiento de la inversión total en los mercados de capitales de Argentina, Brasil, Chile, Grecia, India, Jordania, Corea, México, Tailandia y Zimbawe. Según el IFC este estudio arrojó resultados trascendentes y mostró evidencia de una mayor participación de inversores extranjeros en estas economías.

Con esta evidencia, en 1981 el economista del Banco Mundial, Antoine Van Agtmael, asistió a una reunión en el banco de inversión Salomon Brothers en Nueva York y propuso crear un nuevo fondo de inversión para los mercados de capitales de los países en desarrollo. En ese momento el término propuesto para este fondo fue *“Third World Equity Fund”* (Fondo de Acciones del Tercer Mundo), aunque no tuvo la aceptación de los participantes. Un tiempo después, a Van Agtmael se le ocurrió un nuevo término; el de "mercados emergentes".

Según el economista, *“Third World”* (Tercer Mundo) era un término que connotaba pobreza extrema y bienes de mala calidad, entre otras cosas, pero el término “mercados emergentes” sugería progreso, mejora y dinamismo.

A partir de ese momento, este término se adoptó en todo el mundo financiero para describir la inversión en las economías en desarrollo. Desde ese momento el término “economías emergentes” fue popularizado por Antoine van Agtmael (International Finance Corporation, 1980).

De todas maneras, cabe mencionar que no existe una definición institucional, académica o formal de país o economía emergente, pero sí características comunes.

Un documento de Ashoka Mody (2004) señala que las dos características principales que definen a un país emergente son la distinguible volatilidad de su mercado de capitales y la transitoriedad de sus características como país. En este sentido, utilizaremos el concepto “economía emergente” o mercados emergentes para los países en desarrollo.



Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) documentan que a partir de los años noventa los capitales internacionales comenzaron a movilizarse masivamente desde los países desarrollados hacia los países en desarrollo (economías emergentes) como América Latina (AL), el Oriente Medio y algunos países de Asia.

La posibilidad de acceder a los mercados internacionales de capital puede ser un beneficio para muchos países, en especial para los emergentes, considerando los efectos positivos que esto genera, sin embargo, la afluencia de dichos capitales muchas veces puede estar asociada a efectos no deseados o negativos, como presiones inflacionarias, apreciación del tipo de cambio real y deterioro de la cuenta corriente, entre otros.

Los autores esgrimen que la historia de AL proporciona amplias evidencias de que las entradas masivas de capitales pueden producir burbujas especulativas en el mercado de valores y conducir a una excesiva expansión del crédito interno, haciendo peligrar la estabilidad del sistema financiero. Si dicha afluencia es de corto plazo, estos problemas se ven amplificadas aumentando la probabilidad de una abrupta y repentina reversión de flujos de capitales.

La reversión de flujos o *sudden stop* (como se lo cita en la literatura), se refiere a situaciones en las cuales se da una interrupción inesperada en el flujo de capitales que ingresa a un país o una contracción persistente en el mercado de créditos, que frecuentemente conduce a países emergentes con economías endeudadas en dólares a tener problemas de sostenibilidad fiscal (Calvo, 1998).

Calvo, Leiderman y Reinhart (1994) destacan que AL y el Caribe son más vulnerables que otras regiones, porque las entradas de capital aumentan más el consumo en relación a la inversión. En esta línea, Athukorala y Rajapatirana, (2003), plantean que AL y el Caribe parecen ser más vulnerable que otras regiones, quizás en parte porque las entradas de capital han promovido el aumento del consumo en relación a la inversión en la región.

Asimismo, Reinhart y Reinhart (2009) plantean que es común que en las economías emergentes haya una expansión fiscal, como consecuencia de aumentos repentinos de entradas de capital, lo cual acentúa aún más la apreciación del tipo de cambio real. Además, los autores evidencian que, frente a grandes ingresos de capitales y expansión fiscal, los gastos fiscales de AL son más pro cíclicos que los de otras regiones.

Es por esto que una preocupación latente en las economías emergentes es que un aumento masivo en las entradas de capital cause serios problemas, entre otros, en la apreciación del



tipo de cambio junto a la pérdida de competitividad, y que esta situación comprometa negativamente la economía del país (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1994).

Por ello, este tema incumbe y ocupa tanto al ámbito académico como político, y es materia de estudio y discusión a nivel internacional a la hora de formular y abordar las políticas macroprudenciales.

Muchos argumentos han sido esgrimidos en el ámbito económico y académico respecto a las bondades del uso de controles de capital. Uno de ellos, es que los controles de capitales pueden ayudar a reconciliar los objetivos de políticas cuando el tipo de cambio es fijo o fuertemente administrado y otro es mantener la independencia de la política monetaria para objetivos nacionales y la protección de la estabilidad financiera frente a los movimientos de capitales internacionales, particularmente cuando hay preocupaciones sobre la inflación que puede llegar a generar las grandes entradas.

Mientras los flujos de capital hacia los países emergentes sigan siendo volátiles y potencialmente disruptivos, la discusión sobre los controles de capital en los ámbitos académicos y políticos permanecerá vigente y, por lo tanto, existirá la necesidad de evaluar su efectividad, sea cual sea su definición.

Esta es una discusión antigua que se remonta a principios de la década de los setenta y los controles se han utilizado históricamente para hacer frente al inconstante ciclo de flujos de capital que se remonta mínimamente dos siglos.

1.2 Justificación

Este trabajo tiene como objetivo principal observar y analizar la evolución de la cuenta capital en economías emergentes en situaciones de implementación de controles de capitales.

Durante la primera mitad de la década de los noventa se registraron en el país grandes ingresos de capitales destinados a capacidad productiva de algunos sectores intensivos en capital e infraestructura vial y de comunicaciones, pero a partir de los 2000, Argentina no ha tenido ingreso masivo de capitales, y cuando han ingresado grandes flujos de capitales no han sido destinados a instrumentos del sector privado. En este sentido, se resalta que el problema aquí es que, para el caso de Argentina, los ingresos de capitales suelen suceder de la mano de procesos de endeudamiento desmedido por parte del Estado. Entonces para este trabajo es



interesante ver el comportamiento de la cuenta capital despejando la emisión de deuda externa. Para tal objetivo no se considerará el endeudamiento público en la cuenta capital a fin de tener una visión más limpia del comportamiento de la misma.

Se utilizará como caso de estudio a Argentina en el período que va de 2005 a 2019.

Con el propósito de observar dichos efectos se iniciará el trabajo desarrollando el concepto de flujos de capitales y sus determinantes y se expondrán los distintos tipos de controles implementados en economías emergentes.

Se considera que este trabajo de investigación podría contribuir a la discusión actual y aportar una visión más amplia a la necesidad de regulación e implementación de controles en economías emergentes, pero sin dejar de lado la particularidad de una economía fuertemente endeudada por el sector público.

1.3 Planteamiento del tema

Varios autores, como Ostry, Ghosh, Habermeier, Chamon, Qureshi, y Reinhardt (2010) plantean que los flujos de capitales permiten a los países con bajas tasas de ahorros atraer financiamiento, diversificar el riesgo de inversión, promover el comercio inter temporal y contribuir al desarrollo de los mercados financieros. De esta manera, los beneficios de la liberalización (libre movilidad) de los flujos de capital pueden asemejarse a los beneficios que se obtienen del libre comercio.

Easterly, Islam y Stiglitz (2001) plantean que en la medida en que exista un vínculo positivo entre la estabilidad de los flujos de capital y el crecimiento económico, es positivo mantener esos flujos, sobre todo en países con las características mencionadas.

Sin embargo, no todos los países reciben de buena manera el ingreso de estos flujos, tal es el caso de países con economías emergentes, a los cuales les preocupa los problemas que pueden derivar de la libre movilidad de capitales, a pesar de sus beneficios.

Bajo estas preocupaciones, es amplia y variada la literatura en la cual se expone la idea de que las entradas masivas de capitales generan tensiones internas puesto que tienden a apreciar el tipo de cambio, modificar los precios relativos y generar burbujas en los precios de los activos, entre otros efectos negativos (Ostry, Ghosh, Habermeier, Chamon, Qureshi y Reinhardt, 2010; Combes, Kinda, y Plane, 2011).



La liberalización de la cuenta de capital y la integración de los mercados financieros internacionales conlleva riesgos asociados, ya que los flujos que reciben las economías emergentes suelen ser demasiado grandes en relación a sus mercados, a su capacidad de absorción y a la profundidad de sus sistemas financieros. Es por ello, que son más vulnerables a los shocks externos, y tienen menos estabilidad económica y política interna.

Además, los shocks se exacerbaban y propagaban más fácilmente en las economías emergentes debido a las características estructurales e institucionales. La volatilidad derivada de los flujos de capital repercute en la estabilidad macroeconómica y financiera de estas economías y en menor medida en las economías desarrolladas.

Un ejemplo, es el caso de Brasil en el año 2008, en el cual las inversiones de corto plazo destinadas a *'carry-trade'* se multiplicaron e inflaron artificialmente el valor del Real Brasileño, deteriorando la competitividad de las exportaciones del país y afectando a la balanza comercial.

El *'carry trade'*¹ es una estrategia de inversión por la cual un inversor vende una moneda con una tasa de interés baja y compra otra diferente con una tasa de interés más alta. Supone comprar una moneda para simultáneamente vender otra diferente, o lo que es igual a financiarse con una moneda e invertir ese dinero en otra, esperando una rentabilidad de la diferencia. De esta manera, el inversor especula con que la moneda de inversión se va a apreciar respecto a la moneda que uso para la financiación.

Como consecuencia, Brasil implementó impuestos a la inversión extranjera en el mercado local de acciones y bonos, con el objeto de impedir que los flujos especulativos sigan apreciando el tipo de cambio y teniendo efectos nocivos en la economía real.

Tales impuestos demostraron cierto efecto al reducir la aceleración de los flujos entrantes y la apreciación de la moneda.

Al igual que Brasil, en 2005 Argentina reintrodujo los controles de capitales a fin de desincentivar el ingreso de capitales de corto plazo y promover el de largo plazo, tratando de disminuir la volatilidad de los flujos y la vulnerabilidad de la economía, previniendo el impacto negativo de potenciales efectos desestabilizadores de los flujos. Caso contrario fue el de Argentina 2016 en el cual desreguló por completo la cuenta capital e inició un proceso de fuerte flexibilización del mercado cambiario, suprimiendo todo tipo de control preexistente.

¹ También conocido en Argentina como "bicicleta financiera" o "bicicleta"



Asimismo, es dable mencionar que en la primera etapa (2005-2015) Argentina no emitía deuda en los mercados internacionales, mientras que a partir de 2016 inició un fuerte proceso de endeudamiento externo.

Por esto cabe cuestionarse ¿qué es lo que pondera más, el control de capitales en si o la oferta de instrumentos de deuda?

Diferentes estudios como Calvo, Leiderman y Reinhart (1994); Ostry, Ghosh, Habermeier, Chamon, Qureshi, y Reinhardt. (2010); Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Ötoker-Robe, Canales-Kriljenko y Kirilenko (2000); Habermeier, Kokenyne y Baba (2011); Gallagher, Griffith-Jones y Ocampo (2012); Gallagher (2015); y Bastourre y Zeolla (2017), entre otros más, estudian y dan cuenta de la necesidad de implementar controles de capital o regulaciones a la cuenta capital en determinados momentos y en determinadas economías.

1.3.1 Preguntas de investigación:

- ¿Cuáles son los efectos positivos y negativos que generan los flujos de capitales?
- ¿Cuáles fueron las distintas medidas de control de capitales implementadas por las economías emergentes?
- ¿Cómo evolucionó la cuenta capital de Argentina luego de la implementación de dichos controles?
- ¿Qué rol tiene la política de financiamiento público en el flujo de capitales hacia la economía?
- ¿Qué visión y postura tienen los organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), Financial Stability Board (FSB), G20 y OCDE respecto a la utilización de controles de capitales?

2. Objetivos

2.1 Objetivo general: Analizar la evolución de la cuenta capital y luego los efectos de la implementación de los controles en las economías emergentes, específicamente estudiar el caso de Argentina en el periodo 2005-2019.



2.2 Objetivos específicos:

1. Identificar los principales efectos de los flujos de capitales.
2. Describir los factores determinantes de los flujos de capital.
3. Relevar y describir los controles implementados en economías emergentes.
4. Entender los motivos y justificación en la implementación de controles de capitales en tales economías
5. Analizar la evolución de la cuenta capital de la Balanza de Pagos (BdP) en momentos con control y sin control de capitales despejando el “efecto endeudamiento público” de la BdP.
6. Observar la correlación entre mega ingresos de capitales y procesos de fuerte endeudamiento
7. Esclarecer la visión de los organismos internacionales respecto a la adopción de medidas de regulación de los flujos de capitales.

3. Metodología y técnicas a utilizar

En función de los objetivos delimitados en este trabajo, se propone un abordaje mixto (cualitativo y cuantitativo) con diseño descriptivo transversal, ya que la intención es analizar y describir variables de manera independiente, sobre la base de un estudio de caso. Sampieri, Collado y Lucio (2010) postulan que los estudios descriptivos buscan especificar las propiedades, las características y los perfiles de procesos (entre otras cosas) o cualquier otro fenómeno que se someta a un análisis. Es decir, únicamente se pretende medir o recoger información sobre los conceptos o las variables a las que se refieren. “La meta de la investigación mixta no es reemplazar a la investigación cuantitativa ni a la investigación cualitativa, sino utilizar las fortalezas de ambos tipos de indagación combinándolas y tratando de minimizar sus debilidades potenciales” (Sampieri, 2014, p. 548).

Con fines exploratorios y descriptivos, se ahondará en la bibliografía disponible sobre la temática y se recopilará información cualitativa y datos cuantitativos, utilizando las bases de datos del Banco Mundial, del Instituto de Estadísticas y Censos (INDEC) y del Banco Central de la República Argentina (BCRA).



En base a lo mencionado y para el estudio de caso, se ha seleccionado al país Argentina, puesto que cumple con las características necesarias para este trabajo: es una economía emergente de América Latina (AL), ha atravesado fuertes crisis económicas con fuertes ingresos y fuertes salidas de capitales, ha pasado de una situación de implementación de controles a una desregularización absoluta de la cuenta capital en distintos períodos de tiempo y ha atravesado períodos de fuerte endeudamiento externo a períodos de no acceso a los mercados internacionales de crédito.

4. Marco teórico

4.1 Concepto de flujos de capitales

Según el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (en lo sucesivo FMI), los flujos de capital pueden dividirse en dos tipos, dependiendo el origen de los recursos. Los flujos oficiales o públicos, caracterizados por donaciones o préstamos de largo plazo de gobiernos extranjeros u organismos multilaterales de crédito, y los privados caracterizados por originarse a través de bancos, empresas e inversores extranjeros, formados por préstamos de corto y largo plazo, inversiones de cartera e Inversión Extranjera Directa (IED).

Calvo, Leiderman y Reinhart (1994), definen a la afluencia de capital como el aumento en el endeudamiento internacional neto de los sectores público y privado durante un período de tiempo determinado, y miden (aunque de manera imprecisa) por el superávit de la cuenta capital de la Balanza de Pagos.

Por lo tanto, excepto errores u omisiones, el superávit de la cuenta capital es igual al exceso del gasto sobre el ingreso más el cambio en las reservas internacionales. De esta manera, los aumentos en las entradas de capital se asocian con mayores déficits en la cuenta corriente y/o acumulación de reservas.

Asimismo, estos flujos pueden dividirse en flujos destinados a la inversión extranjera directa (IED), flujos destinados a inversión en cartera y flujos destinados a otras inversiones.

Se debe considerar que los flujos totales también incluyen derivados financieros, pero tienden a ser pequeños en relación con los otros flujos.



Es importante diferenciar el tipo de flujo de entrada puesto que Combes, Kinda y Plane (2011) plantean que los flujos de inversión de cartera tienen un impacto siete veces mayor en la apreciación del tipo de cambio que el que tiene la IED.

Si bien la literatura en general estudia el efecto de las entradas de capital agregadas en el tipo de cambio real, los autores realizan un análisis del impacto diferenciando el tipo de flujos de capital entre IED, inversión de cartera, préstamos bancarios y transferencias privadas (en particular remesas). La desagregación de dichas entradas de capital muestra que el efecto en la apreciación difiere según el tipo de flujo.

Las inversiones de cartera, que son más volátiles, tienen mayor efecto en la apreciación y puesto que la IED está relacionada con un aumento de la capacidad productiva, por lo que la apreciación real es apenas una séptima parte que la que se da con la inversión en cartera (Combes, Kinda y Plane, 2011).

También debe destacarse la relación entre las entradas y las salidas brutas de capital, puesto que, a pesar de su movimiento cíclico, estas presentan ciertas particularidades; por ejemplo, las entradas de capital a los países en desarrollo fueron grandes a finales de la década del setenta y principios del ochenta; y terminaron abruptamente con el inicio de la crisis de la deuda en 1982 (Combes, Kinda y Plane, 2011).

En el caso de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay, las entradas de IED representaron en el año 2000 en promedio 3.25% del producto bruto interno (PBI), mientras que esa cifra fue 1.25% y 0.25% del PBI en el caso de las entradas de inversión en cartera y otras inversiones, respectivamente. Por otro lado, el ingreso de capitales en las economías en desarrollo fue casi nulo durante la década del ochenta. (Calvo, Leiderman y Reinhart 1992, 1993).

La definición de flujos de capital de Calvo, Leiderman y Reinhart (1994), es congruente con los principios contables del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI que, sobre la base del registro transaccional regido por la partida doble, determina a la variación de activos de reservas internacionales como el resultado de la suma de los saldos de las cuentas corriente, capital y financiera más los errores y omisiones.

En esta línea y a los fines de entender la afectación de las entradas de flujos en los diferentes ítems de la Balanza de Pagos (BdP) de un país, resulta pertinente exponer la definición de la BdP y detallar la composición de la cuenta capital, junto a la cuenta financiera, las cuales resultan necesarias para el análisis y desarrollo de este trabajo.



El informe “*Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa*” (2018) del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), expresa que “la balanza de pagos es un estado contable estadístico que resume las transacciones económicas entre un país y el resto del mundo. Las transacciones se registran en términos de flujos devengados entre residentes y no residentes. La BdP comprende: la cuenta corriente que registra el comercio de bienes y servicios, los flujos de ingresos primarios e ingresos secundarios entre residentes y no residentes, la cuenta de capital que registra las transferencias de capital y la adquisición y disposición de activos no financieros no producidos entre residentes y no residente y la cuenta financiera que registra las transacciones relativas a los activos financieros y pasivos que tienen lugar entre residentes y no residentes.

Las transacciones de la cuenta corriente y de la cuenta de capital se registran en términos brutos y el resultado es la necesidad de financiamiento externo neto que se solventa con la cuenta financiera. Las transacciones de activos financieros y pasivos financieros de la cuenta financiera se muestran separadamente sobre una base neta (es decir, se muestra el incremento de los activos financieros/pasivos menos su disminución correspondiente).

Estas transacciones de la BdP tienen efecto en la posición de activos financieros y pasivos de la posición de inversión internacional (PII).

La PII es otro estado contable estadístico que muestra, en un momento dado, el valor de mercado de los activos financieros y pasivos de los residentes de una economía frente a no residentes, en términos de stock. Un saldo positivo en la PII es una posición acreedora del país frente al resto del mundo, y un saldo negativo es una posición deudora.

La principal razón de las variaciones de la PII son el resultado de las transacciones de la cuenta financiera de la BdP. (INDEC, 2018)

Asimismo, la cuenta financiera la BdP se subdivide en cinco categorías funcionales: inversión extranjera directa, inversión de cartera, instrumentos financieros derivados, otra inversión y activos de reserva.

Según Lanteri (2010), la cuenta capital considera todas las transacciones internacionales en activos (que no reflejan cambios en las reservas internacionales), incluyendo acciones, activos domésticos y bonos del gobierno. Cuando un agente doméstico vende activos a un agente del exterior, esta transacción es registrada en la balanza de pagos como un crédito en la cuenta financiera. El endeudamiento externo neto, por parte de agentes domésticos, o las inversiones



extranjeras en los mercados domésticos, se consideran influjos netos de capital, ya que representan, endeudamiento y financiamiento de activos (*“equity finance”*).

Igualmente, las salidas netas de capitales comprenden: compras de activos externos realizadas por residentes y pagos de préstamos externos a no residentes.

Retomando el concepto de flujo de capitales, el FMI, además de dividir en dos tipos a los flujos, los define como una transacción financiera transfronteriza entre dos agentes, registrada en la cuenta capital de la balanza de pagos de los países de cada agente y los movimientos de estos flujos alteran los activos y pasivos que el país tiene con el resto del mundo. (IMF, 2009)

En la *“Sixth Edition of the IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual”* (2009) el FMI expone que se pueden diferenciar los tipos de inversión en base a 5 categorías funcionales: 1) inversión extranjera 2) en cartera 3) en derivados financieros 4) otras inversiones y 5) reservas de activos.

Tomando como base las categorías funcionales definidas por el FMI, resulta necesario para el alcance de los objetivos de este trabajo, hacer mención a la diferencia entre la inversión extranjera directa (IED) y la inversión en cartera.

Según la definición de la OCDE (2008) la IED refleja el objetivo de establecer un interés duradero de un inversionista en una empresa que reside en una economía diferente a la del Inversor. El interés duradero implica la existencia de una relación a largo plazo entre el inversionista y la empresa y un grado significativo de influencia en la administración de la empresa. La propiedad directa o indirecta de un 10% o más del poder de voto de una empresa por un inversionista es evidencia de tal relación.

En el caso de la inversión en cartera (o porfolio, como también se suele utilizar), esta se define como las transacciones transfronterizas que involucran títulos valores (bonos, acciones entre otros), distintos de los incluidos en la IED (IMF, 2104).

En línea con estas ideas, la definición de BdP del INDEC hace referencia a los distintos motivos económicos de la inversión, ya que la relación entre los inversionistas de cartera y sus contrapartes es diferente a la de los inversionistas extranjeros directos y sus contrapartes.

La IED tiende a asociarse con una relación duradera, mientras que la inversión en cartera se asocia con necesidades de los inversionistas de diversificar sus carteras y la posibilidad de retirar sus inversiones de inmediato.

Según Arora, Habermeier, Ostry y Weeks-Brown (2013), los flujos de capital hacia las economías emergentes históricamente han estado compuestos por IED, aunque se han podido



observar fuertes aumentos en los flujos de inversiones en cartera y otras inversiones (relacionadas principalmente con bancos) desde el año 2003.

Es importante destacar que la mayor parte del aumento de los flujos mundiales de capital durante el periodo 2003-2007 corresponde a flujos de capital de corto plazo, incluidos los de cartera y otras inversiones.

Por otro lado, y como se ha mencionado, estos flujos han demostrado ser más volátiles y riesgosos para el sistema financiero que los de IED.

En base a lo expuesto, la literatura en la materia asocia los problemas derivados de los flujos de capitales a la inversión en cartera, a otras inversiones y a las transacciones con derivados. El sentido de esto es que estas inversiones presentan una gran volatilidad (a diferencia de la IED que se establece por un periodo prolongado en el país), ya que estas inversiones involucran operaciones de corto plazo y generalmente son realizadas con un fin especulativo. (Arora et. al., 2013).

Además, es mucho más fácil que sobre estas inversiones se den *sudden stops* o reversión de flujos.

4.2 Determinantes de los flujos de capitales. Factores push y pull.

La incidencia y el volumen de la afluencia de capitales han variado a lo largo del tiempo. La historia muestra que las entradas de capitales han sido relativamente grandes para los países en desarrollo a fines de los setenta y a principios de los ochenta, y se han frenado abruptamente con el inicio de la crisis de la deuda en el año 1982. Luego de los ochenta los ingresos de capitales para las economías o regiones en desarrollo fueron prácticamente nulos y hasta negativos. (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1992, 1993).

Siguiendo la cronología, a mediados de los años noventa las entradas de capitales internacionales comenzaron nuevamente a experimentar un aumento notable hasta la primera mitad de la década del 2000, tanto en economías emergentes (América Latina, el Oriente Medio y partes de Asia) y en desarrolladas, como Estados Unidos y Japón. (Reinhart, Calvo y Leiderman; 2009). Posteriormente, luego de la crisis financiera mundial acontecida en 2008, las entradas de capitales se redujeron fuertemente a nivel global y recién se recuperaron en el año 2009.



Finalmente, a finales del 2011 comenzaron a disminuir como consecuencia de la crisis de deuda soberana de la zona del euro. (Pagliari y Hannan, 2017).

Por este motivo, se ha dado un amplio debate sobre si los cambios en la composición de los flujos son causados por factores internos o externos a los países receptores.

Varios estudios han explicado cuáles son los factores domésticos o externos, que determinan los movimientos de los flujos de capital (Koepke, 2015; Calvo, et. al., 1992, 1993; Fernández-Arias, 1996; Montiel y Reinhart, 1999; Hausmann y Fernandez-Arias, 2000, entre otros).

Calvo, et. al. (1993) encontraron que los flujos totales de los países desarrollados a los países en desarrollo habían sido estimulados por el crecimiento y las tasas de interés en los países desarrollados. Otros autores, encontraron que la distribución de los flujos de capital en los países en desarrollo tenía que ver con factores específicos de cada país, como la estabilidad política, la solvencia y la ubicación (Calvo y Reinhart, 1996; Fernández-Arias y Montiel, 1995; Hernández y Rudolph, 1997; Hausmann y Fernández-Arias, 2000; Corbo y Hernández, 2001 en Hernández, 2001).

También se ha observado que la composición de las entradas de flujos de corto plazo (deuda de corto plazo y capital de cartera) y flujos a largo plazo (IED y deuda a largo plazo), son afectados por factores internos como el crecimiento del PIB y diferenciales de tasas de interés (Chuhan et al., 1998; Montiel y Reinhart, 1999; Corbo y Hernández, 2001, en Hernández, 2001).

Koepke, R. (2015) plantea que entender cuáles son los determinantes de los flujos de capital hacia los mercados emergentes es, una cuestión de política importante y esto se demuestra en el gran interés académico que han recibido estos factores a lo largo del tiempo.

Los estudios de Calvo, et. al. (1993) y Fernández-Arias (1996) introdujeron por primera vez la distinción entre factores de "atracción" (*push*) específicos de cada país y factores de "empuje" (*pull*) externos, proporcionando el marco teórico para el análisis empírico de los flujos de capitales desde principios de década de 1990 (Koepke, R. 2015).

Según el autor, los determinantes *push-pull* también demostraron ser útiles para explicar el comportamiento de los flujos de capital durante y después de la crisis financiera mundial de 2008, que se inició en los Estados Unidos, pero que tuvo efectos colaterales en los mercados emergentes, poniendo sobre la mesa nuevamente la discusión sobre la importancia de los efectos externos de las entradas de capital en los mercados emergentes.



Luego de la crisis, la literatura hizo hincapié en otro factor externo, como es el caso del impacto de las políticas monetarias expansivas (*quantitative easing*) de las economías avanzadas sobre los flujos de capital de los mercados emergentes. Calvo, et. al. (1993) ya habían explicado este factor (Koepke, R. 2015).

Según Calvo, et. al. (1992) los determinantes son un aspecto central de la formulación de políticas al determinar el grado de persistencia de la afluencia de capital y para evaluar dicha persistencia (como también la conveniencia o la necesidad de capital), resulta fundamental poder identificar los factores que hay detrás de tal afluencia.

En este sentido, los autores distinguen entre factores determinantes externos (*push*) y factores internos (*pull*). Los factores externos son aquellos que no tiene que ver con las políticas adoptadas por un país y están asociados a cuestiones externas como por ejemplo la disminución de las tasas de interés internacionales, una recesión en el resto del mundo o la aversión al riesgo. Estos factores son considerados cíclicos y reversibles.

Por ejemplo, Reinhart (1993,1996) argumenta que las entradas de capitales a AL en los noventa fueron explicadas por condiciones externas a la región, como por ejemplo la baja tasa de interés en los Estados Unidos.

Por otro lado, los factores internos a los que los autores hacen referencia tienen que ver con políticas económicas domésticas que atraen los capitales a largo plazo; como por ejemplo reformas institucionales exitosas, programas de estabilización de precios o liberalización del mercado de capitales.

Asimismo, otros autores sugieren que los efectos de los shocks externos en la magnitud (en relación con el PBI), la composición y la sensibilidad de los flujos de capital pueden variar entre los países. Como consecuencia, los factores domésticos (o de atracción), podrían explicar el comportamiento de determinados flujos (Bohn y Tesar, 1996; Hernández, 2001).

En este sentido, las economías que tengan buenos indicadores domésticos recibirían mayores flujos de capital e inversiones de largo plazo. Indicadores como la tasa de crecimiento de la economía, la situación fiscal y la inflación, entre otros, se enumeran como factores domésticos determinantes para los flujos de capital.

Sin embargo, otros estudios postulan que ambos factores (domésticos y externos) podrían explicar los flujos de capital en las economías emergentes (Chuhan, Claessens y Mamingi, 1998; Carlson y Hernández, 2002).



En este sentido, Chuhan et al. (1998), explica que, si bien los factores externos son determinantes para los flujos, una proporción importante de flujos hacia los países asiáticos habría sido explicado por las situaciones macroeconómicas y las reformas implementadas por dichos países.

Por su parte, Montiel y Reinhart (1999), sostienen que la magnitud de los flujos podría ser explicada por factores externos y los factores domésticos explicarían la distribución de estos flujos.

Cuadro 1. Principales determinantes de los flujos de capital (*push vs pull*)

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

Fuente: Bastourre y Zeolla (2017) en base a Koepke, R. (2015)

4.3 Tipos de Controles de capitales y tipo de medidas adoptadas

Los controles de capitales asumen distintas formas, pueden ser restricciones a la salida de fondos, exigencias a la inversión extranjera directa o a inversiones especulativas de corto plazo, permanencia de inversiones extranjeras, bloqueos parciales o totales a la remisión de utilidades al exterior, impuestos específicos, prohibiciones y autorizaciones discrecionales, entre otros.

Argentina ha tenido experiencia en las distintas formas mencionadas desde permisos, controles del Banco Central de la República Argentina (BCRA), prohibiciones totales o parciales, tipos de cambio múltiples, exigencias administrativas y/o impuestos a la compra de divisas y/o al giro de remesas al exterior (Rubini, 2019).

Siguiendo a Ariyoshi et al. (2000), los controles de flujos de capital abarcan una amplia variedad de medidas, suelen ser específicas para cada país y en muchos casos se aplican junto con otras herramientas de política. Los autores plantean que en general las medidas de control han tomado, dos formas distintas: (1) controles de administración o directos y (2) controles basados en el mercado o indirectos.



Los controles directos están orientados a restringir los flujos de capital de transacciones y/o pagos relacionados y controlar directamente su volumen. Son en general, prohibiciones explícitas como por ejemplo límites cuantitativos o procedimientos administrativos que requieren aprobación para realizar transacciones de capital transfronterizas.

Por otro lado, los controles indirectos (o basados en el mercado), intentan desalentar los movimientos de determinados flujos de capital haciéndolos más costosos y pueden adoptar diversas formas, como por ejemplo sistemas de tipos de cambio duales o múltiples, impuestos explícitos o implícitos sobre los flujos transfronterizos, por ejemplo, un impuesto Tobin y otras medidas generalmente basadas en precios. Dependiendo del tipo, de control, pueden afectar solo el precio o tanto el precio como el volumen de la transacción.

En este sentido, el “*Code of Liberalization of Capital Movements*” de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), define a los controles de capital como restricciones a las transacciones de capital y a la libre movilidad del capital. Estas restricciones son definidas por el Organismo como aquellas medidas discriminan entre residentes y no residentes. Por lo tanto, según la OCDE, las medidas de flujo de capital generalmente están basadas en la residencia, tal como se define en el FMI (2011).

Por otro lado, Ostry et. al (2010) divide las medidas de controles de capitales que han tomado distintos países en diferentes experiencias o situaciones. Una es el uso de controles para limitar las entradas de capitales de corto plazo como son los casos de Brasil en 1993, Chile en 1991, Malasia en 1994 y Tailandia en 1995.

Los flujos de capital a corto plazo, se han considerado especulativos y desestabilizadores del sistema en su conjunto, por el contrario, los flujos de largo plazo suelen relacionarse con una duración en el tiempo y con la economía real, por lo tanto, son más deseables.

Otra experiencia distinta en el uso de controles fue para las salidas de flujos en el contexto de crisis financieras como son los casos de Malasia en 1997, España en 1992 y Tailandia en 1997. Las autoridades de esos países han tomado la medida con el objetivo de poner freno a la depreciación de sus monedas.

En 1992 España era miembro del Sistema Monetario Europeo, donde las decisiones sobre el tipo de cambio estaban sujetas a acuerdo con los demás miembros del sistema; Tailandia mantenía un régimen de tipo de cambio fijo cuando impusieron los controles; y Malasia mantenía una flotación administrada, antes de fijar el ringgit frente al dólar estadounidense y la implementación de controles en 1998.



En los tres países, los controles se implementaron con el objetivo de contener la especulación contra las monedas y estabilizar el tipo de cambio en un contexto de fuerte caída de las reservas.

Siguiendo a Ariyoshi et. al (2000), otra experiencia tiene que ver con el uso de controles extendidos a lo largo del tiempo durante las crisis financieras como es el caso de Rumania en 1996, Rusia en 1998 y Venezuela en 1994. Las crisis imperantes en aquellos países llevaron a una fuerte baja de los tipos de cambio y a una fuerte reducción de las reservas. Los países recurrieron a una amplia gama de controles de cambio para estabilizar sus mercados de divisas. Estos controles incluían desde medidas administrativas para cerrar o restringir el acceso al mercado de cambio, tanto para pagos y transferencias corrientes, como para movimientos de capital.

Previo a la implementación de controles, Rumania y Rusia mantenían regímenes restrictivos sobre la cuenta de capital, por el contrario, Venezuela tenía liberalizada la cuenta capital y la implementación de controles representó un cambio de política.

En Rumanía, las medidas estuvieron orientadas a suspender las licencias de compraventa de divisas de todos los bancos controlados por el Estado (excepto cuatro), y limitar a un día el efectivo que podía tener las agencias de cambio, limitando consecuentemente el mercado de divisas. En Venezuela, las medidas tomaron la forma de restricciones a la disponibilidad de divisas para pagos de importación y exportación, y para transacciones invisibles; requisitos de entrega sobre los ingresos por exportaciones y determinadas entradas de capital; y la prohibición de la repatriación de inversiones de no residentes y todas las demás transacciones de capital, excepto el pago de la deuda externa.

Por su parte, en Rusia, las medidas fueron aún más extensas y combinaron una intensificación de los controles de capital ya existentes con restricciones a las transacciones; cierre temporal del mercado de cambios interbancario y creación de un mercado dual junto al default de su deuda soberana. Rusia abandonó la banda de flotación cambiaria, y en Venezuela y Rumanía los controles fueron acompañados por un tipo de cambio fijo.

Una experiencia diferente es el uso de controles de capital de larga duración y la posterior liberalización de la cuenta capital, como fue el caso de China en 1994, India en 1991, Perú en 1990 y Argentina en 1991.

Ariyoshi et.al. (2000) considera que China e India se vieron menos afectados a la crisis asiática de 1997 y 1998, por no tener liberalizada la cuenta capital, aunque podrían haber



influido otros factores, dado que ambos países tienen grandes economías y relativamente cerradas, junto con sólida posición en reservas internacionales.

Por otro lado, Argentina y Perú han liberalizado todas las transacciones de la cuenta capital como parte de los programas económicos destinados a señalar un fuerte compromiso con la reforma.

Magalhães y Fritz (2016) analizan las medidas de control de capitales aplicadas en el Brasil y la República de Corea y detallan como fue la exposición de ambas economías a los flujos de capitales.

En el año 2008 las entradas de flujos destinadas a realizar operaciones de carry-trade inundaron Brasil e inflaron artificialmente el valor del Real brasileño, afectando negativamente la competitividad de las exportaciones brasileñas.

Como consecuencia de esta situación, Brasil implementó impuestos a la inversión extranjera en el mercado local de acciones y bonos, con el fin de impedir que los flujos especulativos aprecien el tipo de cambio.

Es así como el 22 de octubre de 2009 el país fijó un impuesto del 2% a las operaciones financieras (IOF) al capital extranjero destinado a inversión en instrumentos de renta fija y variable. Posteriormente, en 2010, el impuesto a la renta fija fue elevado al 4% y más tarde al 6%.

Además, el impuesto se extendió a la constitución del margen de garantía, exigido por las bolsas de valores. Luego el mismo año se restringió la liquidez aumentando al 30% el mínimo de reservas bancarias requeridas en moneda nacional y aumentó el requerimiento de reservas de 8% a 12% para cuentas corrientes, y de 15% a 20% para depósitos a plazo.

Kornblum (2019), plantea que al igual que en Brasil, a principios del 2010 el aumento en los flujos de capital recibidos por Costa Rica destinados a la inversión en cartera, aumentaron el valor del Colón costarricense y perjudicaron a la producción del país. Luego de ello y en menos de un año, Costa Rica estableció un encaje a los préstamos externos de corto plazo recibidos por los bancos y otras entidades financieras.

La preocupación era que estos flujos de corto plazo no sólo perjudicaban a la exportación y producción, sino que también aumentaban el riesgo de una repentina reversión de flujos (*sudden stops*) y sus posteriores problemas de devaluación e inflación.

Por su parte, Chile sufrió un impacto muy grande luego de la crisis de los años ochenta en AL, producto de la liberalización de la cuenta capital y de los flujos financieros y la ausencia



de regulaciones. La implementación de controles posteriores le permitió hacer frente a la crisis mexicana de finales del año 1994 sin inconvenientes, y los controles implementados minimizaron los impactos financieros generados por la crisis asiática de 1997.

De esta manera, la regulación y liberalización se complementaron, reduciendo el ingreso de capitales solamente a la inversión productiva o de largo plazo y minimizando consecuentemente los impactos de la volatilidad financiera producida en los flujos de corto plazo.

Es interesante resaltar lo que plantea Kornblum (2019) al sostener que, paradójicamente países como Chile, Colombia y México, que en la última década se caracterizaron por tener y difundir un discurso liberal en lo económico, sean los países que presenten mayores controles de la cuenta capital en la región.

Por otro lado, Magud y Reinhart (2006) plantean que en la mayor parte de la literatura empírica no se hacen distinciones entre los controles de salidas y de entradas, e incluso cuando se hace una distinción, los controles van desde lo explícito a lo sutil y desde lo “*market friendly*” a lo represivo.

4.4 Motivaciones y efectividad en el uso de Controles de capital

En los años noventa el FMI defendía fuertemente la liberalización de la cuenta de capital como la política económica recomendable para todos los países. En ese entonces las políticas de control de capitales eran consideradas distorsivas y rechazadas de manera exacerbada, pero esta visión comenzó a virar luego de la crisis del sudeste asiático.

Varios autores, entre ellos, Ostry et al. (2010), Ariyoshi et al. (2000), Ceuz M. y Casarreal (2015), explican los motivos o causas que justifican o por lo menos ameritan el uso de controles de capital.

En el caso de Ariyoshi et al. (2000), plantea que entre los argumentos más fuertes se encuentran aquellos que están relacionados a situaciones en las cuales las restricciones impuestas a la cuenta de capital mejoran el bienestar económico al compensar las imperfecciones existentes en el mercado financiero; en particular aquellas imperfecciones que son resultado de la información asimétrica.



En este sentido las medidas de controles son amplias y van desde mayores estándares prudenciales hasta controles directos sobre los flujos de capital.

Uno de los argumentos que se utiliza para justificar o explicar la implementación de controles de capital tiene que ver con que la idea de que la adopción de controles puede ayudar a conciliar objetivos de política cuando el tipo de cambio es fijo o está fuertemente administrado.

Este argumento, se concilia con la idea de preservar autonomía en las decisiones de política monetaria para poder cumplir los objetivos internos y a su vez reducir las presiones sobre el tipo de cambio (dilema de la trinidad imposible).

Otra de las motivaciones está relacionada con la necesidad de proteger la estabilidad monetaria y financiera, puesto que los grandes flujos de capital pueden tener consecuencias inflacionarias o una evaluación inadecuada de riesgos por parte de los bancos o de las Empresas en un contexto de tipo de cambio administrado que fomenta la acumulación de posición en moneda extranjera no cubierta.

Asimismo, los controles de capital también han sido utilizados por los Gobiernos para promover políticas de restricción financiera con el fin de proporcionar financiamiento barato (Ariyoshi et al., 2000).

Por otro lado, Ostry et al. (2010) plantea que los aumentos repentinos de flujos de capital pueden complicar la gestión macroeconómica de un país y crear fragilidad financiera.

Por el lado de la macroeconomía, la preocupación viene porque el aumento de capitales conducirá a una apreciación del tipo de cambio y empeorará la competitividad del sector transable y por el lado de la fragilidad financiera, las grandes entradas de capital pueden conducir a un excesivo endeudamiento externo en moneda extranjera, alimentando el auge del crédito interno a través de créditos en moneda extranjera y aumento excesivo en el precio de los activos.

Los autores se cuestionan si tales preocupaciones pueden llegar a justificar la implementación de controles sobre las entradas de capital, no solo desde la perspectiva de cada país, sino también teniendo en cuenta las consideraciones multilaterales.

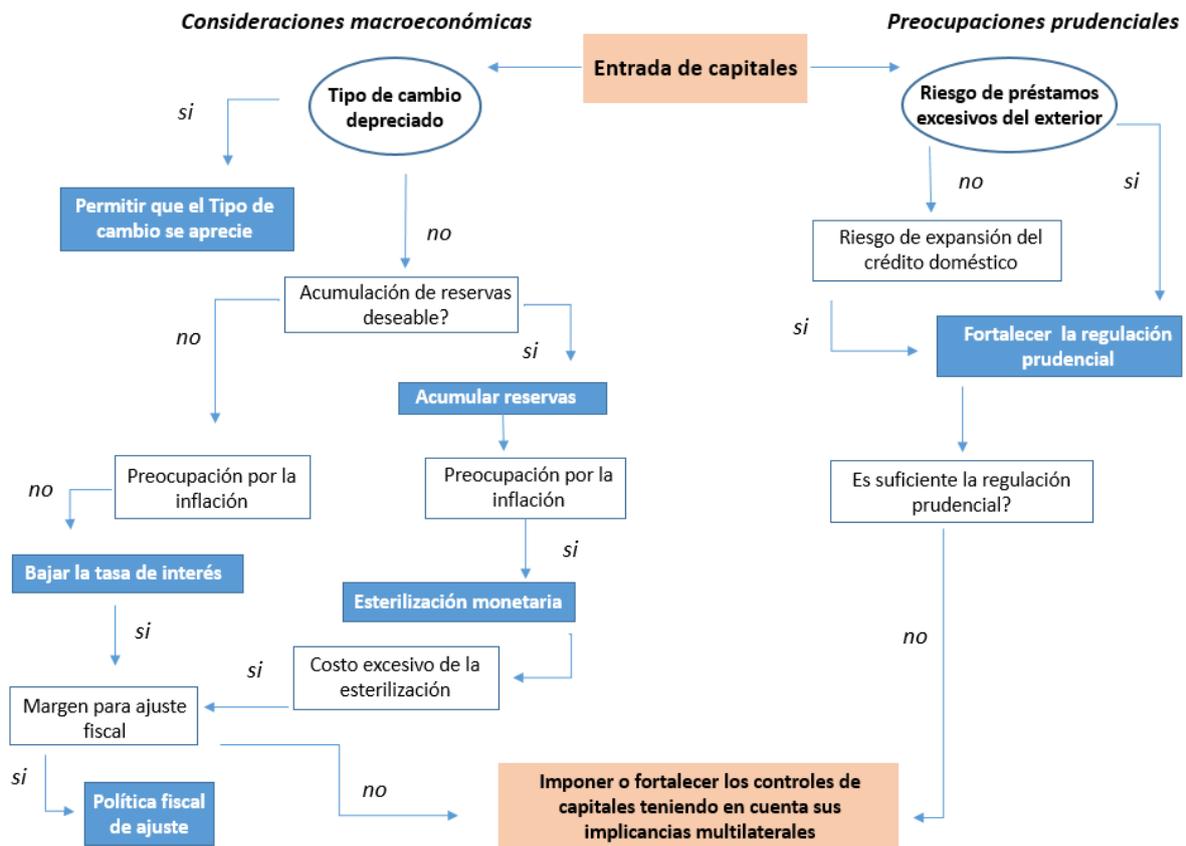
La respuesta es que la justificación del uso de controles depende bajo las circunstancias en las que se encuentre el país.

En este sentido hay que evaluar algunas cuestiones, la primera cuestión es considerar si se puede dejar que el tipo de cambio se aprecie frente a la entrada de flujos.

Si bien, como se mencionó con anterioridad, la apreciación del tipo de cambio es una de las principales preocupaciones de los países con economías emergentes, primero hay que advertir si el tipo de cambio multilateral está subvalorado, y si hay margen para que el tipo de cambio nominal se aprecie lentamente frente a las entradas de capital sin que estas generen grandes problemas.

Ahora bien, de la misma manera, cuando el tipo de cambio nominal está sobrevaluado o cerca al de equilibrio, es necesario analizar el impacto que tendría una apreciación del tipo de cambio en la competitividad, y en este escenario evaluar la posibilidad del uso de controles de capital. Por otro lado, otra variable a tener en consideración es el nivel de reservas internacionales del país, ya que, si el país tiene un nivel bajo de reservas, las entradas de capital pueden ser una oportunidad para acumular más reservas que posteriormente ayudarán a hacer frente a situaciones de salidas de capital. (Ostry et al., 2010)

Gráfico 1. Consideraciones macroeconómicas y prudenciales. Perspectiva de cada país.



Fuente: elaboración propia en base a "Capital Inflows: The Role of Controls" (2010)



La literatura sobre controles de capital, comprende muchas décadas y a todas las regiones del mundo, aunque hay ciertas aprensiones a la hora de implementar medidas de control de capital.

Con frecuencia la efectividad de los controles de capital se ha evaluado en relación a su impacto en los flujos de capital y a mantener la volatilidad del tipo de cambio, proporcionar independencia de la política monetaria y mantener la estabilidad macroeconómica y financiera, pero algunos autores coinciden en que los estudios econométricos y estadísticos tienen ciertas deficiencias metodológicas.

Ariyoshi et al. (2000) sostiene que la principal carencia que tiene la literatura en la materia, es que no se dispone de medidas confiables y generalmente aceptadas respecto a la intensidad de los controles, y muchos estudios utilizan variables ficticias. Además, menciona que es complejo determinar si los cambios en las variables observadas son atribuibles a la implementación de los controles de capital, o a otras cuestiones.

Luego de la crisis financiera de los países asiáticos desencadenada en 1997, varios países se vieron obligados a adoptar medidas de control de capital. Para ese entonces, la adopción de dichos controles tuvo una aceptación general, considerando que las regulaciones pueden ser apropiadas en determinadas circunstancias, incluso hasta necesarias en tiempos de escenarios complejos.

Un claro ejemplo fue Malasia, al imponer estrictos controles y límites en el intercambio y salidas de inversiones en cartera, con el objetivo de contener y amortiguar los daños que causaba el contexto recesivo del país luego de la fuerte fuga de capitales.

Lo más interesante de la experiencia del país malayo, fue el hecho de no aplicar las medidas de ajuste solicitadas por el FMI. Hacia el año 2000, el país retomaba el crecimiento y crecía con más fuerza, que aquellos países que habían implementado los consejos del FMI. (Ámbito Financiero, 2019)

Taiwán e Indonesia decidieron restringirles a los inversores extranjeros el acceso a determinados depósitos bancarios, además de requerirles períodos mínimos de estadía a la inversión de capital. (Ariyoshi et al. 2000). Por su parte, Corea del Sur en el año 2010 estableció un límite en la tenencia de derivados financieros denominados en moneda extranjera y reimpuso un impuesto a las ganancias de capital para los inversionistas



extranjeros tenedores de bonos del tesoro. Ese mismo año, Tailandia reincorporó el impuesto del 15% a los pagos y ganancias de capital provenientes de bonos de tenedores extranjeros.

En varios países del Viejo Continente, la crisis financiera global de 2008-2009 denoto un giro en la mirada del FMI respecto de las medidas de control de capitales.

En ese entonces el Organismo aprobó fuertemente la implementación de controles de capital en la economía islandesa.

Otro caso es el de Islandia que impuso controles que ayudaron a frenar la fuga de capitales y pudo recuperarse lenta y sostenidamente. Luego de casi una década, Islandia fue lentamente hacia la eliminación de los controles.

Otros países aplicaron los controles para contrarrestar la Guerra Comercial. Países como India y Nigeria limitaron el acceso de sus ciudadanos a las divisas para poder frenar la salida de capitales causadas por la relajación las políticas de estímulo de la Reserva Federal de Estados Unidos y la devaluación del yuan.

La literatura que estudia los efectos y la eficacia en la implementación de medidas de regulación de flujos de capital se inicia con los trabajos de Habermeier, Kokenyne y Baba (2011), Magud y Reinhart (2006) y Magud, Reinhart, y Rogoff (2013).

Habermeier et. al (2011) plantea que a menudo es difícil determinar ex ante sí una medida particular es una medida de "manejo de flujos de capital" (CFM, por sus siglas en inglés, *capital flows management*) y además se deben tener en cuenta diferentes criterios al momento de evaluar la efectividad de dicha medida.

Por otro lado, la literatura demuestra que hay poca investigación empírica sobre la eficacia de los controles de capital para manejar los riesgos asociados a las entradas en países con una cuenta de capital abierta, aunque parece haber aumentado en los últimos años el uso de medidas prudenciales en respuesta a las entradas de capital.

Según los autores la efectividad de los controles de capital se mide por el logro de objetivos específicos entre los cuales se incluyen; reducir el volumen total de entradas para evitar la apreciación de la moneda; alterar la composición de las entradas (más IED por sobre inversión en cartera) para minimizar el impacto de *sudden stops* sobre la estabilidad financiera y la volatilidad del tipo de cambio; y dar espacio a la política monetaria.

Para evaluar la efectividad de los controles mediante datos, la literatura trata de medir el efecto sobre el volumen o composición (vencimiento, tipo de flujo) de las entradas, el tipo de



cambio (variaciones, volatilidad) y el diferencial entre las tasas de interés nacionales y extranjeras (tasas de mercado y / o de política).

Habermeier et. al (2011) sostienen que medir la eficacia suele ser difícil porque las medidas de control de capitales generalmente forman parte de un paquete más amplio de políticas, las cuales también pueden afectar las entradas de capital. Por otro lado, no parecería haber casos en los que se utilizaron solamente medidas de control de capitales para hacer frente al aumento de flujos de entrada. Por ejemplo, si lo que se pretende con los controles es que no entren capitales destinados a inversión de corto plazo y que entren para capital productivo, se presenta un problema porque se pueden evadir los controles ya que los flujos encuentran otros canales (como alguna operación de mercado de capitales); el flujo afectado por la medida disminuye, mientras que otros tipos de flujos aumentan, cambiando solamente la composición y no el volumen.

Tal es el caso de Brasil, donde los datos de la BdP muestran que la implementación de un impuesto sobre las entradas destinadas a inversión de cartera disminuyó esos flujos, pero aumentó los flujos de IED. De esta manera, algunos flujos cambiaron su composición sólo para evitar el impuesto.

El trabajo de Habermeier et. al (2011) expone que varias economías emergentes hasta el año 1999, parecían utilizar controles para mantener un diferencial entre las tasas de interés nacionales y extranjeras y reducir las presiones sobre el tipo de cambio.

En principio los controles eran efectivos, pero simultáneamente no se alcanzaban ambos objetivos; se lograba mantener el diferencial de tasas de interés, pero se necesitaba ajustar el tipo de cambio.

Un hallazgo de la literatura es que los controles sobre las entradas tienen un efecto más fuerte en la composición de los flujos y en los diferenciales de tasas, que en volumen de las entradas. Los estudios empíricos demuestran que los controles de capital han tenido una efectividad disímil en los países con mercados emergentes.

Varios los estudios, han concluido que los controles fueron ineficaces para reducir las entradas o influir en el tipo de cambio real, pero modificaron la composición de los flujos de entrada y otorgaron más autonomía a la política monetaria.

Magud y Reinhart (2006) y luego Magud, Reinhart, y Rogoff (2013) plantean que la literatura sobre controles de capital tiene por lo menos cuatro problemas muy serios que obstaculizan, aunque no impiden, comparar los casos teóricos de los empíricos.



Específicamente los problemas son: la no existencia de un marco teórico unificado para analizar las consecuencias macroeconómicas de la implementación de controles, no hay una metodología común en los estudios empíricos y son significativamente sobreponderados, existen múltiples definiciones de lo que sería "éxito" en la implementación de controles, dado que los controles de capital son un único instrumento de política pero que en ellos hay varios objetivos de política; y por último existe una amplia heterogeneidad entre los países y el momento en que se implementan las medidas; por ejemplo, no se pueden comparar los impactos y la eficacia de los controles de capital en países que no han liberalizado por completo su cuenta capital como el caso de India y China, con países que si lo han hecho y luego deciden implementar controles.

De esta manera, sugieren que la efectividad de los controles de capital puede evaluarse desde el punto de vista de su capacidad para cumplir determinados objetivos.

El primer paso para tratar de evaluar la efectividad de los controles, es observar si se han logrado los objetivos que se pretendían alcanzar al implementar tales medidas y para ello se formulan las siguientes preguntas en más de 30 casos de estudio de países: ¿Han sido los controles de capital capaces de:

- (i) ¿Reducir el volumen de los flujos de capital?
- (ii) ¿Alterar la composición de los flujos de capital (flujos de vencimientos más largos)?
- (iii) ¿Reducir las presiones del tipo de cambio real?
- (iv) ¿Permitir una política monetaria más independiente?

Según los autores, estas observaciones por si solas no son concluyentes y carecen de cierto rigor para evaluar la efectividad de la implementación de controles de capital, entonces estandarizan los resultados de los más de 30 estudios empíricos a través de la construcción de dos índices de controles de capital: el Índice de Efectividad de Controles de Capital (CCE, por sus siglas en inglés) y el de Efectividad de Control de Capital Ponderado (WCCE, por sus siglas en inglés).

Luego de desarrollar y explicar la metodología utilizada, la cual excede el alcance de este trabajo, arriban a sustanciales conclusiones.

Al analizar los resultados de los controles a las entradas de capital, observan que dichos controles cumplieron varios objetivos planteados; que la política monetaria fuera más independiente, que se altere la composición de los flujos de capital hacia flujos de



vencimientos más largos y que se reduzcan las presiones del tipo de cambio real, aunque la evidencia sobre este punto es más discutida.

Tal vez una de las conclusiones más interesante a las que arriban, es el hecho de que una economía común para este tipo de controles, como es el caso de Chile, se destaca por lograr los objetivos fácilmente.

Las condiciones o características iniciales que tienen economías como Chile a principios de la década de los noventa, junto a las reformas continuas durante ese período, parecen condiciones necesarias para que los controles de capital sobre las entradas sean eficaces.

Cabe mencionar que los controles aplicados por Argentina en el 2005 tenían como base las medidas implementadas por Chile en 1990.

Otra conclusión interesante es que los controles de capital sobre las entradas no fueron muy efectivos para reducir el volumen de los flujos netos.

Malasia (1994) tuvo el mejor resultado respecto a la reducción del volumen de flujos de capital, Chile respecto al cambio en el plazo de los flujos y en la independencia de la política monetaria, y Tailandia en la disminución de presiones cambiarias.

En general, el promedio del índice WCCE refleja que Chile emerge como el ejemplo más exitoso de controles de capital sobre las entradas.

Por otro lado, al observar los resultados que han arrojado los controles de capital sobre las salidas, concluyen que Malasia en 1997, es el ejemplo a seguir, puesto que los tipos de controles de capital implementado por el país, fueron efectivos en reducir las salidas de capital y lograron hacer a la política monetaria más independiente.

Sin embargo, los autores plantean que los resultados del índice WCCE no son tan concluyentes como en el caso chileno sobre los controles a las entradas.

Magud y Reinhart (2007) concluyen que los controles de capital han tenido éxito en otorgarle más autonomía a la política monetaria y alterar la composición de las entradas de capital, pero la efectividad en la reducción del volumen de entradas y en las presiones cambiarias ha sido mixta.

Respecto a las medidas de control para las salidas de capitales, concluyen que hay poca evidencia de éxito o efectividad (excepto el caso de Malasia 1997), ya sea en términos del volumen o de la independencia de la política monetaria. Si bien los autores plantean la necesidad de distinguir entre medidas diseñadas para desalentar las entradas y frenar las salidas, sostienen que sería interesante que las investigaciones futuras intenten determinar si



hay diferencias importantes en la efectividad de medidas que son más favorables al mercado (como el caso del encaje legal impuesto por Chile) contra aquellas medidas que se basan en restricciones cuantitativas más categóricas. Además, reconocen la limitación de su trabajo debido a su naturaleza empírica (que trata las medidas de control como episodios únicos), y expresan que sería interesante analizar las diferencias existentes entre los impactos a corto y largo plazo de las crisis, a fin de determinar con qué celeridad las medidas de control pierden su eficacia (ver Anexo 1).

Por su parte, Clements y Kamil (2009) estudian la implementación de controles de capitales en Colombia en los años 2007-2008 y arriban a la conclusión de que los controles implementados resultaron ineficaces para reducir el volumen de entradas que no eran dirigidas a IED (destinadas a inversión de cartera) o para moderar la apreciación de la moneda, aunque fortalecieron la independencia de la política monetaria. Las entradas de capital no disminuyeron en el período de los controles y sólo se evidenció una disminución estadísticamente significativa en una sola subcategoría, las entradas netas de capitales destinados a inversión de cartera de no residentes.

Respecto de las entradas netas que no eran IED, no se vio una reducción significativa, de hecho, la IED también aumentó en términos netos, como consecuencia del fuerte aumento de las entradas brutas.

Además, los autores también sostienen que la experiencia de implementación de restricciones a las entradas por parte de Brasil, Chile y Colombia en la década de los noventa no tuvo un impacto significativo en las entradas totales de capital, ni se aliviaron las presiones sobre el tipo de cambio. De hecho, a lo largo del tiempo y con controles de capital implementados, el tipo de cambio real se apreció alrededor de un 5 y 4 por ciento anual en Brasil y Chile, respectivamente.

Otro caso observado es el de Tailandia, donde el tipo de cambio real comenzó a apreciarse una semana después de que se implementaran controles a los flujos de corto plazo en diciembre de 2006.

Por otro lado, Cardarelli, Elekdag y Kose (2009) analizan los flujos de capital a lo largo del tiempo e identifican 109 episodios de grandes entradas netas de capital privado desde 1987 en 52 países con economías emergentes, observando la relación entre las entradas netas de capital privado y el PBI, extraen características y diferencias de entre ambos períodos.



Durante las últimas dos décadas hubo dos grandes oleadas de flujos de capital hacia las economías emergentes; la primera a principios de la década de los noventa finalizando abruptamente en 1997 con la crisis asiática y la segunda comenzó en el año 2002, se aceleró en 2007 y comenzó a disminuir en 2008 como consecuencia de la crisis financiera mundial.

Los episodios de entradas de capital del primer periodo implicaron un menor volumen de flujos de capital en relación al PBI, pero duraron más en el tiempo y los países de Asia y AL fueron los receptores.

Respecto a los episodios de entradas de capital que se originaron a partir de 2002 durante la denominada segunda ola, se dieron en un contexto de posiciones de cuenta corriente mucho más sólidas para la mayoría de las economías emergentes, junto a un incremento en la acumulación de reservas extranjeras y una economía mundial financieramente más integrada, concentrándose en los países con economías emergentes de Europa.

Además, esta oleada también estuvo acompañada de un fuerte aumento de salidas de capital, como consecuencia de una diversificación de inversión de cartera internacional, aunque en este período predominó más los flujos de inversión extranjera directa neta (IED) en relación a los flujos de inversión en cartera netos.

Es interesante resaltar las conclusiones a las que arriban los autores puesto que, de 87 episodios de entradas de capital en economías emergentes, 34 terminaron con una parada repentina (*sudden stop*) y 13 con una crisis cambiaria. En 7 de estos episodios, el *sudden stop* coincidió con una crisis cambiaria. Asimismo, los países con déficits en cuenta corriente relativamente altos fueron los más vulnerables a la reversión de los flujos de capital, dada la apreciación real de sus monedas. Por otro lado, la resistencia a la apreciación del tipo de cambio nominal no evitó la apreciación real y pronunció aún más la reversión de los flujos.

5. Análisis: El caso de Argentina

5.1 La apertura financiera

En esta parte del trabajo se indagará sobre los procesos de apertura financiera llevados a cabo por Argentina, producto de la globalización financiera de los años noventa. En esos años la forma en la que se movilizaba el capital internacional estaba cambiando como consecuencia



de una nueva configuración del ámbito internacional y nacional. En principio, se entiende a la globalización financiera como el proceso que elimina la segmentación de los mercados financieros locales, así como a la interpenetración de los mercados monetarios y financieros nacionales y su integración con los mercados mundializados (Chesnais, 1994 citado en Freitas y Magalhaes Prates, 2000).

Freitas y Magalhaes Prates (2000) explican que la apertura financiera de las economías latinoamericanas se dio en un contexto de transformación del mercado financiero internacional producto de la globalización financiera y fue parte integral de los programas de estabilización y reformas del segundo quinquenio de los años 80. Sin embargo, el grado de apertura financiera de las economías latinoamericanas, como es el caso de Argentina, no fue igual, puesto que, en Argentina la apertura fue total, pero en Brasil quedaban ciertas restricciones a la convertibilidad en la cuenta de capital, en particular para las transacciones en moneda extranjera.

Para Fanelli y Machinea (1994) el primer programa de liberalización de la cuenta capital y corriente se implementó en diciembre de 1978 y finalizó en el primer trimestre de 1981, como consecuencia de un ataque especulativo al peso argentino alimentado por la fuga de capitales. Este fin de ciclo fue seguido por varias devaluaciones e implementación de fuertes controles a las importaciones y a las transacciones financieras internacionales.

El programa de liberalización reducía al mínimo las restricciones al movimiento de capital, por lo cual se eliminaron algunas restricciones cuantitativas a las importaciones y se rebajaron los aranceles de importación.

Los autores plantean que para ese momento los elementos más influyentes del paquete de reformas estructurales para la liberalización de los flujos de capital fueron los cambios en la política monetaria, la desregulación del sistema financiero y mercado de capitales, y la reforma estructural del sector público.

Para ellos, el cambio normativo más relevante fue la "Ley de Emergencia Económica" de 1989, que establecía la igualdad de trato para el capital nacional y extranjero que fuera a invertirse en actividades productivas.

Dicha ley eliminaba el requisito de aprobación previa para la inversión extranjera directa (IED) y les otorgaba a las empresas extranjeras libre acceso al mercado interno de crédito. Asimismo, eliminaba el impuesto sobre la repatriación de capital extranjero y establecía un impuesto igual sobre las ganancias de las empresas extranjeras y nacionales.



En la década de los noventa, la apertura financiera fue el eje de la política económica del gobierno de Carlos Saúl Menem, para de llevar adelante el programa de estabilización monetaria. El plan de convertibilidad instaurado por el Gobierno de aquel momento, establecía un régimen de tipo de cambio fijo con convertibilidad monetaria, o sea, un régimen de *currency board*² (Ferrari, 1998 citado en Freitas y Magalhaes Prates, 2000).

Con la implementación de este régimen, se pretendía eliminar la hiperinflación reinante y revertir el proceso de desmonetización, a la vez que se legalizaba al dólar estadounidense (Machinea, 1996 citado en Freitas y Magalhaes Prates, 2000). Esta estrategia y tipo de régimen cambiario, implicaba la libre movilidad del capital entre el país y el exterior, puesto que en este tipo de régimen la base monetaria queda determinada por la variación de las reservas internacionales, o sea, por el ingreso y egreso de divisas al país.

La integración financiera de Argentina con el exterior y la profundización de la economía dolarizada en el país fue llevada a cabo mediante distintas reformas institucionales.

En el año 1991 el mercado cambiario fue totalmente flexibilizado y se aprobó la Ley de Convertibilidad (Fanelli y Machinea, 1997). Además de establecer una paridad fija para el tipo de cambio y la convertibilidad del peso con relación al dólar estadounidense, esta ley autorizó la denominación de contratos en cualquier moneda extranjera.

Pero la convertibilidad total de la cuenta de capital fue luego de flexibilizar completamente el mercado de capitales en 1991 y de aprobar la Ley de Amnistía Fiscal de 1992. Mediante esta flexibilización se eliminó el impuesto sobre las operaciones en el mercado de capitales y se autorizó a las empresas y a los bancos a emitir obligaciones negociables en moneda extranjera.

Por otro lado, la Ley de Amnistía Fiscal aceptaba, la repatriación de capitales de argentinos que estaban en el exterior sin tener que tributar por ello. (Blejer y Rozenwurcel, 1997 citado en Fanelli y Machinea, 1997). En 1992, con la nueva carta orgánica del Banco Central de la República Argentina (BCRA), se completó la reforma monetaria al establecerse la independencia del BCRA, limitándose fuertemente su capacidad para financiar al gobierno y para actuar como prestamista de última instancia (Ferrari, 1998)

² Currency board o caja de conversión es un sistema cambiario en el que la moneda nacional está respaldada en un 100 % por una moneda de reserva internacional y es libremente convertible a esa moneda a un tipo de cambio absolutamente fijo.



5.2 Análisis de la Evolución de la Cuenta Capital de la Balanza de Pagos

A fin de tratar de vislumbrar si la implementación de controles ha tenido algún tipo de efecto en la evolución de la cuenta capital, en particular en los ítems IED e inversión de cartera, en esta parte del trabajo se observará y analizará la evolución de dicha cuenta de la BdP en dos períodos de tiempo diferentes, un período con entrada de capitales e implementación de controles (2005-2015) y otro período con desregulación de la cuenta capital y el mercado cambiario junto con fuertes salidas de capitales (2015- 2018).

Además, se hará un análisis separado de la evolución de dicha cuenta en el año 2019, año que consideramos de quiebre ya que, dada la magnitud de la crisis económica se volvieron a implementar restricciones a la cuenta capital y en el mercado cambiario.

Como el trabajo desea observar si la implementación de controles tuvo algún tipo de impacto en la inversión, no se contemplarán en el cálculo los activos y pasivos que corresponden al Gobierno General, para poder hacer un análisis más limpio, puesto que estos son fuertemente preponderantes, sobre todo a partir del año 2015.

Dados los objetivos del trabajo, nos centraremos en el análisis de la evolución de la cuenta financiera, dada la composición de esta y su regulación en distintos momentos de la historia.

5.2.1 Evolución de la Cuenta Capital (2005-2015)

A partir del año 2003, luego de la gran crisis argentina producida en 2001 y finalizada con un estallido social y económico, comenzaron a verse mejoras sustanciales en el contexto macroeconómico y en particular en la evolución del mercado cambiario local, como consecuencia de una mayor confianza en la argentina generada por buenas expectativas respecto de la evolución futura de la economía.

Frente a esta situación, se empezaron a registrar fuertes entradas de capitales externos, en especial capitales especulativos (o golondrinas como los llamaban en aquel momento) que se veían atraídos por los altos rendimientos que tenían los títulos públicos en pesos, indexados por CER (Coeficiente de Estabilización Relativa) y por las bajas tasas de interés internacionales.

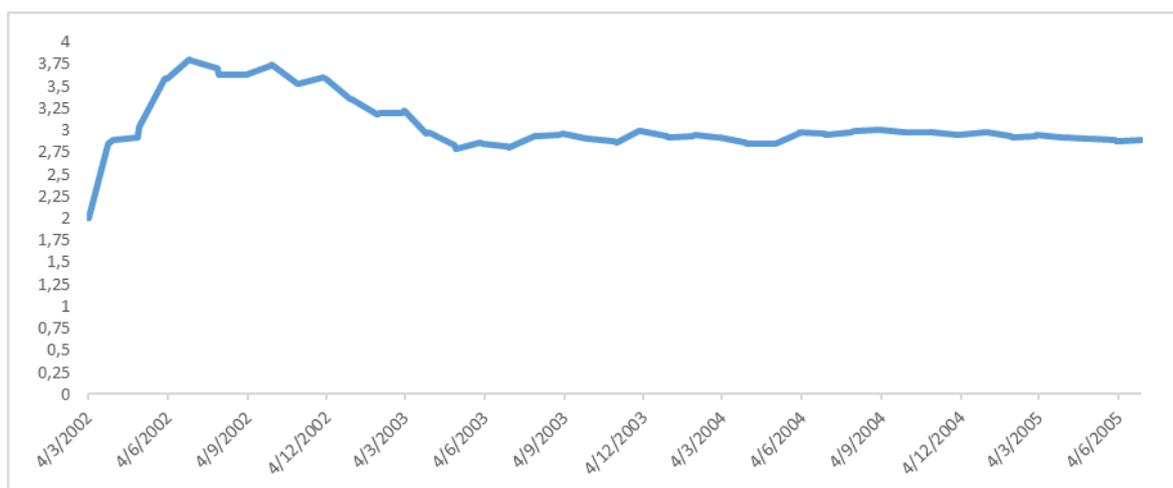


Como consecuencia, durante la primera semana de mayo de 2004, habían ingresado al país USD 87 millones y en el mismo período de 2005 dicho número llegaba a los USD 110 millones. (Página 12, 2005).

Como se mencionó a lo largo del trabajo y sostiene una amplia literatura, dicha entrada masiva de flujos tendría un efecto negativo en el tipo de cambio llevando a una apreciación del peso argentino frente al dólar estadounidense, y erosionando la competitividad del peso. Tal es así que en julio de 2002 el tipo de cambio nominal era \$ 3,79 sobre USD y para marzo de 2003 ya estaba en \$2,79. Durante los años 2004 y 2005 se mantuvo en el rango de \$2,80 y \$3,00.

Para evitar que el exceso de oferta de dólares consecuencia de las masivas entradas de capitales lleve a la fuerte baja del tipo de cambio (apreciación), el Banco Central de la República Argentina (BCRA) intervenía en el mercado comprando el excedente de dólares, mediante la emisión de pesos y los esterilizaba (retiraba de circulación) mediante la emisión de títulos. El Banco Nación de Argentina (BNA), hacía lo mismo con el superávit que conservaba el Tesoro. Este mecanismo, le permitía al BCRA aumentar las Reservas Internacionales y posibilitaba al Tesoro contar con dólares para los futuros pagos de obligaciones en dicha moneda, aunque tenía un efecto negativo sobre las tasas de interés.

Gráfico 1. Evolución Tipo de Cambio \$/USD período 2002-2005. Comunicación A 3500 - Referencia



Fuente: Publicaciones y estadísticas. Principales variables. BCRA

Dado este escenario, el gobierno entendió que era necesario tomar medidas de política tendientes a preservar la estabilidad financiera y la recuperación económica y evitar que los



movimientos de capitales, sobre todo las fuertes salidas, tengan un impacto negativo en la economía real y el proceso de recuperación y crecimiento.

En ese momento, una de las principales preocupaciones era mantener el tipo de cambio en \$2,90 por USD, pero las medidas que se fueron tomando fueron graduales.

Lo primero que se decidió hacer fue extender el plazo mínimo de permanencia de los capitales de 180 a 365 días y luego vendría el anuncio de nuevas y más fuertes medidas.

En la conferencia de prensa del 9 de junio de 2005 en la Casa Rosada, el entonces Ministro de Economía y Producción, Roberto Lavagna, expresó que “Cuando aparecen indicadores positivos, los capitales especulativos sobre reaccionan, crean burbujas en los mercados bursátiles y presionan sobre el mercado de cambio intentando revaluar la moneda nacional”, y agregó “Para frenar esta tendencia e impedir alteraciones en el mercado cambiario, se pueden utilizar políticas de estabilización de los flujos financieros de corto plazo”. (Página 12, 2005).

De esta manera el 10 de junio de 2005 a través del Decreto 616/05 se estableció un régimen aplicable a los ingresos y egresos de divisas en el mercado local de cambios y a toda operación de endeudamiento de residentes que implique un pago en divisas a no residentes.

El decreto consideraba obligaciones ya existentes para tales operaciones, como el registro de ingreso y egreso de divisas en el mercado de cambios local y plazo mínimo de permanencia (Decreto N° 285/03 y Resolución N° 292/05 del Ministerio de Economía) aunque creaba una restricción adicional, un encaje del 30% a ciertos ingresos de capitales.

Asimismo, la medida establecía todos los requisitos que debían cumplir las operaciones alcanzadas por el mismo.

Las medidas implementadas por Argentina en 2005, tenían las mismas características que las medidas implementadas por Chile en la década de los noventa como consecuencia de la fuerte entrada de capitales especulativos al país en ese momento.

En 1982 Chile estableció que los capitales debían tener una permanencia mínima de diez años. Luego en 1991 redujo el plazo a tres años y estableció un encaje del 20%. En 1992 aumenta el encaje de 20% a 30%. Posteriormente en 1993 lleva a un año el plazo de permanencia. En 1995 designa al Banco Central como única institución de custodia de la garantía del encaje, previo a ello el encaje podía permanecer en cualquier entidad financiera. Posteriormente, en 1996 se eximen del encaje a las operaciones inferiores a USD 200.000 realizadas una vez al año por cada agente.



Finalmente, en junio de 1998 disminuye el encaje de 30% a 10% y en septiembre lo elimina definitivamente.

En ambos casos, en el de Argentina y Chile, el objetivo no era regular la salida de capitales, sino la entrada de capitales especulativos que pudieran afectar la estabilidad financiera y generar interrupciones en la economía real.

En particular en el caso de Argentina, el principal objetivo de la medida era desalentar la entrada de capitales "golondrinas" y evitar los impactos negativos producto de la volatilidad de esos capitales, a la vez de incentivar la entrada de capitales destinados a la IED.

Por ello la medida (el decreto) estipulaba que todo endeudamiento con el exterior, de personas físicas y jurídicas residentes en el país pertenecientes al sector privado, a excepción de las operaciones de financiación del comercio exterior y las emisiones primarias de títulos de deuda con oferta pública y cotización en los mercados, ingresado al mercado local de cambios, debería pactarse y cancelarse en plazos no inferiores a 365 días corridos.

Adicionalmente, los fondos ingresados sólo podrían ser transferidos fuera del mercado local de cambios al vencimiento de un plazo de 365 días corridos, contados desde la fecha de ingreso de estos; y el resultado de la negociación de cambios de los fondos ingresados deberá acreditarse en una cuenta del sistema bancario local.

Otro requisito interesante del decreto orientado a desincentivar la inversión en cartera (o capitales golondrina como lo denominaban en ese entonces) era que se debía constituir un depósito nominativo, no transferible y no remunerado, por el 30% del monto de la operación, durante un plazo de 365 días corridos. Dicho depósito debía ser constituido en dólares estadounidenses en entidades financieras del país, y no podía ser utilizado como garantía o colateral de operaciones de crédito de ningún tipo.

Como se mencionó, el decreto era aplicable a todo ingreso de fondos al mercado local de cambios originado en el endeudamiento con el exterior de personas físicas o jurídicas pertenecientes al sector privado, excluyendo al financiamiento del comercio exterior y a las emisiones primarias de títulos de deuda que cuenten con oferta pública y cotización en mercados y todo ingreso de fondos de no residentes cursados por el mercado local de cambios destinados a tenencias de moneda local; adquisición de activos o pasivos financieros de todo tipo del sector privado financiero o no financiero; excluyendo la inversión extranjera directa y las emisiones primarias de títulos de deuda y de acciones que cuenten con oferta pública y



cotización en mercados; y a inversiones en valores emitidos por el sector público que sean adquiridos en mercados secundarios.

Dicha diferencia era fundamental, ya que trataba de dejar en claro que la idea del entonces gobierno era alentar a los capitales extranjeros destinados a IED (de largo plazo) y desalentar los capitales especulativos extranjeros destinados a inversión en cartera (de corto plazo).

Por último, se facultaba al entonces Ministerio de Economía y Producción de la Nación a modificar el porcentaje y los plazos establecidos, "en el caso de que se produzcan cambios en las condiciones macroeconómicas que motiven la necesidad de ampliar o reducir los mismos". (Decreto 616/2005. Infoleg).

Lo relevante y que es afín al objeto de análisis de este trabajo, es observar el efecto que tuvo la medida de control de capitales (revestida en el decreto) en la evolución de la cuenta capital, específicamente en la inversión de cartera e IED, el período de estudio y si tal efecto fue el esperado por las autoridades al momento de implementar la medida de control de capitales.

En este sentido es interesante observar que pasó con la cuenta capital, en el momento posterior a la implementación de dicha medida.

Algunas preguntas que podemos hacernos, aunque pueden ser de difícil interpretación por la diversidad de factores, son: ¿Disminuyó, se mantuvo estable o aumentó la inversión en cartera desalentada por la medida implementada? ¿Logró el decreto fomentar los capitales destinados IED en detrimento de los destinados a cartera?

Finalmente, ¿Tales preguntas son factibles de responderse mediante la observación de la evolución de la cuenta capital o los efectos de la medida no pueden ser observables de manera aislada? Para contestar tales preguntas no se debe dejar de tener en cuenta la preponderancia que tiene el endeudamiento público en el ítem inversión de cartera.

En este sentido resulta útil hacer un análisis de la evolución de la cuenta capital sin contabilizar los activos y pasivos del Gobierno.

Antes de empezar el análisis es necesario hacer ciertas salvedades respecto a la metodología de la BdP. Hasta el año 2005 se utilizaba una metodología (MBP5) para el registro y signo de los componentes y a partir de 2006 comenzó a utilizarse otra metodología (MBP6), alineada con las recomendaciones del FMI y los estándares internacionales. Por ejemplo, en la MBP5 las salidas de divisas se registraban con signo negativo cuando un residente incrementaba un activo respecto de un no residente y cuando un residente reducía un pasivo respecto de un no residente. Para el caso de ingreso de divisas, se registraban con signo positivo, cuando un



residente reducía un activo respecto de un no residente y cuando un residente incrementaba un pasivo respecto de un no residente.

En la MBP6 los saldos que aumentan van con signo positivo y los que se reducen van con signo negativo. Entonces se registra con signo negativo cuando un residente reduce un activo respecto de un no residente y cuando un residente reduce un pasivo respecto de un no residente, y se registra con signo positivo cuando un residente aumenta un activo respecto de un no residente y cuando un residente aumenta un pasivo respecto de un no residente.

Esto se resume en que respecto de la metodología anterior se invierte el signo de los flujos financieros de los activos. En el caso de la IED, los pasivos netos incurridos son las inversiones extranjeras que se realizan en el país y los activos son las inversiones extranjeras que se realizan en el exterior.

Una IED neta negativa implica que hay mayor IED en el país que la que los residentes hacen en el exterior. En este caso lo que interesa observar a los fines de este trabajo es cómo evolucionó el Flujo entrante para IED (o sea los pasivos netos incurridos).

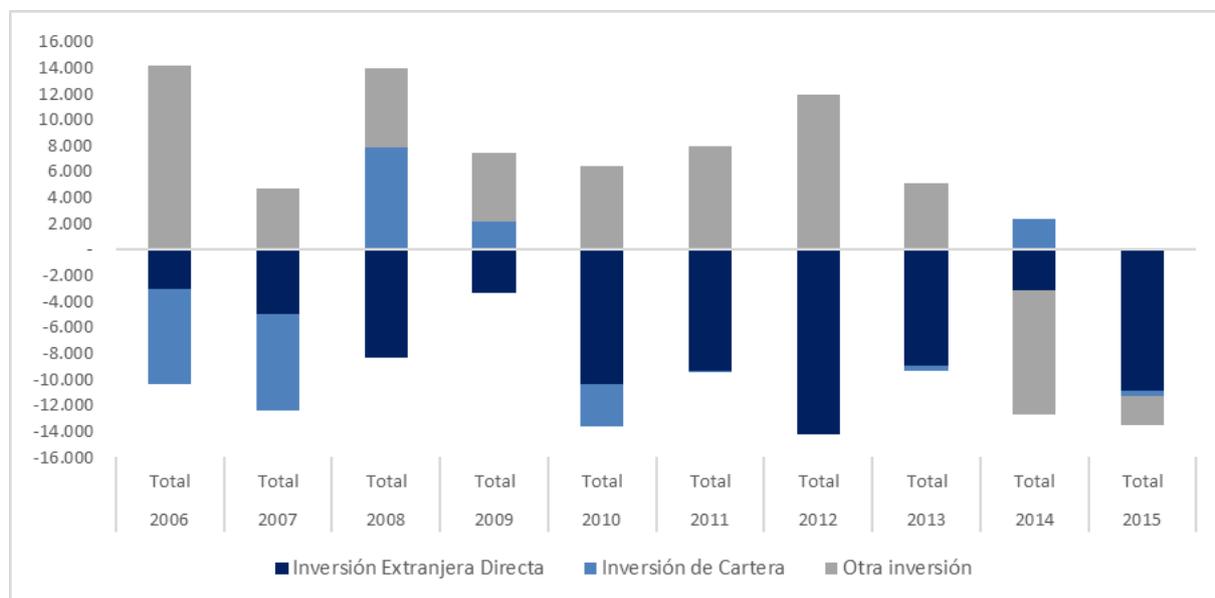
También es importante diferenciar la naturaleza de los flujos de capital privado si se pretende analizar los efectos potenciales de los controles en dichos flujos. Como se observa en el gráfico debajo, para los años 2006 y 2007, los flujos de inversión de cartera y otra inversión, eran mayores que los de IED. De 2008 a 2012 predominan los flujos de IED, y en el año 2012 y 2013 no se registran prácticamente flujos para inversión de cartera. En el año 2015 vuelven a predominar los flujos de la IED.

Algo interesante es que, en 2006 y 2012 los flujos de Otra Inversión fueron relativamente grandes, para el caso de 2006 se registra un préstamo del BCRA y para el 2012 hay un fuerte aumento en la adquisición neta de activos financieros a través de monedas y depósitos por el sector "Otros sectores". (ver Anexo 2)

Cabe recordar que los controles se implementan a mediados de 2005 como resultado de un registro de fuerte ingreso de capitales de corto plazo destinados a inversión de cartera.

En este sentido, se entiende que los controles no estaban orientados a restringir los flujos destinados a la IED. El hecho de aplicar una estadía mínima a los capitales tenía que ver con la necesidad de garantizar que los capitales especulativos sean desalentados y se orienten a IED.

Gráfico 2. Volumen de IED, Inversión de cartera y Otras Inversiones (millones USD). Período 2006-2015.



Fuente: elaboración propia en base a estadísticas del INDEC

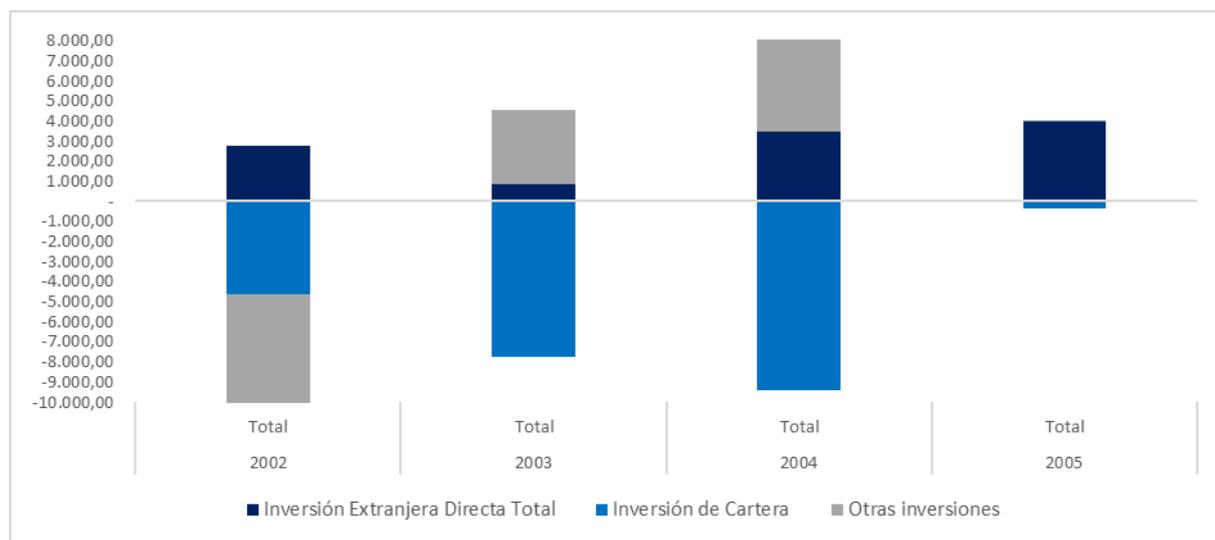
Para el año 2003³ (momento previo a los controles), la inversión de cartera neta registraba un valor de negativo de USD 7.758,08 millones. Esto significa que los pasivos eran mayores a los activos, o sea que las inversiones de cartera que hacían los argentinos en el resto del mundo eran menores que las que hacían los extranjeros en Argentina (la inversión de cartera en Argentina era mayor que en el exterior).

Cabe destacar que USD 5.463 millones correspondían a títulos de deuda del Gobierno y BCRA (pasivos). Ya en el año 2004 dicho valor negativo llegaba a los USD 9.415,61 millones, mostrando un aumento de las inversiones en cartera neta del 21,36% respecto al año anterior, como consecuencia de un aumento de los pasivos, puesto que los títulos de deuda del Gobierno y BCRA aumentaron a USD 8.172 millones, pero esta tendencia cambió a partir de 2005.

³ Para valores de 2003 a 2005 se utilizan datos de MBP5 puesto a partir de 2006 se comenzó a utilizar metodología MBP6.



Gráfico 3. Volumen de IED, Inversión de cartera y Otras Inversiones (millones USD). Período 2002-2005.



Fuente: elaboración propia en base a estadísticas del INDEC

Se podría inferir que el cambio de tendencia tuvo que ver en parte con la implementación de controles de capitales, ya que se observa una abrupta disminución en la inversión de cartera neta con un saldo negativo de tan sólo USD 386,50 millones. Esto fue consecuencia de una abrupta disminución de las inversiones de cartera en el país, las cuales pasaron de USD 9.339 millones a USD - 1.755 millones, como corolario de una drástica disminución en títulos de deuda por parte del Gobierno y BCRA, pasando de USD 8.172 millones a USD 162 millones, junto con el aumento de inversiones de cartera en el exterior (activos) por parte del Sector Público no Financiero Nacional, la cual pasó de USD - 77 millones a USD 1.368 millones (ver Anexo 3). Hasta el año 2007 el endeudamiento público representaba grandes volúmenes en el valor total de la inversión de cartera neta. En el año 2006 llegaba a los USD 8.315 millones y en 2007 ya alcanzaba los USD 7.635 millones. Ambos valores mostraban una gran participación del Gobierno en los pasivos.

Se destaca que, si no contemplamos en el análisis el endeudamiento del sector público, la inversión de cartera neta tiene valores positivos por USD 1.069 millones y USD 167 millones para 2006 y 2007 respectivamente. Asimismo, tal consideración repercute en la cuenta capital la cual muestra que sin contemplar dicho endeudamiento tendría un valor de USD 6.982 millones en lugar de USD 98 millones, para el año 2006 y USD 7.756 millones para 2007. En el segundo trimestre de 2007 se comenzó a dar una fuerte salida de capitales y en el año 2008 esa tendencia se incrementó. Tal situación se explica por fenómenos externos e internos. En



julio de 2007 irrumpía la crisis financiera internacional en los Estados Unidos, pero recién en septiembre de 2008, con la quiebra de Lehman Brothers, el rescate de Merrill Lynch por parte de Bank of America y el desplome de la aseguradora American International Group (AIG) junto con los gigantescos rescates a entidades financieras, llegó el colapso del sistema financiero internacional. Esta situación caótica revolucionó a los mercados internacionales y exacerbó las salidas de capitales de los países emergentes por el efecto *“fly to quality”*⁴.

Pero según Damill y Frenkel (2009) en el caso de Argentina, la salida de capitales no puede explicarse solamente por la crisis internacional, ya que durante los primeros meses de la crisis (2007), se registraron aumentos de los precios de los *commodities* y fue recién en septiembre de 2008 cuando se produjo el contagio financiero y empeoró el proceso de la salida de capitales que se observa en el tercer trimestre de ese año. Los precios de los bonos argentinos se despegaron del resto de los mercados emergentes iniciando una abrupta caída, a partir de abril de 2007 en pleno auge financiero.

Damill y Frenkel, (2009), consideran que el aumento de la inflación y las modificaciones en las metodologías de medición de dicha variable, introducidas por el INDEC influyeron fuertemente en la salida de capitales registrada en 2007. En el año 2005, el gobierno argentino había emitido los bonos CER (indexados por la inflación interna), como resultado de la reestructuración de la deuda. Según esta idea, la evolución de los índices oficiales de inflación habría implicado una importante disminución en su rentabilidad. A partir de ese momento, el precio de los bonos comenzó a caer y allí habría comenzado un proceso de dolarización gradual y parcial de los depósitos bancarios (Gaggero, Rua y Gaggero).

Para 2008 la inversión de cartera neta llegaba a los USD 7.879 millones, prácticamente como consecuencia de que los títulos de deuda del Gobierno pasaron de USD 7.635 millones a un valor negativo de USD 2.905 millones en 2008 y la adquisición neta de activos financieros a través de Instrumentos de deuda por parte de Otros sectores pasó de un valor negativo de USD 230 millones a un valor positivo por USD 1.617 millones. (Ver Anexo 4).

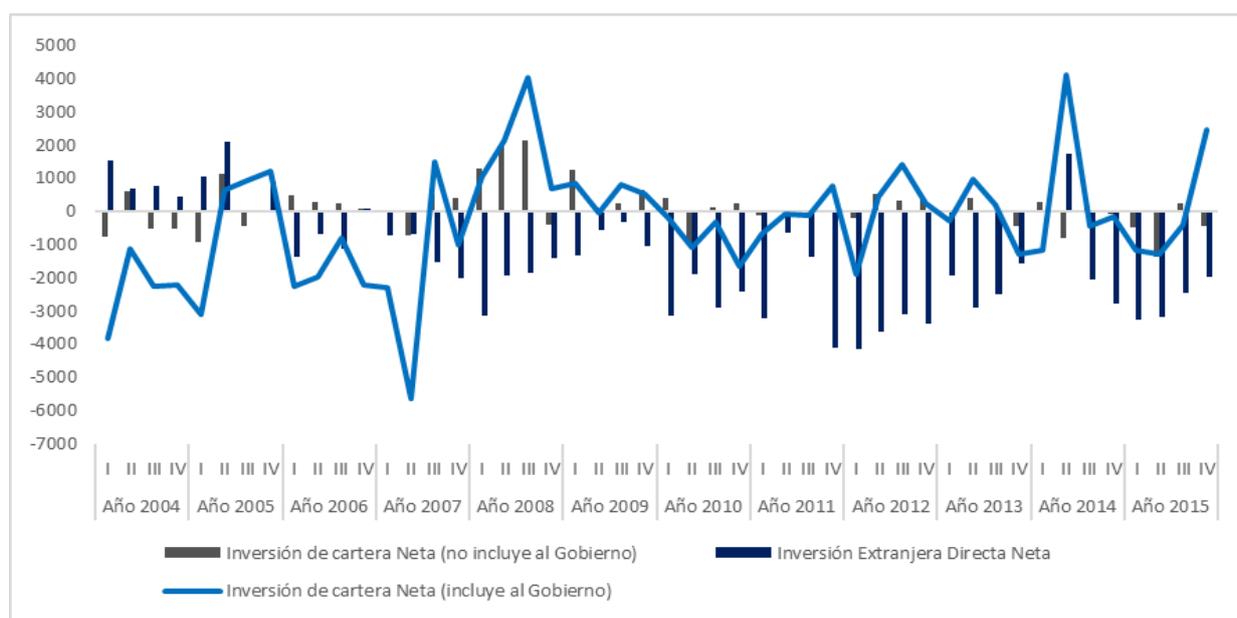
En el año 2008 la salida de capitales fue muy importante y se registró a través del componente “Otra inversión” en el ítem moneda y depósitos por parte de otros sectores además de participaciones accionarias, bonos, etc.

⁴ Se llama *“Fly to quality”* o “Vuelo a la Calidad” al comportamiento de inversores por el cual se desprenden de activos de mayor riesgo en busca de posiciones menos riesgosas. Los capitales regresan a su país de origen o a mercados que les permitan reducir riesgos.



En lo que respecta a la IED total neta (IED en Argentina menos la IED en el exterior) en el año 2003 arrojaba un valor de USD 878 millones y ya en el año 2004 (año previo a la implementación de controles), arrojaba un valor de USD 3.449 millones aumentando un 292,6 % respecto al año anterior. Ya para el año 2005 llegaba a los USD 3.954,2 aumentando un 14,6% respecto al año anterior y un 350,2% respecto a 2003, año de inicio del análisis (Ver Anexo 5). Los años posteriores se puede observar que la IED neta siguió aumentando, llegando al pico máximo con un valor negativo de USD 14.269 millones en el año 2012. Esto quiere decir que la adquisición neta de activos financieros era menor que los pasivos netos incurridos, siendo algo positivo para el país puesto que la IED que realizaban los extranjeros en el país era mayor a la realizada por los residentes en el resto del mundo. El resultado tuvo que ver con que las participaciones de capital y en fondos de inversión crecieron fuertemente producto de un aumento en participaciones de capital distintas de reinversión de utilidades y reinversión de utilidades por parte de Otros Sectores. Se destaca que en el período que va de 2005 a 2015 se encontraba vigente el Decreto 616/05 que trataba de fomentar a la IED en detrimento de la inversión de cartera. Luego de que en el segundo trimestre de 2008 la salida de capitales llegara a los USD 8 mil millones, se registró una baja, aunque se mantuvo por arriba de los USD 4 mil millones hasta mitad de 2009. Para mediados de este año la salida de capitales cayó fuertemente, y volvió a aumentar en 2010, aunque moderadamente.

Gráfico 4. Evolución de la Inversión Extranjera Directa Neta (Millones USD). Periodo 2006-2015.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC



A partir de 2010 y con fuerte pronunciación en 2011, se observó un aumento significativo en la salida de capitales y una alta demanda de dólares estadounidense, producto de la situación económica del país y el contexto internacional. Tal es así, que en el período que va de julio a octubre de 2011 la Formación de Activos Externos (FAE) relevada por el BCRA, alcanzaba un valor de USD 11.420 millones, lo cual, en ese entonces, equivalía a un 25% de las reservas del BCRA y durante todo el 2011 la salida de capitales superó los USD 25 mil millones. Pero el aumento de salidas de capitales registrado en 2011 tenía características diferentes a las salidas de 2007 y 2008.

Los factores estaban vinculados a la coyuntura política y doméstica y a la evolución de la economía interna, en especial, a una futura expectativa de devaluación del tipo de cambio.

Entre 2008 y 2010 se acelera la apreciación real del peso argentino, puesto que la tasa de inflación superaba ampliamente a la tasa de devaluación nominal. Además, si bien luego de 2009 el BCRA lograba aumentar sus reservas, lo hacía a un ritmo mucho menor que durante el período anterior, dado que una parte importante de las divisas que entraban al país producto del superávit comercial salían vía fuga de capitales. (Gaggero, Rua y Gaggero, 2013).

Es por ello que a partir de ese momento se implementó un conjunto de medidas, destinadas a restringir fuertemente la adquisición de moneda extranjera por parte de particulares y a frenar la salida de divisas.

Estas medidas eran diferentes a las implementadas mediante el Decreto de 2005, que estaban orientadas particularmente a desalentar los capitales especulativos para controlar el efecto de la reversión repentina de los flujos.

La primera medida del conjunto de medidas, estuvo orientada a restringir la compra de dólares por personas físicas y fue tomada el 28 de octubre de 2011 e implementada por la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP). Como resultado, en 2012, se redujeron alrededor del 25% de las operaciones que se realizaban en el MULC (Mercado Único de Libre Cambio) y disminuyó la salida de divisas. De esta manera la fuga de capitales pasó de USD 25 mil millones en 2011 a tan sólo USD 600 millones en 2012. (Gaggero, Rua y Gaggero, 2013).

Posteriormente, el 8 de febrero de 2012 se implementaron otras regulaciones destinadas a las empresas. De esta manera las empresas que querían comprar dólares estadounidenses para liquidar sus operaciones, debían contar con autorización previa del BCRA.



Paralelamente, se implementaron Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación (DJAI), mediante las cuales se autorizaba (o no) la importación de ciertos productos, autorización previa para el posterior acceso al mercado cambiario. El 1 de noviembre del mismo año se prohibió la compra de dólares estadounidenses destinada a operaciones inmobiliarias. Asimismo, en mayo de 2013 el Congreso aprobó la Ley N° 26.860 de exteriorización voluntaria de tenencia no declarada de moneda extranjera en el país y en el exterior (más conocida como ley de blanqueo de capitales), con el objetivo de repatriar divisas al país y lograr un alivio a la presión generada por la falta de divisas y la alta demanda.

Para enero de 2014, se volvió a permitir la compra de moneda extranjera para atesoramiento, aunque se establecieron límites en base al nivel de ingresos de la persona, y se sumó un impuesto del 35%, que luego podría ser computado como percepción del impuesto a las ganancias. Esta fue la primera medida de leve flexibilización del mercado de cambios.

Cabe destacar que, si bien todas estas medidas no son medidas directas de control de capitales, sino que son medidas de control cambiario, el objetivo final es el mismo, poner o quitar restricciones a la cuenta capital y frenar el drenaje de divisas y salidas de capitales o liberalizar los mismos.

En el gráfico debajo, se puede observar que durante el período que va de 2006 a 2015 la cuenta capital se mantuvo siempre positiva por debajo de los USD 120 millones, excepto en el cuarto trimestre de 2012 que arrojó un valor negativo de USD 3,65 millones como resultado en parte de una disminución de la IED neta, disminución en la inversión de cartera neta producto de un descenso de los títulos de deuda del Gobierno y un aumento de los derivados financieros netos.

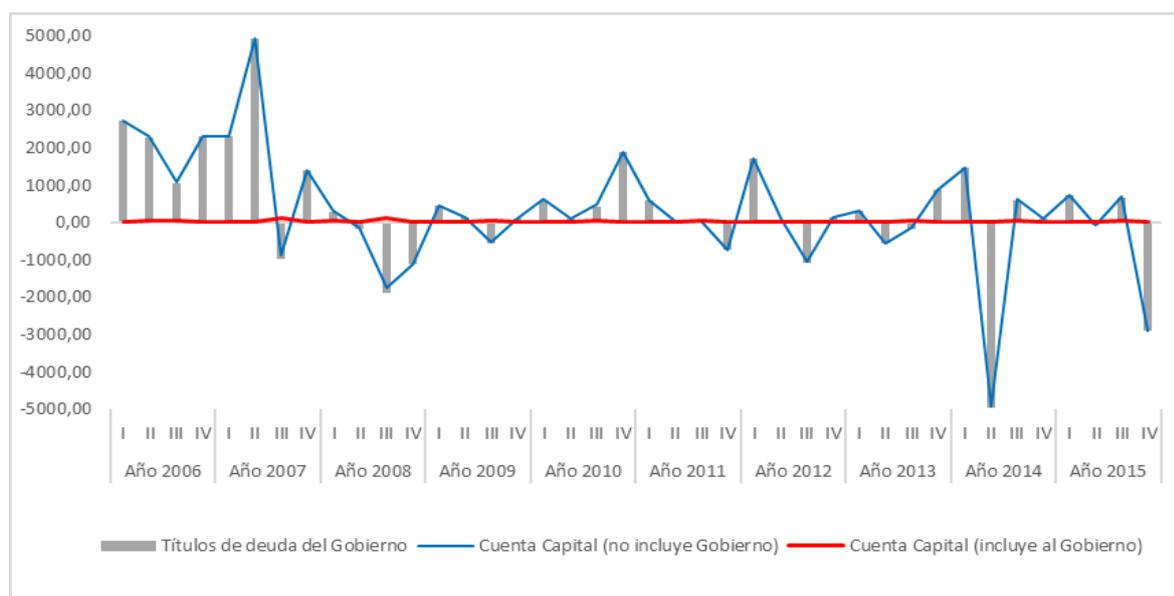
Si quitamos del análisis al endeudamiento público, la cuenta capital ha tenido un comportamiento irregular, mostrando amplias fluctuaciones producto de la desaparición de los títulos de deuda en el cómputo y de operaciones diferentes al endeudamiento del Gobierno. Por ejemplo, en el segundo semestre de 2007 la cuenta capital sin contar los títulos de deuda, tuvo un valor de USD 4.933 millones como consecuencia de un aumento en las reservas del BCRA, pero se destaca que no contabilizar los títulos de deuda del Gobierno fue lo que más influyó en el cambio de valor.

En el tercer trimestre de 2007 arroja por primera vez un valor negativo por USD 872 millones como resultado de una conjunción de factores, una disminución de la IED neta, un aumento de la inversión de cartera, un aumento de la adquisición neta de activos financieros mediante



moneda y depósitos, un aumento de la emisión de pasivos por parte del BCRA a través de préstamos, y lo más preponderantes, una drástica baja en las reservas del BCRA, que pasó de USD 6.340 millones a un valor negativo de USD 842 millones de un trimestre a otro (ver Anexo 6).

Gráfico 7. Evolución de la Cuenta Capital. Período 2006-2015.



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC

Durante todo 2008 el valor negativo también tuvo que ver con los pasivos del BCRA.

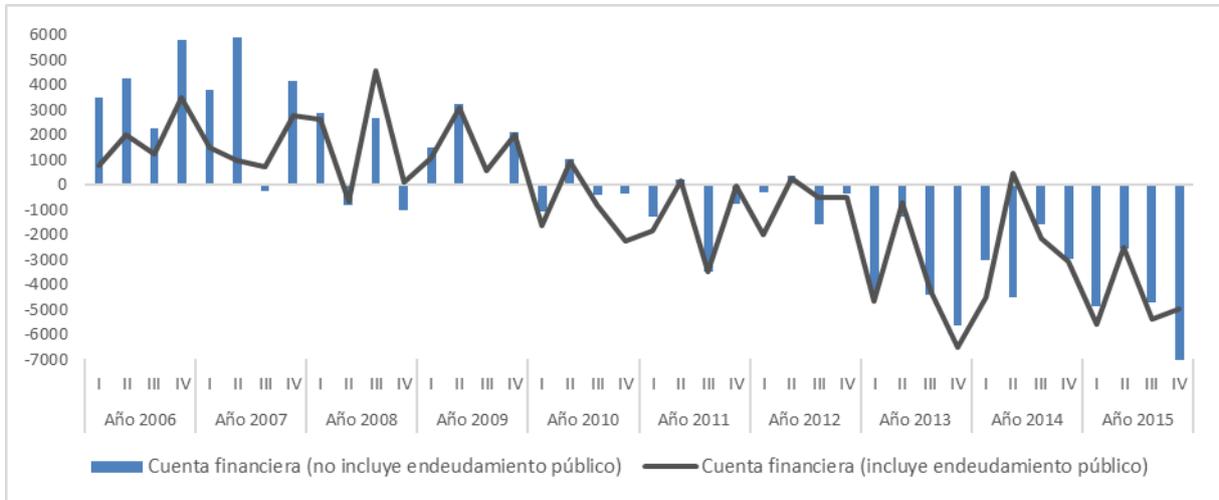
Si seguimos el análisis sin contabilizar los títulos de deuda del Gobierno, el valor más bajo fue un negativo por USD 4.941 en el segundo trimestre de 2014, como consecuencia de un fuerte aumento de los pasivos correspondientes a la IED en participaciones de capital distintas de la reinversión de utilidades por parte de otros sectores⁵ además de un fuerte aumento en el componente Otra Inversión mediante emisión neta de pasivos por parte de préstamos del Gobierno.

Respecto de la cuenta financiera se puede observar en el gráfico debajo la variación que hay entre contemplar y no el endeudamiento del Gobierno. En este sentido, se puede ver que en períodos en los cuales los títulos de deuda del Gobierno eran bajos, la cuenta financiera no tiene variaciones sustanciales, como por ejemplo en el año 2009 y 2013.

⁵ Otras sociedades financieras, Sociedades no financieras, Hogares e ISFLSH. Ni BCRA, ni Sociedades captadoras de depósitos, ni Gobierno.



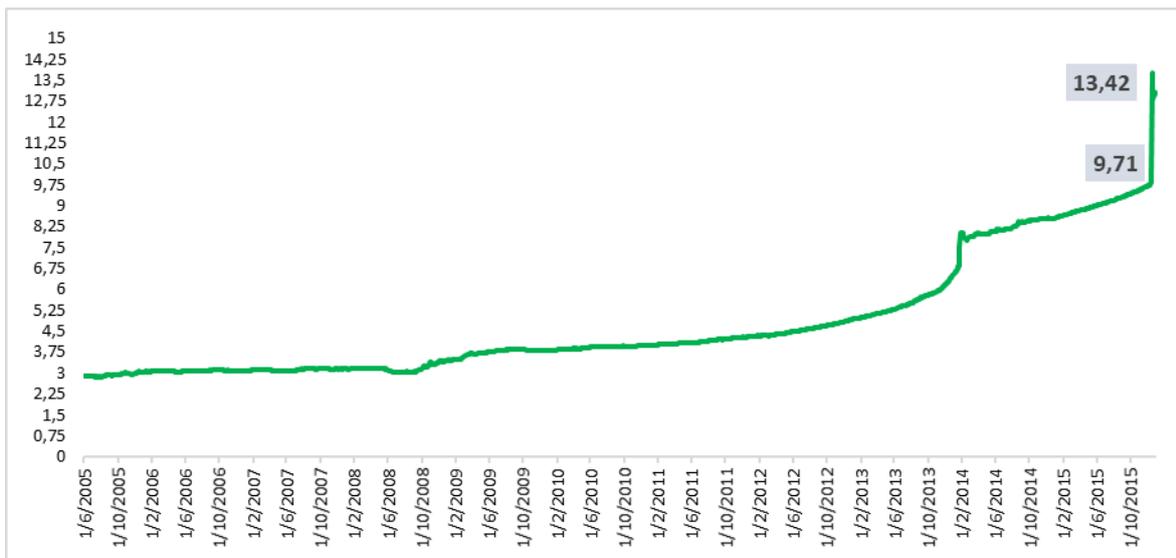
Gráfico 8. Evolución Cuenta financiera neta. Período 2006-2015.



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC

Como se mencionó al inicio, el motivo principal de la implementación de controles fue evitar la apreciación del tipo de cambio, y la consecuente pérdida de competitividad. En este sentido, se puede observar que el tipo de cambio logró mantenerse estable hasta el año 2008 y luego comenzó un proceso de depreciación, arrojando una variación del 332% de 2008 a 2015, pasando de \$ 3,1 a \$ 13,42.

Gráfico 9. Tipo de Cambio Mayorista (\$/USD) Comunicación A 3500 – Referencia. Período (2005-2015)



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA



5.2.2 Evolución de la Cuenta Capital (2016-2019)

“Desde finales de 2015 y hasta principios de 2018, Argentina experimentó uno de los procesos de endeudamiento de mayor magnitud y velocidad de toda su historia. El vertiginoso crecimiento de la deuda permitió durante poco más de un año combinar la recuperación económica con un drástico empeoramiento del resultado de las cuentas externas”. (BCRA)

Basualdo y Kulfas (2002, p .100), sostienen que “ El endeudamiento externo y la fuga de capitales locales al exterior forman parte de un mismo fenómeno porque el primero de ellos ha operado como una masa de capital valorizable para los grupos económicos y las empresas transnacionales que concentraron el grueso de la deuda externa privada.

Dicha valorización ha sido posible por las diferencias que se establecieron a favor de la tasa de interés interna (a la cual se colocaba el dinero) respecto de la internacional (a la cual se tomaban los créditos en el exterior, y a que el endeudamiento estatal en el mercado financiero local impedía la reducción de la primera de ellas, mientras que su endeudamiento con el exterior provee las divisas que hacen posible la salida del país del capital privado.

De esta manera, el capital concentrado local se apropia de una ingente masa de excedente que proviene de la notable pérdida de ingresos que soportan los asalariados a partir de la instauración de la dictadura militar”.

En base a esta idea, este trabajo tomará el concepto de fuga de capitales planteado por Rua y Zeolla (2017), en el que se define a la fuga de capital como el mecanismo a través del cual los residentes en el país, empresas y personas, sacan de manera lícita o ilícita, parte del excedente producido en la economía nacional, por fuera del circuito económico local, incluyendo las divisas acumuladas en los domicilios particulares o en cajas de seguridad.

A diferencia de la teoría convencional, este enfoque no considera la salida de divisas solamente a través de la cuenta capital y financiera del balance de pagos, sino que también incluye conceptos de la cuenta corriente.

Luego de diciembre de 2015, el gobierno entrante comenzó un proceso de liberalización de la cuenta capital y una eliminación total de los controles cambiarios, llegando a eliminar todas



las regulaciones implementadas en los períodos anteriores. Dichas decisiones se basaban en la expectativa futura de un aumento en el ingreso de capitales, en particular en un aumento en las inversiones.

El 16 de diciembre de 2015, el entonces Ministro de Hacienda, Alfonso Prat- Gay, anunció el levantamiento del denominado “cepo cambiario”. Mediante la Comunicación “A” 5850 del BCRA se eliminó el sistema de interconsulta con la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) y el requerimiento de conformidad previo del BCRA para operaciones por montos inferiores a los USD 2 millones.

De esta manera, las personas físicas y jurídicas podrían comprar moneda extranjera y otros activos externos por hasta la suma de USD 2 millones mensuales, eliminando los requisitos del Programa de Consulta de Operaciones

Cambiarias de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) implementado en 2011. La medida también contemplaba la libre salida de los nuevos ingresos de fondos externos y la no obligación de ingreso ni liquidación en el mercado local de las deudas financieras con el exterior.

De la misma manera se relajaron todos los controles de capitales. Los requisitos contenidos en el Decreto 616/05 fueron modificados el mismo 16 de diciembre mediante Resolución del entonces Ministro de Economía. Se redujo a 120 días corridos el plazo de permanencia de los capitales y se llevó a 0% el porcentaje de encaje no remunerado (depósito que debía constituirse en el país).

Si bien el gobierno de aquel entonces postulaba que dichas medidas se tomaban para frenar la salida de capitales, a la vez de atraer nuevos capitales, la desregulación total del mercado de cambios y el levantamiento de los controles de capitales, no tuvo esas consecuencias, sino que, al contrario, intensificó la salida de capitales y aumentó la formación de activos externos fuertemente. Asimismo, tal desregulación promovió fuertemente el ingreso de capitales de corto plazo, destinados en su mayor parte a invertir en instrumentos financieros como las letras del Banco Central (LEBACS).

Lo primero que se debe mencionar es que las medidas tomadas tuvieron un impacto fuertemente negativo en el tipo de cambio, el cual tuvo una depreciación del orden del 64%, pasando de \$ 9,7 en diciembre de 2015 a \$ 15,92 por USD el 1 de marzo de 2016.

Según muestra el informe “Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019” del BCRA, la liberalización del mercado cambiario junto a la no intervención del



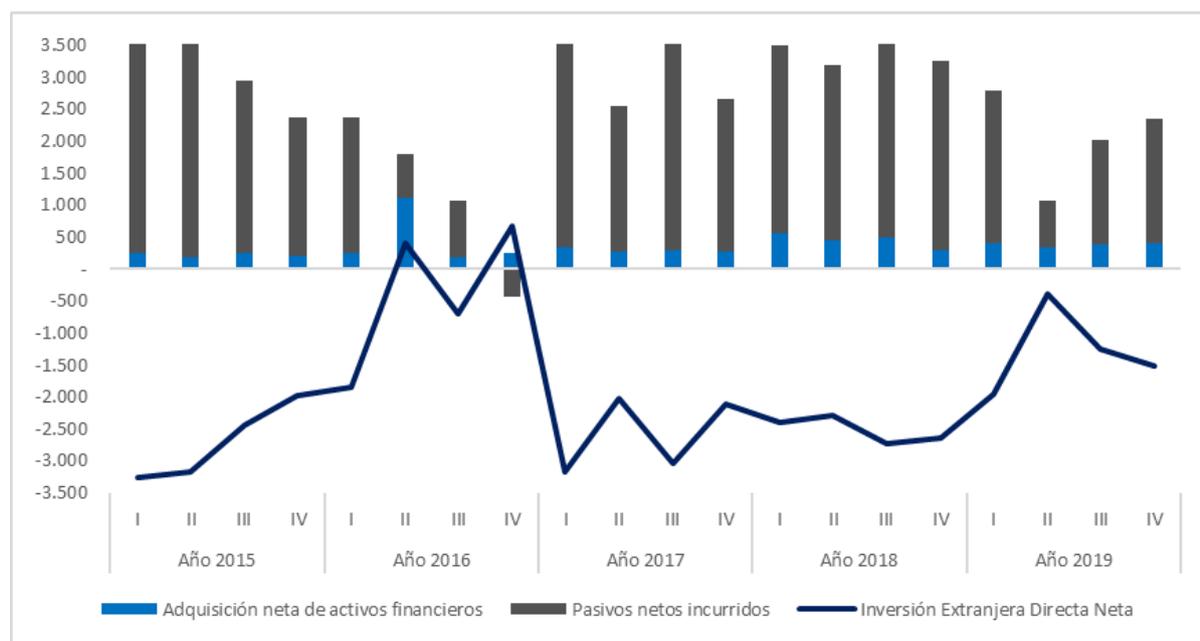
BCRA, tuvieron como consecuencia una devaluación del orden del 33.4% del peso respecto al dólar estadounidense en el corto período del 10 de diciembre al 31 de diciembre del 2015.

La devaluación en conjunción con las elevadas tasas de interés, fueron determinantes importantes para el ingreso de capitales de corto plazo destinados a inversión de cartera (lo que arriba se ha denominado "especulativos").

Tal es el caso que la IED pasó de tener un saldo acumulado negativo de USD 3.145 millones en 2014 a un saldo acumulado negativo de USD 10.884 millones, USD 10.361 millones y USD 10.071 millones en 2015, 2017 y 2018 respectivamente. Esto es explicado por un fuerte aumento de los pasivos. Las participaciones de capital y participaciones de fondos de inversión aumentaron consecuencia de un aumento en la reinversión de utilidades y en participaciones de capital distintas a la reinversión de utilidades.

Además, los instrumentos de deuda también aumentaron. En este último caso los pasivos representados por instrumentos de deuda tenían un valor negativo de USD 945 millones para el año 2014 y en 2015 arrojaron un valor positivo por USD 2.382 millones. En el gráfico debajo se puede observar que luego de la desregulación del mercado cambiario y la flexibilización de control de capitales la principal característica fue la aceleración e incremento de las salidas de capitales.

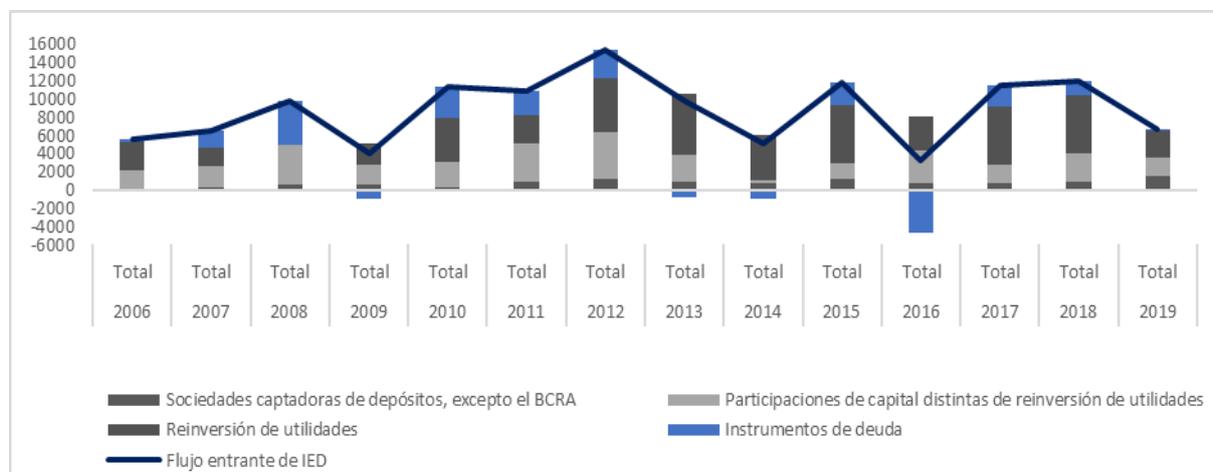
Gráfico 10. Evolución Inversión Extranjera Directa. Período 2016-2019.



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC



Gráfico 11. Flujo entrante de IED. Período 2006-2019.



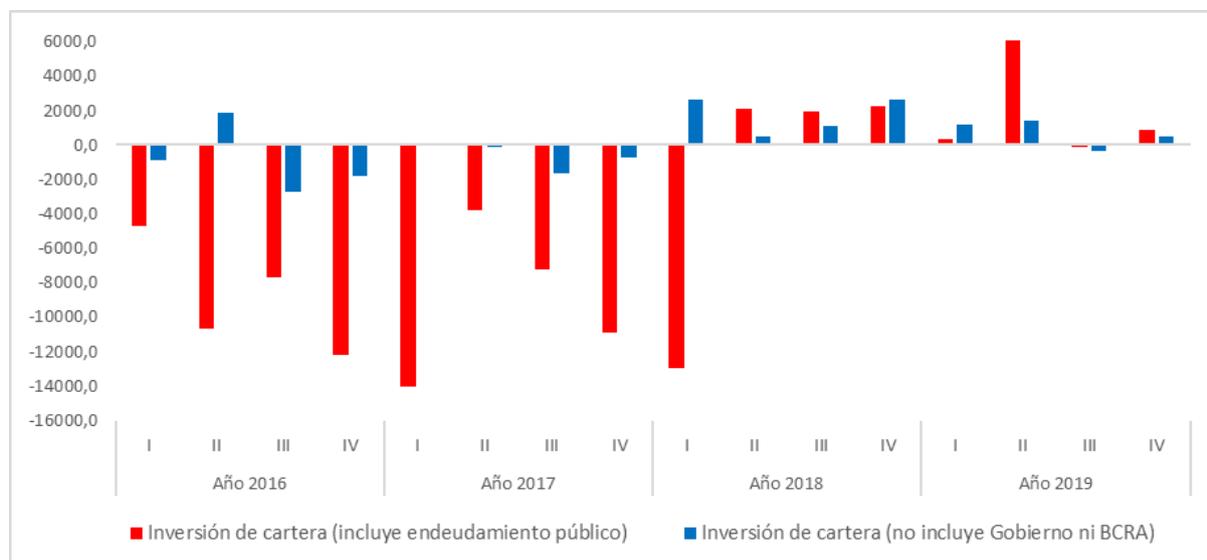
Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC

En relación a la inversión de cartera neta se observa que el impacto fue mucho más sustancial, pasando de un valor neto acumulado de USD 2.339 millones en 2014 a un acumulado neto negativo de USD 437 millones en 2015 para llegar a un valor negativo de USD 35.255 millones en 2016 y un valor negativo de USD 35.922 millones en 2017, número más grande del período analizado.

Dichos aumentos están relacionados con la crecida sideral de los pasivos a través de los Títulos de deuda del Gobierno y adquisición neta de activos financieros por parte de Otros Sectores.

Se evidencia que, en el año 2016, y luego de varios años sin acceder a los mercados internacionales de crédito, los títulos de deuda emitidos por el Gobierno aumentaban a USD 31.190 millones y para 2017 a USD 28.381 millones, comenzando así un gran proceso de endeudamiento.

Gráfico 12. Evolución Inversión de cartera. Período 2016-2019.



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC

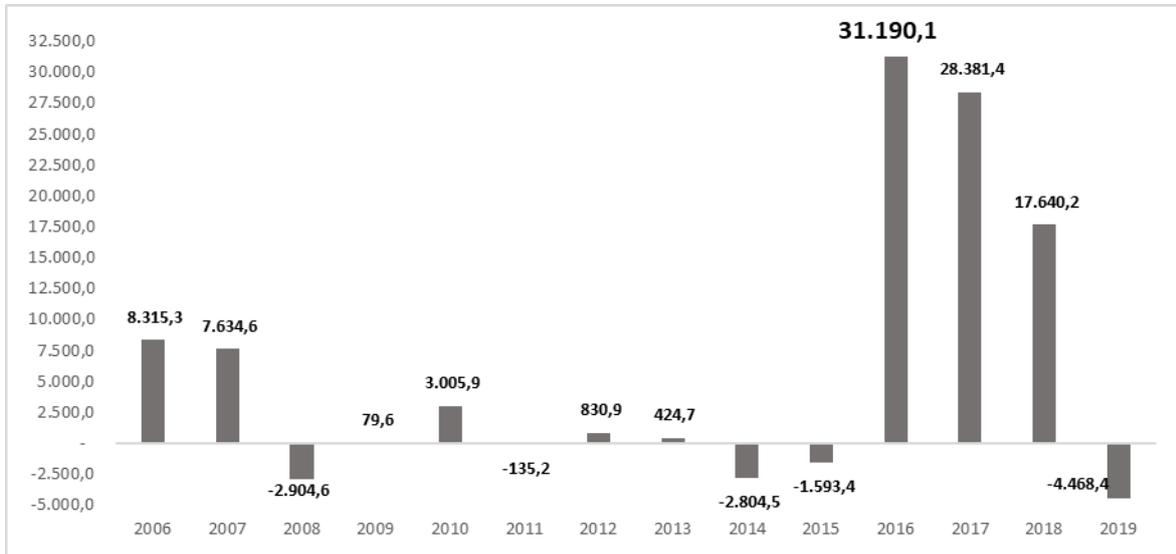
A partir de diciembre de 2015 y con el cambio de administración, la política de endeudamiento pública tuvo un giro sustancial.

El Tesoro Nacional dejó de financiarse con fuentes de domésticas y comenzó un rápido proceso de endeudamiento externo, predominantemente en moneda extranjera.

El endeudamiento fue de tal magnitud y tan raudo que llevó a un rápido crecimiento del stock de deuda en sólo dos años de gobierno y Argentina pasó a ser el principal colocador de títulos soberanos en los mercados internacionales entre enero de 2016 y abril de 2018, superando a países cuya población y PIB son sustancialmente superiores. (BCRA, pág. 12 y 13).

Cabe resaltar que, desde 2005 a diciembre de 2015, Argentina no se endeudaba con el exterior puesto que no podía acceder voluntariamente al mercado de crédito internacional, dada la deuda que tenía con organismos dada la deuda que tenía con organismos internacionales, en especial con el FMI.

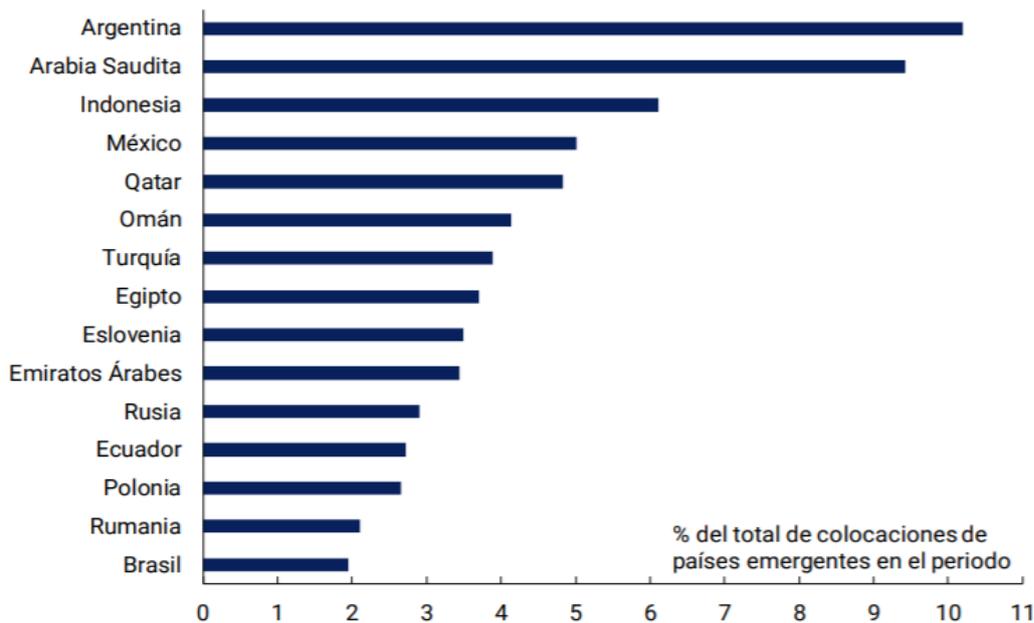
Gráfico 13. Volumen Títulos de Deuda Gobierno (Pasivo en Inversión de cartera). Período 2006-2019.



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC

En el período que va de enero de 2016 a abril de 2018 Argentina fue uno de los principales colocadores de títulos en los mercados internacionales dentro de la gama de países emergentes⁶.

Gráfico 14. Colocadores de Bonos Soberanos en Mercados Internacionales (enero 2016-abril 2018).



Fuente: BCRA.

⁶ Para mayor información visitar <https://cbonds.es/country/Argentina-bond/>



Las medidas de flexibilización también se vieron reflejadas en la FAE. En este sentido en diciembre de 2015, luego del levantamiento de los controles, el valor de la FAE llegó a USD 2.024 millones.

La flexibilización del mercado de cambios continuaba y junto con ella la desregulación de la cuenta capital. El 4 de enero de 2017 mediante la Resolución N° 01/2017 del entonces Ministerio de Hacienda, se eliminó por completo la última medida de control de capitales establecida mediante el Decreto 616/05.

De esta manera se llevó a cero días el plazo de permanencia para los capitales extranjeros que anteriormente ya había sido reducido a 120 días, permitiendo la libre movilidad de los capitales mediante la Resolución N° 3/2015.

Luego de dicha liberalización, la salida neta de capitales se aceleró aún más. En el primer cuatrimestre de 2017, la salida de capitales llegó a los USD 5.650 millones, lo que registraba un aumento del 40% respecto al mismo período de 2016 y el doble que lo registrado en 2015. Los flujos netos de salidas (egresos netos de ingresos) siguieron creciendo en el período que va desde diciembre de 2015 hasta diciembre de 2017.

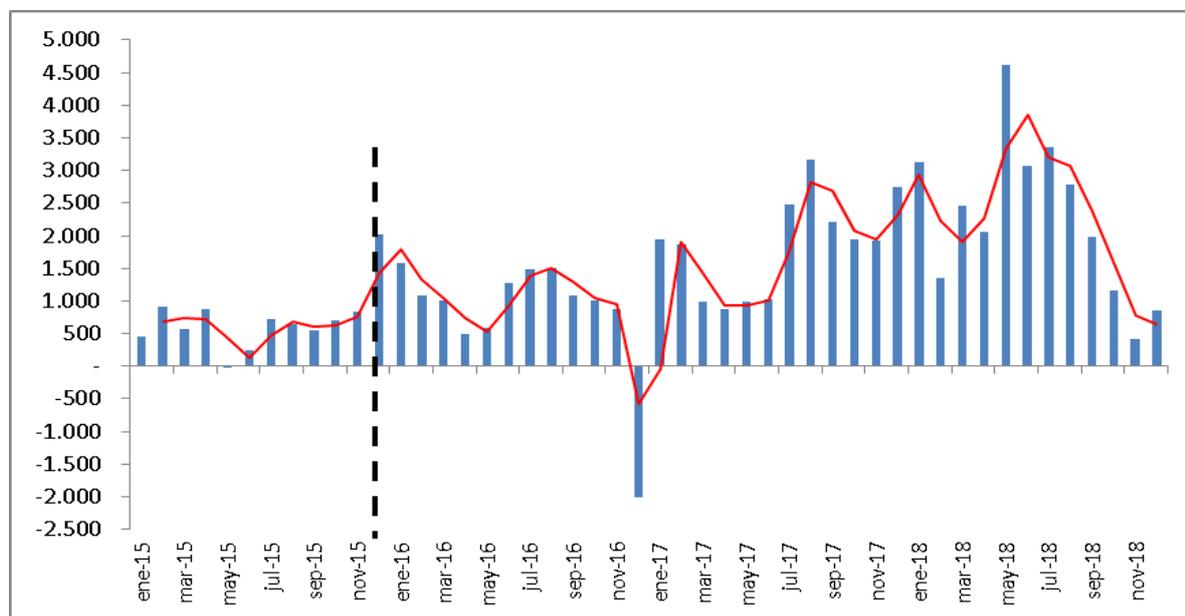
Hasta noviembre de 2015, se puede observar que las salidas mensuales de capital tenían un comportamiento homogéneo y no superaban los USD 1.000 millones, pero ya para diciembre de 2015 (mes de liberalización de la cuenta capital mediante levantamiento de controles) las salidas llegaban a los USD 2.000 millones.

En el período que va desde diciembre de 2015 a diciembre de 2018 el promedio de salidas mensuales de capital fue de USD 1.413 millones, mientras que durante todo 2015 el promedio fue USD 710 millones, por lo cual la liberalización de los controles implicó un aumento del promedio de las salidas de capital del orden del 99%.

Respecto a la inversión en cartera, el primer trimestre de 2017 esta arrojó un saldo deficitario de USD 14.043 millones, llegando a un valor anual de USD 35.922 millones, punto máximo en el período comprendido entre 2005 y 2019.

Esta situación, dejaba en claro que el levantamiento de controles de capital dejaba paso libre a la fuerte salida de capitales y volatilidad, y además reflejaba el hecho de que los capitales que ingresaban estaban destinados puramente a inversión de cartera y no a IED.

Gráfico 15. Formación Activos Externos (FAE). Período 2015-2018.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA.

5.2.3 2019: Año de quiebre

Según el informe de BCRA “Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos 2015-2019”, la fuga de capitales del período comprendido entre enero de 2016 y octubre de 2019 alcanzó los USD 86,2 mil millones. En agosto de 2019 la FAE llegó a los USD 19.736 millones, el mayor número desde 2003 y de la historia, y la demanda neta de dólares por personas humanas, arribó a los USD 1.873 millones, según datos del Informe de Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario del BCRA. Paralelamente, las reservas internacionales descendieron USD 13.799 millones durante el mismo mes, como consecuencia de los pagos netos de deuda, el desarme de depósitos en moneda extranjera y las ventas del BCRA en el mercado de cambios. Ante semejante drenaje de divisas, el gobierno recurrió a herramientas de control de capitales, a fin de frenar tamaña fuga de capitales.

De esta manera el 1 de septiembre de 2019 a través de la Comunicación “A” 6770 el BCRA impone nuevas restricciones al mercado de divisas, para tratar de evitar la continua salida de capitales. Se fija un límite de USD 10.000 para la compra de moneda extranjera realizada por personas físicas y se les exige a las grandes empresas liquidar los dólares producto de sus exportaciones dentro de un plazo determinado y se les exige realizar autorización previa ante



el BCRA para el giro de utilidades y/o dividendos al exterior. Pero estas medidas parecían no ser suficientes para frenar el drenaje de divisas, ya que el 28 de octubre del mismo año se endurecieron los controles y se fijó un nuevo límite de compra de moneda extranjera para personas físicas en USD 200 mensuales, valor que a septiembre estaba fijado en USD 10.000. Es interesante mencionar, que el BCRA concluye su informe, exponiendo que, desde diciembre de 2015 a octubre de 2019, salieron del país más de USD 86.000 millones.

Tal vez lo más relevante para este trabajo es que dicho informe plantea que alrededor de 8 de cada 10 dólares que ingresaron al país entre diciembre de 2015 y principios de 2018 eran para inversión de cartera y capitales especulativos.

En este sentido se puede inferir que el levantamiento de los controles de capitales, no sólo fomentaron el ingreso de capitales de corto plazo destinados a inversión en cartera dadas las altas tasas domésticas, sino que allanaron el camino para la libre movilidad en especial para la salida de capitales y la fuga.

5.2.4 Otra mirada: ¿Cómo evolucionó la cuenta capital ante los controles, sin computar el endeudamiento público?

Esta parte del trabajo pretende observar y analizar la evolución de la cuenta capital y financiera sin contemplar el endeudamiento público, ya que se considera que este tiene un gran peso y distorsiona los posibles resultados del análisis que se pretende hacer.

En principio observaremos el período que va de 2005 a 2015, cuando la cuenta capital tenía restricciones y estaba regulada, y luego observaremos el período que va de 2016 a 2019, de plena desregulación de la cuenta capital y mercado cambiario junto con un fuerte endeudamiento externo.

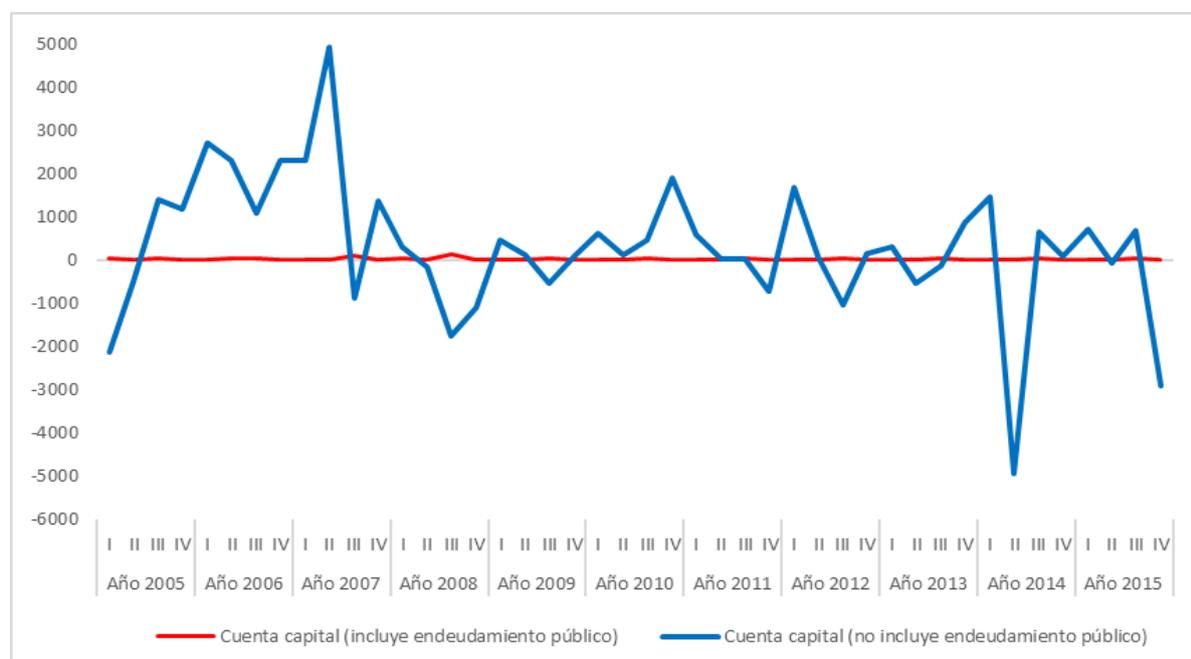
La cuenta capital, se mantuvo por debajo de los USD 100 millones sin tener grandes sobresaltos para el primer periodo de análisis, contabilizando el endeudamiento público. Dicho comportamiento se relaciona con el hecho de que durante ese período el endeudamiento era casi nulo producto del no acceso al mercado internacional.

Si observamos cómo evolucionó la cuenta capital sin contemplar el endeudamiento público, vemos que la misma ha sido un tanto dispar en el período bajo análisis.



En el año 2005, año de implementación de controles de capitales la cuenta capital arrojaba un saldo negativo acumulado de USD 73.6 millones. Posteriormente, para los años 2006 y 2007 la cuenta capital arrojó un valor acumulado de USD 8.413 millones y USD 7.756 millones respectivamente. Ya en el año 2008 la cuenta capital pasa a tener un saldo negativo de USD 2.720 millones. Esto tuvo que ver con un fuerte aumento de los pasivos del BCRA consecuencias de préstamos tomados. Para el año 2009 la cuenta capital arrojaba un valor negativo de tan sólo USD 160 millones.

Gráfico 16. Evolución de la Cuenta Capital. Período 2005-2015.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

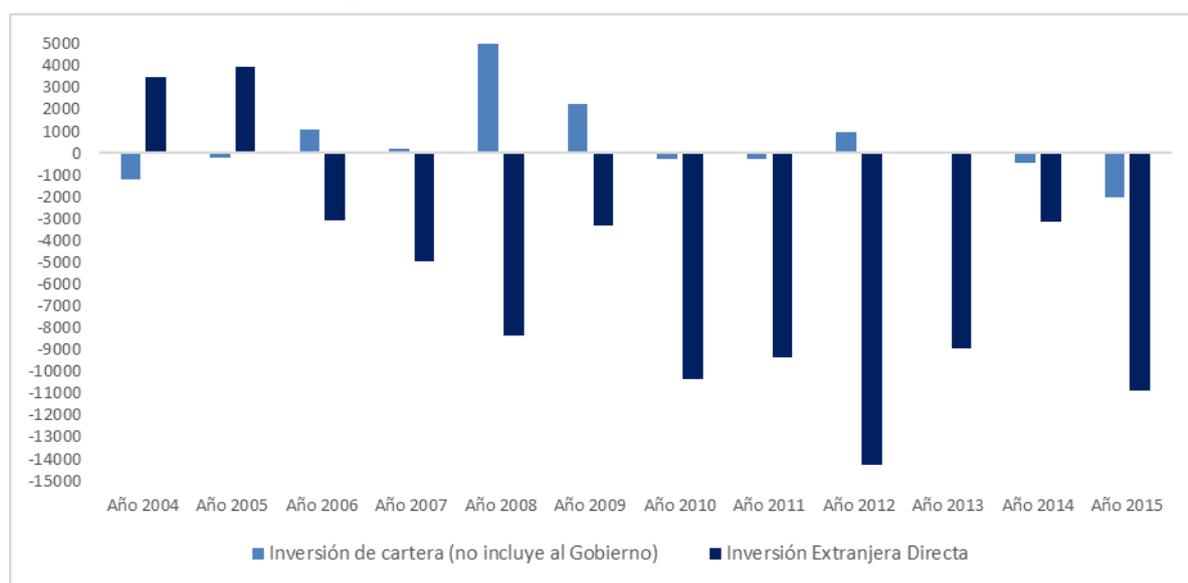
Pero la pregunta que concierne a este trabajo es ¿qué pasó con los componentes de la cuenta capital, en especial con el ítem inversión de cartera e IED, se puede observar algún cambio luego de la implementación de controles? Se observa que a partir del año 2006 hasta 2015 la IED siempre fue negativa, siendo la IED en el país siempre mayor que la IED realizada por residentes en el exterior y siendo los flujos netos de IED siempre mayor que los flujos netos de inversión de cartera.

Respecto de la inversión de cartera, si no se tiene en cuenta en el análisis el monto del endeudamiento del Gobierno, el volumen de los flujos destinados a esta inversión no representa un valor significativo. Esto se da porque los pasivos netos incurridos en el



componente inversión de cartera se ven fuertemente influenciados por los títulos de deuda del Gobierno, y no por operaciones de privados. Al omitir el endeudamiento público en dicho ítem, el volumen de la inversión de cartera se reduce significativamente, no mostrando grandes variaciones en el tiempo. En este sentido, es un tanto complejo poder inferir a través de la evolución de la cuenta capital, en especial en el componente inversión de cartera los posibles impactos de los controles de capitales si no se despeja el rol del Gobierno.

Gráfico 17. Evolución de la IED y la Inversión de Cartera. Período 2004-2015.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

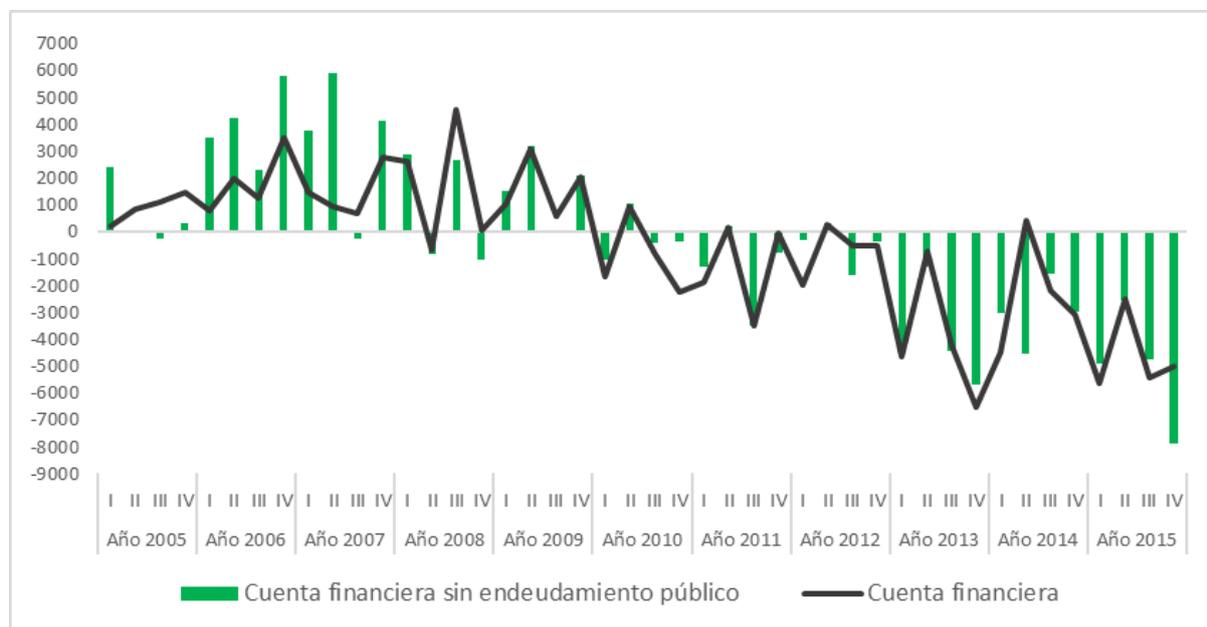
Respecto de la cuenta financiera, observamos que en 2006 arrojó un valor neto de USD 15.796 millones (de contabilizar los pasivos del Gobierno este valor desciende a los USD 7.480 millones. Este resultado fue en gran parte producto de préstamos del BCRA con organismos internacionales, en especial con el FMI por USD 10.303 millones. Luego de ese período y comenzando un proceso de desendeudamiento, el tercer trimestre de 2007 la cuenta financiera arroja un valor de USD 697 millones como resultado de la cancelación del préstamo con el FMI (si no contempláramos los pasivos del Gobierno la cuenta financiera arrojaría un valor negativo de USD 277 millones). En el segundo trimestre de 2010 se registran efectos importantes en la cuenta financiera, como resultado de la incorporación de estimaciones de flujos generados por el cierre del canje de Deuda Pública realizado en junio de 2010 mediante el Decreto 563/10. A partir del segundo semestre de 2010 se incorporan los resultados del canje de deuda pública, lo cual tiene efectos tanto en la cuenta corriente como



en la cuenta financiera, mostrando en la última un valor acumulado negativo para todo 2010 de USD 18.498 millones para el último trimestre.

Si no se contemplan los títulos de deuda del Gobierno, la cuenta financiera mostró una evolución relativamente uniforme en el período que va de 2005 hasta 2010, lo mismo de 2010 a 2015 pero con signo negativo como consecuencia del fuerte aumento en la adquisición neta de activos financieros a través de moneda y depósitos, y la continua caída de reservas internacionales, llegando al punto máximo en el último trimestre de 2015.

Gráfico 17. Evolución de la Cuenta financiera. Período 2005-2015.



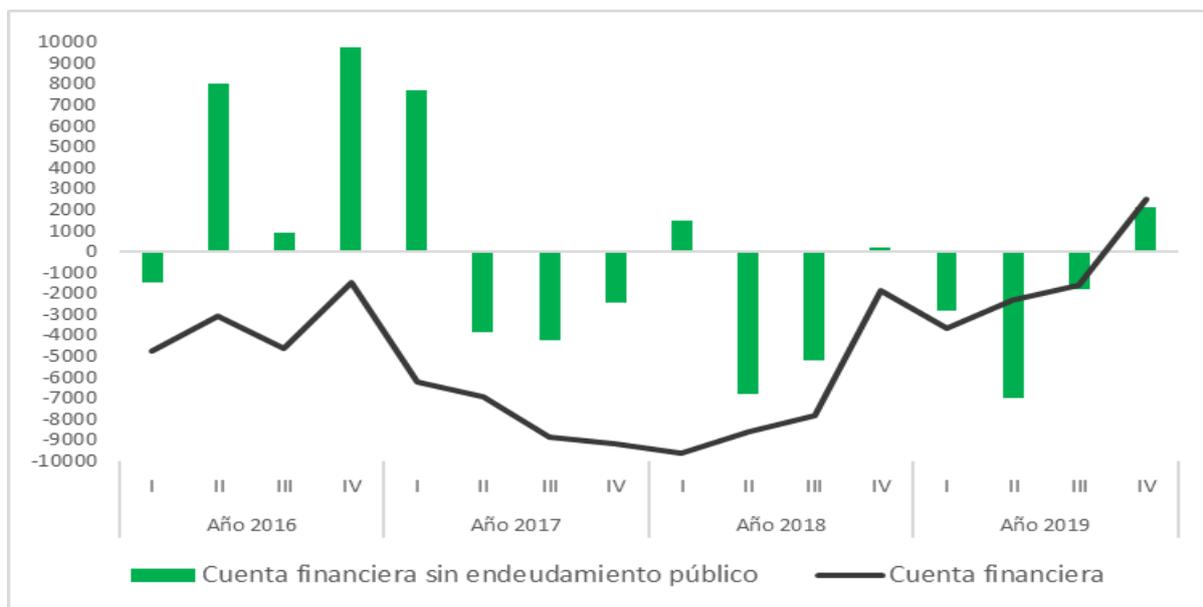
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

A partir del año 2016 y hasta el año 2019 (fin de nuestro período de análisis) se puede observar que, la cuenta financiera considerando el endeudamiento público y los préstamos del Gobierno, mantuvo siempre un saldo negativo llegando al punto máximo en el primer trimestre de 2018, con un valor negativo de USD 9.646, millones. Dicho resultado fue producto de un fuerte aumento del endeudamiento del Gobierno y el BCRA. Lo interesante es observar que, si no se considera en la cuenta financiera el endeudamiento público y los préstamos al Gobierno, la misma arroja un saldo positivo por USD 2.223 millones. Lo mismo para el cuarto trimestre de 2018 la cual arrojaba un saldo negativo computando el



endeudamiento público, pero si no se computaba arrojaba un saldo positivo por USD 12.658 millones.

Gráfico 18. Evolución de la Cuenta financiera. Período 2016-2019.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

Como se mencionó con anterioridad, a partir de diciembre de 2015 se inició un brusco proceso de desregulación de la cuenta capital y el mercado cambiario, junto con un fuerte endeudamiento del estado, especialmente en moneda extranjera.

De esta manera, se puede inferir que si comparamos ambos períodos (con y sin controles) las medidas de control, han servido para restringir los flujos de capitales en la cuenta financiera, aunque dicha efectividad se ha visto atenuada por el fuerte endeudamiento del Gobierno.

6. La visión y postura de los Organismos Internacionales

“...in circumstances where countries are facing undue burden of adjustment, policy responses in emerging market economies with adequate reserves and increasingly overvalued flexible exchange rates may also include carefully designed macro-prudential measures.” (OCDE, Seul 2008)



En esta parte del trabajo se hará un repaso de las diferentes posturas que tienen los organismos internacionales, respecto a la adopción de medidas de regulación/control de flujos de capitales y como ha variado su opinión en el tiempo.

Durante la época de Bretton Woods, la visión que dominaba respecto a la adopción de controles era que la regulación de los flujos de capitales resultaba legítima y necesaria. Ya en aquellos tiempos, los académicos John M. Keynes y Harry D. White insistían en que los flujos de capitales, en particular los especulativos, eran un potencial desestabilizador que afectaba el precio de las divisas y acotaba el margen de maniobra de los gobiernos y hacedores de política. Pronto, el pensamiento de ambos se fundamentaría en la fórmula derivada del modelo de equilibrio de corto plazo de Mundell-Fleming y en el dilema de la "trinidad imposible de Mundell", corolario de este modelo.

Dicho dilema, postula que es imposible para un país poder establecer simultáneamente un tipo de cambio fijo con libre movilidad de capitales y una política monetaria autónoma. (Mundell, Fleming, 1962).

Asimismo, en esa época también se defendía la necesidad de implementación de controles de capitales, argumentando la utilidad de la regulación como herramienta para la transformación estructural de las economías en desarrollo.

En ese momento no eran muchos los argumentos en contra de la regulación de flujos de capital, tal es así que Viner (1947) postulaba que el argumento más sólido que se podía utilizar en contra era la idea de que la libre circulación de capitales permite que la riqueza se mueva de lugares en los que hay mucha abundancia a lugares de escasos y así el capital rinde más y consecuentemente lleva a una mayor eficiencia en la distribución del ahorro mundial (Gallagher, 2015). Esta noción, que luego tomaría Milton Friedman (1953), sería formalizada teóricamente en el modelo de Mundell (1957), donde se postula que la máxima eficiencia se logra cuando la libre movilidad de capitales permite a cada país comerciar con el capital en función de su ventaja comparativa (Carmona, 2016).

Gallagher (2011) planteaba que luego de varias décadas de debate y posturas diferentes, la crisis financiera mundial de 2008 volvería a poner en escena la discusión respecto a las respuestas políticas orientadas a los flujos de capital. En su documento el autor expone que, hasta hace unos años, el ámbito académico y profesional, como así también los gobiernos de los países desarrollados y las instituciones financieras internacionales, se mostraban en contra o no emitían opinión ante la regulación de los flujos de capital, pero paralelamente a esto,



varias economías emergentes, entre ellas Brasil, Taiwán y Corea del Sur, implementaban y experimentaban con éxito los controles de capitales.

Si bien la bibliografía que estudia la necesidad de regulación de los flujos de capital por parte de las economías emergentes comienza a tener un gran auge en la década de los noventa y se intensifica y toma amplitud luego de la crisis financiera mundial de 2008 (como planteó Gallagher), en el ámbito académico las discusiones ya habían comenzado mucho antes con Epstein, Grabel y Jomo (2004).

Los autores plantearon el término “técnicas de gestión del capital” para hablar de dos tipos diferentes pero complementarios de regulaciones. Una regulación relacionada con políticas destinadas a los flujos internacionales de capital privado, denominada “controles de capital”, y la otra basada en la regulación prudencial de las instituciones financieras nacionales.

En este sentido los autores contemplan en la definición el hecho de que algunos instrumentos de regulación financiera prudencial funcionan como controles de capital, mientras que otros están orientados a reducir los riesgos financieros sistémicos. Este punto de vista lo retomaremos en la visión institucional del FMI.

Otros autores como Ocampo (2012) y Gallagher, Griffith-Jones y Ocampo (2012) prefieren usar el término “regulaciones de la cuenta de capital”, para destacar el hecho de que esas regulaciones no sólo debían tener en consideración el ingreso de capital sino también la salida y los instrumentos basados en precios o en cantidades.

A su vez, Priewe (2011), citado en Magalhaes Prates y Fritz (2016), sostiene que debía utilizarse el concepto “manejo de la cuenta de capital”, ya que comprende todas las medidas mediante las cuales las autoridades pueden tener una influencia directa o indirecta sobre los flujos de capital y sobre la cuenta capital como por ejemplo la política monetaria y fiscal, la administración del tipo de cambio, las regulaciones relacionadas con IED y controles directos de capital.

Más allá de la diferencia en la definición de las medidas, la regulación de los flujos de capital debe contener una amplia gama de políticas desde controles de capital hasta regulaciones prudenciales, dado que una sola medida no es suficiente para lograr varios objetivos. En este sentido, Epstein et. al (2004, pág. 7) sostiene que “la eficacia de una única técnica de gestión exalta la eficacia de otras técnicas y mejora la eficacia de todo el régimen de gestión de capital. Por ejemplo, ciertas regulaciones prudenciales magnifican la efectividad de los controles de capital (y viceversa). En este caso, el aspecto estabilizador de la regulación



prudencial reduce la necesidad de la forma más estricta de control de capital. Por lo tanto, un programa de técnicas complementarias de administración de capital reduce la severidad necesaria de cualquier técnica y magnifica la efectividad del régimen de control financiero”.

6.1 La visión Institucional del Fondo Monetario Internacional (FMI)

Luego de la Segunda Guerra Mundial, en julio de 1944 en la conferencia de las Naciones Unidas celebrada en Bretton Woods, se crea el Fondo Monetario Internacional (FMI), con la idea de establecer un marco de cooperación económica internacional destinado a evitar desequilibrios financieros que repitieran las devaluaciones cambiarias competitivas que contribuyeron a provocar la Gran Depresión de los años treinta. En este sentido, la principal misión del Organismo consistió en asegurar la estabilidad del sistema monetario y financiero internacional (FMI, Datos básicos).

Con la culminación de la Guerra Fría a finales de la década de los ochenta, el FMI expresó a través del Consenso de Washington su postura respecto al uso de los controles de capital, dejando en claro que los controles de capital atentaban contra la “libre movilidad de capitales” que requería la desregulación financiera y que no debían utilizarse, salvo de manera excepcional en situaciones de crisis financieras.

Luego de la crisis financiera internacional, iniciada en 2008, y como consecuencia de que varios países hayan implementado controles de capitales, el FMI vio la necesidad de revisar su postura respecto a la utilización de los mismos.

Las investigaciones daban evidencia cada vez mayor de la relación entre la volatilidad de los flujos de capital internacional y las crisis financieras y económicas, a la vez que resaltaban la utilidad y bondades de las regulaciones de la cuenta de capital para la estabilidad macroeconómica y financiera

Muchos han sido los trabajos que han dado cuenta de la nueva visión del organismo en la adopción de controles de capitales, en especial en economías emergentes, pero tal vez el más importante y que mostró un punto de inflexión fue el documento “*Capital Inflows: the Role of Controls*”, de Ostry et al. 2010.

El documento justifica en cierta medida el uso de controles a las entradas de capital con el fin de prevenir crisis, mitigar los efectos de las crisis y reducir la fragilidad financiera, y expone



entre otras cuestiones, el hecho de que las economías que no habían sido fuertemente afectadas por la crisis financiera de 2008 también habían implementado medidas de control de capitales en años previos a la crisis con el fin de actuar sobre los flujos de entrada.

Tal vez lo más importante y disruptivo del documento, es que el FMI reconoce por primera vez en su historia la necesidad de aplicar controles a la entrada de capital como una herramienta clave de política macroeconómica que evite que la especulación financiera y los impactos negativos de los flujos en las economías emergentes como en el caso de Irlanda y Grecia.

Del documento se desprenden al menos cuatro conclusiones interesantes respecto a las medidas de control de capital y a la visión del Organismo. Una de ellas es que los controles pueden ser útiles para abordar preocupaciones tanto macroeconómicas como de estabilidad financiera frente a aumentos repentinos de entradas de capital y otra es que las medidas no son uniformes y el diseño de las mismas debe adaptarse a las circunstancias de cada país.

En este sentido, cuando las entradas generan preocupaciones macroeconómicas, los controles deberían ser amplios y principalmente basados en precios, por ejemplo, algún tipo de impuesto a los flujos de entrada.

Cuando las entradas generen preocupación en cuestiones de estabilidad financiera, los controles podrían centrarse en los flujos más riesgosos, los cuales podrían incluir medidas administrativas como impuestos, plazos o encajes a las inversiones de cartera. Posterior a analizar la experiencia de siete países emergentes, el documento del FMI sugiere evaluar la situación previa al uso de control de capitales, como por ejemplo observar si hay una apreciación de la moneda nacional, la posibilidad de compra de reservas de divisas y una disminución en las tasas de interés, junto al endurecimiento de la política fiscal.

Finalmente, si todas estas medidas previas no funcionan o si bien hay situaciones derivadas de los flujos que no son deseables, recién en ese momento el Organismo plantea que los países pueden utilizar “medidas de control de capital”.

El cambio de paradigma en la visión del FMI radica tal vez en el hecho de que antes se pensaba que las herramientas de control de capitales causaban ineficiencia macroeconómica y que la libre movilidad del capital era necesaria para fomentar el crecimiento económico, pero luego de varias crisis se reconoció que los controles lograban crear condiciones mediante las cuales un país podría evitar la ineficiencia macroeconómica.

De todas maneras, según la visión del FMI los controles no siempre se justifican.



El documento identifica situaciones particulares en las cuales los controles de capital pueden estar justificados o motivados, sin basarse en calificaciones de aceptable, temporales y conformes al mercado. El análisis de los autores es un avance en la postura del Organismo dejando de lado el debate de controles si o controles no, y pasando a la discusión cuando si o cuando no.

Tal es así, que luego de la publicación del documento de Ostry et al. (2010) se publicó una nota con comentarios de economistas destacados del FMI (Ronald McKinnon, Eswar Prasad y Dani Rodrik, entre otros) los cuales resaltaron lo equivocado que estaba el Organismo en el pasado y la desaparición del estigma sobre los controles de capitales (Gabel, 2011).

Aunque, según Gabel (2011) el cambio de postura del FMI respecto a las medidas de gestión de los flujos de capital (así lo denomina él), no fue luego de la gran crisis financiera de 2008, sino que su revisión y cambio de postura fue luego de la crisis financiera de Asia oriental en 1997 cuando las publicaciones del FMI consideraron que tales medidas eran una herramienta “aceptable” del conjunto de herramientas macroeconómicas, pero que solo debería ser temporales y “conformes al mercado”. (Prasad et al 2003, en Gabel).

Finalmente, luego de años de revisión de su visión, el FMI expresó su postura definitiva en 2012 mediante la publicación de su visión institucional en el documento *“The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View”*.

Según esta nueva visión institucional del FMI, “los flujos de capital también conllevan riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera, especialmente si son grandes y volátiles. Los riesgos pueden ser mayores cuando los países tienen vulnerabilidades macroeconómicas o gaps en la regulación financiera e institucional”. Por primera vez el organismo estaba uniendo cuestiones de estabilidad financiera y medidas macroprudenciales con las medidas de control de capitales”.

En su nueva visión el FMI distingue conceptualmente entre medida de administración⁷ de flujos de capital (CFMMs, por sus siglas en inglés) y las medidas macroprudenciales (MPM, por sus siglas en inglés) y destaca que “las medidas que son diseñadas para limitar los flujos de capitales y para reducir el riesgo sistémico del sistema financiero que surge de esos flujos son clasificadas como ambas, medidas de administración de flujos de capitales (CFMM) y medidas macroprudenciales (MPM).

⁷ El FMI utiliza la palabra administración (*management*) de flujos de capitales, lo que equivale a gestión o control de flujos de capital.



Según el Organismo para que una medida de administración de flujos de capitales sea clasificada como macroprudencial al mismo tiempo (CFMM/MPM), tiene que existir una potencial fuente de riesgo sistémico en el sistema financiero que provenga de los flujos de capitales, y un canal de transmisión a través del cual la medida adoptada reduzca el potencial riesgo sistémico.

Posteriormente, en agosto de 2016 el FMI, la Junta de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) y el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), publican el documento “*Elements of Effective Macroprudential Policies*”. Dicho documento expone algo que ya se venía analizando, pero lo vincula a las cuestiones de estabilidad financiera y elementos macroprudenciales.

Luego de la crisis financiera mundial de 2008, varios países implementaron herramientas destinadas a limitar los riesgos sistémicos que pudieran tener impactos negativos la economía real. El tiempo demostraba que la adopción y diseño de política y herramientas macroprudenciales aumentaba. El documento del FMI, FSB y BIS, detalla una serie de elementos que han sido útiles en la formulación de políticas y herramientas macroprudenciales y destaca que “la política macroprudencial y las medidas de administración de flujos de capital tienen objetivos diferentes, pero pueden solaparse” (FSB / FMI / BIS 2011, FMI 2013, OCDE 2015). En este sentido, las medidas de administración de flujos de capitales están diseñadas para limitar los flujos de capital influenciando su tamaño o composición y las medidas macroprudenciales están diseñadas para limitar los riesgos sistémicos. Estas pueden incluir, entre otras, a las vulnerabilidades asociadas con las entradas de capital y la exposición del sistema financiero a los shocks cambiarios.

Por lo tanto, si las medidas de administración de flujos de capitales están diseñadas para limitar los riesgos sistémicos, entonces son, al mismo tiempo, medidas de administración de flujos de capitales y macroprudenciales. (FMI 2012, FMI 2015).

Ese mismo año, la Junta Directiva del FMI hizo una revisión de la experiencia que habían tenido los países con el artículo IV (*Obligations Regarding Exchange Arrangements*) del Convenio Constitutivo del FMI desde su adopción, y entendió la necesidad de proveer mayor explicación y elaboración, respecto del rol de las políticas macroprudenciales en el tratamiento de los riesgos financieros sistémicos derivados de los flujos de capital.

Por otro lado, en abril de 2017 el Comité Monetario y Financiero Internacional (IMFC) reiteró la "importancia de garantizar una implementación efectiva y coherente de la Visión



Institucional sobre los flujos de capital, prestando mayor atención a las medidas de administración del flujo de capital y tomando una posición clara basada en las circunstancias del país sobre si están justificados”.

Mencionado todo esto, se destaca que las medidas de administración/control de flujos de capitales son consideradas medidas de carácter macroprudencial cuando son adoptadas para asegurar la integridad del sistema financiero y/o con el fin de evitar interrupciones en el sistema financiero con implicancias sobre la economía real, por lo cual es justificada su utilización en especial en economías emergentes con sistemas más vulnerables.

Finalmente, es dable mencionar que en el documento “*Peer Review of Argentina*” que publicó el FSB en 2017, se enumera al Decreto N° 616/05 como parte integrante de la lista de herramientas que tienen las autoridades de Argentina a fin de ser utilizadas por razones macroprudenciales y como parte integrante de la política macroprudencial (ver Anexo 7).

6.2 La visión del G20 y los Códigos de Liberalización de la OCDE

En enero de 2010 en el *Davos Forum Special Address Seoul G20 Summit: Priorities and Challenges*, Lee Myung-bak, el entonces Presidente de la República de Corea expresó que con la crisis financiera mundial el mundo advirtió el impacto devastador que tuvieron las reversiones repentinas de los flujos de capital (*sudden stop*) en las economías emergentes y en desarrollo. Lee Myung-bak expresó que en la agenda de la Cumbre de Líderes del Grupo de los 20 (G20) de noviembre de ese año, incluirían el establecimiento de una “Red de seguridad financiera global” que ponga en marcha un mecanismo global para abordar retrocesos repentinos en los flujos de capital. Esta era la primera vez que en el ámbito del G20 se ponía en palabras un tema que preocupaba a varios países y que era la volatilidad derivada de la libre movilidad de los flujos de capitales.

Posteriormente, el 11 y 12 de noviembre de 2010 tuvo lugar la Cumbre de Líderes del G20, en Seúl, Corea y la Declaración de los Líderes estuvo en línea con lo expresado en enero por Lee Myung-bak.

El G20 delineó un Plan de Acción en el cual los miembros se comprometían, entre otras cuestiones, a contar con instrumentos para fortalecer las “redes de seguridad financiera



mundial”, que ayuden a los países a hacer frente a la volatilidad financiera proporcionándoles herramientas prácticas para superar los *sudden stops* de los flujos internacionales de capital.

La Declaración expuso las preocupaciones que pueden llegar a generar los grandes flujos de capitales y deslizó la idea de la posible necesidad implementar medidas de control para abordar tales preocupaciones.

En este sentido, el G20 ha reconocido y colocado a la implementación de medidas de controles de capitales dentro del marco de políticas macro prudenciales (al igual que la postura del FMI).

Por otro lado, para la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la libre circulación de capital, inversión y servicios entre las fronteras es un motor para el crecimiento económico, el empleo y el desarrollo y engloba un beneficio para el país que recibe el capital y para el país de origen. Los flujos de capital son un componente integral de las finanzas internacionales y permiten, entre otras cosas, que los ahorros se canalicen desde los países con superávit hacia los países deficitarios, donde los rendimientos de la inversión suelen ser más altos.

Hace 40 años los países de la OCDE crearon un marco para avanzar gradualmente hacia la liberalización: el Código Liberalización de Movimientos de Capital (CLMC) y el de Operaciones Invisibles. De esta manera, los Códigos tienen el objetivo final de eliminar todas las barreras a la libre circulación del capital y los servicios.

Los Códigos son instrumentos legalmente vinculantes que establecen requisitos a los adherentes. Los adherentes a los Códigos se comprometen a eliminar entre ellos las restricciones a los movimientos de capital y a las transacciones de servicios, el objetivo principal es liberalizar las transacciones permitiendo así a los países adherentes a los Códigos realizar negocios con cualquier otro país adherente como si fueran residentes de un mismo país.

El CLMC promueve la liberalización de un amplio rango de movimientos internacionales de capital, incluyendo de largo y de corto plazo.

Asimismo, los Códigos reconocen que los Miembros pueden tener dificultades económicas temporales y retrocesos que los obliguen a volver a imponer restricciones que ya habían abolido, es por eso que permiten cierta flexibilidad en situaciones excepcionales.



El Artículo 7, plantea la posibilidad de derogar la adhesión a los Códigos, aunque solo puede invocarse en determinadas situaciones: un grave deterioro de la situación de la balanza de pagos y graves perturbaciones económicas y financieras.

Pero no es hasta 2019, cuando la OCDE revisa la cláusula de derogación (artículo 7) de los Códigos e incorpora la posibilidad de invocar a la cláusula de derogación por aumentos repentinos de entradas de capital.

En la nota técnica *“Measurement and Identification of Capital Inflow Surges”*, la OCDE discute el uso de dicha cláusula en períodos de aumentos repentinos de entradas de capital y describe posibles medidas cuantitativas y técnicas de identificación de la ocurrencia de aumentos repentinos de estas entradas.

Hasta el año 2019, y hasta su revisión, las medidas macroprudenciales quedaban por fuera del alcance del CLMC, incluso si afectaban a los flujos de capital.

7. Conclusiones / Reflexiones finales

*“Sueñan las pulgas con comprarse un perro
Y sueñan los nadies con salir de pobres
Que algún mágico día llueva de pronto la buena suerte,
que llueva a cántaros la buena suerte;
Pero la buena suerte no llueva ayer, ni hoy, ni mañana, ni nunca,
ni en lloviznitas cae del cielo la buena suerte,
por mucho que los nadies la llamen y aunque les pique la mano izquierda,
o se levanten con el pie derecho, o empiecen el año cambiando de escoba. ”*
(Eduardo Galeano. *Los nadies*)

Si bien la literatura en la materia reconoce que los flujos de capital tienen efectos positivos en las economías que los reciben, sobre todo en aquellos con bajas tasas de ahorro, también pueden tener efectos negativos y distorsivos en determinadas economías, y es en este caso en el cual los controles de capitales se vuelven relevantes.

Luego de varias crisis financieras con fuertes efectos negativos sobre las economías emergentes, y en particular luego de la crisis financiera internacional de 2008-2009, se reavivó el debate acerca de la benevolencia de los controles de capitales y se hizo más común



el uso de instrumentos macroprudenciales para reducir los riesgos derivados de la integración financiera global.

En este sentido, el debate académico se ha posado en dos cuestiones: la evaluación del impacto de la integración financiera sobre la evolución de las variables macroeconómicas (crecimiento, tasa de interés, inflación, retorno de inversión, entre otros) y la discusión empírica sobre la efectividad de los controles de capitales. Asimismo, no se ha dejado de lado la eterna discusión de la necesidad de una política monetaria independiente en un contexto de libre movilidad de capital con un tipo de cambio fijo.

Argentina se encuentra dentro de los países emergentes que, en algunos períodos de tiempo, ha liberalizado por completo su cuenta capital, pretendiendo aprovechar las ventajas de la globalización financiera y en otros períodos ha puesto restricciones sobre su cuenta capital. Pero la historia muestra la integración financiera internacional, de manera no inteligente, tiene grandes costos, y en economías como Argentina, han sido mayores que los beneficios obtenidos. Una fuerte inestabilidad financiera junto a un aumento exponencial de los pasivos externos acumulados y la sideral fuga de capitales llevada a cabo por el sector privado residente, ha devastado a la economía doméstica.

El presente trabajo pretendió observar si los controles de capitales tenían algún tipo de impacto en la cuenta capital. En especial, se trató de observar si el Decreto 616 implementado en 2005 había logrado reducir los flujos de entrantes de inversión de cartera y fomentar los de IED, y, por otro lado, si la desregulación absoluta de la cuenta capital había afectado la formidable salida de capitales que se dio en el período 2016-2019.

Dado que Argentina es un país que posee un endeudamiento público muy elevado, y que de dicha situación podría resultar un análisis sesgado, se ha tenido en cuenta esta consideración y se han evaluado dos escenarios. Una cuenta capital que contempla el endeudamiento público y otra que no lo hace.

Para dar respuesta a los interrogantes planteados en el trabajo, se ha atravesado una vasta bibliografía, y se ha hecho un análisis minucioso de la evolución de la cuenta capital junto a la variación de sus componentes, en dos períodos de tiempo, con y sin controles.

En particular se observó en detalle que pasó con la inversión extranjera directa neta y la inversión de cartera neta en los momentos en los que había control y en los momentos en los que no había.



Si bien a simple vista y mediante la observación de la evolución de dichas variables no se puede computar nominalmente el impacto directo de los controles de capitales, ciertos comportamientos en su dinámica dan cuenta de que los mismos han tenido al menos algún impacto en la cuenta capital.

Tal vez, la salvedad más importante que se debe hacer a la hora de evaluar las conclusiones, es que el análisis de este trabajo se dio sobre dos contextos particulares.

Primero, durante el período que va de 2005 a 2015, en el cual Argentina no accedía a los mercados de créditos internacional, pero tenía regulada su cuenta capital.

Segundo contexto, a partir de finales de 2015 cuando se desregulariza por completo la cuenta capital y se levantan las restricciones cambiarias a la vez que se comienza un fuerte proceso de endeudamiento externo en los mercados internacionales de crédito.

Ante esta situación y observando lo que aconteció en la cuenta capital, el uso de controles de capitales se vuelve fundamental a la hora de controlar los flujos financieros de corto plazo y frenar situaciones de reversión de flujos en momentos en que el país está completamente endeudado en moneda extranjera.

Otra salvedad que parece importante hacer, es que en el período que va de 2005 a 2015, la mayor parte de los pasivos netos incurridos del rubro Inversión de cartera correspondían a títulos del Gobierno. Por lo cual, si el endeudamiento público no se computa en el análisis, la inversión en cartera era nula por momentos y muy baja por otros, siendo los flujos entrantes de IED lo que predominaba. Sólo durante los años 2006 y 2007 el volumen de deuda fue elevado, pero en los años posteriores disminuyó drásticamente.

En el caso de particular de Argentina, en el año 2005 se implementaron controles a la entrada de capitales destinados a inversión de cartera y se pusieron restricciones a las salidas de dichos flujos, como ser encajes y plazo de permanencia.

La primera observación que se debe hacer, es que hay que distinguir los tipos de flujos privados, puesto que las medidas pueden desear tener efecto sobre unos flujos y no sobre otros. En este sentido, una conclusión que se desprende del trabajo es que los controles mostraron mayor impacto en la composición de los flujos que en su volumen neto, esto quiere decir que se cumplió el objetivo orientado a desalentar los flujos de inversión de cartera y promover los destinados a IED. De todas maneras, como los títulos de deuda del Gobierno eran el mayor componente en la inversión de cartera, el volumen de los flujos susceptibles de entrar en el control no era muy grande.



Esta conclusión sólo aplica al período 2005 a 2015, puesto que a partir de finales de 2015 y con el levantamiento de los controles, se evidencia un fuerte aumento en el volumen de los flujos destinados a inversión de cartera y otras inversiones.

Asimismo, el encaje no remunerativo implementado en 2005 orientado a restringir las entradas de capitales de corto plazo sirvió en la medida en que se observa que los capitales de corto plazo fueron desalentados y disminuyó su volumen a partir de 2006. Además, la volatilidad del tipo de cambio también se vio reducida y se mantuvo estable gracias a esta y otras medidas de control cambiario.

Observando la evolución de las variables estudiadas luego de la implementación de controles, se puede concluir que los controles de capitales han sido y son una herramienta fundamental para la gestión macroeconómica y la política macroprudencial, manteniendo la estabilidad financiera y controlando la volatilidad de tipo de cambio y sus efectos nocivos en la economía real. De todas maneras, los flujos de capital privado no deben ser demonizados, ya que en la medida en que se gestionen inteligentemente, los mismos pueden ser destinados a inversión productiva y al desarrollo de la industria, y estos son flujos deseados.

Otra observación que se resalta, es el hecho de que es difícil analizar la eficacia de los controles aislados de otros factores o situaciones. No se puede aislar la variable a ser estudiada y no tener en cuenta el contexto internacional y doméstico, y la interacción o correlación que puede llegar a tener esta variable con otras. En el caso particular de Argentina, sobre todo a partir de 2015, se sugiere que los problemas de los flujos de capitales han derivado del hecho de que las grandes entradas han sido acompañadas por fuertes procesos de endeudamiento por parte del Gobierno. En esta situación hay otro problema diferente a los flujos de capital entrante, ya que se debe poner el foco en la oferta de instrumentos financieros y no en la eficacia de los controles. En este sentido, en el caso de Argentina hay una fuerte interacción entre masivas entradas de capitales y un fuerte aumento de la deuda pública. Una interacción claramente no deseable.

Otra conclusión y no tan novedosa, es el notable cambio de postura de los organismos internacionales, en particular el FMI, respecto a la adopción de controles de capitales.

Durante mucho tiempo, los controles de capital han sido denostados y demonizados por este y otros organismos (por ejemplo, la OCDE) y han tildado a los países que utilizaban controles como los desobedientes y los que se perdían los maravillosos beneficios derivados de la libre movilidad del capital y la desregulación financiera.



A fuerza de varias crisis, con bastante resistencia y muy a su pesar, los organismos debieron rever su postura y cambiar el discurso que traían desde *Bretton Woods*. Un nuevo mundo implica nuevas reglas de juego.

Puesto que algunos autores han planteado que los flujos de capital pueden eludir los controles mediante operaciones financieras en el mercado de capitales, dado que en las economías emergentes las innovaciones financieras del sector privado suelen estar un paso o dos, adelante que la capacidad regulatoria del Estado, es interesante que de cara al futuro se hagan estudios analizando la efectividad de los controles contemplando este tipo de situaciones, y si puede existir tal elusión.

De todas maneras, si bien esto puede explicar en parte un menor impacto de los controles sobre el volumen neto y la composición de los flujos de capitales, no invalida por completo la efectividad de los controles sobre la cuenta capital.

Finalmente, como se mencionó a lo largo del trabajo, y como exponen algunos autores, se debe recordar que la efectividad de los controles de capital se mide por el logro de objetivos específicos entre los cuales se incluyen, entre otros; reducir el volumen total de entradas para evitar la apreciación de la moneda; alterar la composición de las entradas (mayor IED por sobre inversión en cartera u otra inversión) para minimizar el impacto de *sudden stops* sobre la estabilidad financiera y la volatilidad del tipo de cambio; y dar espacio a la política monetaria. Para evaluar la efectividad de los controles mediante datos, se trata de medir el efecto de los mismos, sobre el volumen o composición de las entradas, el tipo de cambio (variaciones, volatilidad) y el diferencial entre las tasas de interés nacionales y extranjeras (tasas de mercado y / o de política).



8. Bibliografía

- Ariyoshi A., Kirilenko A., Ötker I., Laurens B., Canales Kriljenko J., y Habermeier K. (2000). Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization. International Monetary Fund. Occasional Paper 190.
- Baba C. y Kokenyne A. (2011). Effectiveness of capital controls in selected emerging markets in the 2000s. International Monetary Fund. Monetary and Capital Markets Department WP 12/281.
- Bastourre D. y Zeolla N. (2017). Regulación de la cuenta capital en un mundo financieramente complejo. Evolución reciente y perspectivas en América Latina.
- Basualdo E. y Kulfas M (2002). La fuga de capitales en la Argentina.
- Bohn H. y Tesar L. (1996). US Equity Investment in Foreign Markets: Portfolio Rebalancing or Return Chasing? *American Economic Review*, (86), 77-81.
- Calvo G. A. (1998). Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops.
- Calvo G.A., Leiderman L. y Reinhart C. (1992). Capital Inflows to Latin America: the 1970s and the 1990s. IMF WP/92/85, International Monetary Fund, Washington. D.C.
- Calvo G. A., Leiderman L. y Reinhart C. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors.
- Calvo G.A. y Reinhart C. (2000). When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options. Recuperado de: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/6982/>
- Calvo G.A., Izquierdo A. y Talvi E. (2003). Sudden Stops, the real exchange rate, and fiscal sustainability: Argentina's Lessons.
- Calvo G., y Talvi E. (2005). Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile
- Calvo G.A, Leirdeman L. y Reinhart C. (2014) The Capital Inflows Problem: Concepts and issues
- Carlson M. y L. Hernandez. (2002). "Determinants and Repercussions of the Composition of Capital Inflows". IMF WP 02/86.
- Cardarelli R., Elekdag S. y Kose M.A. (2009). Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses. International Monetary Fund WP/09/40



- Chuhan P., Claessens S. y Mamingi N. (1998). Equity and Bond Flows to Asia and Latin America: The Role of Global and Country Factors. *Journal of Development Economics*, (55), 439-463.
- Clements, B. J., and Kamil H. (2009). Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia. International Monetary Fund WP No. 09/30.
- Ceuz M. y Casarreal J. (2015). Evaluando la efectividad de los controles de capital: La experiencia reciente Recuperado de: <https://ideas.repec.org/a/qua/journl/v13y2016i2p99-119.html>
- Combes, J.L., Kinda T. y Plane P. (2011). Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate. International Monetary Fund African Department WP 11/9
- Epstein, Grabel y Jomo (2004). Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from The 1990s and Lessons from The Future.
- Eyzaguirre N., Kaufman M., Phillips S. y Valdés R. (2011). Manejando la Abundancia en América Latina para Evitar las Crisis.
- Fanelli J. M., Machinea J. L., (1994) Capital movements in Argentina. Recuperado de: <http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/clacso/otros/20111203120504/machineadoc.pdf>
- Fernández, A., Klein, M. W., Rebucci, A. S., y Uribe, M. (2015). Capital control measures: A new dataset (No. w20970). National Bureau of Economic Research
- Fernandez-Arias E. (1996). The New Wave of Private Capital Inflows: push or Pull? *Journal of Development Economics*, (48), 389-418.
- Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (1989). El control de cambios en Argentina. Liberalización cambiaria y crecimiento. Ediciones Manantial.
- Gaggero J., Rua M., y Gaggero A. (2013). Argentina. Fuga de Capitales 2002-2012. Discussion Workshop. BEPS and the future Corporate taxation. City University, London.
- Gaggero J., Rua M., y Gaggero A. (2015). Principales características e impacto macroeconómico de la fuga de capitales en Argentina. *Revista Problemas del Desarrollo*, 182 (46).
- Gallagher K.P, Griffith-Jones S. y Ocampo J.A. (2012). Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development
- Gallagher, K.P. (2015). Ruling Capital: Emerging Markets and the Reregulation of Cross-Border Finance. Cornell University Press.



- Ghosh A., Ostry J.D., y Qureshi M.S. (2017). Managing the Tide: How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows?
- Grabel I. (2011). "Not your grandfather's IMF: global crisis, 'productive incoherence' and developmental policy space"
- Habermeier K., Kokenyne A. y Baba C. (2011). The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows
- Haque N., Mathieson D. y Sharma S. (1997). Causes of Capital Inflows and Policy Responses to Them. *Finance and Development*, (34), 3-6.
- Hernández L., Mellado P. y Valdes R. (2001). Determinants of Private Capital Flows in the 1970s and 1990s: is there Evidence of Contagion? IMF WP 01/64, International Monetary Fund, Washington. D.C.
- International Finance Corporation, World Bank Group (1980). Establishing "Emerging Markets.
- International Monetary Fund (2009). Balance of Payments and International Investment Position Manual, 6th edition, Washington. Recuperado de: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>
- International Monetary Fund (2010). Reference Note on Trade in Financial Services. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (2012). The liberalization and Management of capital flows: An Institutional View.
- International Monetary Fund (2017). Perspectivas económicas regionales, abril de 2017. Departamento del hemisferio occidental: Historia de dos ajustes. Capítulo 4: Factores determinantes de los flujos de capitales y el papel de la base inversora en América Latina
- Koepke, R. (2015), "What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature", University Library of Munich, Germany Working Paper, No. 62770.
- Kornblum P. (2019). Cómo funciona el control de capitales en el resto del mundo. *Ambito.com*. Recuperado de: <https://www.ambito.com/como-funciona-el-control-capitales-el-resto-del-mundo-n5052841>
- Lanteri L.N. (2010). Determinantes de los flujos de capital. Alguna evidencia para la economía argentina. *Estudios Económicos de Desarrollo Internacional* Vol. 10-1 (2010)



- Levy Yeyati, E. (2010). En defensa de los controles de capital. Foco Económico. Un blog latinoamericano de Economía y Política. Recuperado de: <http://focoeconomico.org/2010/12/15/en-defensa-de-los-controles-de-capital/>
- Magalhaes Prates D. y Fritz B. (2016). Más allá de los controles de capital: Regulación de los mercados derivados en moneda extranjera en la República de Korea y Brasil después de la crisis financiera mundial
- Magud, N. y Reinhart C.M. (2006). Capital Controls: An Evaluation. NBER WP 11973 National Bureau of Economic Research. Cambridge
- Mody, A. (2004). What Is an Emerging Market? Working Paper. International Monetary Fund Research Department. Recuperado de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=879002.
- Montiel P. y Reinhart C. (2001). The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s. Recuperado de: https://www.carmenreinhart.com/user_uploads/Montiel_Reinhart_Oxford.pdf
- Ocampo, J. A. (2009). Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina. Revista CEPAL 97. Recuperado de: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/11269/1/097009032_es.pdf
- Ostry J.D, Ghosh A.R, Habermeier K., Chamon M., Qureshi M.S., & Reinhardt D.B.S. (2010). Capital Inflows: The Role of Controls. International Monetary Fund Staff Position Note Research Department.
- Pagliari M.S & Hannan S.A. (2017). The Volatility of Capital Flows in Emerging Markets: Measures and Determinants.
- Página 12 (2005). No son bienvenidas las golondrinas. Recuperado de: <https://www.pagina12.com.ar/diario/elpais/1-52210-2005-06-10.html>
- Powell A. y Tavella P. (2012). Capital Inflow Surges in Emerging Economies: How Worried Should LAC be? IDB Department of Research and Chief Economist. WP Series No. IDB-WP-326.
- Prasad E., Rogoff K., Wei S.J. y Kose M.A. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. International Monetary Fund. Occasional Paper 220.
- Reinhart C., Calvo G. y Leirderman L. (1996). Inflows of capital to developing countries in the 1990s. Recuperado de: <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/13707/>



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



Rua M. y Zeolla N. (2017). Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente. *Revista Problemas del Desarrollo*, 194 (49). Recuperado de: <https://www.probdes.iiec.unam.mx/index.php/pde/article/view/61588>
OECD (2019). "OECD Code of Liberalization of Capital Movements"

Enlaces utilizados:

- <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-35-45>
- <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=2&country=ARG#>



9. Anexos

Anexo 1. Restricciones a las entradas y "requisitos prudenciales"

País y año del aumento de entradas de capitales. Medidas implementadas a la entrada de capitales.

Tailandia (1988)

Las posiciones netas en divisas de los bancos y las empresas financieras no pueden superar el 20 % del capital.

Los pasivos externos netos de los bancos y las empresas financieras no pueden exceder el 20 % del capital.

Los residentes no pueden tener depósitos en moneda extranjera, excepto para fines comerciales.

Abril 1990: El límite de posiciones netas en divisas de los bancos y las empresas financieras aumentó al 25 % del capital.

Agosto 1995: Los requisitos de reserva, en forma de depósitos que no devengan intereses en el Banco de Tailandia, en cuentas en baht de no residentes a corto plazo se elevaron del 2% al 7%. Si bien los requisitos de reserva sobre los depósitos nacionales también son del 7%, se puede mantener hasta el 5 % en forma de bonos públicos que devengan intereses.

Diciembre 1995: Se amplía el requisito de reserva del 7 % para financiar a empresas a través de pagarés a corto plazo (menos de un año) en poder de no residentes.

Se introdujeron diversas medidas destinadas a reducir los préstamos con financiación externa.

Abril 1996: Los préstamos offshore de los bancos comerciales, oficinas del BIBF y empresas financieras, con vencimientos inferiores a 1 año, estarán sujetos a un requisito de reserva mínima del 7% en forma de depósito no remunerado en el Banco de Tailandia. Los préstamos con fines comerciales estarán exentos.

Malasia (1989)

Junio 1992: Se impusieron a los bancos comerciales límites a las transacciones de swap no relacionadas con el comercio.

Enero 1994 a Agosto de 1994: Los bancos estaban sujetos a un tope en sus pasivos externos no relacionados con el comercio o la inversión. Se prohibió a los residentes vender instrumentos monetarios a corto plazo a no residentes.

Febrero 1994 a Agosto de 1994: los bancos comerciales debían depositar en el Bank Negara los fondos en ringgit de instituciones bancarias extranjeras (cuentas Vostro) mantenidos en cuentas que no devengan intereses. Sin embargo, en el período enero-mayo estas cuentas fueron consideradas parte de la base de pasivos elegibles para el cálculo de reservas requeridas, lo que resulta en una tasa de interés efectiva negativa en los saldos de Vostro.

Los bancos comerciales no están autorizados a realizar operaciones de canje y transacciones a plazo no relacionadas con el comercio en el lado de la oferta con clientes extranjeros

Indonesia (1990)

Marzo 1991: el Banco Central adopta medidas para desalentar el endeudamiento en el extranjero. Bank Indonesia comienza a reducir sus operaciones de canje mediante la reducción de los límites de los bancos del 25 al 20 % del capital. La prima del swap a tres meses se incrementó en 5 b.p.

Octubre 1991: Todos los préstamos comerciales extranjeros relacionados con el estado se sometieron a la aprobación previa del Gobierno y se establecieron topes anuales para nuevos compromisos durante los próximos cinco años.

Noviembre 1991: Se toman nuevas medidas para desalentar el endeudamiento en el extranjero. Los límites a las posiciones netas en divisas del mercado abierto de los bancos se endurecieron mediante la imposición de un límite separado a las posiciones fuera de balance.

Bank Indonesia también anunció que las futuras operaciones de swap (excepto los "swaps de inversión" con vencimientos de más de dos años) se llevarían a cabo únicamente por iniciativa del Bank Indonesia.

México (1990)

Abril 1992: Se aprobó una regulación que limitaba los pasivos en moneda extranjera de los bancos comerciales al 10 % de su cartera total de préstamos. Los bancos tuvieron que colocar el 15 % de estos pasivos en instrumentos de alta liquidez.



Chile (1990)

Junio 1991: encaje obligatorio no remunerado del 20 % para ser depositado en el Banco Central por un período de un año sobre pasivos en moneda extranjera por endeudamiento directo de las empresas. También se aplicó a los préstamos extranjeros el impuesto de sellado del 1,2 % anual (antes pagado únicamente con créditos en moneda nacional). Este requisito se aplica a todos los créditos durante su primer año, a excepción de los préstamos comerciales.

Mayo 1992: El encaje obligatorio sobre los pasivos en moneda extranjera para el endeudamiento directo de las empresas se eleva al 30 %. Por lo tanto, todos los pasivos en moneda extranjera tienen un requisito de reserva común.

Colombia (1991)

Junio 1991: Un impuesto de retención del 3 % sobre los ingresos en divisas provenientes de servicios personales prestados en el exterior y otras transferencias, que podrían reclamarse como crédito contra la obligación del impuesto sobre la renta.

Febrero 1992: el Banco de la República aumenta su comisión sobre sus compras en efectivo de divisas del 1,5% al 5%.

Junio 1992: Regulación del ingreso de divisas como pago por servicios.

Septiembre 1993: Un requisito de reserva no remunerado del 47 % a ser depositado en el Banco Central sobre pasivos en moneda extranjera para préstamos directos de empresas. El requisito de reserva se mantendrá durante la duración del préstamo y se aplica a todos los préstamos con un vencimiento de 18 meses o menos, excepto para el crédito comercial.

Agosto 1994: Requisito de encaje no remunerado a ser depositado en el Banco Central sobre pasivos en moneda extranjera para endeudamiento directo de empresas. El requisito de reserva se mantendrá durante la vigencia del préstamo y se aplica a todos los préstamos con un vencimiento de cinco años o menos, excepto para los créditos comerciales con un vencimiento de cuatro meses o menos. El porcentaje del requisito disminuye a medida que se alarga el vencimiento; del 140% para fondos de 30 días o menos al 42,8 % para fondos de cinco años.

Brasil (1992)

Octubre 1994: Un impuesto del 1 % sobre la inversión extranjera en el mercado de valores. Eliminado el 10 de marzo de 1995. El impuesto a las empresas brasileñas que emiten bonos en el extranjero se elevó del 3 al 7 % del total. Eliminado el 10 de marzo de 1995. El impuesto que pagan los extranjeros sobre las inversiones de interés fijo en Brasil se elevó del 5 al 9 %. Reducido al 5 % el 10 de marzo de 1995. El Banco Central puso límites a la cantidad de dólares que se pueden comprar en los mercados de divisas.

Filipinas (1992)

Julio 1994: El Banco Central comienza a desalentar los acuerdos de cobertura a plazo con instituciones financieras no residentes.

República Checa (1992)

Abril 1995: el Banco Central introdujo una comisión del 0,25 % en sus transacciones de divisas con los bancos, con el objetivo de desalentar los flujos especulativos de corto plazo.

Agosto 1995: Se introduce un límite al endeudamiento externo neto a corto plazo (menos de un año) por parte de los bancos. Cada banco debe asegurarse de que sus pasivos netos a corto plazo frente a no residentes, en todas las monedas, no excedan el 30 % de los retiros frente a no residentes o 500 millones de Kc.

Los procedimientos de aprobación administrativa buscan ralentizar el endeudamiento a corto plazo por parte de entidades no bancarias.

Tailandia - Crisis Asiática (1997)

Mayo 1997: el Banco de Tailandia (BOT) introduce restricciones a las transacciones de la cuenta de capital.

Junio 1997: el BOT introduce medidas adicionales para limitar los flujos de capital. El baht resultado de las ventas de acciones, debe convertirse al tipo de cambio oficial. Se introducen controles adicionales y se introduce un tipo de cambio de dos niveles (two-tier).

Septiembre 1997: se introducen controles adicionales sobre las transacciones invisibles (bienes y servicios) y la cuenta corriente.

Enero 1998: se requiere que el producto de las exportaciones, transacciones invisibles y transferencias de cuenta corriente sea rendido luego de 7 días (en lugar de 15 días). El BOT pone fin al régimen de tipo de cambio de dos niveles a finales de ese mes



Malasia - Crisis Asiática (1997)

Septiembre 1998: Controles bancarios y cambiarios que limitan las operaciones de swap en el extranjero, prohibición de la venta al descubierto. Repatriación del ringgit retenido en el extranjero y regulación estricta de las operaciones en el extranjero y la mayoría de las operaciones internacionales en ringgit, operaciones de exportación e importación permitidas solo en moneda extranjera, período de espera de 12 meses para que los no residentes vendan ganancias de valores malasios, se requiere aprobación para invertir en el extranjero (por encima de ciertos límites).

Diciembre 1998: los residentes pueden otorgar préstamos a no residentes para la compra de bienes inmuebles.

Enero 1999: se permiten algunas transacciones de derivados para no residentes.

Febrero 1999: relajación gradual del período de 12 meses y algunos fondos de repatriaciones están exentos de las regulaciones de salida.

Marzo 1999: se elevan los límites máximos del comercio de exportaciones e importaciones para las operaciones con Tailandia.

Septiembre 1999: se permitió a los bancos comerciales suscribir algunos swaps de divisas a corto plazo con brokers no residentes.

Marzo 2000: los resultados de la venta de títulos de no residentes pueden repatriarse sin pagar el impuesto de salida y en junio quedan libres del impuesto de salida.

Septiembre 2000: algunos bancos extranjeros pueden invertir en activos en ringgit.

Diciembre 2000: los bancos extranjeros pueden aumentar el crédito interno.

Febrero 2001: se elimina la tasa de salida para algunas operaciones. En mayo se elimina la tasa de salida para todas las operaciones. En junio se eliminan todos los controles sobre futuros y opciones de no residentes. En julio, las instituciones financieras residentes permitieron otorgar préstamos en ringgit a los no residentes que invierten en bienes inmuebles en Malasia.

Noviembre 2002: se elevan los niveles de crédito de los bancos residentes para financiar proyectos de no residentes en Malasia.

Diciembre 2002: se elimina el límite de divisas para la inversión en el exterior de los residentes y se liberalizan los pagos para permitir que se realicen en ringgit o en moneda extranjera.

Brasil - Crisis que acaba con el Plan Real (1999)

Marzo 1999: el gobierno ordenó a los fondos de inversión locales aumentar sus tenencias de bonos del gobierno. El banco central elevó del 60 al 80% el monto mínimo de deuda soberana que debe mantenerse en el fondo de inversión extranjera del país. Esto redujo la parte que podría mantenerse en la deuda de otros países.

Argentina - Fin del Plan de Convertibilidad (2001)

Diciembre 2001: Se establece el "Corralito", que limita los retiros bancario, las transferencias y préstamos en dólares estadounidenses. Las compras con cheques o tarjetas de crédito y las compras de bonos del gobierno están permitidas. 30 de diciembre se suspenden los pagos externos (default de la deuda).

Enero 2002: se produce una devaluación del 40% y se introduce un régimen de tipo de cambio dual (1,4 pesos por dólar para las operaciones comerciales, mientras que el régimen flotante para el resto de las transacciones. Más adelante, se flexibilizan las restricciones a los retiros bancarios seguido de una pesificación asimétrica. Pesificación de los depósitos en dólares a 1,4 pesos por dólar; deudas en dólares pesificadas al tipo de cambio de mercado; unificación de los regímenes cambiarios en un esquema flotante; derecho a retirar íntegramente los salarios y los ingresos por pensiones. Se impone el "Corralón": congelamiento de depósitos a plazo bancario. En septiembre de ese año se requiere que las acciones se negocien en moneda nacional. En diciembre de 2002 se rescinde el Corralito

Fuente: Elaboración propia en base a "Capital Controls: Myth and Reality" (2013)



Anexo 2. Volumen IED, Inversión de Cartera y Otra Inversión 2006-2015. Datos INDEC

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total
1. Cuenta corriente	6.499	6.049	5.421	7.254	-1.623	-5.340	-2.138	-13.124	-9.179	-17.622
2. Cuenta de capital	98	121	185	80	78	63	48	33	57	52
Capacidad/Necesidad de financiamiento	6.596	6.170	5.606	7.334	-1.545	-5.277	-2.090	-13.091	-9.122	-17.570
3. Cuenta financiera	7.480	5.899	6.554	6.713	-3.802	-5.252	-2.788	-16.165	-9.321	-18.498
3.1 Inversión Extranjera Directa	-3.099	-4.969	-8.335	-3.306	-10.368	-9.352	-14.269	-8.932	-3.145	-10.884
Adquisición neta de activos financieros	2.439	1.504	1.391	712	965	1.488	1.055	890	1.921	875
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	2.439	1.504	1.391	712	965	1.488	1.055	890	1.921	875
Sociedades captadoras de depósitos, excepto el banco central	-276	32	-11	76	-203	-12	83	22	-77	-36
Otros sectores	2.714	1.472	1.401	636	1.168	1.500	972	868	1.998	911
Participaciones de capital distintas de reinversión de utilidades	1.389	342	384	-262	387	452	460	89	1.227	304
Reinversión de utilidades	1.325	1.130	1.017	898	781	1.048	512	779	771	607
Pasivos netos incurridos	5.537	6.473	9.726	4.017	11.333	10.840	15.324	9.822	5.065	11.759
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	5.274	4.628	4.949	5.027	7.826	8.240	12.204	10.605	6.010	9.377
Sociedades captadoras de depósitos, excepto el banco central	-27	314	577	607	279	974	1.192	934	678	1.278
Otros sectores	5.301	4.314	4.372	4.420	7.547	7.266	11.012	9.671	5.332	8.098
Participaciones de capital distintas de reinversión de utilidades	2.114	2.226	4.368	2.133	2.776	4.142	5.168	2.850	378	1.720
Reinversión de utilidades	3.187	2.088	3	2.287	4.771	3.124	5.843	6.821	4.954	6.378
Instrumentos de deuda	263	1.846	4.777	-1.010	3.507	2.600	3.120	-783	-945	2.382
Otros sectores	263	1.846	4.777	-1.010	3.507	2.600	3.120	-783	-945	2.382
3.2 Inversión de cartera	-7.239	-7.468	7.879	2.153	-3.262	-143	150	-433	2.339	-437
Adquisición neta de activos financieros	1.261	1.174	2.156	646	-586	-392	265	497	-25	93
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	402	1.389	526	983	640	-197	131	116	-185	-176
Títulos de deuda	859	-216	1.629	-337	-1.226	-195	134	380	159	269
Sociedades captadoras de depósitos, excepto el banco central	0	6	4	-8	8	-1	5	12	-0	0
Gobierno general	7	8	8	9	-1.269	10	10	7	13	13
Otros sectores	852	-230	1.617	-339	35	-204	119	361	147	256
Pasivos netos incurridos	8.500	8.642	-5.723	-1.508	2.676	-248	115	929	-2.365	530
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	707	1.785	-531	-212	-71	-208	-135	342	218	239
Títulos de deuda	7.794	6.857	-5.192	-1.296	2.747	-40	250	587	-2.583	291
Banco Central	-98	-84	-971	-4	-	-	-	-	-	-
Sociedades captadoras de depósitos, excepto el banco central	69	-160	-383	-322	-438	140	-37	10	-89	83
Gobierno general	8.315	7.635	-2.905	80	3.006	-135	831	425	-2.805	-1.593
Otros sectores	-492	-534	-934	-1.049	179	-45	-544	152	311	1.802
3.3 Derivados financieros netos	127	565	935	1.248	-712	2.356	2.908	-32	-168	-25
Gobierno general	127	565	935	1.248	-712	2.356	2.908	-32	-168	-25
3.4 Otra inversión	14.162	4.682	6.058	5.271	6.383	7.995	11.728	5.056	-9.542	-2.246
Adquisición neta de activos financieros	3.241	10.557	12.241	6.179	8.717	19.013	9.722	3.893	1.422	8.814
Otras participaciones de capital	99	53	152	53	240	50	78	137	169	191
Moneda y depósitos	2.322	8.531	12.104	7.872	7.500	17.169	10.910	2.389	3.741	8.910
Sociedades captadoras de depósitos	287	462	2	44	-187	37	97	67	172	605
Gobierno general	-275	180	-164	14	67	71	-54	2	4	-100
Otros sectores	2.310	7.889	12.266	7.814	7.620	17.061	10.867	2.319	3.564	8.404
Préstamos	342	1.021	329	-1.281	14	205	-93	-228	-24	-315
Sociedades captadoras de depósitos	218	810	-135	-1.669	-38	-163	-227	-354	-126	25
Gobierno general	124	212	464	388	52	368	134	126	102	-340
Créditos y anticipos comerciales	478	951	-344	-464	963	1.589	-1.173	1.594	-2.464	28
Emisión neta de pasivos	-10.921	5.875	6.183	909	2.334	11.019	-2.006	-1.163	10.964	11.060
Moneda y depósitos	279	194	-168	-145	-121	230	4	-250	-77	3
Préstamos	-12.606	2.445	3.431	-1.499	-1.414	5.961	-3.584	-3.400	13.594	9.160
Banco Central	-10.303	1.521	2.777	-1.400	-2.910	5.000	-2.000	-2.000	3.200	7.580
Sociedades captadoras de depósitos	-155	-139	96	-442	94	529	-468	6	141	451
Gobierno general	-1.431	1	-1.093	1.425	587	983	192	875	10.038	333
Otros sectores	-716	1.062	1.651	-1.082	815	-551	-1.308	-2.281	214	797
Créditos y anticipos comerciales	1.547	2.323	3.272	711	3.872	4.940	1.955	2.595	-2.507	1.677
Otras cuentas por cobrar/por pagar	-141	913	-352	-820	-3	-112	-381	-108	-45	220
Derechos especiales de giro (emisión neta de pasivos)	-	-	-	2.662	-	-	-	-	-	-
3.5 Activos de reserva	3.530	13.090	17	1.346	4.157	-6.108	-3.305	-11.824	1.195	-4.906
Errores y omisiones netos	884	-270	948	-621	-2.258	25	-698	-3.074	-198	-928



Anexo 3. Evolución Inversión de Cartera 2003-2005 (MBP5). Datos INDEC

	Año 2003					Año 2004					Año 2005				
	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total
Cuenta corriente	1.980	3.259	1.605	1.230	8.073	482	1.755	576	263	3.076	41	1.690	1.910	1.414	5.055
Cuenta capital	32	0	36	2	70	3	37	153	196	47	3	37	1	89	
Cuenta financiera	-1.083	-828	-307	-958	-3.176	175	959	443	-64	1.513	228	822	1.073	1.479	3.601
Inversión Directa Total	-60	-364	-299	1.602	878	1.524	699	773	452	3.449	1.045	2.100	-59	868	3.954
Activo - IED en el exterior (1)	-245	-241	-92	-196	-774	8	-221	-238	-224	-676	-249	-60	-806	-196	-1.311
Sector Financiero	-112	-14	50	4	-72	199	8	-28	-41	138	3	51	-31	6	29
Sector Privado no Financiero	-133	-227	-142	-200	-701	-192	-229	-210	-183	-814	-252	-112	-775	-201	-1.340
Pasivo - IED en Argentina (2)	185	-123	-208	1.798	1.652	1.517	920	1.011	677	4.125	1.294	2.160	747	1.064	5.265
Reinversión de utilidades	76	-804	-146	66	-808	404	-1.163	760	69	71	656	-556	1.018	38	1.156
Sector Privado Financiero	-161	-218	-159	-168	-705	-155	-83	-70	-71	-379	-47	-58	-40	-38	-183
Sector Privado No Financiero	236	-586	13	234	-102	559	-1.080	830	140	450	703	-498	1.058	76	1.339
Aportes	321	681	777	1.232	3.011	598	742	386	1.241	2.967	941	602	420	1.850	3.813
Sector Privado Financiero	105	257	50	630	1.042	106	87	100	244	537	267	142	-	235	644
Sector Privado No Financiero	216	424	727	602	1.969	492	655	286	997	2.430	674	460	420	1.615	3.169
Deuda con matrices y filiales (3)	-212	93	-809	412	-515	530	1.387	-221	-667	1.029	-389	1.454	-722	-825	-481
Cambios de manos	-	-93	-30	87	-36	-16	-46	87	33	59	85	661	31	-	777
Sector Privado Financiero y No Financiero	-	-93	-30	87	-36	-16	-46	87	33	59	85	661	31	-	777
Inversión de Cartera	-2.003	-2.145	-589	-3.021	-7.758	-3.830	-1.121	-2.242	-2.222	-9.416	-3.123	625	911	1.200	-387
Activos - Inversión de Cartera en el exterior (3)	-15	-30	-24	-26	-95	-14	-22	-18	-23	-77	-18	1.389	-13	11	1.368
Sector Público no Financiero Nacional	-15	-16	-16	-16	-63	-17	-17	-17	-18	-68	-17	1.394	-2	-2	1.373
Sector Financiero	-0	-15	-8	-10	-33	2	-5	-0	-6	-9	-1	-5	-11	13	-4
Pasivos- Inversión de Cartera en el país (4)	-1.988	-2.115	-565	-2.995	-7.663	-3.816	-1.099	-2.224	-2.199	-9.339	-3.105	-764	924	1.189	-1.755
Títulos de Deuda	-2.037	-2.135	-497	-3.059	-7.728	-3.755	-1.132	-2.213	-2.153	-9.253	-3.101	-729	992	1.132	-1.707
Sector Financiero	-65	-645	-103	-166	-978	-183	802	-136	-28	455	-494	-47	-88	115	-514
Gobierno y BCRA	-1.545	-1.156	-277	-2.486	-5.463	-3.056	-1.727	-1.708	-1.681	-8.172	-2.181	-515	1.349	1.183	-162
Colocaciones Gobierno Nacional	-	-	33	-	33	-	-	-	-	-	-	22.618	1.200	1.049	24.866
Colocaciones Gobiernos Locales	-	-	-	-	-	-	-	-	150	150	-	-	-	4	4
Amortizaciones Gobierno Nacional y BCRA	1.348	1.192	519	3.015	6.073	2.937	1.585	2.215	1.654	8.390	2.213	23.524	328	2	26.065
Amortizaciones Gobiernos Locales	319	31	95	216	661	372	214	131	169	887	442	2	14	20	477
Operaciones en el mercado secundario	197	220	32	671	1.120	368	67	459	-4	889	439	-26	391	119	923
Otras operaciones del gobierno y BCRA	-75	-153	273	74	119	-115	5	180	-5	65	35	419	101	33	588
Sector Privado no Financiero (5)	-428	-335	-118	-407	-1.287	-517	-207	-369	-444	-1.536	-427	-168	-270	-167	-1.031
Acciones	49	20	-68	64	65	-61	33	-12	-46	-86	-3	-35	-68	58	-48
Colocaciones	-	-	-	-	-	-	66	-	-	66	-	-	-	-	-
Operaciones en el mercado secundario	49	20	-68	64	65	-61	-34	-12	-46	-152	-3	-35	-68	58	-48
Acciones del Sector Financiero	16	48	-63	27	28	-4	-21	-7	-13	-45	5	-8	-34	23	-13
Acciones del Sector Privado no financiero	33	-28	-5	37	38	-57	-12	-5	-33	-107	-9	-26	-34	34	-35
Instrumentos financieros derivados (6)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gobierno Nacional	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mercado Secundario de Instrumentos derivados	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Anexo 4. Evolución Inversión de Cartera 2006-2009 (MBP6). Datos INDEC

	Año 2006					Año 2007					Año 2008					Año 2009				
	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total
Cuenta corriente	703	1.917	1.517	2.362	6.499	602	2.026	449	2.971	6.049	1.323	319	2.992	787	5.421	1.191	4.298	705	1.061	7.254
Cuenta de capital	10	40	45	2	98	12	7	102	1	121	44	15	124	3	185	22	1	55	3	80
Capacidad/Necesidad de financiamiento	714	1.956	1.562	2.364	6.596	613	2.033	551	2.972	6.170	1.367	334	3.116	790	5.606	1.213	4.298	759	1.063	7.334
Cuenta financiera	781	1.981	1.232	3.486	7.480	1.476	962	697	2.765	5.899	2.611	-668	4.535	75	6.554	1.064	3.074	557	2.019	6.713
Inversión Extranjera Directa	-1.376	-672	-1.117	66	-3.099	-717	-702	-1.530	-4.969	-3.137	-1.946	-1.854	-1.397	-8.335	-1.329	-581	-331	-1.065	-3.306	
Adquisición neta de activos financieros	377	1.091	425	546	2.439	410	397	362	335	1.504	346	319	499	228	1.391	341	-235	354	251	712
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	377	1.091	425	546	2.439	410	397	362	335	1.504	346	319	499	228	1.391	341	-235	354	251	712
Sociedades captadoras de depósitos, excepto el banco central	12	28	17	-332	-276	18	21	-9	3	32	11	-33	55	-43	-11	64	57	31	-76	76
Otros sectores	365	1.063	408	878	2.714	392	377	371	333	1.472	335	352	444	271	1.401	277	-292	323	327	636
Participaciones de capital distintas de reinversión de utilidades	48	719	58	564	1.389	62	140	66	74	342	45	118	121	101	384	113	-543	87	80	-262
Reinversión de utilidades	317	344	350	314	1.325	330	237	305	259	1.130	291	233	323	171	1.017	164	251	236	247	898
Pasivos netos incurridos	1.753	1.763	1.542	479	5.537	1.127	1.100	1.892	2.355	6.473	3.483	2.265	2.353	1.625	9.726	1.670	346	685	1.316	4.017
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	1.470	612	1.654	1.538	5.274	426	503	1.460	2.239	6.428	1.537	330	1.906	1.175	4.949	1.974	533	1.381	1.139	5.027
Sociedades captadoras de depósitos, excepto el banco central	40	-11	-16	-40	-27	3	307	20	-16	314	100	87	275	115	577	177	135	160	135	607
Otros sectores	1.430	623	1.670	1.578	5.301	423	196	1.440	2.255	4.314	1.437	243	1.631	1.060	4.372	1.797	398	1.221	1.004	4.420
Participaciones de capital distintas de reinversión de utilidades	396	520	569	629	2.114	558	-6	569	1.104	2.226	1.316	808	800	1.444	4.368	656	473	361	643	2.133
Reinversión de utilidades	1.034	103	1.101	949	3.187	-136	201	871	1.151	2.088	122	-566	831	-384	3	1.141	-75	860	361	2.287
Instrumentos de deuda	283	1.151	-112	-1.059	263	701	597	431	116	1.846	1.946	1.935	446	450	4.777	-304	-187	-696	177	-1.010
Otros sectores	283	1.151	-112	-1.059	263	701	597	431	116	1.846	1.946	1.935	446	450	4.777	-304	-187	-696	177	-1.010
Inversión de cartera	-2.253	-1.971	-803	-2.213	-7.239	-2.299	-5.663	1.489	-995	-7.468	1.034	2.144	4.012	689	7.879	826	-30	817	539	2.153
Adquisición neta de activos financieros	747	51	183	281	1.261	273	206	215	480	1.174	714	688	1.777	-1.023	2.156	849	-316	135	-24	646
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	206	-54	123	128	402	258	399	246	487	1.389	131	669	97	-371	526	105	304	405	983	
Títulos de deuda	542	105	60	153	859	15	-193	-31	-7	-216	584	18	1.679	-652	1.629	740	-481	-169	-429	-337
Sociedades captadoras de depósitos, excepto el banco central	-0	0	0	0	0	0	9	-5	2	6	-4	10	11	-14	4	-5	8	3	-14	-8
Gobierno general	2	2	2	2	7	2	2	2	2	8	2	2	2	2	8	2	2	2	2	9
Otros sectores	540	103	58	151	852	13	-204	-28	-11	-230	586	6	1.666	-641	1.617	743	-491	-174	-417	-339
Pasivos netos incurridos	3.000	2.021	985	2.494	8.500	2.572	5.869	-1.274	1.475	8.642	-319	-1.456	-2.235	-1.712	-5.723	23	-286	-682	-563	-1.508
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	24																			



Anexo 5. Inversión extranjera directa 2003-2005. Datos INDEC

MBP5	Año 2003					Año 2004					Año 2005				
	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total
Inversión Directa Total	-60	-364	-299	1.602	878	1.524	699	773	452	3.449	1.045	2.100	-59	868	3.954
Activo - IED en el exterior	-245	-241	-92	-196	-774	8	-221	-238	-224	-676	-249	-60	-806	-196	-1.311
Sector Financiero	-112	-14	50	4	-72	199	8	-28	-41	138	3	51	-31	6	29
Sector Privado no Financiero	-133	-227	-142	-200	-701	-192	-229	-210	-183	-814	-252	-112	-775	-201	-1.340
Pasivo - IED en Argentina	185	-123	-208	1.798	1.652	1.517	920	1.011	677	4.125	1.294	2.160	747	1.064	5.265
Reinversión de utilidades	76	-804	-146	66	-808	404	-1.163	760	69	71	656	-556	1.018	38	1.156
Sector Privado Financiero	-161	-218	-159	-168	-705	-155	-83	-70	-71	-379	-47	-58	-40	-38	-183
Sector Privado No Financiero	236	-586	13	234	-102	559	-1.080	830	140	450	703	-498	1.058	76	1.339
Aportes	321	681	777	1.232	3.011	598	742	386	1.241	2.967	941	602	420	1.850	3.813
Sector Privado Financiero	105	257	50	630	1.042	106	87	100	244	537	267	142	-	235	644
Sector Privado No Financiero	216	424	727	602	1.969	492	655	286	997	2.430	674	460	420	1.615	3.169
Deuda con matrices y filiales	-212	93	-809	412	-515	530	1.387	-221	-667	1.029	-389	1.454	-722	-825	-481
Cambios de manos	-	-93	-30	87	-36	-16	-46	87	33	59	85	661	31	-	777
Sector Privado Financiero y No Financiero	-	-93	-30	87	-36	-16	-46	87	33	59	85	661	31	-	777

Anexo 6. Cuenta capital 2012-2015. Datos INDEC

Cuenta Capital sin endeudamiento público	Año 2012				Año 2013				Año 2014				Año 2015			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Cuenta corriente	-1.782	499	66	-921	-3.886	-326	-3.022	-5.891	-6.048	646	-1.840	-1.938	-5.544	-2.469	-4.508	-5.101
Cuenta de capital	1.841	-177	-941	-2.729	-2	-408	-72	1.575	1.135	4.948	60	1.027	895	-304	751	-2.289
Capacidad/Necesidad de financiamiento	59	322	-875	-3.650	-3.888	-733	-3.095	-4.316	-4.912	5.594	-1.780	-911	-4.649	-2.773	-3.757	-7.391
Cuenta financiera	-164	60	-1.489	-3.248	-4.671	-1.142	-4.344	-4.949	-3.369	5.363	-2.146	-2.055	-4.727	-2.804	-4.692	-7.274
Banco Central	1.670	301	-1.726	-1.549	-2.493	199	-3.385	-4.145	-2.733	2.184	-1.383	-73	-1.981	880	-3.687	-7.698
Sociedades captadoras de depósito	130	-277	40	-125	-683	-182	-94	-80	-401	-306	-623	515	-907	23	-1.056	448
Otros sectores	-1.964	36	197	-1.574	-1.495	-1.160	-865	-724	-235	3.485	-140	-2.497	-1.838	-3.707	51	-24
Errores y omisiones netos	-223	-262	-614	402	-783	-409	-1.249	-633	1.543	-231	-367	-1.144	-77	-32	-935	116

Anexo 7. Principales instrumentos de las autoridades argentinas para políticas macroprudenciales. Peer Review FSB 2017

Table 1: Main instruments available to the authorities for macroprudential purposes

Instrument	Definition	Responsible authority
Limits on currency mismatches for banks	The net global position of a bank (i.e. the sum of all financial assets in foreign currency net of the sum of all liabilities in foreign currency) cannot exceed 30% of its regulatory capital.	BCRA
Restrictions on banks' lending in foreign currency ¹	Banks' foreign currency liabilities can only fund loans in the same currency to borrowers whose income is directly or indirectly linked to international trade; any excess liabilities must be placed at the BCRA.	BCRA
Exposure limits to government entities	All entities belonging to the public sector (except the BCRA), each provincial jurisdiction (including the city of Buenos Aires) and each municipal jurisdiction are subject to an individual limit of 50%, 10% and 3% respectively of a bank's regulatory capital. This includes trust funds whose ultimate beneficiary or trustee belongs to the non-financial public sector. In addition, total financing provided to the public sector at national, provincial and municipal levels cannot exceed 75% of the bank's regulatory capital or 35% of its assets; and aggregate credit to municipalities cannot exceed 15% of regulatory capital. For infrastructure projects or the acquisition of equipment, individual limits may be increased by 15%, while aggregate limits may be increased by 50%.	BCRA. Limits on provincial exposures are set jointly by the BCRA, MoT and the Ministry of Interior
Exposure limits to private sector entities (both financial and commercial)	Exposures to financial entities are subject to a limit of 25% of a bank's regulatory capital. The limit may be increased up to 75% depending on ratings assigned by the SEFyC to lending and borrowing banks. In addition, the sum of all individual credits (to financial and non-financial clients) that exceed 10% of a bank's capital cannot be greater than: (i) three times the regulatory capital (without including exposures to local financial entities); and (ii) five times the capital, including all these large credits.	BCRA
Marking-to-market public sector securities reserve	Banks are allowed to hold a precautionary reserve for securities' price fluctuations of up to 10% of the value of these securities.	BCRA
Requirements for capital flows ²	Capital inflows from external financial debt issued by private sector residents and from non-residents must comply with: (i) a minimum period in which funds must be kept in a local bank account (in January 2017, this was set to zero days); and (ii) unremunerated reserve requirement for non-residents for a one-year period (this requirement was reduced from 30% to 0% in December 2015).	MoF, MoT, Executive Power
Cash reserve requirements ³	Reserve requirements are set for both local and foreign currency denominated liabilities. The requirement may be fulfilled with different instruments (e.g. deposits at the BCRA or holdings of government securities). Requirements are calculated on the monthly weighted average of daily balances of demand and time deposits. Requirement ratios vary according to the currency and maturity of the liability taking into account historical experience, with foreign currency deposits subject to a higher requirement.	BCRA
Capital and liquidity buffers ⁴	Banks must hold a capital conservation buffer, capital buffer (1% of risk-weighted assets (RWAs)) for D-SIBs, ⁵ and a countercyclical capital buffer. ⁶ They are also subject to the Liquidity Coverage Ratio (only for the 20 largest banks) according to the Basel III phase-in timetable.	BCRA
Capital requirements on residential mortgages	Residential mortgages by default receive a 100% risk weight. Only exposures with a 75% maximum loan-to-value ratio and a maximum debt-income ratio of 30% are assigned lower risk weights to compute capital requirements. ⁷	BCRA