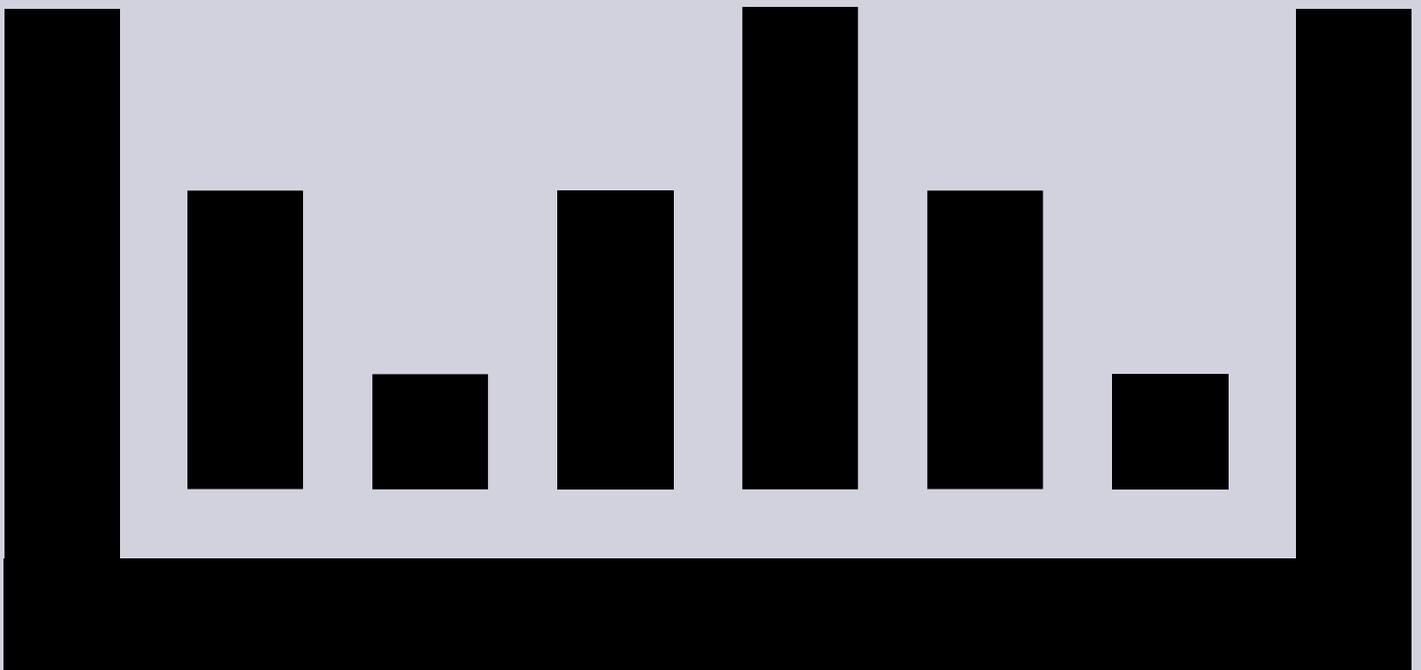


# Ni cepo ni liberalización completa: hacia una regulación prudente de los flujos de capitales



Martín Guzmán  
Fernando Morra  
Ramiro Tosi  
Guido Zack  
Pablo de la Vega

Agosto 2024



# Ni cepo ni liberalización completa: hacia una regulación prudente de los flujos de capitales

Martín Guzmán  
Fernando Morra  
Ramiro Tosi  
Guido Zack  
Pablo de la Vega

- Transformar el Estado
- Generar riqueza
- Promover el bienestar



## Sobre Fundar

Fundar es un centro de estudios y diseño de políticas públicas que promueve una agenda de desarrollo sustentable e inclusivo para la Argentina. Para enriquecer el debate público es necesario tener un debate interno: por ello lo promovemos en el proceso de elaboración de cualquiera de nuestros documentos. Confiamos en que cada trabajo que publicamos expresa algo de lo que deseamos proyectar y construir para nuestro país. Fundar no es un logo: es una firma.

En Fundar creemos que el lenguaje es un territorio de disputa política y cultural. Por ello, sugerimos que se tengan en cuenta algunos recursos para evitar sesgos excluyentes en el discurso. No imponemos ningún uso en particular ni establecemos ninguna actitud normativa. Entendemos que el lenguaje inclusivo es una forma de ampliar el repertorio lingüístico, es decir, una herramienta para que cada persona encuentre la forma más adecuada de expresar sus ideas.

---

## Trabajamos en tres misiones estratégicas para alcanzar el desarrollo inclusivo y sustentable de la Argentina:

**Generar riqueza.** La Argentina tiene el potencial de crecer y de elegir cómo hacerlo. Sin crecimiento, no hay horizonte de desarrollo, ni protección social sustentable, ni transformación del Estado. Por eso, nuestra misión es hacer aportes que definan cuál es la mejor manera de crecer para que la Argentina del siglo XXI pueda responder a esos desafíos.

**Promover el bienestar.** El Estado de Bienestar argentino ha sido un modelo de protección e inclusión social. Nuestra misión es preservar y actualizar ese legado a través del diseño de políticas públicas inclusivas que sean sustentables. Proteger e incluir a futuro es la mejor manera de reivindicar el espíritu de movilidad social que define a nuestra sociedad.

**Transformar el Estado.** La mejora de las capacidades estatales es imprescindible para las transformaciones que la Argentina necesita en el camino al desarrollo. Nuestra misión es afrontar la tarea en algunos aspectos fundamentales: el gobierno de datos, el diseño de una nueva gobernanza estatal y la articulación de un derecho administrativo para el siglo XXI.

---

## Cita sugerida

Guzmán, M., Morra, F., Tosi, R., Zack, G. y De la Vega, P. (2024). [Ni cepto ni liberalización completa: hacia una regulación prudente de los flujos de capitales](#). Fundar.

---

## Licencias

Esta obra se encuentra sujeta a una licencia [Creative Commons 4.0 Atribución-NoComercial-Sin-Derivadas Licencia Pública Internacional \(CC-BY-NC-ND 4.0\)](#). Queremos que nuestros trabajos lleguen a la mayor cantidad de personas en cualquier medio o formato, por eso celebramos su uso y difusión sin fines comerciales.

---

## Sobre este proyecto

El presente documento forma parte de una colaboración entre [Fundar](#) y [Suramericana Visión](#).

# Índice

## Ni cepo ni liberalización completa: hacia una regulación prudente de los flujos de capitales

5	<a href="#">Introducción</a>	18	La crisis de la convertibilidad y la configuración del mercado único y libre de cambios (2001-2010)
7	<a href="#">Instrumentos y políticas de regulación de los flujos de capitales</a>	21	El endurecimiento de las regulaciones cambiarias (2011-2015)
7	Una taxonomía de las formas de regulación	22	Desregulación y liberalización del mercado de cambios (2016-2018)
9	Las políticas de regulación macroprudenciales	23	Cambios de expectativas, retorno de las regulaciones y grandes <i>shocks</i> externos (2018-2023)
10	Nuevos desafíos globales para la regulación de los flujos de capitales	25	Regulaciones de flujos de capitales en comparación internacional
11	<a href="#">La teoría y práctica de las regulaciones a los flujos de capitales: las posiciones de la academia y de los organismos internacionales</a>	30	<a href="#">Recomendaciones para una regulación de los flujos de capitales en la Argentina</a>
13	Flotación cambiaria, el auge del Consenso de Washington y el enfoque integrado del FMI (1974-1999)	30	Establecer condiciones macroeconómicas para el fortalecimiento de la moneda y del mercado de capitales doméstico
14	Del enfoque integrado del FMI a la crisis financiera global (1999-2009)	31	Alcanzar una regulación prudente y permanente de los flujos de capitales
15	Respuesta del FMI a la crisis financiera global: la Visión Institucional (2010-2013)	33	Fortalecer las instituciones ocupadas del diseño, monitoreo, control y cumplimiento de las regulaciones
16	Revisión de la Visión Institucional del FMI y el enfoque actual (2013-2023)	35	<a href="#">Anexo</a>
18	<a href="#">Evolución reciente de la regulación a los flujos de capitales en la Argentina</a>	36	Indicaciones de regulaciones cambiarias
18	Regulaciones de flujos de capitales en la Argentina desde 2001	37	¿Qué tipo de regulación requiere la Argentina dadas sus características estructurales?
		39	<a href="#">Bibliografía</a>

# Introducción

La profundización de la globalización durante las últimas cinco décadas ha generado desafíos nuevos y cambiantes para la política pública. Uno de los más notables se refiere al campo de la integración financiera. Por un lado, el aislamiento financiero acota las posibilidades de desarrollo de inversiones en el país. Por otro lado, la total desregulación de la cuenta financiera externa expone a un país a movimientos de capitales abruptos que generan una excesiva volatilidad en su tipo de cambio real, sean apreciaciones bruscas que quitan competitividad a sectores de la economía claves en la agregación de valor en el tiempo y en la generación de empleo, sean grandes devaluaciones que desestabilizan el sistema económico y social. La Argentina es un país que, como en tantos otros órdenes de su economía, ha ido moviéndose entre posiciones relativamente extremas en cuanto a su apertura a los movimientos internacionales de capitales.

En el presente trabajo se estudia qué tipo de administración de la cuenta capital-financiera tiene sentido implementar en un sendero de normalización de la macroeconomía. La respuesta a la que se arribó es que la Argentina debería converger hacia un esquema que no esté caracterizado ni por los popularmente denominados “cepos cambiarios” ni por una liberalización irrestricta, sino por una regulación que tenga en cuenta las características imperfectas de los mercados internacionales —en una línea similar al programa establecido a fines de 2005 en el [Decreto N° 616/05](#)<sup>1</sup> y a las normativas de regulación de flujos de capitales que lo acompañaron.

¿Por qué es necesario regular los flujos de capitales en lugar de permitir su plena movilidad? ¿Qué impacto tiene para el funcionamiento de la economía, en términos de eficiencia y estabilidad, la completa liberalización de los movimientos de capitales? Estas preguntas que motivan el presente estudio se vinculan con algunas visiones que sugieren que la economía de libre mercado produce siempre el mejor resultado posible en términos de eficiencia y bienestar<sup>2</sup> y, por lo tanto, no sería necesaria la intervención estatal. Esta proposición exige el cumplimiento de un conjunto de hipótesis acerca de las características y el funcionamiento de los mercados, que difícilmente se cumplen en la práctica<sup>3</sup>.

Los mercados financieros están lejos de corresponderse con el supuesto de mercados completos que justificaría que la ausencia de toda regulación sea el mejor escenario posible. Por empezar, es imposible anticipar todas las contingencias que se pueden presentar en una economía, por lo que trivialmente se desprende que es imposible resguardarse de forma plena ante cada una. La consecuencia de ello es que los “precios de mercado” no internalizan las potenciales eventualidades, con lo cual es menos probable el cumplimiento de los contratos. Además, las decisiones de unos pocos jugadores —los grandes fondos de inversión internacionales con grandes participaciones de mercado— pueden generar un comportamiento de manada que implique importantes cambios repentinos en los precios de los activos, lo cual viola el supuesto de la competencia perfecta que establece que nadie tiene la capacidad de influir en los precios de mercado.

---

1 Entre las principales disposiciones de la norma vale destacar: el registro ante el Banco Central de la República Argentina (BCRA) de los ingresos y egresos de divisas al mercado local de cambios y de toda operación de endeudamiento de residentes que pudiera implicar en el futuro un pago en divisas a no residentes (art. 1); 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 que cuenten con oferta pública y cotización en mercados autorregulados— ingresado al mercado local de cambios deberá pactarse y cancelarse en plazos no inferiores a 365 días corridos (art. 2); los fondos ingresados sólo podrán ser transferidos fuera del mercado local de cambios al vencimiento de un plazo de 365 días corridos (art. 4, inc. a); y, por último, el resultado de la negociación de cambios de los fondos ingresados deberá acreditarse en una cuenta del sistema bancario local y constituirse un depósito nominativo, no transferible y no remunerado en dólares estadounidenses por el 30% del monto involucrado en la operación durante un plazo de 365 días corridos (art. 4, inc. c).

2 Esto se conoce como primer teorema fundamental de la economía del bienestar de Arrow y Debreu (1954) y permite alcanzar un “óptimo de Pareto”: un equilibrio donde no es posible mejorar la posición de un individuo sin disminuir el bienestar de otro.

3 Se suponen mercados perfectamente competitivos y, sobre todo, “completos”, lo que significa que se cuenta con un universo de activos que permite diversificar plenamente los riesgos en todos los períodos y estados de la naturaleza que se pueden presentar en la economía.

## Introducción

De este modo, surge la necesidad de diseñar regulaciones ante la presencia de las denominadas “externalidades pecuniarias”, es decir, las consecuencias que derivan de las decisiones de ciertos agentes económicos sobre otros y que no necesariamente están contempladas en el precio de los activos financieros (Jeanne y Korinek, 2010; Farhi y Werning, 2016). Los efectos negativos de las externalidades se magnifican al considerar los impactos de los flujos de capitales internacionales sobre, entre otros aspectos, la oferta de crédito doméstica, el tipo de cambio, el precio de los activos financieros y la actividad económica, que suelen derivar en situaciones de inestabilidad macroeconómica y generan una dinámica de retroalimentación que acentúa aun más estos efectos negativos sobre el funcionamiento de la economía de un país.

A pesar de que la literatura económica dominante en este campo ha progresado hacia un enfoque que justifica la regulación de los flujos de capitales, es habitual en el debate público las posiciones que proponen que su completa liberalización impulsará una integración a los mercados financieros internacionales que potenciaría el desarrollo financiero, lo que permitiría una asignación eficiente del capital e impulsaría así el crecimiento económico. Sin embargo, este tipo de políticas exponen a las economías —especialmente las denominadas “emergentes” o “en desarrollo”— al comportamiento procíclico del financiamiento externo y a sucesivas crisis financieras (Kaminsky, Reinhart y Végh, 2004; Shin, 2013).

Desde la década de 1970 han existido en la Argentina al menos tres episodios en los que la desregulación de los controles de capitales, combinada con un proceso de endeudamiento externo y apreciación del tipo de cambio real, ha generado o contribuido a la insostenibilidad macroeconómica: el que transcurre entre 1976 y 1982, liderado por el gobierno de facto —autodenominado Proceso de Reorganización Nacional—, que concluye con la crisis financiera y externa iniciada en 1980; aquel que inicia en 1991 con la convertibilidad y acaba en 2001 también con una crisis financiera y externa; y, finalmente, el de menor duración, que comienza a fines de 2015 y termina en 2018 con la reversión del flujo de financiamiento externo y el subsecuente programa Stand-By con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Las reversiones de los flujos de capitales generaron severos problemas en términos de actividad económica, pobreza y distribución del ingreso, ya no sólo asociados al ciclo económico, sino a períodos continuados donde la insostenibilidad del endeudamiento y la reestructuración de las obligaciones financieras con agentes externos llevaron a décadas completas de estancamiento.

**La Argentina no ha podido crear un modo sólido y permanente de insertarse en los mercados financieros internacionales y ha mostrado, dentro de cualquier comparación internacional, un patrón de políticas excesivamente volátil.**

En otros casos, las regulaciones a los flujos de capitales en el país no se relacionaron con la necesidad de evitar la exposición a la volatilidad de los ciclos financieros internacionales, sino con el fin de suplir las inconsistencias en los esquemas cambiarios, fiscales y monetarios prevaecientes en dichos períodos. El uso extensivo de estos controles (“cepos cambiarios”) ha llevado al surgimiento de amplias brechas cambiarias, que han generado distorsiones en las decisiones de los agentes económicos y reducido los incentivos para exportar y atraer inversiones de largo plazo que permitan expandir la capacidad productiva, en detrimento del crecimiento económico.

En resumen, la Argentina no ha logrado instaurar una forma consistente y estable de insertarse en los mercados financieros internacionales y ha exhibido, dentro de una comparación internacional, un patrón de políticas excesivamente volátil. A partir de esta premisa, aquí se plantea el problema de la regulación de los flujos de capitales y se disponen un conjunto de principios sobre los cuales debería diseñarse un modo adecuado de regulación. Así, el documento se estructura del siguiente modo: luego de esta introducción, en la [segunda sección](#) se presenta una taxonomía o caracterización de las distintas herramientas que los países utilizan para regular los flujos de entrada y salida de capitales. En la [tercera sección](#) se realiza una breve revisión de la teoría y práctica de estas regulaciones y se



## Introducción

describe cómo el cambio en los regímenes monetarios y cambiarios —en especial en los países avanzados— ha influido en la manera de abordar esta temática. Igualmente relevante resulta conocer las diferentes posiciones y su evolución en el tiempo que tienen las instituciones u organismos internacionales respecto de si los países deberían o no regular los flujos de capitales y, en caso afirmativo, de qué modo. En la [cuarta sección](#) se revisa la experiencia de regulaciones de la cuenta capital-financiera en la Argentina desde la salida de la convertibilidad. Asimismo, se elabora una comparación internacional del uso de las regulaciones de capitales en una amplia muestra de países y su vínculo con ciertas características estructurales de estas economías. Finalmente, en la [quinta sección](#) se proponen una serie de recomendaciones de política en torno a la configuración que, dadas las particularidades de la economía argentina, debería tener la regulación de los flujos de capitales.

Se trata de un ejercicio que demandará una continua “recalibración” en función del cambio en las condiciones macroeconómicas del país y de la evolución de las condiciones financieras internacionales. Al tiempo que se busca proteger la economía de la volatilidad que pueden ocasionar los movimientos disruptivos y abruptos en los flujos de capitales, se debe potenciar su capacidad de crecimiento con inversiones en sectores con alto potencial de generación de divisas. Balancear este conflicto al evitar las recurrentes condiciones pendulares que han sido parte de la historia del país, es una tarea pendiente y delicada que requiere un abordaje integral y decidido desde el diseño de las políticas públicas.

## Instrumentos y políticas de regulación de los flujos de capitales

### Una taxonomía de las formas de regulación

En esta sección se realiza una caracterización general de los diferentes tipos de regulaciones, con el objetivo de establecer una taxonomía útil para el resto del análisis y del diseño de políticas públicas. El conjunto de medidas que forman parte de la regulación a los flujos de capitales incluyen dos grandes bloques que no son excluyentes entre sí:

- Las que regulan la actividad financiera transfronteriza (*cross-border*) al utilizar el criterio de residencia, es decir, operaciones en las que se relacionan residentes y no residentes. Típicos ejemplos de estas categorías son la inversión extranjera directa (IED) o la inversión financiera por parte de fondos externos en activos locales, como así también cualquier otra operación que implique una transacción entre un agente local y uno del exterior.
- Aquellas que se relacionan con el tipo de operación, pero no discriminan la residencia de sus originantes. Bajo esta categoría se pueden incluir todo tipo de transacciones que involucren el uso de moneda extranjera como forma de pago, tales como, entre otras, las operaciones de exportación e importación, el pago de servicios de deuda en moneda extranjera —independientemente de que se realice contra un tenedor local o externo—, la compra de activos externos por parte de residentes al banco central —formación de activos externos del sector privado— o la transferencia de estos entre dos agentes del sector privado.

Estas dimensiones son relevantes ya que suponen un criterio diferencial que, dependiendo del objetivo, puede tener amplias implicancias sobre los tipos de flujos y transacciones que se realizan en la economía. Asimismo, resulta importante distinguir entre aquellas regulaciones que buscan “administrar” el ingreso de capitales respecto de las que inciden sobre los flujos de salida. A continuación, se describen las principales medidas para cada tipo de flujo utilizando como referencia la clasificación que efectúa el propio FMI (2022):

## Flujos de entrada

- **Obligatoriedad de liquidación:** se establece el requerimiento de liquidar —generalmente al banco central— de forma total o parcial ciertos flujos. Esta categoría puede incluir un amplio conjunto de transacciones, desde las comerciales (exportaciones de bienes y servicios), transferencias, utilidades y dividendos, flujos de inversión externa y todas las restantes categorías que comprenden movimientos en el balance de pagos. El objetivo de esta medida es evitar el arbitraje de los exportadores sobre el tipo de cambio en un contexto donde existe incertidumbre sobre la paridad cambiaria —o diferenciales de cotización— y permitir que esta oferta se canalice hacia el mercado formal o regulado. Estas medidas suelen abarcar un porcentaje o la totalidad de las exportaciones.
- **Encajes:** se exige que un determinado porcentaje de un flujo de ingresos de capitales quede, por un tiempo definido, inmovilizado en una cuenta doméstica del país receptor sin ninguna remuneración. El propósito es desincentivar el ingreso de capitales de corto plazo al penalizar la rápida reversión de los flujos de capitales y, al mismo tiempo, generar un diferencial entre los rendimientos domésticos de corto plazo y los que reciben potenciales inversores externos. En algunos casos, estos pueden estar definidos para un tipo de operación —por ejemplo, ingreso de capitales de no residentes— o para usos específicos —por ejemplo, ingresos que tengan como destino la adquisición de un activo particular.
- **Inmovilización temporal:** se inmovilizan activos a corto plazo cuando estos son transferidos. En general, el objetivo es generar costos de transacción en la compra y venta de estos activos y desestimular su uso en contextos altamente especulativos.
- **Impuestos:** se gravan ciertas transacciones específicas —como la compra de activos financieros o reales— o su retorno. La finalidad es similar al caso anterior, en este caso, además, se generan ingresos tributarios para el fisco del país. Este tipo de impuestos sobre el ingreso de capitales han sido habituales para desincentivar que estos flujos afecten el precio relativo de ciertos sectores que tienen características preferentes para la sociedad<sup>4</sup>.
- **Límites al uso (cupó o prohibición):** se trata de restricciones a las compras de ciertos tipos de activos o a realizar ciertas actividades posteriores al ingreso de los flujos de capitales. Un ejemplo de este tipo de normas es la limitación de extranjerización en ciertos sectores de la economía —por ejemplo, tierras, inmuebles o sectores estratégicos definidos como tales por el país.

## Flujos de salida

- **Requisitos de aprobación previa y límites de acceso:** se limita el acceso a la compra de divisas hasta ciertos montos o se impone un requisito de aprobación previa por parte del banco central. Al igual que en el caso de la obligatoriedad de liquidar, esto puede incluir un conjunto amplio de actividades como las importaciones de bienes y servicios, la demanda de ahorro por residentes locales, los pagos de deuda financiera o comercial, las transferencias al exterior, entre otras.
- **Acceso posdatado:** como en el caso de los encajes, es posible establecer un acceso diferido a las operaciones de pagos de ciertos bienes, servicios o transacciones. Así, el agente realiza una transacción —por ejemplo, una importación—, y el acceso a las divisas se fija para una fecha posterior, lo que hace que las operaciones requieran de financiamiento comercial. Esto genera costos de transacción y desalienta operaciones.
- **Impuestos:** estos encarecen las decisiones de salida. Por ejemplo, puede aplicarse un impuesto a la adquisición de divisas con fines de atesoramiento o para el pago de cierto tipo de transacciones, como compras en moneda extranjera a través de tarjetas de crédito<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> A modo de ejemplo, Australia estableció a partir de 2015 diferentes regulaciones sobre las viviendas residenciales compradas o en propiedad de no residentes, que incluyen impuestos de sellos, un impuesto específico a las ganancias y un impuesto a la "vivienda vacía".

<sup>5</sup> Un ejemplo de este tipo es el Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria (PAIS).

## Las políticas de regulación macroprudenciales

La regulación no es la única herramienta que incide sobre los flujos de capitales, ya que la magnitud y asignación de estos se interconectan con otras políticas. La política fiscal, al definir gastos y recursos —por ende, necesidades o excedentes de financiamiento—, genera condiciones para flujos de ingreso o salida de capitales. Por su parte, la política monetaria, que determina el volumen de la liquidez (Guzmán *et al.*, 2023) y las tasas de interés, también repercute sobre estos flujos.

La política macroprudencial es otro conjunto de políticas con la capacidad de incidir sobre el comportamiento de los agentes económicos y el funcionamiento de los sistemas financieros. Se busca evitar el quiebre de la cadena de pagos de una parte o de la totalidad del sistema financiero, lo que usualmente se denomina “problemas de hojas de balance”, lo que puede tener un efecto significativo sobre la actividad económica. La regulación macroprudencial utiliza un conjunto de instrumentos que buscan prevenir la acumulación de riesgos sistémicos, al limitar la exposición patrimonial del sistema financiero, las empresas y familias a ciertos activos que pueden amplificar vulnerabilidades y provocar rupturas en la cadena de pagos y, por consiguiente, en el propio funcionamiento del sistema financiero.

**Los límites a la posición de divisas de las entidades financieras, las exigencias sobre la exposición en el financiamiento a actividades en moneda extranjera y los encajes diferenciales para las entidades según el tipo de activo son algunas políticas macroprudenciales que impactan en los flujos de capitales.**

La presencia de riesgos sistémicos hace que no sea suficiente regular sólo a los intermediarios financieros de manera individual para evitar una crisis, sino también al conjunto de los participantes del sistema. La política macroprudencial se justifica por la presencia de “fallas de mercado” asociadas al propio funcionamiento del sistema financiero (Jácome, 2013).

A diferencia de la regulación de los flujos de capitales —que pueden servir como “mecanismos de prevención” en condiciones estables de la economía y como “herramienta de contención” en tiempos de crisis—, la política macroprudencial sólo tiene un rol preventivo, que es evitar la acumulación de riesgos que potencialmente puede dar lugar a una crisis financiera, si bien sus efectos pueden ser muy acotadas una vez que esta se ha producido. Esto no disminuye su relevancia, dado que estas medidas son capaces de modificar la asignación y el ingreso de capitales, e impedir así la magnificación de los riesgos. Ejemplos de políticas macroprudenciales con incidencia en los flujos de capitales son los límites a la posición de divisas de las entidades financieras, las exigencias sobre la exposición en el financiamiento a actividades en moneda extranjera, los encajes diferenciales para las entidades según el tipo de activo, entre otras.

Sin embargo, como destaca Pérez Caldentey (2023), la regulación macroprudencial no es un concepto que esté adecuadamente definido y no existe un consenso al respecto. En particular, buena parte de la literatura económica predominante reconoce que, en las economías en desarrollo, la inestabilidad financiera puede originarse en el sector privado no financiero y verse agravada por los descalces de monedas. Se trata entonces de lograr dos objetivos simultáneos y relacionados entre sí: minimizar el impacto que el cambio en las condiciones financieras externas puede generar en la economía doméstica y, al mismo tiempo, proporcionar un marco de políticas que permita fomentar el crecimiento económico con generación de empleo.

## Nuevos desafíos globales para la regulación de los flujos de capitales

Disponer de los instrumentos legales y de control para que la regulación de capitales y las medidas macroprudenciales funcionen de manera efectiva es fundamental. En un mundo interconectado, la posibilidad de los estados para mantener en el tiempo este tipo de políticas ha sido limitada, lo que ha requerido una adaptación continua de los mecanismos y las políticas al nuevo entorno, particularmente influido en las últimas décadas por el rápido avance de las nuevas tecnologías.

Uno de los principales y recientes desafíos ha sido la emergencia de los denominados “criptoactivos”. La adopción de las criptomonedas ha sido más intensa en países en desarrollo: los 20 países con mayor “intensidad de adopción” están compuestos por economías de mercado emergentes y en desarrollo de Asia, América Latina y África subsahariana (He *et al.*, 2022). La debilidad institucional y de la moneda de esas economías, la facilidad de realizar transacciones y el anonimato que proveen estos criptoactivos son algunos factores que pueden explicar esta tendencia.

Los criptoactivos desafían la implementación de la regulación de capitales de varias formas. En principio, su estatus legal suele ser ambiguo y operan en un vacío legal, a medida que los reguladores se adaptan para incluirlos dentro de sus normativas. Aun peor, construidas en un contexto diferente, las autoridades regulatorias suelen tener mandatos y poderes que no siempre son útiles para regular de manera adecuada este tipo de activos, o incluso puede haber facultades de supervisión superpuestas que deben ser debidamente coordinadas —por ejemplo, en la Argentina, entre el BCRA y la Comisión Nacional de Valores (CNV).

La naturaleza habitualmente descentralizada y deslocalizada complica la trazabilidad de las identidades y de la residencia tanto de los tenedores de estos activos como de quienes administran su diseño. La regulación, en general pensada para incluir a un intermediario —tales como los bancos y los agentes de liquidación y compensación de valores— que reúne información y se encuentra dentro de la órbita del regulador, deja de existir. Los criptoactivos engendran así un nuevo conjunto de desafíos para la regulación de los flujos de capitales, al imposibilitar el establecimiento de límites precisos a las transferencias, como sí ocurre con las transacciones que se realizan en el sistema financiero. En otras palabras, aun cuando sea posible regular los flujos que se canalizan a través del sistema financiero, este tipo de activos permitirán transacciones alternativas y generarán al mismo tiempo diferenciales en las cotizaciones cambiarias —entre otros, el denominado “dólar cripto”— en la medida en que haya algún tipo de regulación.

La imposibilidad de regular las transacciones transfronterizas no necesariamente se circunscribe a los criptoactivos. La custodia, trazabilidad y transferencia de los títulos valores (acciones o deuda) es un tema de igual relevancia para la movilidad de capitales y su regulación. Si su custodia puede ser compartida con entidades del exterior, existe la posibilidad de realizar transacciones que no necesariamente involucran un flujo de liquidez, sino una mera transferencia del título entre las distintas entidades de custodia. La operatoria utiliza la compra-venta de acciones o títulos de deuda en moneda extranjera que cotizan en un país y en otro mercado del exterior. En el caso de un agente que desee “acumular activos externos”, el dispositivo consiste en comprar títulos valores denominados en moneda extranjera pero que cotizan en moneda doméstica, transferirlos al exterior, realizar una operación de venta en moneda extranjera, para luego obtener un depósito en moneda extranjera en un sistema financiero del exterior, que puede o no ser nuevamente ingresado al sistema financiero local —es decir, se obtienen los denominados “dólar MEP/CCL”—<sup>6</sup>. Las alternativas de regulación de este tipo de transacciones no son simples. Se pueden imponer límites tanto en términos de su temporalidad como de su cuantía, a sabiendas de que cuanto mayores sean los costos de transacción mayor será el premio con

<sup>6</sup> El dólar bolsa o MEP (mercado electrónico de pagos) y el dólar CCL (contado con liquidación) surgen de la compra y venta de activos financieros. El primero consiste en comprar bonos en pesos y venderlos luego en dólares, con lo cual se obtiene la divisa sin pasar por el mercado de cambio oficial; el segundo caso es similar, con la diferencia de que esos bonos comprados en pesos se venden en dólares fuera del país.



el cual coticen y, por ende, mayor la brecha cambiaria. Por otra parte, prohibir la transferencia de estos títulos originaría un quiebre en las condiciones bajo las cuales fueron emitidos, lo que tiene también consecuencias sobre los mercados de crédito y la capacidad de normalizar los flujos de capitales.

## La teoría y práctica de las regulaciones a los flujos de capitales: las posiciones de la academia y de los organismos internacionales

En los últimos 50 años, en particular a partir del abandono del régimen de Bretton Woods<sup>7</sup> por parte de las economías más desarrolladas hacia inicios de 1973, se ha generado un extendido debate en torno a la regulación de los flujos de capitales tanto en el ámbito académico como en el seno de los organismos internacionales.

En este sentido, Ostry (2023) realiza una detallada revisión de los principales argumentos que han ido surgiendo acerca de esta temática, en la que, además, han intervenido instituciones que representan un amplio conjunto de intereses y posiciones, tales como el FMI y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Se trata de un tema cuyas prescripciones sobre el “mejor diseño e implementación” de una política económica orientada a la regulación de los flujos de capitales están fuertemente influenciadas por la dinámica de la economía política presente en el proceso.

Durante cerca de tres décadas de vigencia del acuerdo de Bretton Woods (1944-1973), la visión predominante, plasmada también en la práctica, era que bajo condiciones de paridades o tipos de cambio fijos debía implementarse una regulación más férrea de los flujos de capitales y evitar así su volatilidad<sup>8</sup>.

A principios de la década de 1960, la OCDE plantea una perspectiva y visión diferentes sobre las regulaciones en torno a la cuenta de capital de la balanza de pagos. Estas han sido reflejadas en su Código de Liberalización de los Movimientos de Capital (1961) —radicalmente distinto a los estatutos del FMI— y con el transcurso del tiempo no han sido del todo superadas. El Código establece una serie de obligaciones para los países miembros, que incluyen liberalización de los movimientos de capital, no discriminación entre los países miembros y transparencia en la aplicación de restricciones a los movimientos de capital<sup>9</sup>.

**A mediados de los años setenta, la caída de los acuerdos de Bretton Woods, impulsada por un cambio de rumbo hacia una mayor movilidad de los capitales financieros, produjo el final y cese de los tipos de cambio fijo y la regulación de capitales.**

A partir de las publicaciones que le dieron origen, en el ámbito académico gana amplia aceptación y popularidad el llamado “modelo Mundell-Fleming”, que además ha formado parte de los cursos de macroeconomía básica en universidades locales y del exterior. El modelo analiza de forma simple y gráfica, para una economía pequeña y abierta comercial y financieramente, las interacciones entre la política fiscal, monetaria y cambiaria con el volumen de producción agregada en el corto plazo.

<sup>7</sup> Esquemáticamente, el acuerdo de Bretton Woods exigía que los países mantuvieran tipos de cambio fijos, por lo que no podían devaluar sus monedas para obtener ganancias de competitividad. De este modo, se fijó el valor de cada moneda en términos del dólar estadounidense, aunque se permitía estrechas bandas de fluctuación.

<sup>8</sup> Otra de las razones puede encontrarse en el hecho de que una parte importante de las economías desarrolladas quedaron altamente endeudadas en la posguerra, lo que implicaba que una elevada movilidad de capitales podría poner en riesgo a los sistemas financieros domésticos. Por otra parte, los controles a la movilidad de capitales sirvieron para mantener tasas de interés reales negativas, lo que ayudó a reducir el peso de la deuda pública (Reinhart y Sbrancia, 2011).

<sup>9</sup> Inicialmente, el Código de la OCDE excluía los flujos de capitales a corto plazo de las obligaciones de liberalización.

Desarrollado con las contribuciones a inicios de los años sesenta de Robert Mundell (1963) y Marcus Fleming (1962), este modelo dio lugar al principio de la “trinidad imposible” o “triángulo de la imposibilidad”: una economía no puede simultáneamente mantener un tipo de cambio fijo, una movilidad de capitales libre y una política monetaria independiente. Por lo tanto, los “hacedores de política” debían seleccionar cuáles de estos objetivos perseguir y aceptar los “costos” de no poder alcanzar en simultáneo los tres “lados del triángulo”.

La caída de los acuerdos de Bretton Woods a mediados de la década de 1970 implicó el fin y abandono de los tipos de cambio fijo y de la regulación de capitales, impulsada por un cambio de posición a favor de una mayor movilidad de los capitales financieros. La posición ampliamente difundida por entonces era que la integración de los mercados domésticos a los flujos de capitales internacionales debía promover el desarrollo financiero al permitir una asignación eficiente del capital entre los países del mundo, lo que además podía potenciar el crecimiento económico (McKinnon, 1973; Shaw, 1973). La intuición es sencilla: el ahorro externo puede financiar proyectos de inversión que expandan la capacidad de producción transable de la economía. En este sentido, la liberalización de los flujos de capitales puede beneficiar tanto a los países de origen como a los receptores al mejorar la asignación de recursos, mediante la reducción de los costos de financiamiento, el aumento de la competencia y la aceleración del desarrollo de los sistemas financieros domésticos.

Para las economías en desarrollo, la posibilidad de acceder al financiamiento externo generó la capacidad de financiar déficits en cuenta corriente sin incurrir necesariamente en pérdidas de reservas internacionales. En ocasiones, la disponibilidad de financiamiento externo permitió incluso a los bancos centrales acumular reservas a pesar de que la economía en su conjunto tuviera un déficit comercial.

Sin embargo, la liberalización de los flujos de capitales también ha estado asociada a una mayor prevalencia de las crisis financieras, lo que popularizó Díaz Alejandro (1985) como “adiós represión financiera, hola crisis financiera” (Gluzmann y Guzmán, 2017; Gertler y Hofmann, 2018). Al acceder a los mercados internacionales, los países en desarrollo han experimentado procesos de endeudamiento en moneda extranjera que frecuentemente culminaron en crisis de deuda y generaron problemas persistentes en la asignación de la liquidez. Dicho acceso, además, ha tenido un fuerte comportamiento procíclico (Kaminsky, Reinhart y Végh, 2004). Los capitales suelen fluir en el auge financiando la expansión de la demanda, pero tienden a retirarse en las recesiones, lo que amplifica la volatilidad macroeconómica. El ingreso de capitales de corto plazo (*hot money*) aprecia el tipo de cambio, con lo cual modifica la percepción de riqueza agregada y altera los patrones de consumo e inversión del país (Heymann, 1996). Su reversión ha desencadenado crisis financieras seguidas de períodos prolongados de crecimiento débil.

En este nuevo contexto, se abandona progresivamente el marco de referencia del modelo Mundell-Fleming y comienza a surgir una nueva literatura vinculada con el enfoque intertemporal de la cuenta corriente. Se trata de un conjunto de modelos que describen explícitamente los flujos internacionales de capital como resultado de las elecciones “optimizadoras” de agentes privados que sopesan los beneficios y costos de sus acciones. Así, proporcionaron bases “microfundamentadas” para explicar los factores que determinan los movimientos de los flujos internacionales de capital<sup>10</sup>, dejar en manos del mercado esta evaluación y, de este modo, que no sea necesaria una regulación.

<sup>10</sup> Para un estudio más detallado, véase Obstfeld y Rogoff (1995).

## Flotación cambiaria, el auge del Consenso de Washington y el enfoque integrado del FMI (1974-1999)

Luego del abandono de Bretton Woods se inicia un proceso de libre flotación de las principales monedas de referencia a nivel mundial, lo que ha dado lugar además a la creación de nuevos mercados e instrumentos financieros<sup>11</sup> para hacer frente a la mayor volatilidad observada de los tipos de cambio y las tasas de interés. En los países desarrollados prevalece un enfoque orientado a una mayor liberalización de los flujos de capitales entre países, en tanto que en las economías emergentes se adopta un enfoque de regulaciones macroprudenciales, complementadas con regulaciones a los flujos de capitales.

A inicios de los años noventa surge el Consenso de Washington<sup>12</sup>, donde si bien la liberalización de la cuenta de capital no fue oficialmente un componente de ese “marco de políticas” (Williamson, 1990), la apertura de la cuenta de capital estaba muy en sintonía con las reformas impulsadas por la comunidad internacional en las economías emergentes y en desarrollo. La visión predominante en el Consenso de Washington era que la disciplina que impone los precios de mercado es el mejor medio que ha encontrado el mundo para garantizar una utilización eficiente del capital.

Bajo este “impulso ideológico” para liberalizar los flujos externos, las economías emergentes y en desarrollo terminaron desmantelando las regulaciones prudenciales que se habían implementado cuidadosamente en las décadas previas, lo que dio lugar a masivos movimientos en los flujos de capitales que resultaron nuevamente en episodios de crisis<sup>13</sup>.

En tanto, en la literatura económica, si bien los primeros modelos simples de optimización lograron explicar los determinantes de los flujos de capitales, no fueron particularmente útiles para el análisis de políticas. Debido a que estaban contruidos tomando como marco de referencia el modelo de Arrow y Debreu (1954) de “mercados perfectos”, heredaron mecánicamente las propiedades de eficiencia implícitas en el primer teorema fundamental de la economía del bienestar: la liberalización del mercado de capitales y de los flujos libres de capital son, bajo ese marco teórico, económicamente eficientes, ya que las señales de precios —a veces catalogadas como “la mano invisible del mercado”— guían a los tomadores de decisiones económicas privadas para negociar de manera óptima los costos y beneficios asociados a los flujos de capitales. Por tanto, cualquier intervención gubernamental para limitarlos reduciría el bienestar. Aunque estas predicciones se basaban en un conjunto de supuestos bastante simplistas y extremos, formaron parte de un consenso relativamente amplio a principios de los años noventa, tanto en los círculos académicos como en los políticos, donde se proponía la liberalización del mercado de capitales y los flujos libres de capital como un objetivo deseable.

A mediados de la década de 1990 surge una iniciativa tendiente a una nueva enmienda a los artículos constitutivos del FMI, fomentada por su director gerente, Michel Camdessus, quien planteaba que los controles de capital se volvían ineficaces y distorsionadores, especialmente porque a los agentes financieros más sofisticados les resultaba más fácil eludirlos. Sin embargo, este nuevo intento de reforma perdió impulso con la irrupción de la crisis financiera asiática de 1997, provocada entre otros factores por una liberalización financiera externa prematura (Stiglitz, 2000). Fue el propio Congreso estadounidense el que amenazó con retener la contribución de los Estados Unidos a la ronda de aumentos de cuotas del FMI<sup>14</sup>, a menos que el Departamento del Tesoro retirara su apoyo a la enmienda propuesta.

11 Entre mediados de la década de 1970 y la de 1980 se crean los mercados de futuros, opciones y *swaps* de divisas y tasa de interés, entre otros.

12 Se denomina “Consenso de Washington” a un conjunto de recomendaciones de política económica, de impronta neoliberal, que constituían un paquete de reformas estándar promovido por instituciones con sede en Washington —tales como el FMI, el Banco Mundial y el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos— para los países en desarrollo que atravesaban distintos tipos de crisis.

13 Para un análisis empírico, véase Gluzmann y Guzmán (2017).

14 La Undécima Revisión General de Cuotas, aprobada por la Junta de Gobernadores del FMI en 1999, aumentó las cuotas del FMI en un 45%, de DEG 230.400 millones a DEG 335.700 millones. El aumento estaba diseñado para reflejar los cambios en la economía global que habían tenido lugar desde la anterior revisión de cuotas en 1988, incluido el aumento del tamaño de la economía mundial, la liberalización del comercio y los flujos de capitales, y la creciente importancia de los mercados emergentes.

Esta serie de crisis financieras en los mercados emergentes sacudió también la visión académica al hacer cada vez más difícil conciliar la teoría basada en mercados de capital perfectos con la realidad. Calvo (1998), Krugman (1999) y otros señalaron que los modelos intertemporales simples de flujos de capitales basados en el supuesto de mercados de capital perfectos proporcionaban una descripción deficiente de las crisis observadas y que, por lo tanto, las imperfecciones de mercado desempeñaban un papel crucial.

Si una economía emergente se ha endeudado en moneda extranjera y experimenta una depreciación de su tipo de cambio, aumentará el valor en moneda nacional de los pasivos en moneda extranjera de la economía, justo cuando el valor de sus activos disminuye, lo que generará efectos adversos en el balance de pagos y, por ende, dificultades financieras y quiebras. Esto último puede desencadenar un ciclo de retroalimentación de caída del crecimiento, depreciación y mayores deterioros de las "hojas de balance" de familias y empresas, lo que daría lugar al denominado fenómeno de "amplificación financiera o efecto acelerador financiero" (Aghion, Bacchetta y Banerjee, 2001; Céspedes, Chang y Velasco, 2004; Mendoza, 2005).

En tanto, en el propio seno del FMI, lo que siguió a las crisis financieras de los países del Sudeste Asiático fue lo que ha sido denominado el "enfoque integrado" por Ishii y Habermeier (2002). De acuerdo con un documento de trabajo discutido por el Directorio Ejecutivo del FMI en julio de 1998, las

...experiencias de los países asiáticos confirman que es necesario abordar la liberalización de la cuenta de capital como parte integral de programas más integrales de reforma económica, coordinados con políticas macroeconómicas y cambiarias apropiadas, incluyendo políticas para fortalecer los mercados e instituciones financieras. La cuestión no es tanto que la liberalización del capital haya sido demasiado rápida, ya que algunos de los países de Asia han seguido un enfoque muy gradualista. Más bien, tiene más que ver con la secuencia apropiada de las reformas y, más específicamente, qué medidas de apoyo deben tomarse. (Ishii y Habermeier, 2002).

El enfoque se llama "integrado" porque considera la liberalización de la cuenta de capital como parte de un amplio programa de reformas económicas en el enfoque macroeconómico, el sistema financiero doméstico y en las regulaciones macroprudenciales. Se enumeran diez principios generales sobre la secuenciación que debe aplicarse en un caso específico, de manera de reducir o gestionar mejor los diversos tipos de riesgos de crédito, mercado y liquidez que normalmente se magnifican mediante transacciones transfronterizas. A nivel operativo, luego de realizado un diagnóstico de las regulaciones e instituciones prevalecientes en el país, se desarrolla un plan de tres etapas para organizar y coordinar la liberalización de la cuenta de capital junto a otras políticas.

La primera etapa implica alcanzar un alto grado de estabilidad macroeconómica y de desarrollo de mercados e instituciones, mediante el fomento de una buena gestión del riesgo por parte de los bancos y otras entidades económicas, y remediar las deficiencias más importantes de la regulación prudencial para que los flujos de capitales de "bajo riesgo" —como la IED— tengan prioridad. La segunda etapa supone una consolidación y profundización de los avances logrados en la primera fase, con una liberalización considerable de la cuenta de capital. En la tercera y última etapa, se levantan todos los controles de capital restantes, a medida que las condiciones macroeconómicas y del sector financiero hayan mejorado al punto de que los riesgos se gestionen eficazmente.

## Del enfoque integrado del FMI a la crisis financiera global (1999-2009)

El mayor reconocimiento de la necesidad de sistemas financieros sólidos llevó, en mayo de 1999, al establecimiento del [Programa de Evaluación del Sector Financiero](#), administrado conjuntamente por el FMI y el Banco Mundial.

La Oficina de Evaluación Independiente (OEI) del FMI examinó 19 casos en los que el Fondo había ofrecido asesoramiento sobre cómo gestionar la volatilidad de los flujos de capitales y encontró una notable coherencia a favor de un enfoque de *laissez faire* ante la volatilidad de los flujos de capitales

(OEI, 2005). En general, las recomendaciones del FMI sugerían que los inlfujos y las salidas de capital, y sus impactos en los tipos de cambio y en los mercados de crédito, no deben gestionarse, ya que los movimientos en el tipo de cambio proveen de un mecanismo de equilibrio natural para la economía. Aun más, para regular el posible “sobrecalentamiento de la economía” en presencia de un aumento de las entradas de capital, el instrumento preferido es un endurecimiento de la política fiscal.

Sin embargo, la flexibilización monetaria extrema<sup>15</sup> emprendida por la Reserva Federal tras el colapso del sistema financiero estadounidense en 2008-2009 generó importantes efectos de contagio a nivel mundial —por eso su denominación de “crisis financiera global”—. Esto hizo que la posición del FMI sobre la regulación de los flujos de capitales se volviera en cierto sentido insostenible. Las economías de mercados emergentes experimentaron cuantiosas entradas de capital —debido al diferencial de intereses positivos resultantes entre las distintas monedas—, lo que generó presiones a la apreciación cambiaria que no resultaban necesariamente compensadas por una mejora en los términos de intercambio o en el volumen de exportaciones a partir del mayor crecimiento de las economías avanzadas.

## Respuesta del FMI a la crisis financiera global: la Visión Institucional (2010-2013)

Como respuesta al contexto de crisis financiera global, la dirección del FMI instruyó a su departamento de investigación para que revisara el conjunto de herramientas de política y formulara recomendaciones. Dos notas de posición del *staff* técnico (Ostry *et al.*, 2010 y 2011) sirvieron para moldear y definir la nueva Visión Institucional de la entidad, publicada en 2012 (FMI, 2012). Esta proporciona un marco para el asesoramiento de políticas del FMI a los países miembros sobre la liberalización de la cuenta de capital y la gestión de los flujos de capitales. Esquemáticamente se basa en las siguientes premisas clave:

- Los flujos de capitales pueden tener beneficios sustanciales para los países, al mejorar la eficiencia, promover la competitividad del sector financiero, facilitar una mayor inversión productiva y una mayor moderación del consumo, entre otros.
- Los flujos de capitales también pueden ser volátiles y plantear riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera.
- La liberalización debe planificarse, sincronizarse y secuenciarse adecuadamente para garantizar que sus beneficios superen los costos, ya que podría tener importantes efectos internos y multilaterales. No obstante, no existe ninguna presunción de que la liberalización total sea un objetivo apropiado para todos los países en todo momento.
- La liberalización de los flujos de capitales es generalmente más beneficiosa y menos riesgosa si los países han alcanzado ciertos niveles o umbrales de desarrollo financiero e institucional.
- Las políticas macroeconómicas —incluida la gestión monetaria, fiscal y cambiaria— y una supervisión y regulación financiera sólidas son fundamentales para los países que tienen que resolver los riesgos de una inestabilidad macroeconómica y financiera asociados con aumentos repentinos de entradas o salidas disruptivas. En determinadas circunstancias, las medidas de gestión de los flujos de capitales pueden resultar útiles, pero no deberían sustituir un necesario y justificado ajuste macroeconómico.

<sup>15</sup> A diferencia de otras crisis en el pasado, esta política monetaria expansiva implicó no solamente una agresiva baja en la tasa de interés de referencia —desde el 5,25% en julio de 2007 al 0,15% en diciembre de 2008—, sino la irrupción del llamado “relajamiento cuantitativo” (*quantitative easing*). La flexibilización cuantitativa se convirtió en una nueva herramienta de política monetaria utilizada por la mayoría de los bancos centrales del mundo para aumentar la oferta monetaria y estimular el crecimiento económico. Operacionalmente implica que el banco central compra grandes cantidades de bonos gubernamentales u otros activos de instituciones financieras, con lo cual inyecta amplia liquidez al sistema financiero y se logra así una baja del resto de las tasas de interés de mercado.

Pese a que la posición institucional del FMI luego de la crisis financiera de 2008 no considera que la cuenta de capital completamente abierta sea apropiada para todos los países, se mantiene la ambigüedad en relación con el uso de controles de capitales para “fines macroeconómicos” —es decir, reducir la sobrevaluación de la moneda— y para “fines de estabilidad financiera” —cuando las entradas de capitales están amplificando los riesgos para tal estabilidad—. La caracterización del propio FMI de las medidas de controles de capitales creó cierta estigmatización y probablemente desalentó su adopción, pero podrían haber contribuido a estabilizar el sistema financiero global.

**No existe ninguna presunción de que la liberalización total de los flujos de capitales sea un objetivo apropiado para todos los países en todo momento. Es generalmente más beneficiosa y menos riesgosa si estos han alcanzado ciertos niveles de desarrollo financiero e institucional.**

## Revisión de la Visión Institucional del FMI y el enfoque actual (2013-2023)

Como destaca Korinek (2020), la Visión Institucional del FMI había dejado sin explorar varias cuestiones relevantes en torno a la liberalización de la cuenta de capital. En primer lugar, una debilidad conceptual es que no distingue entre los costos y beneficios privados de aquellos sociales, por lo que no se considera explícitamente el rol de las externalidades<sup>16</sup> a la hora de proveer una guía para la apertura de la cuenta de capital. En segundo lugar, existe cierto sesgo en la evaluación de los costos y beneficios que tiende a favorecer la liberalización. La propia caracterización de los costos como riesgos hace que sean considerados como probabilísticos, a pesar de que la literatura económica ha identificado con certeza varios de estos costos, como la pérdida de capacidad de tener una política autónoma para administrar la economía doméstica. Por último, el análisis de la liberalización de la cuenta de capital presta poca atención a la distribución de los costos y beneficios de la liberalización. Con respecto a la distribución del ingreso, las personas ricas y quienes tienen fácil acceso a los mercados financieros pueden beneficiarse por la liberalización del mercado de capitales en mayor medida que, por ejemplo, las personas pobres no bancarizadas. Además, una parte importante de los beneficios de la liberalización puede recaer en las instituciones financieras globales y no en los residentes nacionales.

Consciente de estos problemas y ambigüedades, en 2022 el FMI realizó una revisión de su Visión Institucional y permitió que los países impusieran controles de capitales preventivos a las entradas con fines de estabilidad financiera en el caso de que hubiera desajustes en los balances que no se internalizaran adecuadamente en el comportamiento de los prestatarios individuales, es decir, una especie de “impuesto pigouviano”<sup>17</sup> para resolver una externalidad de las decisiones de endeudamiento individuales. Siguiendo el mismo proceso que una década antes, el documento incorporó las recomendaciones y conclusiones de la OEI (2020). Este documento destaca el trabajo del FMI respecto del enfoque integrado pero reconoce que se han planteado varias cuestiones sobre el asesoramiento del organismo en materia de gestión de la volatilidad de los flujos de capitales; en particular, el uso preventivo de las medidas de gestión de flujos de capitales (CFM, por sus siglas en inglés), la distinción entre medidas de CFM y medidas macroprudenciales (MPM, por sus siglas en inglés), el papel de las intervenciones cambiarias y cómo hacer frente a las interrupciones de los flujos de salida. Así, recomienda actualizar el enfoque que el FMI emplea para brindar asesoramiento sobre cuenta de capital y financiera, que tenga en consideración las experiencias de los distintos países, la evidencia empírica y los avances conceptuales.

<sup>16</sup> Para mayor detalle sobre esta literatura, puede consultarse Caballero y Krishnamurthy (2003), Korinek (2007, 2011a, 2011b, 2018), Jeanne y Korinek (2010), Bianchi (2011), Benigno (2016).

<sup>17</sup> El “impuesto pigouviano” tiene como objetivo que el productor del bien o servicio que genera una externalidad negativa internalice dicho costo, lo que lo incentivaría a reducir la producción.

El documento del directorio de 2022 introduce dos cambios a las políticas existentes según su Visión Institucional. Por un lado, reconoce que las CFM que también son MPM sobre las entradas de deuda de manera preventiva —es decir, en ausencia de un aumento repentino de las entradas de capital— pueden ser apropiadas en determinadas circunstancias, sobre todo cuando los elevados descalces cambiarios hacen que los países sean vulnerables a riesgos financieros sistémicos en caso de reversiones de los flujos de capitales. Por el otro, establece un tratamiento especial para ciertas categorías de CFM que, por su naturaleza —vinculadas a cuestiones de seguridad nacional o internacional—, no deberían estar sujetas a las evaluaciones sobre su aplicabilidad utilizadas para otras CFM. En este sentido, el documento refiere que

los directores estuvieron de acuerdo en términos generales con la propuesta de otorgar un tratamiento especial a ciertas categorías de CFM, incluidas aquellas introducidas únicamente por razones de seguridad nacional o internacional, adoptadas de conformidad con ciertos marcos prudenciales acordados internacionalmente (incluidos acuerdos de reciprocidad), implementados de acuerdo con los estándares del GAFI para combatir el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo, y CFM derivadas de determinados estándares de cooperación internacional contra la elusión o evasión de impuestos (FMI, 2022, p. 7).

En tanto, se mantienen sin cambios el asesoramiento sobre la gestión de los aumentos repentinos de las entradas de capital, las salidas disruptivas y la liberalización de los flujos de capitales, al igual que el principio de que “los flujos de capitales son deseables y pueden aportar beneficios sustanciales a los países” (FMI, 2022, p. 7).

Sin embargo, el documento no reparó en un aspecto clave de la reciente coyuntura internacional, particularmente relevante luego de la pandemia del COVID-19, y que refiere a los desafíos asociados con las salidas de capitales y cómo los mercados emergentes deberían gestionar dichas salidas.

Otro asunto relevante para el FMI es si las restricciones a las salidas de residentes deberían tratarse de manera diferente de las restricciones a las salidas de no residentes. La razón por la que la cuestión de la gestión de las salidas de capitales merece la atención es su papel en el contexto de un programa con la institución. En el caso de la Argentina en 2018 —el ejemplo más reciente donde esto ha surgido—, existe un amplio consenso de que el financiamiento del FMI se ha utilizado para financiar la fuga de capitales. En tales circunstancias, el punto no es tanto si el Fondo debería aceptar y legitimar los controles de salida solicitados por un país miembro, sino por qué el Fondo no requiere controles a las salidas cuando la alternativa es una financiación generalizada de la fuga de capitales privados, lo cual compromete los objetivos económicos del programa.

A pesar de esta renovación en el enfoque del FMI respecto del rol de los CFM y las MPM, se sigue sin prestar atención a los estudios académicos que intentan dar cuenta de los diferentes objetivos de bienestar perseguidos por los distintos países. El supuesto estándar en gran parte de la literatura es que el objetivo de bienestar asumido por el formulador de políticas es conocido y que, por lo tanto, es posible establecer una única política óptima. Esto impone arbitrariamente preferencias idénticas a países que tienen objetivos diferentes. Por el contrario, se necesita un marco de políticas flexible, que considere las distintas preferencias sobre los resultados económicos esperados de diferentes opciones de política.

Las implicancias distributivas y sociales de las políticas de la cuenta de capital son quizás “el elefante en la sala” en las discusiones sobre este tópico. En las economías emergentes, los efectos distributivos constituyen uno de los principales factores detrás de la oposición política interna a la liberalización de la cuenta de capital.

En un mundo en el que cada vez más se cuestiona la capacidad de la “eficiencia del mercado” como único proveedor del bienestar individual y en el cual el bienestar social depende aun más de objetivos adicionales como controlar los riesgos o reducir la desigualdad, es crucial que los países miembros del FMI apliquen políticas que tengan en cuenta esos factores, en lugar de imponer una visión estrecha de la eficiencia que, al contrario, puede reducir el bienestar de la sociedad.



Por todo lo discutido a lo largo de esta sección, queda claro que el debate sobre la manera en la que debería regularse, o no, los flujos de capitales entre países es un tema de relevancia y constante actualidad, cuyo marco conceptual evoluciona también al ritmo de los cambios en las condiciones financieras internacionales y en el diseño de la arquitectura financiera internacional.

## Evolución reciente de la regulación a los flujos de capitales en la Argentina

En este apartado se revisa la experiencia reciente de controles de capitales en la Argentina. Asimismo, se realiza una comparación internacional del uso de controles de capitales y su relación con ciertas características estructurales de las economías. Repasar el proceso de cambio en las regulaciones en distintos contextos económicos locales y las modificaciones en las condiciones financieras internacionales nos ayudará a enmarcar el problema para luego, con base en el análisis de la teoría y la evidencia, elaborar recomendaciones de política para la regulación de los movimientos de capitales en el país.

### Regulaciones de flujos de capitales en la Argentina desde 2001

Una breve reseña de cómo han ido evolucionando las regulaciones cambiarias en el país a partir del abandono de la convertibilidad en diciembre de 2001 es ilustrativa de la propia volatilidad que ha tenido el marco normativo y el enfoque de regulación de los flujos de capitales. Existieron dos episodios —durante la convertibilidad y desde fines de 2015 hasta inicios de 2018— donde, en condiciones de desregulación de los controles de capitales, un mayor endeudamiento externo y una apreciación del tipo de cambio han llevado a procesos de insostenibilidad macroeconómica, grandes devaluaciones, aumento del desempleo y caída de la actividad económica. Estos períodos fueron intercalados por otros —2011-2015 y desde 2018 hasta la actualidad—, donde el uso extensivo de los controles ha buscado compensar las deficiencias propias del esquema macroeconómico y han estado asociados con el surgimiento de brechas cambiarias que distorsionan las decisiones de los agentes económicos.

### La crisis de la convertibilidad y la configuración del mercado único y libre de cambios (2001-2010)

Durante la convertibilidad, la regulación cambiaria en general fue en la dirección de la liberalización y desregulación de los flujos de capitales, tanto de entrada como de salida. La crisis de este esquema monetario y cambiario trajo aparejados cambios significativos en la regulación.

El retiro de depósitos de los bancos en 2001 forzó al gobierno de entonces a establecer una estricta regulación<sup>18</sup>, inicialmente enfocada en evitar los flujos de salida de capitales, pero también al generar el marco para un mercado de cambios unificado a través de la regulación de los flujos de entrada. Se prohibió a las entidades financieras intervenir en el mercado de futuros u opciones de monedas extranjeras, y arbitrar directa o indirectamente con activos a plazo en pesos. Al mismo tiempo, se fijaron límites para la extracción de depósitos del sistema financiero y las transferencias al exterior —medida conocida como “corralito”—. Esta fue la primera regulación del flujo de capitales —en este caso, desde activos locales hacia el exterior— desde inicios de la convertibilidad, es decir, durante más de una década.

Los cambios no se agotaron en el esquema financiero, ya que se restableció la obligación de liquidar las divisas provenientes de las exportaciones de bienes y servicios que debían ser entregadas al BCRA<sup>19</sup>, regulación al flujo de ingreso de capitales que no ocurría desde 1991<sup>20</sup>. Posteriormente, se relajaron las

18 [Decreto N° 1570/2001](#).

19 [Decreto N° 1606/01](#).

20 [Decreto N° 530/91](#).

condiciones para la aplicación de estas divisas cuando fueran destinadas al pago de obligaciones contraídas por financiación de proyectos de inversión, prefinanciación de exportaciones, concertación de préstamos estructurados, garantía de operaciones financieras y atención de compromisos financieros de los exportadores<sup>21</sup>. Esto permitió a los exportadores afrontar el pago de la deuda en moneda extranjera que se había incrementado fuertemente durante los años de la convertibilidad.

En enero de 2002 se promulgó la Ley de Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario, que derogó la convertibilidad<sup>22</sup>. Se fijó inicialmente el tipo de cambio oficial en 1,40 pesos por dólar<sup>23</sup> y se dispuso la pesificación de las deudas a un tipo de cambio de 1 peso por dólar<sup>24</sup>, conocida como “pesificación asimétrica”. La pesificación de las deudas del sistema financiero permitió evitar el uso de reservas internacionales para su repago, lo que quitó presiones potenciales a la demanda subsiguiente en el mercado de cambios, al costo de generar un diferencial significativo en la hoja de balance de las entidades financieras. De igual forma, se reprogramaron los depósitos en cajas de ahorros, cuentas corrientes y en plazos fijos de acuerdo con un cronograma en función de los montos depositados<sup>25</sup>, lo cual permitía al mismo tiempo sortear una crisis bancaria y obturar el uso de esos depósitos para la demanda de moneda extranjera. Este conjunto de medidas sobre la liquidez evitó entonces que se canalice sobre el mercado de cambio y actuó como una regulación a la salida de capitales.

En febrero de 2002 se estableció el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), que definía que “el tipo de cambio resultará del libre juego de la oferta y la demanda”<sup>26</sup>. Las operaciones debían, sin embargo, ajustarse a la normativa cambiaria. Se confirmó el diseño del régimen de liquidación de exportaciones que debían realizarse en dicho mercado<sup>27</sup>, con la Secretaría de Industria como organismo responsable de los plazos de liquidación. Como régimen de excepción, sólo debía ingresar el 30% de la totalidad de los cobros de las exportaciones de los hidrocarburos<sup>28</sup>.

A medida que se normalizaron las condiciones del mercado de cambios se regularon los flujos financieros. En septiembre de 2002 se dispuso la obligatoriedad de liquidar a través del MULC las operaciones de endeudamiento con el exterior del sector privado no financiero por bonos y préstamos financieros<sup>29</sup>. En junio de 2003 esta se extendió al sector financiero por sus emisiones de bonos, préstamos financieros —incluidas las operaciones de pase de valores— y líneas de crédito del exterior de carácter financiero<sup>30</sup>. En mayo de 2004 el BCRA fijó el plazo máximo para realizar tales liquidaciones en 30 días corridos desde la fecha de desembolso de los fondos<sup>31</sup>. De esta forma, los flujos del exterior fueron regulados para generar una oferta que se canalizara sobre el MULC. En marzo de 2005 el plazo fue ampliado a 90 días corridos para desembolsos de más de 50 millones de dólares<sup>32</sup>.

Al mismo tiempo, se restringió el acceso al MULC para la adquisición de divisas para inversiones externas, es decir, se impuso una regulación a la salida de capitales y al atesoramiento, una vez que se reinstauraba progresivamente la movilidad de los depósitos del sistema financiero. En septiembre de 2002 se estableció un requisito de conformidad previa para todo acceso al mercado de cambios por encima de los 100 mil dólares<sup>33</sup>. Este límite fue flexibilizado a 300 mil dólares en marzo de 2003, y aplicado sucesivamente a 500 mil dólares en mayo de ese año, 1 millón de dólares en enero de 2004 y 2 millones de dólares en abril<sup>34</sup>.

21 [Decreto N° 1638/01.](#)

22 [Ley N° 25.561.](#)

23 [Decreto N° 71/02.](#)

24 [Decreto N° 214/02.](#)

25 [Resolución N° 6/02 del Ministerio de Economía.](#)

26 [Comunicación "A" 3471 del BCRA.](#)

27 [Comunicación "A" 3473 del BCRA.](#)

28 [Comunicación "A" 3978 del BCRA.](#)

29 [Comunicación "A" 3712 del BCRA.](#)

30 [Comunicación "A" 3972 del BCRA.](#)

31 [Comunicación "A" 4142 del BCRA.](#)

32 [Comunicación "A" 4321 del BCRA.](#)

33 [Comunicación "A" 3722 del BCRA.](#)

34 Comunicaciones ["A" 3909, 3944, 4079 y 4128](#) del BCRA.

Las medidas de regulación de los flujos financieros y reales en moneda extranjera fueron modificándose en el tiempo a medida que se avanzaba en la resolución del proceso de crisis macroeconómica desatado por el agotamiento del esquema cambiario de la convertibilidad. El ordenamiento de la crisis financiera y externa contribuyó a una progresiva normalización de los flujos financieros con el resto del mundo, pero en el cual se mantenía un esquema de regulación prudencial sobre los diferentes flujos.

En marzo de 2005, el gobierno nacional llegó a un acuerdo con los acreedores privados que permitió un canje de la deuda que se encontraba en *default* desde 2001. La salida del *default* podía traer aparejado el ingreso de fondos especulativos, por lo que en junio de ese año se instauraron un conjunto de requisitos para el ingreso de capitales del exterior que incluían por primera vez la obligatoriedad de registración ante el BCRA de ingresos y egresos de divisas al mercado local de cambios y de toda operación de endeudamiento de residentes que implicara un futuro pago en divisas a no residentes<sup>35</sup>. A su vez, se dispuso que cualquier endeudamiento con el exterior de residentes del 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 mercados autorregulados, debía pactarse y cancelarse en plazos no inferiores a 365 días corridos. En simultáneo, se estableció un encaje no remunerado del 30% por un plazo de 365 días corridos para el total de la operación. Esta normativa buscaba desalentar los movimientos de capitales especulativos de corto plazo, por lo que se fijó un costo para estas operatorias.

De esta forma, a la salida de la crisis de la convertibilidad se elaboraron un conjunto de controles de capitales y regulaciones macroprudenciales que, en sus formas generales, simplificaban el ingreso de capitales para la inversión en la economía real y desalentaban los flujos de capitales de corto plazo. Los diferentes actores tenían acceso al mercado de cambios para el pago de sus obligaciones, con ciertos límites que resultaban útiles para la autoridad monetaria en el caso de cambios significativos en las condiciones externas, pero que no afectaban la operatoria habitual, lo que se reflejaba en la inexistencia de brechas cambiarias entre los diferentes tipos de acceso al mercado de cambios.

**En junio de 2005 se fijaron condiciones para el ingreso de capitales desde el exterior que incluían por primera vez la obligatoriedad de registración ante el BCRA de ingresos y egresos de divisas al mercado local de cambios y de operaciones de endeudamiento de residentes que conllevara un futuro pago en divisas a no residentes.**

Los límites prudenciales impuestos no evitaron que, desde 2007 en adelante, la formación de activos externos del sector privado se acelerara fuertemente como resultado de las dudas sobre la manipulación de las estadísticas elaboradas por el Instituto Nacional de Estadística y Censos, una política de tasas de interés reales negativa y una profunda crisis política vinculada con el conflicto por los derechos de exportación<sup>36</sup>. Desde el plano financiero, comienza a desarrollarse una presión fuerte de un conjunto de tenedores de deuda que no habían ingresado al canje —conocidos como *holdouts* y “fondos buitres”—, que terminó dificultando las condiciones de acceso a los mercados de capitales internacionales en el siguiente período. Al mismo tiempo, el mundo ingresaba en una profunda depresión económica que traería graves consecuencias sobre el precio de las materias primas y los términos de intercambio.

<sup>35</sup> [Decreto N° 616/05](#).

<sup>36</sup> [Resolución N° 125/08 del Ministerio de Economía y Producción](#).

## El endurecimiento de las regulaciones cambiarias (2011-2015)

Los problemas para enfrentar una aguda salida de capitales y la decisión de no modificar el tipo de cambio ni incrementar las tasas de interés, junto con un marcado deterioro de las condiciones fiscales, generó una fuerte presión sobre las reservas. En lugar de avanzar en la resolución de las inconsistencias del esquema macroeconómico que contribuían a fomentar la fuga de capitales, se decidió avanzar en un endurecimiento de las regulaciones cambiarias y provocó un “cepo duro”.

En octubre de 2011 se creó el Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias<sup>37</sup> en el ámbito de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP). Todas las operaciones de venta de moneda extranjera realizadas a través de las entidades financieras debían ser previamente consultadas y registradas allí. Esto dio inicio a una etapa de intensificación de las regulaciones cambiarias. La [Resolución General 3210 de AFIP](#) otorgó un marco normativo a este programa para certificar un proceso de validación de las operaciones, mientras que las entidades financieras sólo podían dar acceso al mercado local de cambios a las operaciones con clientes que obtuviesen la validación por parte del sistema<sup>38</sup>.

Al mismo tiempo que se desarrollaban estas disposiciones, las condiciones de acceso al financiamiento externo se deterioraban y el juicio de los holdouts obtenía diferentes medidas cautelares para el embargo de activos externos del gobierno nacional en el exterior<sup>39</sup>.

Desde el punto de vista del comercio exterior, se estableció un régimen de Ventanilla Única Electrónica del Comercio Exterior<sup>40</sup>, que validaba la demanda de divisas por importaciones de bienes y servicios, régimen que fue conocido como Declaración Jurada Anticipada de Importación (DJAI).

En el caso de la compra de divisas para atesoramiento, las autorizaciones dependían de la situación patrimonial y tributaria, aunque no era claro el criterio de autorización. En junio de 2012 se eliminó la posibilidad de realizar “compras para ahorro” de la página web de AFIP. En agosto de ese año se dispuso un recargo del 15% en la liquidación del resumen bancario sobre compras realizadas con tarjetas de crédito o débito en moneda extranjera<sup>41</sup>. El recargo era retenido en concepto de adelanto de impuestos y podía ser deducido del pago de impuestos a las ganancias o a los bienes personales. El adelanto se incrementó sucesivamente en marzo de 2013 al 20% y finalmente al 35% en diciembre de ese año<sup>42</sup>.

Las restricciones a la demanda de divisas generaron la aparición de operatorias financieras con cotizaciones que reflejaban una brecha respecto del valor oficial de la divisa. Una de estas formas fue el “dólar MEP” o “dólar bolsa”, que hasta el día de hoy consiste en la compra de un título público con cotización tanto en moneda doméstica como en moneda extranjera. Una vez adquirido el título en pesos, se realiza una operación de venta en moneda extranjera, de la que se obtiene un depósito en el sistema financiero local. El tipo de cambio de esta operación se adquiere a partir de la división entre el precio en pesos y en dólares del título utilizado. En el caso del “dólar CCL” o “dólar cable” se realiza la misma operación, pero con la transferencia de un título al exterior, por lo que el depósito resultante de la venta se encuentra localizado fuera del país. Estos dos accesos alternativos al mercado de cambios son legales, a diferencia de la compra de divisas en el mercado informal o “dólar blue”.

En enero de 2014 se estableció una percepción equivalente al 20% para las compras de divisas para atesoramiento<sup>43</sup>. Si bien se mantuvo un límite de acceso equivalente a los USD 2000 y un mínimo de ingresos formales, el marco normativo y el acceso fueron difusos y cambiantes en el tiempo.

37 [Comunicación “A” 5239 del BCRA.](#)

38 [Comunicación “A” 5245 del BCRA.](#)

39 Para una discusión detallada, véanse Cruces y Samples (2016) y Guzmán (2019).

40 Resoluciones Generales N<sup>os</sup> [3252](#), [3255](#), [3256](#) y [3276](#) de AFIP.

41 [Resolución General N° 3378 de AFIP.](#)

42 Resoluciones Generales N<sup>os</sup> [3450](#) y [3550](#) de AFIP.

43 [Resolución General N° 3583 de AFIP.](#)

En síntesis, el período 2011-2015 se caracterizó por el uso de la regulación de los flujos en moneda extranjera para desalentar la formación de activos externos que el propio esquema macroeconómico incentivaba. Los controles a la salida de capitales de tipo financiero, percibidos como permanentes y en un contexto en el que no se resuelven los desbalances macroeconómicos que los impulsan, tienden a ser seguidos por más controles. En este caso, uno de los motivos principales de la instauración del cepo cambiario fue la fuga de capitales que, una vez regulada, exigió fijar controles sobre otros flujos, como los del comercio. Las medidas no evitaron una severa pérdida de reservas internacionales.

## Desregulación y liberalización del mercado de cambios (2016-2018)

A partir de diciembre de 2015, la administración entrante tomó rápidamente medidas para desregular y liberalizar de forma completa el mercado de cambios. Las primeras en materia cambiaria tuvieron que ver con la eliminación de las restricciones a los flujos de importaciones. Se derogó el Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias, se restablecieron límites de acceso para diferentes usos<sup>44</sup> y se reemplazaron las DJAI por un Sistema Integral de Monitoreo de Importaciones (SIMI)<sup>45</sup>.

En febrero de 2016, el gobierno alcanzó un acuerdo con los *holdouts* y los fondos buitres, lo que permitió levantar las medidas cautelares que dificultaban el acceso al financiamiento externo del sector público nacional. Alcanzado este acuerdo, se redujo a 120 días el plazo mínimo para el ingreso de capitales del exterior y al 0% el encaje para dichas operaciones<sup>46</sup>, lo que favorecía el ingreso de capitales de corto plazo. A lo largo de 2016 se fueron flexibilizando las diferentes regulaciones tanto a la salida como al ingreso de capitales, hasta que, en agosto de ese año, se dispuso una nueva configuración del mercado de cambios, que dejaba de imponer límites para las diferentes transacciones y modificaba sustancialmente el diseño que había mantenido con posterioridad a la salida de la convertibilidad<sup>47</sup>.

Los elementos remanentes de las regulaciones previas fueron eliminados a lo largo de 2017. En enero se suprimió el plazo mínimo de 120 días para los capitales que ingresaban desde el exterior<sup>48</sup>. En noviembre se derogó la obligatoriedad de liquidación de exportaciones vigente desde 2001<sup>49</sup>, lo cual terminó de definir un esquema de liberalización total de los flujos corrientes y financieros.

El programa macroeconómico facilitó fuertemente el flujo de capitales de corto plazo. El ingreso de capitales generó presiones continuas a la apreciación cambiaria, en condiciones donde el país registraba un déficit de cuenta corriente pronunciado. Al mismo tiempo, la política de eliminación de impuestos unida a la expansión del gasto —principalmente previsional por el pago de juicios— provocó un déficit fiscal que también fue financiado con deuda en moneda y legislación extranjera. La reforma tributaria de 2017 gestó a su vez una promesa de sendero decreciente de recursos a nivel nacional, que se reforzaba por un nuevo esquema de coparticipación que aumentaba los recursos de las provincias en detrimento del gobierno federal.

El esquema que terminó de establecerse a fines de 2017 originó una liberalización casi completa de los flujos de capitales, que dejó expuesto al país a los efectos de entrada y reversión de los flujos de capitales, al dismantelar no sólo los elementos que generaban condiciones de "cepo duro" del período previo, sino también las regulaciones macroprudenciales que se habían establecido con posterioridad a la salida de la crisis de la convertibilidad. En ese contexto, la tendencia de los balances de la economía en su conjunto (déficit de cuenta corriente) y del gobierno federal (déficit fiscal) mostraban un deterioro creciente que requería el ingreso continuo de capitales para su financiamiento.

44 [Comunicación "A" 5850 del BCRA.](#)

45 [Resolución General N° 3823 de AFIP.](#)

46 [Resolución N° 3/2015 del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas.](#)

47 [Comunicación "A" 6037 del BCRA.](#)

48 [Resolución N° 1/2017 del Ministerio de Hacienda.](#)

49 [Decreto N° 893/2017.](#)

## Cambios de expectativas, retorno de las regulaciones y grandes *shocks* externos (2018-2023)

A los pocos meses de funcionamiento, este esquema macroeconómico mostró grandes debilidades. En marzo de 2018 se produjo una fuerte reversión de capitales que presionó sobre el mercado de cambios. A pesar de la férrea presión de demanda de divisas, el gobierno no modificó su política de regulación de flujos de capitales, lo que generó una pérdida continua de reservas internacionales que fue financiada a través de un programa Stand-By con el Fondo Monetario Internacional<sup>50</sup>. Las presiones continuaron durante todo el programa hasta que, en 2019, el mismo gobierno se vio forzado a reinstaurar una regulación más estricta.

La salida continua de capitales que comenzó en 2018 y se mantuvo el año siguiente desencadenó la necesidad de reforzar los controles de capitales. En septiembre de 2019 se restableció la obligatoriedad de liquidación en el mercado local de las exportaciones de bienes y servicios hasta fines de ese año y la autorización previa del BCRA para la compra de moneda extranjera y las transferencias al exterior en función de las condiciones vigentes en el mercado cambiario<sup>51</sup>. Se fijó un límite de USD 10.000 en la compra de divisas para atesoramiento y plazos para la liquidación de divisas<sup>52</sup>. Finalmente, ante el deterioro creciente de la posición de reservas, luego de la derrota electoral el gobierno decidió reducir el límite a USD 200<sup>53</sup>.

Este período inicia con fuertes regulaciones sobre los movimientos de capitales, pasa por una etapa de liberalización plena y termina con una restauración de los controles. La excesiva relajación de las políticas prudenciales y de los controles de capitales generó una exposición extrema de la economía a los vaivenes de los flujos de capitales internacionales, que fue suplida parcialmente a través del endeudamiento con el FMI, pero que se demostró inefectivo como instrumento para paliar las consecuencias de la falta de regulación.

En diciembre de 2019 se estableció la [Ley de Solidaridad y Reactivación Productiva](#)<sup>54</sup> —incluía el Impuesto PAIS—, que instauró una alícuota del 30% a la compra de moneda extranjera, así como también de bienes y servicios en el exterior con tarjeta de débito o crédito por parte de particulares. En septiembre de 2020 se agregó una percepción a cuenta del impuesto a las ganancias y del impuesto a los bienes personales del 35% sobre las actividades alcanzadas por el Impuesto PAIS (“dólar tarjeta”)<sup>55</sup>.

Al igual que en el período previo de “cepo duro”, las regulaciones sobre los flujos financieros terminan teniendo también un correlato en regulaciones sobre las transacciones comerciales. En cuanto a la importación de bienes, se dispuso un manejo más estricto del régimen de Licencias Automáticas y No Automáticas a través del SIMI. En mayo de 2020 se instauraron restricciones y requerimientos para el pago de importaciones y otros pagos al exterior<sup>56</sup>. Se determinó que los sujetos que poseían activos externos líquidos disponibles en el exterior no tendrían acceso al MULC sin conformidad previa del BCRA. Adicionalmente, se coartó la posibilidad de acceder al MULC para realizar pagos de anticipos de importaciones de bienes y de financiamientos de importación de bienes no oficializados. El importador debía realizar una declaración jurada que dejara constancia que el monto total de los pagos por importaciones no superaba el monto registrado en el sistema de Seguimiento de Pagos de Importaciones del BCRA. La regulación evitó que los importadores redujeran los niveles de deuda comercial y fue flexibilizada parcialmente hasta 2021<sup>57</sup>.

<sup>50</sup> El acuerdo “Stand-By” implicó desembolsos por el equivalente de USD 45 mil millones. Bajo el esquema que se firmó en 2018 el país debía pagar el total de los desembolsos entre 2022 y 2024, con los mayores vencimientos concentrados en 2022 y 2023.

<sup>51</sup> [Decreto N° 609/19](#).

<sup>52</sup> [Comunicación “A” 6770 del BCRA](#).

<sup>53</sup> [Comunicación “A” 6815 del BCRA](#).

<sup>54</sup> [Ley N° 27.541](#)

<sup>55</sup> [Resolución General N° 4815/20 de AFIP](#).

<sup>56</sup> [Comunicación “A” 7030 del BCRA](#).

<sup>57</sup> Comunicaciones “A” [7042](#), [7068](#), [7094](#), [7151](#), [7193](#), [7239](#) y [7253](#) del BCRA.

En cuanto a los flujos financieros, en septiembre de 2020 se estableció que los pagos por vencimientos de capital por endeudamientos financieros con el exterior y emisiones de títulos de deuda con registro público en el país, denominados en moneda extranjera desde USD 1.000.000, debían presentar ante el BCRA un plan de refinanciación por medio del cual se fijara el monto neto de acceso al MULC en el plazo original, por hasta el 40% del monto de capital que vencía en ese período y el resto del capital refinanciado con un nuevo endeudamiento financiero, cuya vida promedio fuera de al menos dos años de plazo<sup>58</sup>. Esta norma fue sucesivamente extendida con flexibilizaciones normativas de menor tamaño, pero que permitieron a las empresas reducir su riesgo financiero, como la excepción de liquidar exportaciones cuando esas divisas se usaran para pagar deuda o dividendos<sup>59</sup>.

**El período 2018-2023 comienza con fuertes regulaciones sobre los movimientos de capitales, continúa con un lapso de liberalización plena y termina con una restauración de los controles. La excesiva relajación de las políticas prudenciales y de los controles de capitales expuso en extremo a la economía a los vaivenes de los flujos de capitales internacionales, que fue suplida de manera parcial a través del endeudamiento con el FMI, instrumento que se ha revelado ineficaz para mitigar las consecuencias de la falta de regulación.**

En marzo de 2022 se asignó cupos de acceso al MULC mediante tres tipos de SIMI (A, B y posteriormente C)<sup>60</sup>, que generaron un acceso diferido al mercado de cambios para importaciones<sup>61</sup>. A partir de octubre de ese año entró en vigor el Sistema de Importaciones de la República Argentina (SIRA), que creó una “cuenta corriente única de comercio exterior” en el BCRA y reemplazó al SIMI<sup>62</sup>. El sistema estableció un régimen informativo sobre el plazo estimado de acceso al MULC por parte de los importadores, donde la Secretaría de Comercio define la fecha de habilitación, que es posterior a la nacionalización de los bienes. Este acceso posdatado al MULC generó un importante incremento de la deuda comercial por importaciones.

En julio de 2022 aumentaron las retenciones de ganancias y bienes personales del “dólar tarjeta” al 45%<sup>63</sup>, luego fueron nuevamente modificadas y ampliadas en octubre de ese año, lo cual provocó diferencias según categorías<sup>64</sup>.

Desde el punto de vista de las exportaciones, en septiembre de 2022 se implementó el Programa de Incremento Exportador (PIE), que ofrecía un tipo de cambio diferencial por un mes para las exportaciones de soja y sus derivados<sup>65</sup>. La medida fue replicada durante diciembre de ese año y nuevamente en abril de 2023<sup>66</sup>, y se incluyeron los productos de economías regionales con vigencia hasta fines de agosto. Esta práctica generó un esquema en el flujo de bienes y servicios en el cual las importaciones se pagaban a un tipo de cambio por debajo del que se les reconocía a los exportadores, es decir, un desdoblamiento inverso.

58 [Comunicación "A" 7106 del BCRA.](#)

59 Comunicaciones "A" [7123](#) y [7196](#) del BCRA.

60 [Comunicación "A" 7466 del BCRA.](#)

61 La SIMI A permitía acceso directo y se asignó como un porcentaje de las importaciones del período 2020-2022 —importaciones de 2021 más el 5% o importaciones de 2020 más el 70%—. Las importaciones que excedían esos montos se tramitaban como SIMI B que, según el tipo de bien, podían acceder al MULC a partir de los 90 o 180 días desde la fecha de oficialización. Luego se agregó una categoría SIMI C para ciertas excepciones a la norma.

62 [Resolución General Conjunta N° 5271/22 de la AFIP y Secretaría de Comercio.](#)

63 [Resolución General N° 5232 de AFIP.](#)

64 [Resolución General N° 5272 de AFIP.](#)

65 [Decreto N° 576/22.](#)

66 Decretos N°s [787/22](#) y [194/23](#).

En julio de 2023 se extendió el Impuesto PAIS<sup>67</sup> con una alícuota del 25% a la adquisición de servicios y del 7,5% para importaciones de bienes y pagos de fletes.

A inicios de septiembre el gobierno instauró un nuevo esquema del PIE que permitió la libre disponibilidad del 25% del valor exportado<sup>68</sup>. Luego, en octubre se estableció la disponibilidad del 30%<sup>69</sup> y en noviembre ese valor alcanzó el 50%<sup>70</sup>. Por último, durante ese mismo mes se incrementaron las percepciones del “dólar tarjeta” al 100%<sup>71</sup>.

Desde 2020, a partir de una situación de crisis de deuda pública y de balanza de pagos, el país transitó por un proceso de grandes *shocks* macroeconómicos —pandemia, conflictos globales y sequía— que dificultaron las condiciones internas y externas, en un contexto donde no existió acceso al financiamiento internacional mientras se resolvía el conjunto de compromisos públicos insostenibles con los acreedores externos. Si bien se alcanzó una reestructuración con los acreedores privados de deuda pública en moneda extranjera, se fortaleció el mercado local de capitales y se alcanzó un refinanciamiento de la deuda con el FMI. Los vencimientos de deuda privada en moneda extranjera y los *shocks* externos, sumados a la falta de credibilidad de la política económica debido al quiebre de la coalición gobernante en la votación en el Congreso sobre el acuerdo con el FMI para refinanciar la deuda, presionaron continuamente sobre las reservas internacionales.

El esquema cambiario adoptado no favoreció la acumulación de reservas y se incrementó sucesivamente la cantidad de controles de capitales que llevaron a un aumento en el número de tipos de cambio de mercado. Durante 2021 se buscó corregir las condiciones macroeconómicas que fomentaban la salida de capitales, pero fuertes diferencias internas en la conducción de gobierno llevaron a un cambio en la política económica en 2022. Las dificultades dentro de la coalición de gobierno para acordar un rumbo en la política macroeconómica, junto al esquema cambiario que otorgó acceso a reservas internacionales al tipo de cambio oficial al sector privado no financiero, exacerbaron las presiones para la formación de activos externos.

## Regulaciones de flujos de capitales en comparación internacional

Los vaivenes de la Argentina en términos de regulación de los flujos de capitales se ven reflejados en los principales “indicadores sintéticos” sobre regulaciones a los movimientos de capitales ([gráfico 1](#))<sup>72</sup>. Asimismo, la comparación internacional de estos indicadores evidencia que la Argentina ha sido uno de los países más volátiles del mundo en cuanto a la regulación de los movimientos de capitales, que combinó períodos de apertura plena con otros de restricciones estrictas al flujo de capitales. Como ilustra el [gráfico 2](#), durante los períodos de desregulación, la Argentina excede los niveles promedio de liberalización financiera del mundo —tanto de países avanzados como no avanzados— y supera los niveles promedio de controles durante las etapas de mayor regulación. En resumen, el país no ha logrado establecer una forma consistente de insertarse en los mercados financieros internacionales y va y viene de un extremo a otro del espectro de regulaciones a los movimientos de capitales.

67 [Decreto N° 377/23](#).

68 Decretos N°s [443/23](#) y [492/23](#).

69 [Decreto N° 549/23](#).

70 [Decreto N° 597/23](#).

71 [Resolución General N° 5450/2023 de AFIP](#).

72 En el [Anexo](#) se encuentra una descripción metodológica de los índices de regulaciones de capitales utilizados en este trabajo. En particular, los indicadores de Fernández et al. (2016) miden el grado de apertura de la cuenta financiera con base en las restricciones sobre las transacciones de la balanza de pagos recopiladas en el Reporte Anual sobre Acuerdos y Restricciones Cambiarias (AREAER, por sus siglas en inglés) del FMI. Son indicadores de jure, ya que se construyen a partir de las regulaciones legales que cada país reporta al AREAER, y no según si estas son puestas en práctica o no.

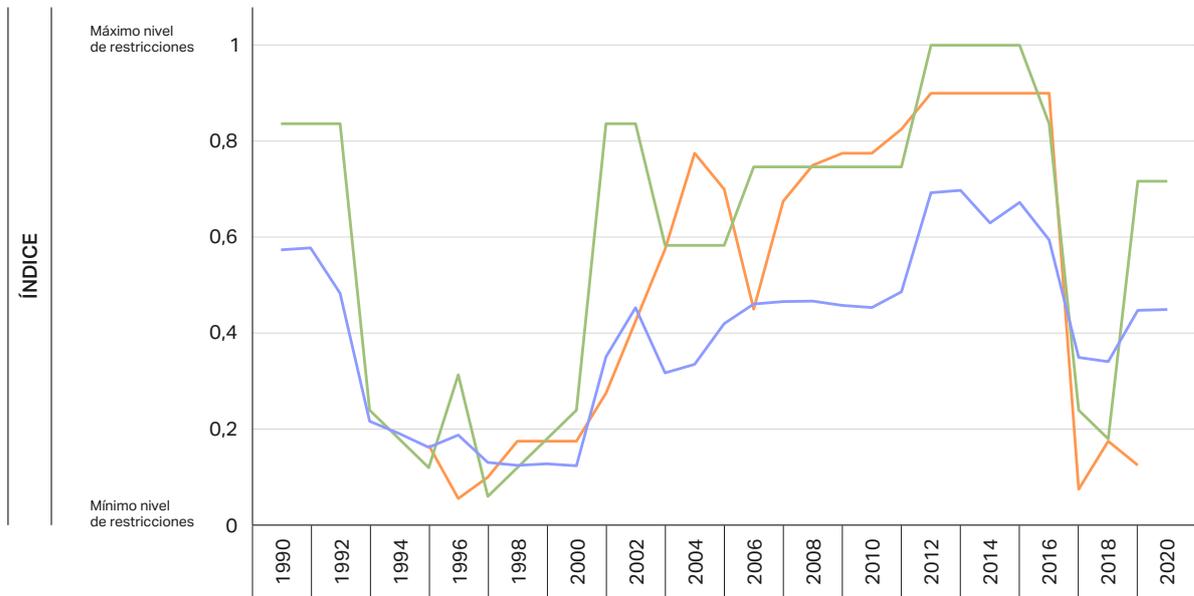
Evolución reciente de la regulación a los flujos de capitales en la Argentina

## Evolución de los indicadores sobre regulaciones a los movimientos de capitales en la Argentina (1990-2020)

Índices de regulaciones de capitales:

● FKRSU ● Chinn-Ito (inverso) ● KOF (inverso)

Gráfico 1



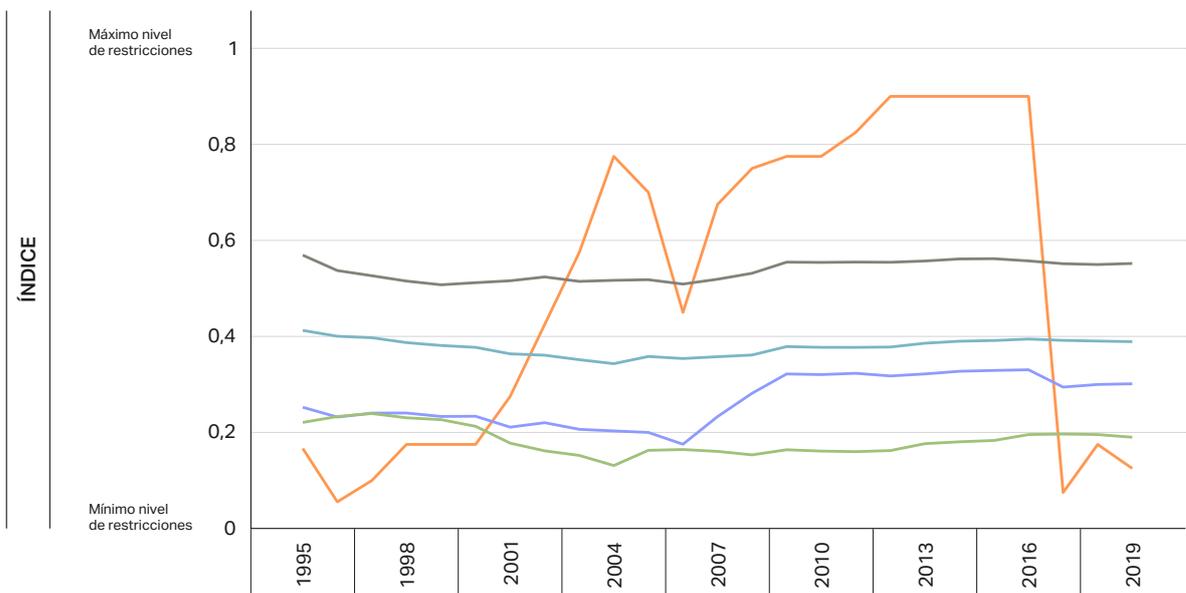
Nota: Los índices van de 0 a 1: 0 es el mínimo nivel de restricciones y 1, el máximo nivel de restricciones. Para una descripción metodológica de los índices de regulaciones de capitales utilizados en este trabajo, véase el [Anexo](#).

Fuente: Fundar con base en Chinn e Ito (2006), Fernández *et al.* (2016) y Gygli *et al.* (2019).

## Evolución de los indicadores sobre regulaciones a los movimientos de capitales en la Argentina y el mundo (1995-2019)

● Argentina Promedios de los países: ● avanzados ● de América Latina ● del mundo ● emergentes

Gráfico 2



Nota: Los índices van de 0 a 1: 0 es el mínimo nivel de restricciones y 1, el máximo nivel de restricciones.

Fuente: Fundar con base en Fernández *et al.* (2016).

Economías con características diferentes regulan con distinto grado los movimientos de capitales. Es útil entonces encontrar patrones y tendencias comunes que permitan evaluar de forma sistemática la regulación en la Argentina, al compararla con la de países con características similares. La elección del set de características a considerar no es trivial: deben ser factores estructurales de las economías que se espera que influyan en el nivel de controles de capitales. Por el contrario, no deben ser medidas asociadas a la política fiscal, monetaria o cambiaria, ya que estas se hallan intrínsecamente vinculadas con la elección de regular o no —y en qué medida— los movimientos de capitales, lo que usualmente se denomina en la literatura como “trinidad imposible” (Aizenman, 2010). En otras palabras, el marco regulatorio de los movimientos de capitales impone restricciones sobre el resto del esquema macroeconómico —y viceversa.

Con este objetivo, se utilizó información de 99 economías entre 1995 y 2019 para estimar la relación entre el nivel de regulaciones y un conjunto de características estructurales —véanse los detalles metodológicos en el Anexo—. Este set de variables incluye el nivel de desarrollo financiero aproximado por el crédito doméstico al sector privado, el coeficiente de apertura comercial medido por el ratio de exportaciones más importaciones sobre producto, el grado de integración financiera internacional medido por los *stocks* de activos y pasivos externos en proporción al producto interno bruto (PIB) y el ingreso per cápita como *proxy* del nivel de desarrollo. Es esperable que un mayor nivel de ingreso per cápita esté asociado con sistemas financieros y externos más profundos y desarrollados e integrados internacionalmente y, por lo tanto, con menores controles de capitales. En consecuencia, es esperable también que todas estas variables se encuentren negativamente correlacionadas con los índices de restricciones a los movimientos de capitales.

Una vez estimado el vínculo entre el nivel de regulaciones y un conjunto de características estructurales, es posible predecir el nivel de controles de capitales en función de las características estructurales para cada país y año. Se evalúan dos modelos diferentes, uno en el que se controla por efectos individuales de los países (modelo de efectos fijos) y otro en el cual se estiman relaciones promedio en el panel sin tener en cuenta dicha heterogeneidad individual (modelo apilado).

Para evaluar el desempeño de las estimaciones, se puede comparar la predicción con los niveles efectivos para cada país del mundo. Esto se muestra en el [gráfico 3](#) para el modelo de efectos fijos (panel A) y el modelo apilado (panel B). Como se observa, el primero predice bastante bien la medida en que los países regulan los movimientos de capitales, mientras que la *performance* del segundo modelo es más pobre. En otras palabras, las economías del mundo no se alejan demasiado de los niveles de regulaciones aproximados por el modelo de efectos fijos.

Por sus características estructurales, la estimación para la Argentina es similar al promedio de los países no avanzados al considerar el modelo de efectos fijos, mientras que cuando se reconoce el modelo apilado, se aproxima al promedio mundial (véase [gráfico 2](#)). Es decir, las predicciones de los modelos son similares, aunque el que controla por efectos individuales de los países lo hace con un nivel relativamente mayor. Una interpretación podría ser que existen otros factores estructurales, además de los que se incluyen en el modelo, que predicen un mayor nivel de controles de capitales para la Argentina. No obstante, esto también podría indicar simplemente que, durante el período analizado, la Argentina ha tenido niveles de controles promedio elevados.

A diferencia de lo que ocurre con la mayoría de los países del mundo, los niveles de controles efectivos en la Argentina se alejan en gran medida de los niveles predichos. Esto ocurre en los dos extremos en términos de regulaciones —en los [gráficos 3A y 3B](#) se utilizan como ejemplo los años 2015 y 2019—. De forma alternativa, los resultados se presentan año a año en el [gráfico 4](#), donde se muestran las series efectivas junto con las estimaciones del modelo. Además de lo anterior, los modelos sugieren que la predicción para las regulaciones de capitales en la Argentina son considerablemente estables, respecto de lo que ocurre en la práctica.

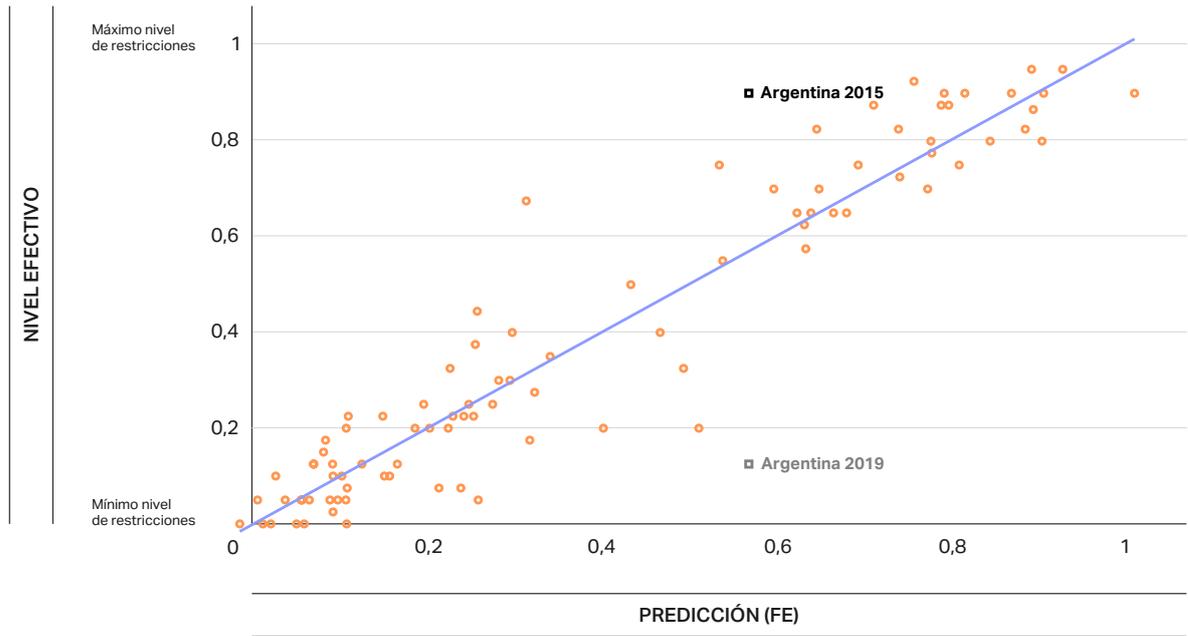
Evolución reciente de la regulación a los flujos de capitales en la Argentina

En resumen, de este análisis surge nuevamente que la regulación en la Argentina no solo es muy volátil, sino que también sus fluctuaciones son en particular intensas. Ha combinado en lapsos relativamente cortos episodios de fuerte desregulación y otros de mayor control, siempre con mayor nivel, respectivamente, que los países avanzados (más desregulados) y los no avanzados (regulados), y también con más profundidad que los estándares predichos en función de sus características estructurales.

### Restricciones a los movimientos de capitales: nivel efectivo vs. predicción

#### Nivel efectivo vs. predicción con efectos fijos (FE)

Gráfico 3A



Nota: Se muestra la relación entre los niveles efectivos de regulaciones y la predicción del modelo de efectos fijos. Los índices van de 0 a 1: 0 es el mínimo nivel de restricciones y 1, el máximo nivel de restricciones. La predicción corresponde al modelo con efectos fijos (*fixed effects* o FE) por país.

Fuente: Fundar.

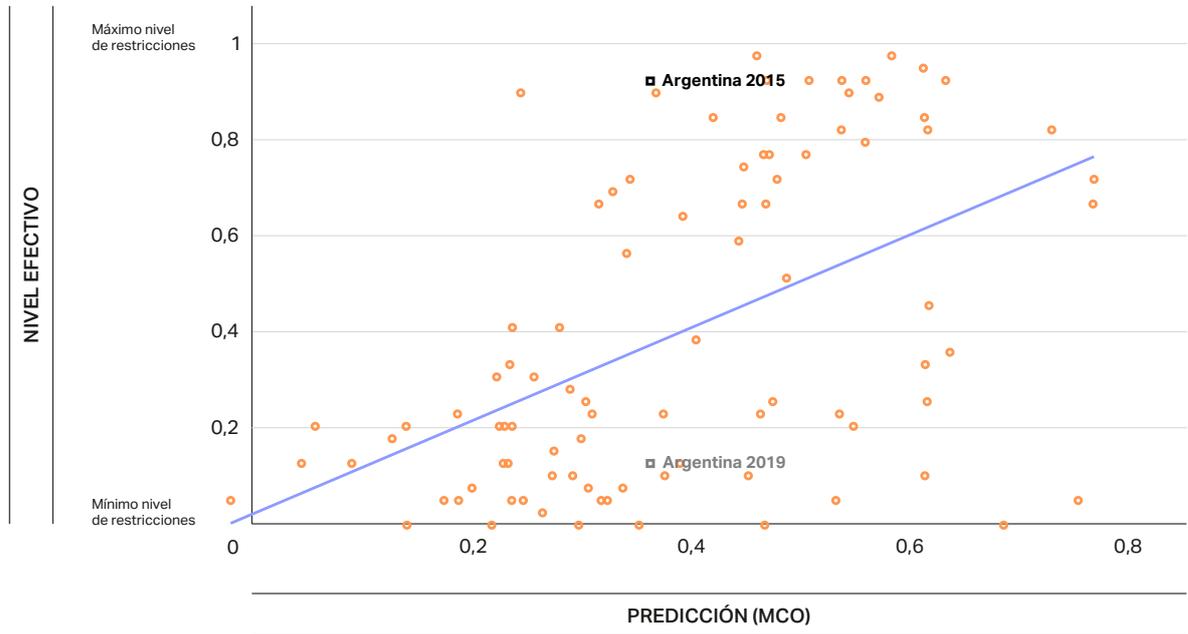
Gráfico 3B



Evolución reciente de la regulación a los flujos de capitales en la Argentina

Gráfico 3B

### Nivel efectivo vs. predicción sin efectos fijos (MCO)



Nota: Se muestra la relación entre los niveles efectivos de regulaciones y la predicción del modelo apilado, sin efectos fijos. Los índices van de 0 a 1: 0 es el mínimo nivel de restricciones y 1, el máximo nivel de restricciones. La predicción "apilado" (mínimos cuadrados ordinarios MCO) corresponde al modelo sin efectos fijos por país.

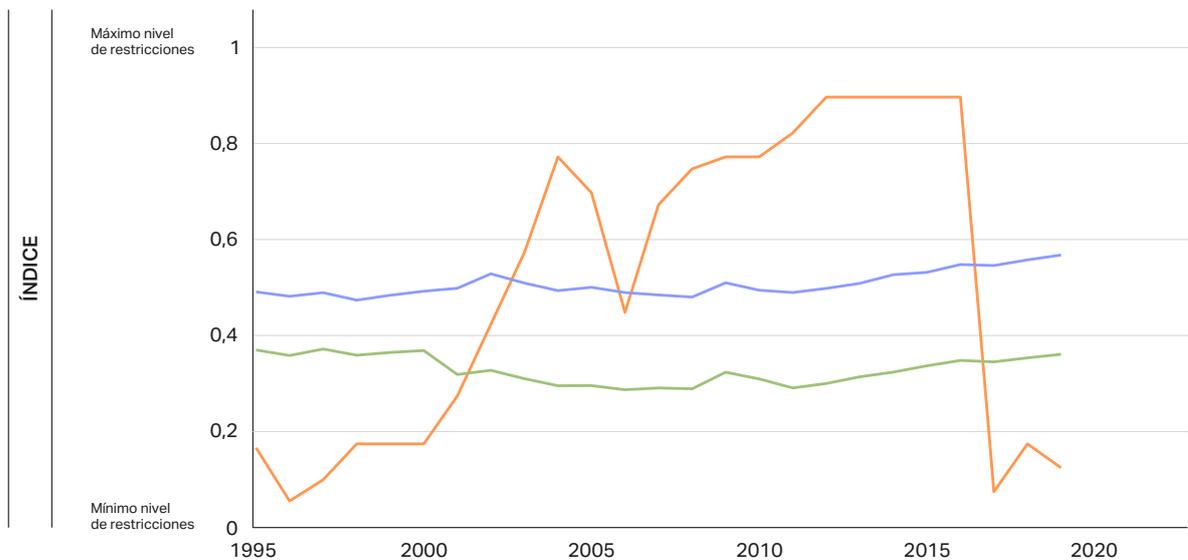
Fuente: Fundar.

### Evolución de las restricciones a los movimientos de capitales: nivel efectivo y predicción con y sin efectos fijos (1995-2019)

Restricciones al movimiento de capitales:

● Nivel efectivo ● Predicción sin efectos fijos (MCO) ● Predicción con efectos fijos (FE)

Gráfico 4



Recomendaciones para una regulación de los flujos de capitales en la Argentina



Nota: Los índices van de 0 a 1: 0 es el mínimo nivel de restricciones y 1, el máximo nivel de restricciones. La línea naranja corresponde al índice efectivo y las líneas lila y verde, a los niveles predichos. La predicción MCO (FE) corresponde al modelo sin (con) efectos fijos por país.

Fuente: Fundar.

## Recomendaciones para una regulación de los flujos de capitales en la Argentina

Nuestro país se ha movido entre posiciones extremas de apertura a los movimientos internacionales de capitales. Es necesario converger hacia un esquema sin cepos cambiarios ni liberalización irrestricta, que fomente el ingreso de capitales para inversiones de mediano y largo plazo y desaliente los flujos especulativos de corto plazo. En este sentido, las regulaciones de carácter prudencial, con un esquema no de transición sino permanente, contribuirían a la estabilidad económica.

El esquema que se propone aquí para la transición hacia el régimen permanente funciona como un conjunto de “válvulas” que permiten graduar los flujos de liquidez en el caso de eventos disruptivos en el mercado de cambios, pero que no afectan la actividad habitual en tiempos de estabilidad.

### Establecer condiciones macroeconómicas para el fortalecimiento de la moneda y del mercado de capitales doméstico

La cuestión de la regulación de los flujos de capitales en la Argentina debe enmarcarse dentro del problema general de la generación de condiciones macroeconómicas para una tendencia de desarrollo. Los vaivenes propios de la regulación de capitales han estado fuertemente asociados a la imposibilidad de establecer un esquema macroeconómico definido y sostenible en el tiempo.

El fortalecimiento de la moneda y del mercado de capitales doméstico es un paso fundamental para poder avanzar en una mayor integración a los flujos de capitales sin caer en crisis recurrentes de balanza de pagos. La profundización del mercado de capitales no será posible en un marco de inestabilidad macroeconómica. Entre las condiciones para una estabilización se encuentra el ordenamiento fiscal en un marco de crecimiento, que elimine la dependencia del financiamiento monetario y de los capitales externos de corto plazo. Un Estado con acceso limitado al financiamiento tiene poca capacidad de realizar políticas contracíclicas. El recurrente uso del financiamiento monetario como alternativa al uso del crédito público, en un contexto en el que la confianza en la moneda ya es baja, debilita aún más la demanda de dinero y genera una situación en la cual la liquidez fluye presionando sobre el tipo de cambio y habilitando expectativas de devaluación que permean en el proceso de formación de precios. Utilizar la regulación de los flujos de capitales como forma de suplir las inconsistencias de la política fiscal no es un enfoque sostenible en el mediano plazo.

Por otra parte, financiar el déficit fiscal en las transiciones con el uso excepcional de financiamiento externo, al que se accede por medio de una desregulación completa de los flujos de capitales y promesas de improbable cumplimiento sobre la productividad futura de la economía, expone al país al riesgo de una crisis cambiaria y de deuda, que se ha materializado en reiteradas ocasiones. El financiamiento en moneda extranjera con títulos públicos emitidos bajo ley extranjera ha producido dificultades, tanto por el descalce de monedas como por las condiciones para su refinanciamiento y su elevado nivel de litigiosidad<sup>73</sup>.

Ambos enfoques han amplificado la volatilidad macroeconómica y perjudicado el desarrollo del mercado local de capitales. La necesidad de establecer niveles de déficit compatibles con la sostenibilidad de la deuda es una condición necesaria para alcanzar un camino de crecimiento que evite las crisis recurrentes. Esto no significa necesariamente una discusión sobre el rol del Estado —que escapa a los límites de este documento—, sino sobre el balance entre las demandas sociales en

---

<sup>73</sup> Véanse, por ejemplo, Cruces y Samples (2016) y Guzmán (2020). Ello ha redundado en presiones sobre el balance externo que afectaron la demanda de dinero.

cuanto a sus responsabilidades de gasto y su financiamiento a través de impuestos. Tampoco significa que esto debe alcanzarse de una vez y para siempre. Realizar fuertes ajustes fiscales en el marco de una economía que se contrae desestabiliza la actividad de aquellos sectores que dependen principalmente de la demanda interna, tiene efectos de "histéresis" en la formación de capital humano y, lógicamente, mina las bases de apoyo social de cualquier proceso de desarrollo económico.

**Servirse de la regulación de los flujos de capitales como modo de sustituir las fragilidades de la política fiscal no constituye un rumbo sostenible en el mediano plazo.**

Por último, las condiciones sobre el financiamiento público son necesarias, pero de ninguna manera alcanzan a definir un perfil de desarrollo. La política de desarrollo productivo y las condiciones para potenciar la acumulación de capital físico, humano y tecnológico son tan importantes como las anteriores y tienen intersecciones directas tanto con las responsabilidades de gasto del Estado como con la regulación de los flujos de capitales.

Durante la transición hacia un escenario de normalidad macroeconómica, mientras se abordan los desequilibrios fiscales y externos del país, es razonable mantener niveles de controles de capitales más altos que los que tendría una vez afianzada la economía. A pesar de ello, es necesario establecer una visión conjunta sobre el tipo de regulación que el país debe convenir luego de este proceso de estabilización, que evite la excesiva volatilidad macroeconómica asociada a los movimientos repentinos de los capitales internacionales.

## Alcanzar una regulación prudente y permanente de los flujos de capitales

La evolución de la literatura académica y de las recomendaciones institucionales de los principales organismos internacionales en materia de regulación de flujos de capitales ha evolucionado en los últimos años. Los cambios en las condiciones y la arquitectura financiera internacional han dado como resultado una visión que considera la regulación ya no como un instrumento que podría ser útil en la emergencia, sino más bien como una herramienta de uso permanente. Su objetivo principal es el de evitar la acumulación de riesgos sistémicos vinculados con los flujos de capitales que amplifiquen la volatilidad macroeconómica.

La Argentina, a diferencia de otros países de la región y del mundo, ha oscilado entre esquemas regulatorios de liberalización completa de los flujos de capitales, que han generado una exposición riesgosa a su disponibilidad y reversión, y períodos de "cepo férreo" que han provocado grandes brechas cambiarias, distorsiones asignativas y desaliento a la inversión. Ambas situaciones son las dos caras de una misma moneda.

Regulaciones de carácter prudencial, no como un esquema de transición sino como un régimen permanente, contribuirían a la estabilidad económica. Este tipo de regulaciones deberían apuntar a desalentar los flujos de capitales especulativos de corto plazo, cuyo objetivo es el *carry trade* y facilitar aquellos que sean funcionales a la inversión de mediano y largo plazo en los sectores que permitan el desarrollo de la economía local.

Los objetivos que debería buscar la regulación permanente de los flujos de capitales ([tabla 1](#)) fueron elaborados a partir de las recomendaciones tanto de la literatura académica como de la posición actualizada de los organismos internacionales en la materia.

En primer lugar, la regulación debería buscar desalentar los flujos de capitales de corto plazo, que generan volatilidad en el mercado de cambios y no contribuyen a la inversión en activos reales ni mejoran la productividad del país. Las típicas herramientas para ello son los encajes diferenciales por plazo

—depósitos no remunerados en una cuenta del banco central— o el uso de impuestos específicos a las transacciones financieras, que discriminen según el plazo del flujo de capitales. En el caso argentino actual, la implementación práctica de este principio se propone vía un escalonamiento de encajes desde el 30% para operaciones de 30 días hasta el 0% para aquellas que superen el año de plazo.

En segundo lugar, la regulación debería prevenir la ocurrencia de eventos disruptivos sobre el mercado de cambios, es decir, situaciones donde el cambio brusco de las condiciones financieras hace que los flujos de capitales presionen de manera extraordinaria la demanda de divisas (*sudden stops*). Para ello, en el escenario argentino de hoy, se pretende el establecimiento de límites cuantitativos no restrictivos sobre el acceso al mercado de cambios por un período y la obligatoriedad de liquidar con plazos amplios. En este último caso, dada la estructura particular del complejo exportador en términos de concentración de productos, se plantea mantener la obligatoriedad de liquidación, aunque con plazos que no sean disruptivos en términos de la normal operatoria de negocios —históricamente, de 90 a 180 días—, para operaciones que superen los USD 75.000.000. De igual forma, se propone el establecimiento de requisitos de conformidad previa para todo acceso al mercado de cambios en operaciones por encima de USD 3.000.000 mensuales, como mecanismo no disruptivo que otorgue grados de libertad a la autoridad monetaria para coordinar eventos disruptivos. Este tipo de regulaciones debe evitar la necesidad de imponer controles una vez ocurrido el evento y buscar establecer límites que, sin afectar la operatoria normal del negocio de los diferentes actores de la economía, sirvan como contención en un episodio extraordinario.

Por último, se busca evitar la acumulación de riesgos sistémicos, es decir, la exposición excesiva de distintos actores a riesgos que pueden conllevar problemas para la economía. La regulación macroprudencial es fundamental para este objetivo e incluye normas y reglas sobre el financiamiento en moneda y legislación extranjera de diferentes agentes de la economía, límites a la exposición en contratos de futuro en moneda extranjera, etcétera. En esta línea, es fundamental mantener los requisitos informativos sobre las entidades financieras, pero también conservar la obligatoriedad de registración ante el BCRA de ingresos y egresos de divisas al mercado local de cambios y de toda operación de endeudamiento de residentes que implique un futuro pago en divisas a no residentes. Una legislación que impida el endeudamiento en moneda extranjera de los sectores públicos provinciales y municipales, así como también de empresas prestadoras de servicios públicos (distribución de electricidad, gas por redes, agua y saneamiento, entre otros), cuyos ingresos relativos se relacionan de manera inversa al tipo de cambio real, son medidas que contribuirían a reducir el riesgo sistémico de la economía nacional.

## Objetivos e instrumentos para un esquema prudencial y permanente de regulación de flujos de capitales

Tabla 1

Objetivo	Instrumentos
Desalentar los flujos de capitales especulativos de corto plazo	Encajes por plazo o impuestos desde el 30% para flujos de corto plazo (menores a 30 días) decreciente a un plazo de un año.
Prevenir eventos disruptivos sobre el mercado de cambios	Límites cuantitativos no restrictivos sobre el acceso al mercado de cambios en un período. Obligatoriedad de liquidar con plazos amplios (de 90 a 180 días sobre pagos superiores a USD 75.000.000 mensuales). Requisito de conformidad previa para el acceso al mercado de cambios en operaciones por encima de USD 3.000.000 mensuales (con límites específicos para sectores).
Evitar la acumulación de riesgos sistémicos	Regulación macroprudencial sobre la hoja de balance de diferentes agentes de la economía, incluido el sector público.  Obligatoriedad de registración de ingresos y egresos de divisas al mercado local de cambios y de toda operación de endeudamiento de residentes que implique un futuro pago en divisas a no residentes.

Fuente: Fundar.

A pesar de esta caracterización general, no existe una receta única para la forma en la que deben calibrarse estos instrumentos. Las magnitudes precisas en cada caso dependerán de las características y circunstancias específicas de cada país y cada momento (Fritz y Magalhães Prates, 2016). Esto no significa que no deba considerarse, como se dijo, una estructura permanente, sino que es necesario que las medidas se adapten a las circunstancias imperantes. La Argentina debería inclinarse a un esquema que no esté determinado ni por los popularmente denominados “cepos cambiarios” ni por una liberalización irrestricta, sino a una regulación que tenga en cuenta las características imperfectas de los mercados internacionales —en una línea similar al esquema implementado a fines de 2005 en el [Decreto N° 616/05](#) y por las normativas de regulación de flujos de capitales que lo acompañaron.

La transición entre un esquema de “cepo duro” y uno de regulaciones prudenciales a los movimientos de capitales como el que se plantea aquí podría encontrar lecciones útiles de la experiencia de la Argentina en el régimen de salida de la crisis de la convertibilidad. Con todas las particularidades del caso, la forma en la que se diseñó esa transición fue a través de las mismas regulaciones que se expresan aquí, estableciendo inicialmente límites más restrictivos que se fueron suavizando en el tiempo. Los principios sobre los que se basa el esquema son, primero, el reconocimiento de que el entorno en el que se ejecuta la salida del cepo es de alta incertidumbre; segundo, que en tal entorno la prudencia, que desde la política económica se concreta con pasos cortos pero seguros, es una estrategia social y políticamente conveniente. El sistema funciona a la manera de un conjunto de válvulas que, cerradas parcialmente al inicio, permiten graduar los flujos de liquidez para eventos disruptivos en el mercado de cambios, y que a lo largo del tiempo, cuando se van acumulando certezas, se van abriendo progresivamente para favorecer la operatoria normal, en un contexto donde la coordinación de los agentes y la liquidez de la autoridad monetaria van acotando la volatilidad del mercado de cambios.

## Fortalecer las instituciones ocupadas del diseño, monitoreo, control y cumplimiento de las regulaciones

Los factores específicos de cada país y cada momento influyen a la hora de diseñar la regulación de los flujos de capitales. Las características de la regulación dependen tanto de los tipos de actores financieros involucrados como del tipo de contratos financieros e instrumentos disponibles. En un mundo donde las innovaciones financieras cambian constantemente las formas de interacción entre los agentes económicos del país y del exterior, la Argentina no es la excepción. A pesar del reducido tamaño del mercado local de capitales, existen interacciones sofisticadas con no residentes que generan efectos sobre los flujos internacionales de capital sin tener un correlato en el mercado financiero, como las operaciones con los CEDEAR (certificados de depósito argentino) y de compra-venta de títulos públicos con custodia en entidades del exterior. La regulación específica para cada una de estas operaciones no es una tarea sencilla y no se encuentra exenta de conflictos y dilemas. Por ejemplo, imponer límites a ciertas transacciones aumenta los costos de transacción y el premio con el cual cotizan, lo que da la posibilidad a diferenciales de precio que generen brechas cambiarias. Por otra parte, modificar las condiciones bajo las cuales ciertos activos financieros fueron emitidos tiene también consecuencias sobre los mercados de crédito y la capacidad de normalizar los flujos de capitales y ocasiona riesgos de conflictos legales.

La necesidad de adaptación a las nuevas prácticas del mercado de capitales y la capacidad de generar conocimiento y alternativas de regulación requieren de que los organismos dedicados a esta tarea posean un profundo conocimiento técnico. Es importante contar con instituciones eficaces capaces de elaborar, implementar y monitorear las regulaciones. Brasil es un ejemplo en este sentido, ya que cuenta con un marco institucional que permite a las autoridades actuar rápidamente y a discreción para imponer regulaciones sobre los flujos de capitales (Fritz y Magalhães Prates, 2016). En la Argentina no hay una clara definición de este marco y no existe un trabajo coordinado entre los organismos estatales que tienen competencias parciales en la materia. La función de regulación del mercado de cambios recae

sobre el BCRA, pero en muchos casos el organismo calificado dada la especificidad de las operaciones es la CNV; en consecuencia, se tiende a particionar el análisis de cada institución sin una adecuada coordinación e intercambio de información. En ese sentido, sería deseable que los organismos trabajen en conjunto y de manera ejecutiva. La conformación de un comité ejecutivo integrado por miembros de los principales organismos con capacidades regulatorias podría ser muy útil.

Otro de los grandes desafíos en términos del marco institucional sigue siendo la forma de implementar la regulación y su cumplimiento. No se trata de simplemente establecer normas, sino de que estas sean de cumplimiento efectivo. La ausencia de regulación puede hacer tanto daño como una norma que no puede cumplirse. Un ejemplo de ello es el régimen legal que define el conjunto de penalidades por incumplimientos a la regulación en el mercado de cambios o Régimen Penal Cambiario ([Ley N° 19.359](#) y modificatorias). La norma establece la posibilidad de penas de prisión en caso de reiteración. La realidad es que nadie termina yendo preso por ello; en cambio, lo que este tipo de encuadramiento ha generado es una dificultad en la capacidad de aplicación de multas y, al diferir el tiempo entre el incumplimiento y la penalidad, ha debilitado la percepción del riesgo de desobediencia. Mejorar la oportunidad de aplicación de las penalidades, por ejemplo mediante multas administrativas, puede incrementar la percepción de riesgo asociada a los desvíos de las normas, lo que contribuiría a reforzar las capacidades de los reguladores del mercado.

Por último, es importante que el espacio de las políticas domésticas no se vea limitado por acuerdos bilaterales o multilaterales como aquellos que liberalizan el comercio y concomitantemente requieren la liberalización de los flujos de capitales. Del mismo modo, la visión institucional de los organismos internacionales, tales como el FMI y especialmente la OCDE, es frecuentemente distinta y en ocasiones hasta incompatible con las recomendaciones o mejores prácticas en torno a la regulación de los flujos de capitales discutidas en este trabajo.

Las fluctuaciones de la regulación de capitales en la Argentina son la manifestación de la imposibilidad de establecer un esquema macroeconómico concreto y sostenible. Como ilustra la experiencia internacional, la regulación de los flujos de capitales debe evolucionar constantemente para reflejar los cambios en los patrones de integración financiera y el desarrollo de las nuevas tecnologías que impactan a su vez en la forma en que se movilizan los capitales entre fronteras. Al tiempo que resulta necesario implementar una integración financiera que potencie las posibilidades de crecimiento de la economía, deben reconocerse las características imperfectas de los mercados de capitales y dotar a la economía de herramientas de protección ante situaciones de volatilidad financiera, que repercuten negativamente sobre la producción y el nivel de empleo.

En síntesis, el país debe diseñar un esquema de regulaciones macroprudenciales y de los flujos de capitales que permita potenciar las posibilidades de desarrollo y la creación de valor a partir de inversiones orientadas a la economía real, en detrimento de las más volátiles inversiones de portafolio que producen apreciaciones del tipo de cambio real y rápidas reversiones que inciden en el crecimiento y la distribución del ingreso.



# Anexo



## Indicadores de regulaciones cambiarias

De la mano del estudio acerca de los costos y beneficios de las políticas de controles de capitales, se han creado diversas bases de datos con indicadores que tratan de medir cuantitativamente los niveles de apertura financiera de los países (véanse, por ejemplo, Edison y Warnock, 2001; Edwards, 2001; Kose *et al.*, 2006; Schindler, 2009). A continuación, se describen algunos de los indicadores más utilizados en la literatura especializada.

El índice de Chinn-Ito (Chinn e Ito, 2006) mide el grado de apertura de la cuenta financiera con base en las restricciones recopiladas en el AREAER del FMI. Este reporte compila controles regulatorios sobre las transacciones de la balanza de pagos (cuenta corriente y cuenta financiera), la existencia de tipos de cambio múltiples y los requerimientos para liquidar los ingresos por exportación. El indicador es calculado como el primer componente principal de los cuatro bloques de regulaciones. Según los autores, la consideración de todas estas dimensiones es fundamental para la construcción del índice y permiten dar una idea no sólo de la presencia de regulaciones sino de su intensidad. Por ejemplo, un país con la cuenta financiera abierta puede igualmente restringir los flujos de capitales con transacciones en la cuenta corriente o mediante sistemas de tipos de cambio múltiples. Asimismo, un país con la cuenta financiera cerrada puede incrementar la dureza de los controles al imponer esas medidas.

El indicador de Chinn-Ito va de 0 a 1, y 1 es el máximo nivel de apertura. La base de datos contiene 182 países con información anual para el período 1970-2020. Este índice es uno de los indicadores de apertura financiera más utilizados en la literatura. No obstante, es importante tener en consideración que es un índice de jure, ya que se construye a partir de las regulaciones legales que cada país reporta al AREAER, y no según si estas son puestas en práctica o no.

Con el objetivo de reflejar mejor la complejidad de las políticas de controles de capitales, en 1996 la clasificación de restricciones en el AREAER fue desagregada con especial énfasis en las regulaciones sobre las transacciones financieras. Esto permitió la construcción de indicadores de apertura financiera con mayor detalle. Fernández *et al.* (2016, FKRSU de aquí en adelante) construyen una amplia base de datos sobre restricciones a los movimientos de capitales al diferenciar por tipo de flujo (ingresos y salidas) y de activo clasificados según diez categorías. Para algunos activos, también se cuenta con desagregaciones por tipo de transacción de acuerdo con la residencia del comprador o vendedor, y según si la transacción representa una compra o una venta. Finalmente, es preciso notar que, al igual que el índice de Chinn-Ito, los indicadores de FKRSU son construidos a partir del AREAER del FMI y, por lo tanto, son medidas de jure. A diferencia del índice de Chinn-Ito, los indicadores agregados de controles de capitales son el promedio simple de las categorías desagregadas en cada caso.

Otro indicador que se ha vuelto popular es el índice KOF (Dreher, 2006; Gygli *et al.*, 2019), el cual mide las dimensiones económicas, sociales y políticas de la globalización para un panel de 123 países entre 1970 y 2020. Cada dimensión tiene a su vez diversas desagregaciones; por ejemplo, la parte económica se divide en comercial y financiera. Además, todos los indicadores se presentan en su forma de jure y de facto. La globalización financiera de jure se calcula sobre la base del índice de Chinn-Ito, el número de acuerdos de inversión internacional y las restricciones a las inversiones internacionales. Mientras tanto, el índice de globalización financiera de facto se construye a partir de la participación en el PIB de *stocks* de activos y pasivos de IED, inversión de portafolio, deuda extranjera, reservas internacionales y flujos de pagos a los factores productivos.

¿Qué tipo de regulación requiere la Argentina dadas sus características estructurales?



## ¿Qué tipo de regulación requiere la Argentina dadas sus características estructurales?

En esta sección se realiza un ejercicio empírico para inferir cuál es el nivel promedio de regulaciones a los movimientos de capitales que debería tener la Argentina, dado un conjunto de variables estructurales. Para ello se realizan estimaciones en un panel de datos a nivel país con la siguiente especificación:

$$Y_{it} = x_{it}'B + \text{delta}_t + u_{it} \quad (1),$$

donde  $Y_{it}$  es un índice de regulaciones a los movimientos de capitales,  $x_{it}$  es un set de covariables que se espera que influyan en el nivel de controles de capitales,  $\text{delta}_t$  son efectos fijos temporales y  $u_{it}$  es el término de error. El panel de datos incluye 99 países entre 1995 y 2019. El objetivo luego es estimar  $\hat{Y}_{i,t}$ , el nivel de regulaciones predicho, como sigue:

$$\hat{Y}_{i,t} = x_{it}'\hat{B} + \text{deltaHAT}_t \quad (2),$$

donde  $\hat{B}$  y  $\text{deltaHAT}_t$  son los coeficientes estimados.

Este es un ejercicio exploratorio y sólo se han encontrado dos referencias en la literatura que realizan una estimación similar. Grilli y Milesi-Ferretti (1995) estudian los determinantes políticos y estructurales que afectan la probabilidad de que un país imponga o remueva controles de capitales. Estiman un modelo de datos en panel con 61 economías para el período 1966-1989. Incluyen como variables explicativas el PIB, el tamaño del sector público, el grado de independencia del banco central, el régimen cambiario, el saldo de la cuenta corriente, el grado de apertura de la economía, la tasa de inflación y la tasa de interés real. Descubren que es más probable encontrar controles de capitales en economías de ingreso bajo, con un sector público grande, con regímenes cambiarios fijos y con baja independencia del banco central.

De forma similar, en un panel de 91 economías para el período 1967-1992, Leblang (1997) utiliza como variables explicativas los *stocks* de deuda externa como *proxy* del grado de globalización financiera, el saldo de la cuenta corriente como *proxy* de interdependencia externa, el régimen cambiario y la volatilidad del tipo de cambio como *proxies* de la capacidad del gobierno de sostener el tipo de cambio, las reservas internacionales y el señoreaje como *proxy* de represión financiera. El autor halla que es más probable que se impongan controles de capitales en países con represión financiera y regímenes de tipo de cambio fijo, y que enfrentan crisis de balanza de pagos.

Los ejercicios de Grilli y Milesi-Ferretti (1995) y Leblang (1997) son diferentes al del presente trabajo, donde el foco reside en el vínculo entre los controles de capitales y las características estructurales de las economías, y no en su relación efectiva con otras variables de políticas que están intrínsecamente asociadas, como el manejo de la política monetaria, fiscal y cambiaria, así como los resultados en términos de inflación o el saldo de la cuenta corriente. En efecto, una modificación en las regulaciones sobre los movimientos de capitales debería ser acompañada de cambios en dichas políticas.

El vector  $x_{it}$  en (1) incluye entonces variables estructurales que creemos deberían estar correlacionadas con el grado de apertura financiera: el nivel de desarrollo financiero aproximado por el crédito doméstico al sector privado, el coeficiente de apertura comercial  $(X + M) / \text{PIB}$ , el grado de integración financiera internacional —medida por los *stocks* de activos y pasivos externos en proporción al PIB— y el nivel de ingreso per cápita como *proxy* del nivel de desarrollo. Es esperable que un mayor nivel de ingreso per cápita se asocie con sistemas financieros y externos más profundos y desarrollados e integrados internacional y concomitantemente con menores controles de capitales. Por lo tanto, es esperable que todas estas covariables estén negativamente correlacionadas con los índices de restricciones a los movimientos de capitales. Es preciso remarcar que es probable que la estimación esté sujeta a endogeneidades varias, pero el objetivo aquí no es estimar relaciones causales.

¿Qué tipo de regulación requiere la Argentina dadas sus características estructurales?

El modelo de la ecuación (1) es estimado de forma apilada —sin efectos fijos por país— y con efectos fijos por país. Los resultados se presentan en la [tabla A1](#). Como era de esperar, el nivel de ingreso per cápita y la integración financiera internacional se asocian negativamente con el nivel de regulaciones a los movimientos de capitales. Lo opuesto ocurre con el tamaño del sector financiero y el grado de apertura comercial en algunas estimaciones, lo cual es algo contraintuitivo. No obstante, las covariables están altamente correlacionadas entre sí; como se mencionó, es esperable que un mayor nivel de ingreso per cápita se asocie con sistemas financieros y externos más profundos y desarrollados e integrados internacionalmente. En los modelos con efectos fijos, el nivel de significatividad de las variables se reduce y es absorbido por los efectos individuales. Esto es esperable ya que se están considerando variables estructurales y, por lo tanto, varían poco en el tiempo. En los modelos con efectos fijos, además, el signo de la variable crédito privado se invierte, con lo cual es consistente con el resultado esperado.

## Resultados del modelo de regresión

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	MCO	FE	MCO	FE	MCO	FE
	Índice de restricciones	Índice de restricciones	Índice de restricciones a los ingresos de capitales	Índice de restricciones a los ingresos de capitales	Índice de restricciones a las salidas de capitales	Índice de restricciones a las salidas de capitales
Crédito doméstico al sector privado (% PIB)	0,000**	-0,001*	0,000	-0,000	0,001***	-0,001*
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
$(X + M) / \text{PIB}$	0,000*	0,000	0,000*	0,000	0,000	-0,000
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,001)
PIB per cápita ( <i>log</i> )	-0,170***	-0,237***	-0,139***	-0,173**	-0,201***	-0,301***
	(0,008)	(0,080)	(0,008)	(0,069)	(0,009)	(0,098)
Integración financiera internacional (% PBI)	-0,005***	0,000	-0,004***	0,000	-0,007***	-0,000
	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
Observaciones	1.945	1.945	1.945	1.945	1.944	1.944
R <sup>2</sup>	0,295	0,069	0,236	0,046	0,304	0,071
Países	97	97	97	97	97	97

Tabla A1

Notas: Errores estándar robustos entre paréntesis. Todas las estimaciones incluyen efectos fijos temporales. \*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$ . MCO refiere al estimador de mínimos cuadrados ordinarios, mientras FE, al estimador de efectos fijos.

Fuente: Fundar.

# Bibliografía



- Aghion, P., Bacchetta, P. y Banerjee, A. (2001). [“Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints”](#), *European Economic Review*, vol. 45, N° 7, pp. 1121-1150.
- Aizenman, J. (2010). [“The Impossible Trinity \(aka The Policy Trilemma\)”](#), Santa Cruz, Economics Department, University of California.
- Arrow, K. J. y Debreu, G. (1954). [“Existence of an equilibrium for a competitive economy”](#), *Econometrica*, vol. 22, N° 3, pp. 265-290.
- Benigno, G., Chen, H., Otrok, C., Rebucci, A. y Young, E. R. (2016). [“Optimal Capital Controls and Real Exchange Rate Policies: A Pecuniary Externality Perspective”](#), *Journal of Monetary Economics*, vol. 84, pp. 147-165.
- Bianchi, J. (2011). [“Overborrowing and Systemic Externalities in the Business Cycle”](#), *American Economic Review*, vol. 101, N° 7, pp. 3400-3426.
- Caballero, R. J. y Krishnamurthy, A. (2003). [“Excessive Dollar Debt: Financial Development and Underinsurance”](#), *The Journal of Finance*, vol. LVIII, N° 2, pp. 867-893.
- Calvo, G. A. (1986). [“Temporary Stabilization: Predetermined Exchange Rates”](#), *Journal of Political Economy*, vol. 94, N° 6, pp. 1319-1329.
- Calvo, G. A. y Végh, C. A. (1993). [“Exchange-Rate Based Stabilization under Imperfect Credibility”](#), en Frisch, H. y Worgotter, A. (eds.), *Open Economy Macroeconomics*, Londres, MacMillan, cap. 1, pp. 3-28.
- Calvo, G. A. (1998). [“Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops”](#), *Journal of Applied Economics*, vol. 1, N° 1, pp. 35-54.
- Cardoso, E. y Goldfajn, I. (1998). [“Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls”](#), *IMF Staff Papers*, vol. 45, N° 1, pp. 161-202.
- Céspedes, L. F., Chang, R. y Velasco, A. (2004). [“Balance Sheets and Exchange Rate Policy”](#), *American Economic Review*, vol. 94, pp. 1183-1193.
- Chamon, M. y García, M. (2015). [“Capital controls in Brazil: Effective?”](#), *Journal of International Money and Finance*, vol. 61, pp. 163-187.
- Chinn, M. D. e Ito, H. (2006). [“What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions”](#), *Journal of Development Economics*, vol. 81, N° 1, pp. 163-192.
- Clements, B. y Kamil, H. (2009). [“Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia”](#), IMF Working Paper N° 09/30.
- Concha, A., Galindo, A. J. y Vásquez, D. (2011). [“An assessment of another decade of capital controls in Colombia: 1998-2008”](#), *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 51, N° 4, pp. 319-338.
- Cruces, G. y Samples, T. (2016). [“Settling Sovereign Debt’s ‘Trial of the Century’”](#), *Emory International Law Review*, vol. 31, pp. 5-47.
- De la Vega, P., Zack, G. y Calvo, J. (2022). [“Inflación: Un análisis de los determinantes de la inflación en Argentina”](#), Buenos Aires, Fundar.
- De la Vega, P., Libman, E. y Zack, G. (2023). [“El mercado de cambios bajo la lupa. La transición hacia la unificación”](#), Buenos Aires, Fundar.
- De Roure, C., Furnagiev, S. y Reitz, S. (2015). [“The microstructure of exchange rate management: FX intervention and capital controls in Brazil”](#), *Applied Economics*, vol. 47, N°s 34-35, pp. 3617-3632.
- Dreher, A. (2006). [“Does globalization affect growth? Evidence from a new index of globalization”](#), *Applied Economics*, vol. 38, N° 10, pp. 1091-1110.
- Díaz Alejandro, C. (1985). [“Good-bye financial repression, hello financial crash”](#), *Journal of Financial Development*, vol. 19, N°s 1-2, pp. 1-24.
- Edison, H. J. y Warnock, F. E. (2001). [“A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls”](#), International Finance Discussion Paper N° 708, Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Edwards, S. (2001). [“Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?”](#), NBER Working Paper N° 8076.
- Farhi, E. y Werning, I. (2014). [“Dilemma Not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows”](#), *IMF Economic Review*, vol. 62, pp. 569-605.
- Farhi, E. y Werning, I. (2016). [“A theory of macroprudential policies in the presence of nominal rigidities”](#), *Econometrica*, vol. 84, N° 5, pp. 1645-1704.
- Fernández, A., Klein, M., Rebucci, A., Schindler, M. y Uribe, M. (2016). [“Capital Control Measures: A New Dataset”](#), *IMF Economic Review*, vol. 64, N° 3, Palgrave Macmillan y FMI, pp. 548-574.
- Fleming, J. M. (1962). [“Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates”](#), *IMF Staff Papers*, vol. 9, N° 3, pp. 369-379.
- FMI (1995). [“Issues in International Exchange and Payments Systems”](#), World Economic and Financial Surveys.
- FMI (2012). [“The Liberalization and Management of Capital Flows - An Institutional View”](#), IMF Policy Papers.
- FMI (2020). [“IMF 2020 Taxonomy of Capital Flow Management Measures \(CFMs\)”](#).
- FMI (2021). [“Argentina: Ex-Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2018 Stand-By Arrangement—Press Release and Staff Report”](#), IMF Staff Country Report N° 21/279.
- FMI (2022). [“Review of the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows”](#), IMF Policy Papers.
- Forbes, K., Fratzscher, M., Kostka, T. y Straub, R. (2012). [“Bubble Thy Neighbor: Portfolio Effects and Externalities from Capital Controls”](#), National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 18052.
- Fritz, B. y Magalhães Prates, D. (2016). [“Beyond capital controls: regulation of foreign currency derivatives markets in the Republic of Korea and Brazil after the global financial crisis”](#), *CEPAL Review*, Naciones Unidas - Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

- Garcia, M. (2015). ["Capital Controls and Implications for Surveillance and Coordination: Brazil and Latin America"](#), *New Thinking and the New G20 Series*, Paper N° 11, Centre for International Governance Innovation.
- Gertler, P. y Hofmann, B. (2018). ["Monetary facts revisited"](#), *Journal of International Money and Finance*, vol. 86, pp. 154-170.
- Gluzmann, P. A. y Guzmán, M. M. (2017). ["Assessing the robustness of the relationship between financial reforms and banking crises"](#), *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, vol. 46, pp. 32-47.
- Goldfajn, I. y Minella, A. (2005). ["Capital Flows and Controls in Brazil: What have We Learned?"](#), *National Bureau of Economic Research*, Working Paper N° 11064.
- Grilli, V. y Milesi-Ferretti, G. M. (1995). ["Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls"](#), *IMF Economic Review*, vol. 42, pp. 517-551.
- Guzmán, M. (2019). ["Análisis de la resolución del default de Argentina de 2001"](#), *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, año 12, vol. 17, pp. 49-104.
- Guzmán, M. (2020). ["An Analysis of Argentina's 2001 Default Resolution"](#), *Comparative Economic Studies*, vol. 62, N° 4, pp. 701-738.
- Guzmán, M., Morra, F., Tosi, R. y Zack, G. (2023). ["Asignación de liquidez y política monetaria. Cómo canalizar el ahorro argentino hacia la inversión productiva"](#), Buenos Aires, Fundar.
- Gygli, S., Haelg, F., Potrafke, N. y Sturm, J. (2019). ["The KOF Globalisation Index – revisited"](#), *The Review of International Organizations*, vol. 14, pp. 543-574.
- Hali, E. J., Klein, M. W., Ricci, L. y Sløk, T. (2002). ["Capital Account Liberalization and Economic Performance: A Review of the Literature"](#), IMF Working Paper N° 02/120.
- Heymann, D. (1996). ["Una nota sobre indicadores de la deuda externa"](#), *Revista de Economía*, vol. 3, N° 1, pp. 25-36.
- Heymann, D. y Nakab, A. (2016). ["Temas Tradicionales: Sobre stop-Go y devaluaciones contractivas"](#), *Anales*, Asociación Argentina de Economía Política, pp. 1-25.
- Ishii, S. y Habermeier, K. (2002). ["Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability"](#), IMF Occasional Paper N° 211.
- Jácome, L. I. (2013). ["Políticas macroprudenciales en la América Latina. Fundamentos institucionales"](#), *El Trimestre Económico*, vol. 80, N° 320, Ciudad de México.
- Jeanne, O. y Korinek, A. (2010). ["Excessive Volatility in Capital Flows: A Pigouvian Taxation Approach"](#), *American Economic Review*, vol. 100, N° 2, pp. 403-407.
- Kaminsky, G. L., Reinhart, C. M. y Végh, C. A. (2004). ["When it Rains, it Pours: Pro-cyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies"](#), *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 19, pp. 11-53.
- Korinek, A. (2007). ["Excessive Dollar Borrowing in Emerging Markets Balance Sheet Effects and Macroeconomic Externalities"](#), *National Bureau of Economic Research (NBER)*
- Korinek, A. (2011). ["The New Economics of Prudential Capital Controls: A Research Agenda"](#), *IMF Economic Review*, vol. 59, N° 3, pp. 523-561.
- Korinek, A. (2018). ["Regulating Capital Flows to Emerging Markets: An Externality View"](#), *Journal of International Economics*, vol. 111, pp. 61-80.
- Korinek, A. (2020). ["Managing Capital Flows: Theoretical Advances and IMF Policy Frameworks"](#), IEO-IMF Background Paper.
- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K. y Wei, S. J. (2006). ["Financial Globalization: A Reappraisal."](#) IMF Working Paper, WP/06/189.
- Krugman, P. (1999). ["Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises"](#), *International Tax and Public Finance*, vol. 6, pp. 459-472.
- He, D., Kokenyne, A., Lavayssière, X., Lukonga, I., Schwarz, N., Sugimoto, N. y Verrier, J. (2022). ["Capital Flow Management Measures in the Digital Age: Challenges of Crypto Assets"](#), IMF Fintech Notes N° 2022/005.
- Leblang, D. A. (1997). ["Domestic and Systemic Determinants of Capital Controls in the Developed and Developing World"](#), *International Studies Quarterly*, vol. 41, N° 3, pp. 435-454.
- Libman, E., Ianni, J. M. y Zack, G. (2023). ["Argentina bimonetaria. Cómo salvar al peso sin morir en el intento"](#), Buenos Aires, Fundar.
- Magalhães Prates, D. y De Paula, L. F. (2017). ["Capital account regulation in Brazil: an assessment of the 2009-2013 period"](#), *Brazilian Journal of Political Economy*, Center of Political Economy, vol. 37, N° 1, pp. 108-129.
- Mendoza, E. G. (2005). ["Real Exchange Rate Volatility and the Price of Nontradable Goods in Economies Prone to Sudden Stops"](#), *Economía*, vol. 6, N° 1, pp. 103-135.
- McKinnon, R. I. (1973). ["Money and Capital in Economic Development"](#), Washington, The Brookings Institute.
- Mundell, R. A. (1963). ["Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates"](#), *Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. 29, N° 4, pp. 475-485.
- Musgrave, R. A. (1959). *Teoría de la hacienda pública: un estudio en economía pública*, s/l, s/e.
- Obstfeld, M. (1994). ["The Logic of Currency Crises"](#), NBER Working Papers N°4640.
- Obstfeld, M. (1996). ["Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features"](#), *European Economic Review*, vol. 40, N°s 3-5, Amsterdam, pp. 1037-1047.
- Obstfeld, M. y Rogoff, K. (1995). ["The Intertemporal Approach to the Current Account"](#), en Grossman, G. y Rogoff, K. (eds.), *Handbook of International Economics*, vol. 3, cap. 34.
- Ocampo, J. A. (2014). ["A Brief History of Sovereign Debt Resolution and a Proposal for a Multilateral Instrument"](#), en Guzmán, M., Ocampo, J. A. y Stiglitz, J. E. (eds.), *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, Columbia University Press.
- OCDE (2023). ["OECD Code of Liberalisation of Capital Movements"](#).
- OEI (2005). ["Evaluation Report on the IMF's Approach to Capital Account Liberalization"](#), Independent Evaluation Office Reports, FMI.
- OEI (2020). ["IMF Advice on Capital Flows"](#), Evaluation Report, FMI.

- Ostry, J. D. (2023). ["The IMF's Position on Capital Controls: What is Signal and What is Noise?"](#), Georgetown University, CEPR y Bruegel.
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M. S. y Reinhart, D. B. S. (2010). ["Capital Inflows: The Role of Controls"](#), IMF Staff Position Note 10/04.
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Habermeier, K., Laeven, L., Chamon, M., Qureshi, M. S. y Kokenyne, A. (2011). ["Managing Capital Inflows: What Tools to Use"](#), IMF Staff Discussion Note 11/06.
- Palazzo, G., Rapetti, M. y Waldman, J. (2023). ["Planes de estabilización: Evidencia de América Latina"](#), Documento de Trabajo N° 4, Equilibra. Centro de Análisis Económico.
- Pérez Caldentey, E. (ed.) (2023). ["Apertura financiera, fragilidad financiera y políticas para la estabilidad económica: un análisis comparativo entre regiones del mundo en desarrollo"](#), Documentos de Proyectos (LC/TS.2022/139), Comisión Económica para América Latina (CEPAL).
- Reinhart, C. y Végh, C. (1994). ["Inflation stabilization in chronic inflation countries: The empirical evidence"](#), MPRA Paper N° 13689, University Library of Munich.
- Reinhart, C. y Sbrancia, M. B. (2011). ["The Liquidation of Government Debt"](#), NBER Working Paper N° 16893.
- Reinhart, C. M. y Smith, R. T. (2002). ["Temporary controls on capital inflows"](#), *Journal of International Economics*, vol. 57, N° 2, pp. 327-351.
- Rincón, H. y Toro, J. (2010). ["Are Capital Controls and Central Bank Intervention Effective?"](#), *Borradores de Economía*, N° 625, Bogotá, Banco de la República.
- Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, Nueva York, Oxford University Press.
- Schindler, M. (2009). ["Measuring Financial Integration: A New Data Set"](#), *IMF Staff Papers*, vol. 56, N° 1, pp. 222-238.
- Shin, H. S. (2013). ["Procyclicality and the Search for Early Warning Indicators"](#), IMF Working Paper N° 13/258.
- Singh, R. y Subramanian, C. (2008). ["Temporary Stabilization with Capital Controls"](#), *Economic Theory*, vol. 34, N° 3, pp. 545-574.
- Stiglitz, J. E. (2000). ["Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability"](#), *World Development*, vol. 28, N° 6, pp. 1075-1086.
- Williamson, J. (ed.) (1990). ["Latin American Adjustment: How Much Has Happened?"](#), Washington, Institute for International Economics.

## Acerca del equipo autoral

### Martín Guzmán

Presidente de Suramericana Visión. Profesor de Columbia University, School of International and Public Affairs. Profesor Titular de Moneda, Crédito y Bancos de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de La Plata (UNLP). Doctor en Economía (PhD. in Economics) graduado de Brown University, Estados Unidos. Previo a sus estudios de doctorado, se graduó de Licenciado en Economía y Magíster en Economía en la UNLP.

### Fernando Morra

Director de análisis macroeconómico de Suramericana Visión. Doctor en Economía por la UNLP, con especialidad en macro y política monetaria. Profesor en la misma universidad en el campo de la macroeconomía y las finanzas públicas.

### Ramiro Tosi

Director de finanzas en Suramericana Visión. Licenciado en Economía (UNLP) y Especialista en Mercado de Capitales. Se especializa y es docente de macroeconomía, finanzas internacionales y mercado de capitales.

### Guido Zack

#### Director del Área de Economía de Fundar

Doctor en análisis económico (universidades de Alcalá y Complutense de Madrid) y licenciado en Economía por la Universidad de Buenos Aires. Se especializa en política económica, macroeconomía y economía internacional.

### Pablo De la Vega

#### Investigador de Economía de Fundar

Doctorando en Economía (UNLP). Publicó artículos científicos y presentó trabajos en congresos y seminarios, a nivel nacional e internacional. Sus áreas de interés incluyen temas como el desarrollo económico, el futuro del trabajo, la desigualdad y el cambio climático.

---

**Dirección ejecutiva:** Martín Reydó

**Dirección de proyecto:** Lucía Álvarez

**Coordinación editorial:** Gonzalo Fernández Rozas

**Revisión institucional:** Juliana Arellano

**Corrección:** Mara Sessa

**Diseño:** Celeste del Mar Baiocco

**Edición de gráficos:** Maia Persico

---

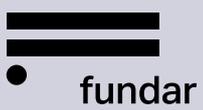
Ni cepo ni liberalización completa : hacia una regulación prudente de los flujos de capitales / Martín Guzmán... [et al.]. - 1a ed - Ciudad Autónoma de Buenos Aires : Fundar , 2024.  
Libro digital, PDF

Archivo Digital: descarga y online  
ISBN 978-631-6610-18-8

1. Mercado de Capitales. 2. Economía Argentina. 3. Macroeconomía. I. Guzmán, Martín  
CDD 330.82

ISBN 978-631-6610-17-1





[www.fundar.ar](http://www.fundar.ar)  
[@fundarpoliticas](https://twitter.com/fundarpoliticas)  
[info@fundar.ar](mailto:info@fundar.ar)

[www.suramericanavision.com.ar](http://www.suramericanavision.com.ar)  
[@SuramericanaV](https://twitter.com/SuramericanaV)  
[info@suramericanavision.com.ar](mailto:info@suramericanavision.com.ar)