



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA  
DE MÉXICO**

---

---

**FACULTAD DE ECONOMÍA**

**CONTROL DE CAPITALES Y TIPO DE CAMBIO.**

**UN CASO COMPARATIVO ENTRE**

**BRASIL, CHILE Y MÉXICO**

**DEL 2000 AL 2011**

**TESIS**

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE LICENCIADA EN**

**ECONOMÍA**

**PRESENTA:**

**AÍDA ARACELI MORALES MANZO**

**ASESORA:**

**DRA. ALICIA ADELAIDA GIRÓN GONZÁLEZ**

**MÉXICO, D. F. DICIEMBRE 2013**





Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

## AGRADECIMIENTOS

A la Universidad Nacional Autónoma de México, por enseñarme el verdadero significado de la diversidad. Por ser un gran orgullo haber estudiado en la máxima casa de estudios. Por ser Ciudad Universitaria un lugar tan especial.

A la Facultad de Economía, por todo lo que me enseñó, por la gente que conocí y los momentos que viví. Por las lecciones aprendidas.

A mi tutora, la doctora Alicia Adelaida Girón González, por enseñarme que la disciplina es básica en el mundo académico, por contagiar su pasión por la investigación y por todo el apoyo para la realización de la tesis.

A mis padres, por enseñarme que buscar amar lo que haces es una obligación y no una opción. Por apoyarme en mis decisiones y confiar en mí siempre. Y sobre todo por darme una formación tan humana y enseñarme a cuestionar todo.

A mi familia por ser un gran ejemplo de que las metas se pueden lograr con esfuerzo, inteligencia y honestidad.

A Astrid, Diego, Fernando, Karen, Ismael, Juan José, Eduardo, Juan Carlos, Roberto, José Eduardo y Daniel. Por crear y crecer juntos. Porque estamos caminando juntos a lo que queremos llegar a ser.

A todos mis amigos, que son más que eso.

A la doctora Marcia Solorza, por todo el apoyo personal y académico y por ser un gran ejemplo de economista y de persona.

Al profesor Antonio Mendoza y Samuel Brugger por todo su apoyo y consejos para mi investigación.

A mis sinodales, por todas sus aportaciones y tiempo para mejorar la presente tesis.

Esta tesis se hizo en el marco del proyecto CONACyT “*Experiencia profesional transfronteriza. Repatriación de capitales para el desarrollo*”, con número de registro 104503. Y en el proyecto PAPIIT IN300612 “*Deuda, circuitos financieros y deflación*”.

**CONTROL DE CAPITALES Y TIPO DE CAMBIO. UN CASO COMPARATIVO  
ENTRE BRASIL, CHILE Y MÉXICO DEL 2000 AL 2011**

**ÍNDICE**

Introducción...5

**CAPÍTULO 1. REFORMAS FINANCIERAS Y EL PROCESO DE  
FINANCIARIZACIÓN EN AMÉRICA LATINA...11**

Introducción...13

1.1 Reformas financieras en América Latina...15

1.2 Experiencia en Chile con la aplicación de controles de capital...21

1.3 Reformas financieras en Brasil y sus medidas de control de capital...24

1.4 Apertura financiera en México y el proceso de financiarización...28

1.5 El proceso de financiarización en América Latina...32

Conclusiones...35

**CAPÍTULO 2. FLUJOS DE CAPITAL...39**

Introducción...41

2.1 Flujos financieros...42

2.2 ¿Cuáles son los flujos dañinos?...44

2.3 Tipo de cambio flexible y movilidad de capitales...47

2.4 Trilema Monetario...53

2.5 ¿Qué ocasionan las fugas de capital?...54

2.6 Crisis cambiarias de primera, segunda y tercera generación...55

2.7 Mediación de flujos...	57
2.7.1. Control de capital...	58
2.7.2 La acumulación de reservas internacionales...	62
Conclusiones...	64
<b>CAPÍTULO 3 LA POSIBILIDAD DE UN CONTROL DE CAPITALES PARA MÉXICO...</b>	<b>65</b>
Introducción...	67
3.1 Determinantes de los flujos de capital en México...	68
3.2 La Tasa Tobin...	70
3.3 El papel institucional y legal...	72
3.3.1 Basilea y su papel en la regulación financiera en México...	73
3.4 Alternativa al financiamiento...	75
Conclusión general...	79
Bibliografía...	86

## INTRODUCCIÓN

*“Sólo una cosa es más dolorosa que aprender de la experiencia, y es no aprender de la experiencia”*

*Ludwig Börne*



Los controles de capital y su repercusión en el tipo de cambio han sido temas de debate en las últimas décadas a partir de la apertura de la cuenta de capital. El Fondo Monetario Internacional (FMI) considera dos tipos de cuentas: financiera y de capital<sup>1</sup>. Con esto se da plena libertad a la entrada y salida de capitales extranjeros, ya sea como inversión extranjera directa o indirecta. El efecto en el tipo de cambio es fundamental en el análisis de por qué debe o no usarse un control de capital.

La presente tesis tiene como título ***Control de capitales y tipo de cambio: Un caso comparativo Brasil, Chile Y México 2000-2011***. Pero al finalizar el presente trabajo se consideró (con la recomendación de sinodales y tutor de tesis) un cambio en el título por ***Liberalización de la cuenta financiera y su impacto en el tipo de cambio en América Latina: la posibilidad de aplicar un control de capitales en México***, que se consideró más apropiado debido al cambio en la investigación y en los resultados obtenidos. Se analiza la posibilidad de aplicar un control de capitales en México con base a los utilizados en Chile y Brasil para frenar un tipo de cambio especulativo generado por fluctuaciones macroeconómicas externas y con el objeto de lograr la estabilidad de la moneda. Se toman como referencia los casos de Chile y Brasil. Chile por ser el clásico ejemplo de haber llevado las reformas económicas en su tiempo para América Latina. Por lo cual, para la investigación es muy importante estudiar el antes, durante y después de un

---

<sup>1</sup>El Fondo Monetario Internacional en su publicación Manual de Balanza de Pagos, 1993: 79. Menciona que la cuenta de capital comprende todas las transacciones que dan lugar al recibo o pago de transferencias de capital y a la adquisición/enajenación de activos no financieros no producidos. Mientras que la cuenta financiera abarca todas las transacciones vinculadas con un traspaso de propiedades de activos y pasivos financieros de una economía sobre el exterior. Incluidas la creación y la liquidación de créditos frente al resto del mundo o del resto del mundo frente a la economía.



control de capitales. Se utiliza a Brasil porque es un país latinoamericano con características económicas similares a México y que actualmente utiliza un control de capitales.

A lo largo del trabajo surgen dos preguntas: ¿un control de capitales evitaría posibles afectaciones en el tipo de cambio? y ¿es posible la aplicación de un control de capitales en México? Dichas interrogantes pretenden llevar a la conclusión final de si es posible o no un control de capitales para México, con todas sus ventajas y desventajas.

Debido a los embates cambiarios provocados por la liberalización financiera en América Latina, en algunos países se han aplicado controles a los flujos de capitales que permiten alcanzar un tipo de cambio más estable. Acorde a esta experiencia, surge la inquietud por evaluar de manera general la posibilidad de aplicar un control de este tipo para la economía mexicana. Lo cual se convierte en el objetivo principal de la tesis. Es decir, un control de capitales permitiría un comportamiento del tipo de cambio más estable y a su vez protegería a la economía de los movimientos de flujos de capital externos. Los diferenciales en las tasas de interés internacionales provocan que los flujos se muevan hacia otros países con mayor rentabilidad. Un control de capitales puede disminuir la entrada de capitales de corto plazo o especulativos y lograr estabilidad en el tipo de cambio.

En el primer capítulo se aborda la apertura de las cuentas financieras de la balanza de pagos de los países en estudio, así como la repercusión en el tipo de cambio y las medidas ejercidas para mediar las grandes entradas de capital. Primero se aborda el caso de América Latina, después Chile, por ser el caso

clásico en la utilización de controles de capital, posteriormente Brasil, y por último México, para comprobar la hipótesis de la necesidad de implementación del control de capitales.

En el segundo capítulo se analizan los flujos de capital. Se explica cuáles son los flujos dañinos. Se utiliza la teoría del Trilema Monetario y del Tipo de cambio flexible y la movilidad de capitales para explicar el efecto en la economía. Por último, se analiza cómo pueden medirse sus efectos, con especial atención en la acumulación de reservas internacionales como una especie de seguro y la utilización de controles de capital como medida para discriminar la entrada de flujos meramente especulativos.

En el último capítulo se trabaja la posibilidad de un control de capital para México analizando sus características como país y por qué es atractivo para los flujos de capital. También se retoma la idea de la Tasa Tobin y su posible aplicación a México y la parte legal e institucional que permitiría (o no) su implementación.



## **CAPÍTULO PRIMERO**

# **REFORMAS FINANCIERAS Y EL PROCESO DE FINANCIARIZACIÓN EN AMÉRICA LATINA**

*Aunque los controles de capitales pueden provocar distorsiones económicas, el exceso de movimientos de capital es parcialmente responsable de las crisis financieras (y de la inestabilidad macroeconómica) en economías emergentes.  
Stiglitz, 2002*



## Introducción

La apertura financiera en América Latina representa un antes y un después en la forma de financiarse y obtener ingresos para dichos países. Por ello no se puede hablar de un control de capitales o la repercusión en el tipo de cambio antes de la apertura de la cuenta de capital o financiera. A lo largo del capítulo se aborda cómo fue el proceso y los resultados. También se habla de la experiencia de los países con la implementación de distintos regímenes cambiarios y qué los llevó a aplicar cada uno.

La apertura de la cuenta financiera significó uno de los cambios más importantes para América Latina, no sólo daba seguridad en el país para los inversionistas, se convirtió en una de las grandes fuentes de financiamiento. Pero no todo resultó bien, los flujos de capital llegaron a provocar distorsiones en las balanzas de pagos y por lo tanto en el tipo de cambio.

América Latina ha sido receptora de flujos financieros desde los años noventa, provenientes de países desarrollados, esto a partir de la apertura de la cuenta financiera. Muchos de estos flujos son considerados de corto plazo, es decir, no tienen la intención de quedarse un periodo largo en el país lo que puede provocar fuertes distorsiones en variables como el tipo de cambio. Por ello algunos países implementaron controles de capital (Chile en 1991 con el encaje legal y Brasil en el 2009) para poder modular su entrada y tener más estabilidad en su tipo de cambio.

“Tras un paréntesis de casi una década, la afluencia de capitales internacionales a América Latina se reinició a principios de los años noventa. Después de haberse ajustado la escasez, la región pronto debió enfrentar el desafío relativamente poco familiar de tener que manejar una abundancia de capitales internacionales. Aunque con frecuencia se lo caracteriza como un problema, el renovado flujo de capitales fue ampliamente percibido, sin duda correctamente, como un voto de confianza internacional a las medidas de estabilización y liberalización adoptadas en los años anteriores por la mayor parte de las economías latinoamericanas, y como una valiosa oportunidad para canalizar el ahorro internacional hacia la promoción del desarrollo de la economía interna. Las preocupaciones más graves acerca de los flujos de capital no surgieron de la propia afluencia, sino de la posibilidad de que pudieran, por razones internas o externas a los países receptores, disminuir abruptamente su ritmo o aun revertirse, forzando así un ajuste macroeconómico y financiero potencialmente drástico y doloroso” (Gavin; Hausmann y Leiderman, 1996: 1).

Como menciona French-Davis (2005). A partir de los años noventa América Latina llevó a cabo profundas reformas económicas, bajo el argumento de que hay una sola manera eficaz de llegar a ser una economía de mercado, y es el Consenso de Washington.

El periodo de los años noventa fue muy importante para América Latina, llevó a cabo reformas económicas en el marco del Consenso de Washington, por lo que el papel del Estado disminuyó dando entrada a la intervención del sector privado. Se desregularon las economías y hubo privatizaciones masivas. Los nuevos objetivos eran mejorar las actividades productivas y obtener un crecimiento sostenible y más elevado del PIB como lo dice el autor French-Davis (2005). Todas estas medidas han dado prioridad a las actividades financieras en lugar de las productivas, la necesidad de los flujos como forma de ingreso se ha convertido en una característica importante. “Las reformas fueron impulsadas bajo presiones provenientes de las entidades financieras internacionales, por ejemplo, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos, por algunos gobiernos y aquellos

economistas adherentes a las prescripciones, muy en boga por entonces, del enfoque neoliberal” ” (French-Davis, Ricardo, 2005: 14).

## **1.1 Reformas financieras**

Los flujos de capital tuvieron gran libertad de movimiento en América Latina debido a la escasa regulación financiera, es decir, falta de controles de capital en los años sesenta. A partir de los años setenta se comenzó a desregular las transacciones financieras. Se estaba caminando hacia la idea de los mercados financieros autorregulados.

French-Davis menciona (siguiendo a Díaz-Alejandro 1985, Devlin 1989 y Eichengreen 2003), que a partir de los años sesenta los centros financieros comenzaron a crecer, dicho crecimiento se dio sin ningún tipo de regulación, ello estimuló fuertes movimientos de capital debido a la poca reglamentación financiera, a la falta de controles de capital y de impuestos. En los años setenta y ochenta la situación se complicó porque muchos países liberalizaron sus sectores financieros y desregularon las transacciones de divisas.

Puyana (2003) menciona que en la década de los años noventa hubo muchas crisis como la mexicana 1994-1995, la crisis asiática 1997-1998, la rusa 1998 y la brasileña 1999. Pero, las crisis en América Latina (como es el caso de Brasil y México) tienen características similares, como son los flujos financieros especulativos que han provocado una alta volatilidad y exposición en las economías.



“Según importantes analistas, el estudio de las anteriores crisis ha revelado dos relevantes características del actual sistema financiero internacional: su alta volatilidad, y su susceptibilidad al contagio. La primera de estas características se debe a que los tipos de cambio, las tasas de interés, y los precios de los activos, están sometidos a grandes fluctuaciones en el corto plazo, y a virajes en el mediano y largo plazo. La segunda característica responde al “comportamiento de horda” de los especuladores financieros- eufemísticamente designados por la prensa especializada como “los mercados”-, lo cual lleva a que sus percepciones, correctas o no, sobre posibles dificultades financieras en algún país, se propaguen hacia toda una región o al planeta entero, independientemente de las condiciones económicas allí prevalecientes” (Jaime Puyana Ferreira, 2003: 23-24).

La tendencia mundial ha sido a la apertura financiera en la mayoría de los países, provocando mayor movilidad de capitales y disminuyendo las restricciones a la entrada.

En los años setenta los flujos de capital se componían principalmente de financiamiento bancario, por lo que el sector público recibía la mayor parte. En los noventa los flujos eran en bonos, inversión extranjera directa y de cartera, por lo que el sector privado se convirtió en el principal receptor. Todo esto ha contribuido a la integración de los países en el sistema financiero. (López-Mejía Alejandro, 1999).

Los flujos de capital en América Latina se caracterizan según Gavin, Hausmann y Leiderman (1996) por:

- La entrada de capitales puede convertirse en perturbaciones macroeconómicas para los países.
- Una característica de los flujos es su alta volatilidad, la mayor parte se debe a factores externos a América Latina pero al entrar igualmente la afecta.

- Los flujos de capital, debido a su carácter volátil, pueden entrar y salir repentinamente del país, por ello se necesitan respuestas de política que ayude a crear instituciones y regímenes destinados a reducir dicha volatilidad o su impacto en la economía.
- Por ello existe una relación entre los flujos a América Latina y el superávit en cuenta corriente de las principales economías. El excedente se dirige a economías emergentes como México, Brasil y Chile porque ofrecen tasas de interés rentables.

En 1996, los flujos netos de capital privado alcanzaron un nivel de 190 mil millones de dólares, monto casi cuatro veces mayor al registrado en 1990. Tan sólo en 7 años (1990-1997) los flujos de capital privado superaron los niveles registrados antes de la crisis de la deuda externa de 1982, cinco países recibieron más del 50% (China, Brasil, México, Tailandia e Indonesia) y 12 países un 75%(López-Mejía Alejandro, 1999).

A partir de la apertura de la cuenta financiera, los países en estudio han experimentado el incremento de sus reservas internacionales, y la apreciación del tipo de cambio como se puede observar en el cuadro 1.

Cuadro 1. Reservas Internacionales y tipo de cambio Brasil, Chile y México (1995-2012)

Año	Brasil		Chile		México	
	Reservas Internacionales (miles de millones de dólares)	Tipo de Cambio	Reservas Internacionales (miles de millones de dólares)	Tipo de Cambio	Reservas Internacionales (miles de millones de dólares)	Tipo de Cambio
1995	49.71	0.91	14.14	334.99	16.85	6.51
1996	58.32	0.98	14.97	413.60	19.43	7.62
1997	50.83	1.08	17.57	420.40	28.8	7.96
1998	42.58	1.16	15.87	485.17	31.8	9.00
1999	35.28	1.81	14.62	486.73	31.78	9.56
2000	32.43	1.83	15.03	513.60	35.51	9.46
2001	35.56	2.35	14.38	535.77	44.74	9.34
2002	37.46	2.93	15.34	653.12	50.59	9.66
2003	48.85	3.07	15.84	691.23	58.96	10.79
2004	52.46	3.93	15.99	694.22	64.14	11.29
2005	53.25	2.07	16.93	538.45	74.05	10.90
2006	85.16	2.17	19.39	530.33	76.27	10.90
2007	179.43	1.97	16.84	522.55	87.11	10.93
2008	192.84	1.80	23.07	522.46	95.13	11.13
2009	237.36	2.00	25.28	560.86	99.59	13.51
2010	287.06	1.76	27.82	510.25	120.26	12.64
2011	350.36	1.67	41.93	483.67	143.99	12.42
2012	369.57	1.95	41.64	486.47	160.41	13.17

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial (2012)

Se observa como desde 1995 el incremento de reservas internacionales ha sido importante, en especial para el caso de México, que pasó de tener en 1995 la cantidad de 16.85 miles de millones de dólares a 160.41 miles de millones en reservas (casi 10 veces más). Para el caso del tipo de cambio, la moneda de Brasil se depreció de .91 en 1995 a 1.95 reales por dólar. Lo mismo pasó con Chile de un tipo de cambio de 334.99 a 486.47. Es evidente como la acumulación de reservas internacionales ha ido en constante e importante aumento en los tres países, como medida preventiva y de seguridad sobre sus economías. De igual forma, los tres países han experimentado una depreciación de su moneda, resultado del cambio de tipo de cambio fijo a flexible.

Cuando se comparan la cuenta corriente y la cuenta de capital (del cuadro 1.2) de Chile, Brasil y México, nuestro país a diferencia de los otros, ha tenido años con cuenta corriente negativa, por lo que es la cuenta financiera la encargada de financiar el déficit. Dicha cuenta ha sido positiva desde 1990, excepto en 1995, año en que el reporte negativo de la cuenta de capital puede explicarse por la devaluación. El cuadro 1.2 nos muestra como el déficit en cuenta corriente es un problema estructural en los países de estudio, en especial para México.

Cuadro 1.2 Saldos en cuenta corriente y en cuenta de capitales para Brasil, Chile y México 1990-2009 (millones de dólares)

Año	Brasil		Chile		México	
	Cta. Corriente	Cta. Capitales	Cta. Corriente	Cta. Capitales	Cta. Corriente	Cta. Capitales
1990	- 3 783.7	- 5 414.8	-484,6	2 857.0	- 7 451.0	8 441.0
1991	- 1 407.5	- 4 892.0	-97,7	964,9	- 14 888.0	25 139.0
1992	6 108.8	5 879.3	-956,9	3 133.0	- 24 442.0	27 039.0
1993	-675,9	8 593.4	- 2 552.2	2 994.9	- 23 400.0	33 760.0
1994	- 1 811.2	7 901.3	- 1 587.0	5 292.6	- 29 662.1	15 786.8
1995	- 18 383.7	28 793.6	- 1 349.6	2 356.6	- 1 576.4	- 10 487.3
1996	- 23 502.1	33 530.6	- 3 082.6	5 657.1	- 2 536.7	13 297.7
1997	- 30 452.3	25 063.7	- 3 660.2	6 741.7	- 7 694.8	24 445.0
1998	- 33 415.9	21 049.7	- 3 918.4	1 966.2	- 16 017.2	20 096.8
1999	- 25 334.8	8 038.1	99,5	237,1	- 14 021.5	18 257.9
2000	- 24 224.5	29 294.9	-897,5	787,4	- 18 742.7	25 070.9
2001	- 23 214.5	20 331.4	- 1 100.2	1 361.8	- 17 714.1	30 274.8
2002	- 7 636.6	- 3 908.9	-580	1 634.3	- 14 155.3	22 254.8
2003	4 177.3	-156,6	-778,7	1 145.5	- 7 259.5	18 356.3
2004	11 679.2	- 3 532.0	2 074.5	- 2 000.8	- 5 236.8	14 723.3
2005	13 984.7	13 144.1	1 448.9	1 549.6	- 4 872.0	17 359.8
2006	13 642.6	15 429.8	7 154.3	- 4 215.0	- 4 776.4	667,3
2007	1 550.7	88 329.7	7 458.2	- 10 238.3	- 8 673.4	21 352.0
2008	- 28 192.0	28 296.5	- 2 513.0	7 326.3	- 16 222.8	26 952.1
2009	- 24 334.5	69 422.7	4 217.0	- 2 469.3	- 5 720.7	16 152.6

Fuente: Elaboración propia con datos de la CEPAL de la base CEPALSTAT (2011)

Por ello se concluye que estos países pueden ser comparados porque tienen características económicas similares, pero diferentes resultados debido a las diversas políticas económicas. A partir de la apertura de la cuenta financiera, sus fundamentales, como lo son las reservas internacionales y la tasa de interés, han cambiado. Los países latinoamericanos han tenido como meta bajar las tasas de inflación a números de un dígito, en especial la Banca Central de México que se ha convertido en su mandato principal mantener la inflación en tasas muy bajas. Las investigadoras Alma Chapoy e Irma Manrique resumen las consecuencias económicas y sociales de la apertura financiera de una manera muy puntual:

“La liberalización de las corrientes comerciales y de capital, la política de privatizaciones, la integración obligada a los mercados mundiales, la globalización y la cada vez mayor dependencia de las fuerzas del mercado que premian al capital en detrimento del trabajo, han traído consigo devaluaciones, fuga de capitales, caída de las bolsas de valores, disminución en la tasa de crecimiento económico, un trato cada vez más desigual entre deudores y acreedores y una enorme transferencia de riqueza de los más pobres a los más ricos. En un mercado crecientemente global, los países más débiles han quedado marginados.” (Chapoy y Manrique, 2000: 209)

La apertura de la balanza de pagos provocó una disminución de la tasa de crecimiento (contrario a lo que se buscaba) debido a las fluctuaciones económicas como devaluaciones y movimientos en las tasas de interés, consecuencia de los movimientos de los grandes flujos y a la inestabilidad de los mismos. Los países más afectados fueron los económicamente más débiles.

## **1.2 Experiencia en Chile con la aplicación de controles de capital**

Chile es el caso clásico en la implementación de controles de capital, en los años noventa (1991) impuso un encaje legal del 20% a los flujos entrantes. El proceso y su experiencia lo hacen un ejemplo para México al ser ambos países latinoamericanos que pasaron en los años ochenta por crisis de deuda y por haber sufrido regímenes cambiarios incompatibles con sus políticas económicas. Es considerado como referencia en la implementación de controles de capital, y al ser un país latinoamericano lo hace una referencia obligada para México.

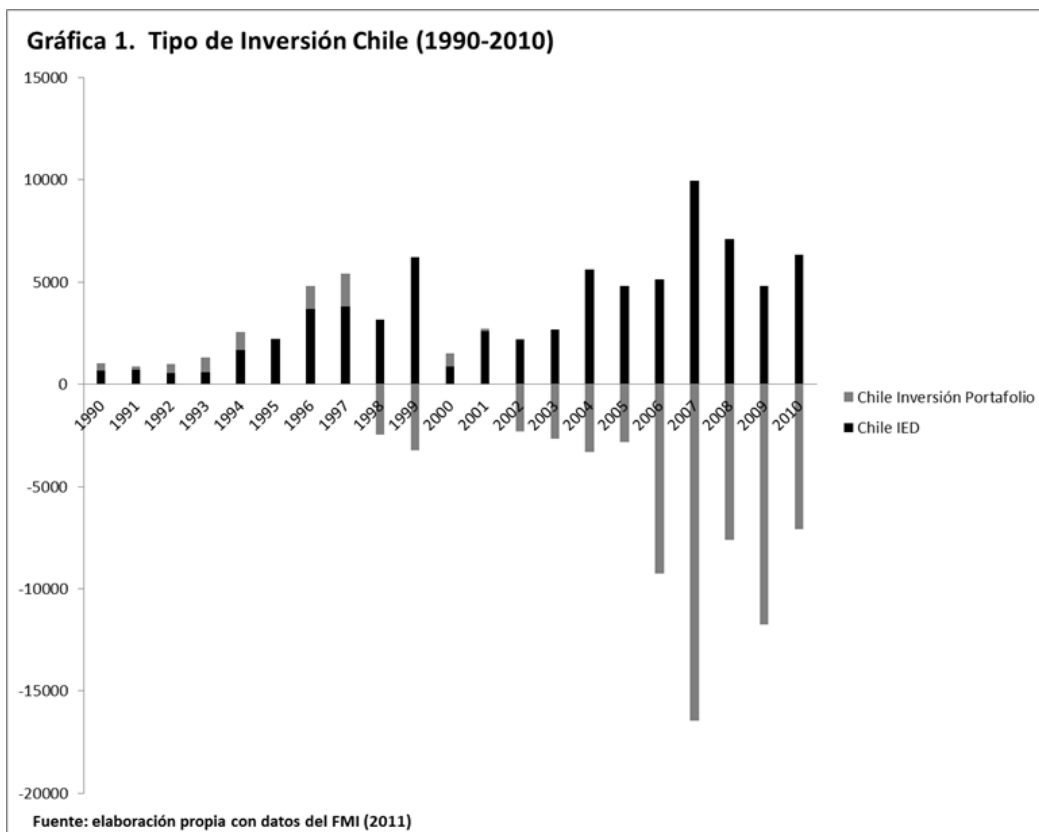
Desde finales de los años 1990 Chile ha llevado a cabo la liberalización de su cuenta de capitales. Ha pasado por ser uno de los países de Latinoamérica con más proteccionismo, a tener controles de capital y por último a tener importantes restricciones financieras. Por ello es importante analizar su experiencia.

El país tuvo características diferentes a otros países en Latinoamérica, en especial con la deuda extranjera. Fueron las corporaciones no financieras las que hicieron los préstamos internacionales en el país, ello permitió aislar al sistema financiero de las fluctuaciones internacionales. Y de cierta manera protegió a las pequeñas empresas porque no tenían acceso a esos créditos.

Decidió utilizar un control de capital porque le daba un grado de libertad a la política monetaria en el contexto del manejo del tipo de cambio. Consideraba que mientras el encaje fuera más alto para los flujos de corto plazo, la vulnerabilidad se reduciría. Y la razón más importante, un tipo de cambio depreciado se pensaba como factor clave detrás de la recuperación exitosa.

“El año 1998 se disminuyó a cero la aplicación de un encaje (depósito no remunerado) al ingreso de capitales por concepto de créditos externos, bonos emitidos en el exterior e inversiones de cartera. Esta fue una de las medidas de control de capitales más emblemáticas de Chile y sus efectos sobre los flujos de capitales han sido ampliamente analizados. En 1999 se eliminó la obligación de autorización previa para el ingreso y pago de créditos externos, inversiones y aportes de capital, así como la obligación de liquidación de las divisas al ingresar al país. Por otra parte, se permitieron los préstamos interbancarios en moneda extranjera, se incorporó la reglamentación que dio surgimiento a la Bolsa OffShore; y se autorizó la inversión de residentes en el exterior con disposición de fondos en el extranjero. Todo lo anterior se realizó en un contexto en que se abandonaba la política cambiaria de flotación en una banda.” (Selaive et al, 2008: 9).

Chile ha pasado por muchos regímenes cambiarios. Tipo de cambio fijo tuvo de 1979-1982. En ese año se da una devaluación porque era insostenible mantener el tipo de cambio debido al gran endeudamiento, pero lo más importante fue la aplicación del primer control de capital. En 1983 se decide cambiar por un tipo de cambio pegado a una canasta de divisas (el dólar, yen, marco alemán, libra esterlina y el franco) con las monedas de los países que comerciaban. Como no lo pueden sostener se cambia a bandas de flotación en 1984, y éste fue el más duradero, y el que se tenía cuando aplicaron controles de capital. En 1991 se aplica el encaje legal, fue del 20%.



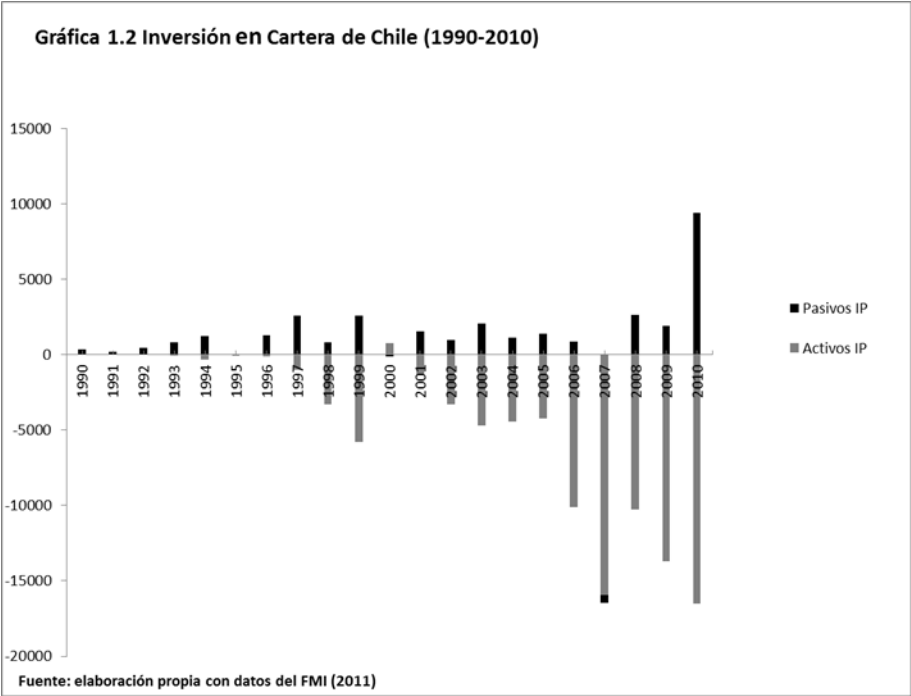
Como se puede ver en la gráfica 1, a partir de la apertura de la cuenta financiera y de la aplicación del encaje legal en 1991 se da una reducción en la entrada de inversión de cartera y aumenta la parte de inversión extranjera directa, se puede afirmar que el control sí ayudó a mediar la entrada de flujos especulativos.

Como se mencionó anteriormente, a partir de 1998 se empiezan a eliminar los controles de capital. En 1999 después de luchar por sostener el tipo de cambio fijo se deja a libre flotación. En el 2001 se elimina el encaje legal y en 2002 los controles restantes.

Chile decidió dejar los controles porque notó que el tener flexibilidad en el manejo del tipo de cambio era más benéfico a un control, le permitía actuar más rápido a choques externos. Como su sistema financiero se aisló de fluctuaciones externas, lo consideraban fuerte.



La gráfica 1.2 muestra que en los años noventa los flujos de inversión en cartera eran mínimos, y la mayor parte eran pasivos (entran más flujos de los que salen), el control a la entrada fue bastante efectivo. A partir de su eliminación en el 2001, se puede ver como la entrada de capitales aumenta de manera importante, al ser mayores los activos que los pasivos.

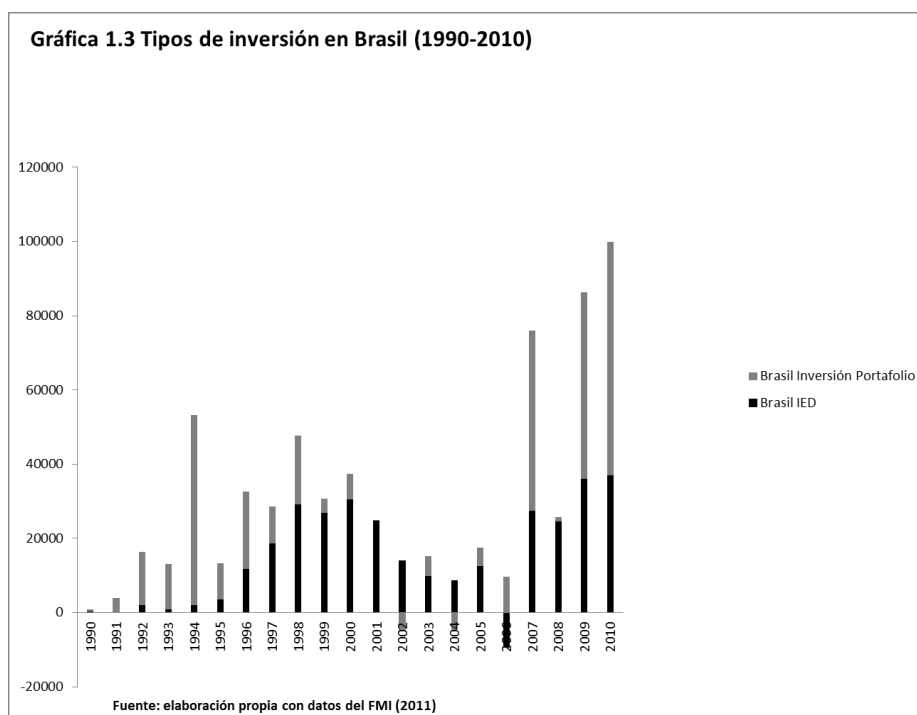


### 1.3 Reformas financieras en Brasil y sus medidas de control de capital

Para la tesis se considera utilizar a Brasil por ser uno de los países latinoamericanos que actualmente implementa controles de capital a los flujos financieros de corto plazo, y ha mostrado un crecimiento económico superior al de toda América Latina. Brasil es uno de los países con más características en común con México y sus políticas económicas son frecuentemente comparadas.

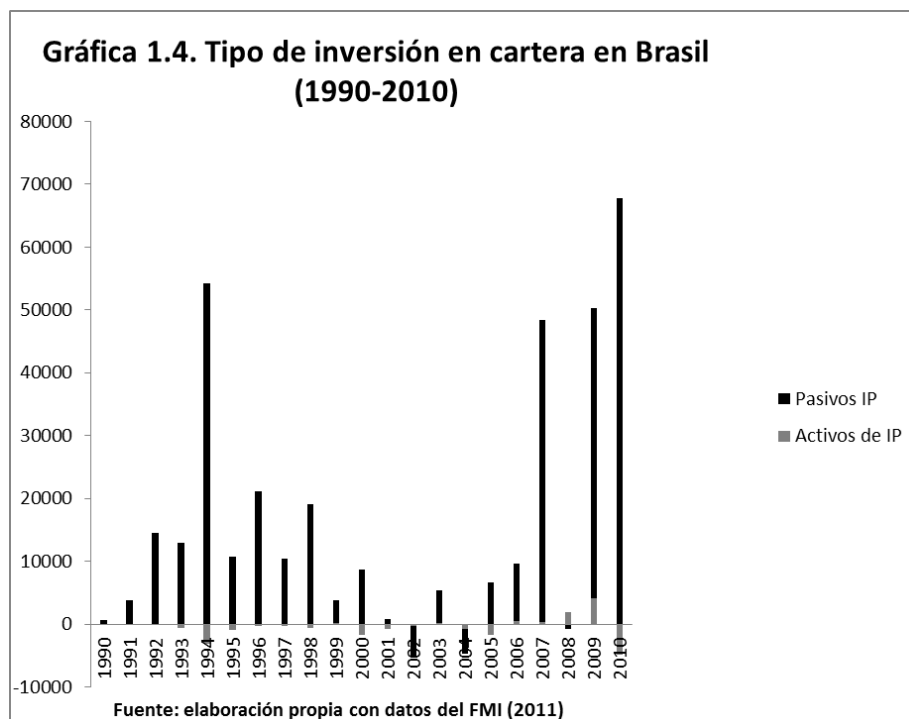
Una característica de Brasil en los últimos 30 años ha sido la alta volatilidad en su economía. En parte ha sido consecuencia de interrupciones en los flujos de capital y por lo tanto de déficit en cuenta corriente. Ha pasado por dos grandes ciclos de déficit en cuenta corriente: una en 1970 (duró hasta la crisis de la deuda a principios de los años 1980). La segunda en los años noventa que terminó con un déficit en cuenta corriente después de las elecciones del 2002. Brasil ha sido una de las economías con mayor apertura financiera comparada con otros mercados emergentes (como China e India). “En los últimos quince años Brasil ha, también, empezado la liberalización de su cuenta de capital. La liberalización fue un proceso gradual en el establecimiento de nuevas reglas de entradas y salidas de flujos de capital” (Goldfajn y Minella; 2007: 349).

Desde los años noventa la inversión en cartera de Brasil ha sido compuesta principalmente por pasivos, lo cual dice que más dinero está entrando en la economía del que está saliendo, como se ve en la gráfica 1.3



“Brasil sufrió una inflación galopante en los años ochenta. Tras muchos intentos fallidos de estabilización, el país introdujo una nueva moneda, el *real*, en 1994. Inicialmente se fijó a un tipo de cambio respecto al dólar, y después se permitió que fuera aumentando respecto al dólar a una tasa moderada. Puesto que esta tasa de incremento del tipo de cambio era inferior a la diferencia entre la inflación brasileña y la extranjera, el real experimentó una apreciación real (valga la aparente redundancia) reduciendo la competitividad de la economía en los mercados foráneos. A su vez, los elevados tipos de interés, las quiebras bancarias y el paro ralentizaron la inflación, que disminuyó de una tasa anual de 2,669% en 1994 a tan sólo el 10% en 1997”. (Krugman y Obstfeld, 2006:7).

En la gráfica 1.4 se ve la inversión en Brasil en los años noventa, se componía principalmente por inversión extranjera directa, en los últimos años (2006-2010) la inversión en portafolio ha alcanzado la mayor parte. Ello podría explicar que el país esté aplicando controles a la entrada de flujos financieros para poder mediar su impacto.



“Sin embargo, el rápido crecimiento económico no volvió, y el déficit fiscal del Gobierno permaneció a niveles preocupantemente elevados. Una gran parte del problema era el muy elevado tipo de interés que tenía que pagar el gobierno sobre su deuda, un tipo que reflejaba escepticismo del mercado de que pudiera mantenerse la limitada y controlada depreciación del real frente al dólar. En otoño de 1998 aumentó el escepticismo... Los tipos de interés empezaron a aumentar y las reservas del banco central empezaron a disminuir” (Krugman y Obstfeld, 2006:7).

La acumulación de la deuda cambió sustancialmente después de la liberalización de la cuenta de capital y, sobretodo, después de flexibilizar el tipo de cambio. El sector privado disminuyó significativamente su emisión de deuda. Y fue el resultado de la limitación a su acceso durante la crisis, pero también provocado por la flexibilización del tipo de cambio.

“Preocupado por la posibilidad de que el colapso brasileño desestabilizaría a los países de la zona. El FMI creó un fondo de estabilización de más de 40,000 millones de dólares para ayudar a Brasil a defender el real. Pero los mercados siguieron siendo pesimistas y el plan fracasó. En enero de 1999 Brasil devaluó el real en un 8% y permitió que fluctuase libremente perdiendo un 40% adicional de su valor. A continuación se produjo una recesión cuando el gobierno intentaba impedir la caída libre de su moneda. Por fortuna, la inflación no se disparó y la recesión resultante fue muy breve al recuperarse la competitividad de las exportaciones de Brasil. Seis meses después de la crisis los tipos de interés habían bajado y habían aumentado las reservas. Brasil tuvo bastante suerte” (Krugman y Obstfeld, 2006:7).

El perfil del financiamiento externo había también cambiado desde la liberalización y del régimen de flotación. Después de un periodo basado en inversiones de portafolio, la inversión extranjera directa reemplazó a esa principal fuente de financiamiento. Desde 1998, la inversión directa se ha formado en más del 100 por ciento con flujos de capital privado. En general, los flujos de inversión extranjera directa tienden a ser más estables y menos correlacionados con otros flujos de

deuda de largo plazo y funcionaron como el factor estabilizador durante las crisis externas, pero que tuvieron un comportamiento pro cíclico durante las crisis internas.

Los flujos netos de capital han, en general, financiado los déficit en cuenta corriente. Algunas diferencias emergen en el tiempo. Los flujos netos de capital financiaron una fuerte acumulación de reservas internacionales entre 1992 y 1996; una gran expansión de déficit en cuenta corriente de 1995 a 1997, que representa un crecimiento de ambas inversiones y en el consumo; e incrementa el déficit en cuenta corriente de 1998 al 2001, resultando de un sobresaliente déficit de los ingresos netos del exterior.

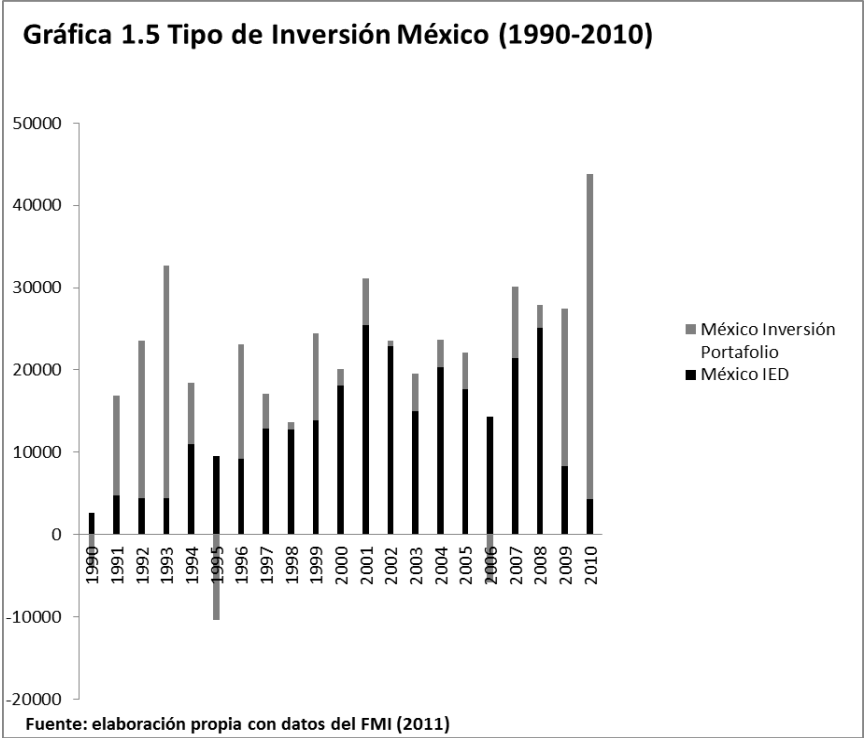
La decisión de utilizar un control de capitales para el caso de Brasil fue diferente al de Chile. Cuando la economía empezó a experimentar un crecimiento acelerado existían fuertes presiones inflacionarias, entonces el banco central decidió aumentar la tasa de interés y por lo mismo se atrajo a muchos capitales que estaban en busca de tasas de interés rentables.

#### **1.4 Apertura financiera en México y el proceso de financiarización**

A partir de los años noventa México ha registrado una gran afluencia de flujos financieros internacionales porque ofrece una tasa de interés más alta a la de países desarrollados (la prima de riesgo incrementa la tasa), provocando que el tipo de cambio esté expuesto a fluctuaciones por las grandes entradas o por las especulaciones generadas. Una de las consecuencias es la apreciación del tipo de cambio, lo cual ha afectado la competitividad con el comercio exterior y ha

marcado aún más el déficit estructural en la cuenta corriente.

Los flujos de capital han mostrado ser altamente volátiles por su naturaleza de corto plazo, en especial cuando es capital puramente especulativo. “Estas preocupaciones demostraron ser legítimas en el curso de 1994, cuando después de una serie de shocks políticos internos en México y la aplicación de políticas monetarias sustancialmente más restrictivas en Estados Unidos, se redujo abruptamente la afluencia de capitales a México, revirtiéndose hacia finales del año. A principios de 1995, la reducción de la afluencia se hizo más generalizada, contribuyendo a la inestabilidad financiera en gran parte de la región y al estallido de importantes crisis financieras en México y Argentina”. (Gavin; Rojas y Leiderman 1996: 1).



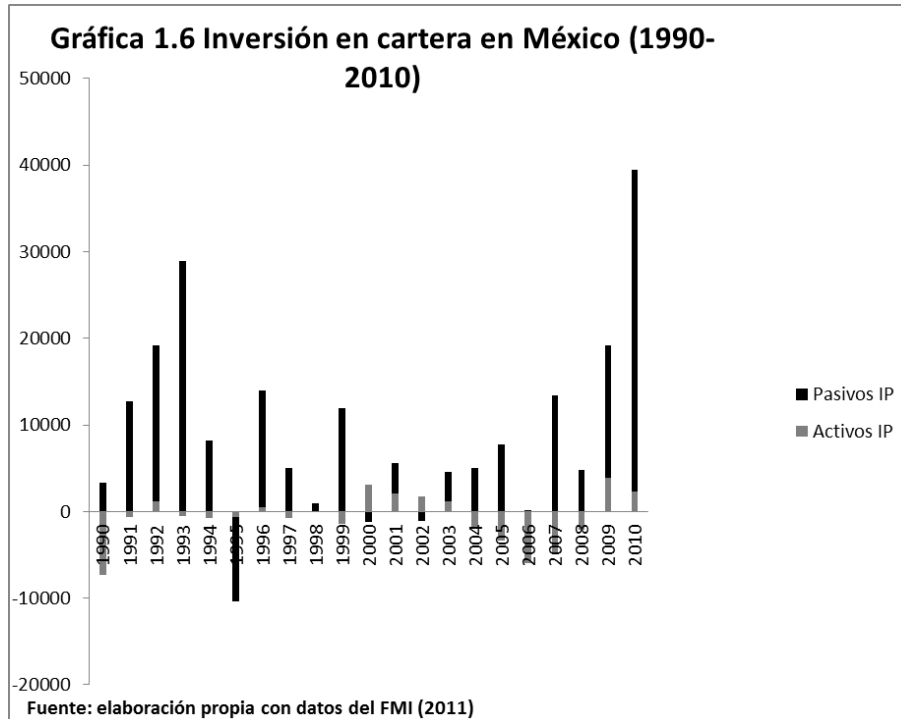
La gráfica 1.5 muestra cómo se ha comportado la inversión en cartera en México

de 1990-2010, y resalta que exceptuando 1995 año en que ocurre una fuga de capitales, la mayor parte de la inversión es de pasivos.

La gráfica 1.6 nos muestra cómo se ha comportado el total de la inversión, en 1990, 1995 y 2005 hay fugas de capital, en inversión en portafolio. Sin considerar los últimos años, el mayor componente de la inversión en México es la inversión extranjera directa, sin embargo, en los últimos años se ha incrementado la afluencia de los flujos en inversión de portafolio, por ello es importante considerar que un control de capital podría atenuar sus efectos. “Las altas tasas de desempleo del país, el bajo crecimiento económico, junto a los altos niveles de capacidad ociosa y las presiones que enfrenta en la balanza de comercio exterior, deben llevar a la economía a trabajar con tipo de cambio flexible en torno a precios, como a la salida de capitales”<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup>Huerta, Arturo (2006), VI Seminario de Economía Fiscal y Financiera: Debate actual en economía financiera: los países en desarrollo, México, IIEc- UNAM.



Arturo Huerta menciona que la entrada de capitales a México le ha creado una total dependencia y ha traído más problemas que beneficios a la economía del país, porque basa todo su crecimiento en el sector externo. “Toda crisis económica reciente en México ha sido precedida por la apreciación del tipo de cambio, y de menor entrada de capitales”<sup>3</sup>.

<sup>3</sup>Huerta, Arturo (2011), Conferencia: Obstáculos al crecimiento: apreciación cambiaria y disciplina fiscal.



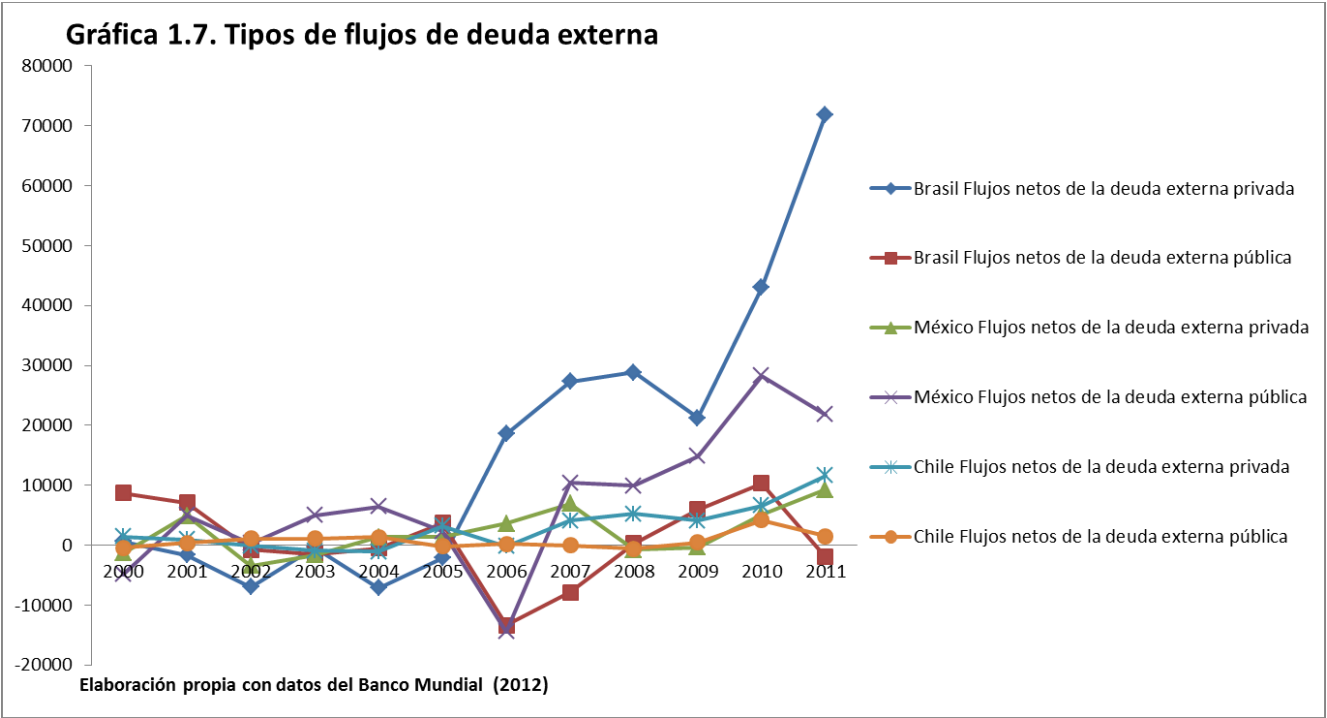
## **1.5 El proceso de financiarización en América Latina**

La financiarización es para Epstein “el creciente papel de las motivaciones financieras, los mercados financieros, los agentes financieros y las instituciones financieras en las operaciones de las economías nacionales e internacionales” (Liang, Yan, 2013: 1) El proceso de financiarización se concentra e inicia en los países desarrollados, por ello es Estados Unidos el caso de referencia. Pero es a través de los flujos de capital que estos países se conectan con países en desarrollo.

No hay una fecha exacta acerca de cuándo empezó este proceso, pero es a partir de 1970 que se da un flujo importante de petrodólares alrededor del mundo y que llegó a la creación de euromercados. Se pasó de escases de dólares, por un exceso de ellos debido a la salida de capitales de Estados Unidos “La abundancia de dólares debilitó el respaldo oro en la moneda estadounidense y condujo a la quiebra del Bretton Woods” (López, Alejandro, 2011: 33). Los acuerdos estaban en contra del libre flujo de capitales, ya que los consideraban incompatibles con el sistema de paridades fijas.

Como menciona Alejandro López (2011), la segunda fase del proceso fue a partir de 1979 y 1981, con la llegada de Paul Volker a la FED y Margaret Thatcher como Primer Ministro Británico que aceleraron el proceso de finanzas liberalizadas y se eliminaron los controles de capital en el extranjero. “La década de 1990 fue testigo de la notable de la aceleración de la financiarización, como desregulación financiera, liberalización e innovación que impulsó el enorme crecimiento de las actividades e instituciones financieras” (Liang, Yan, 2013: 1).

Los desequilibrios globales que son, muchas veces, causados por los flujos de capital provenientes de países desarrollados y de su proceso de financiarización dan forma a los mercados financieros internacionales. La financiarización se caracteriza por un aumento de la deuda y de los valores de los accionistas. Uno de sus efectos más importantes es que ayuda a que crezca la desigualdad en los ingresos. En Brasil en los últimos 10 años, la deuda externa privada ha sido la que más ha crecido, en México ha sido la pública y en Chile la privada.



La financiarización implica que existe un mayor volumen de negocios y ventas en los mercados financieros de los países desarrollados o que se consideran que se han financiarizado. Dicho aumento es mayor que las transacciones reales en la economía, considerado como un predominio de las finanzas. "En las economías con sistemas financieros más complejos, tales como los Estados Unidos o el Reino Unido, y en los "mercados emergentes", aunque estos con sistemas

financieros pequeños, la mayoría de las transacciones financieras pueden explicarse por una combinación de las finanzas de mercado, la innovación financiera, la política monetaria activa, y de "cobertura" (Toporowski, J. 2012: 4).

El papel de la financiarización como posible causa de los desequilibrios macroeconómicos en países desarrollados y en desarrollo con déficit es contrario a la idea de la corriente dominante, de que son los desequilibrios internos los causantes del déficit externo. Se culpa a la falta de ahorro privado y países con fuertes déficit. “Los déficit en cuenta corriente de Estados Unidos se han ido ampliando desde la década del 2000, junto con la Europa periférica, mientras que China y Europa central han registrado cada vez mayor superávit en su cuenta corriente durante el mismo período de tiempo” (Liang, Yiang, 2013: 3). Esto desmiente a la corriente dominante.

“La financiarización es inherentemente globalizada. La asignación global de activos financieros permite la diversificación de la cartera y compartir el riesgo. También permite más oportunidades de arbitraje y especulación. Por lo tanto, la globalización financiera, es decir, la creciente integración de los mercados financieros es parte integrante del proceso de financiarización. La saturación del mercado y los rendimientos decrecientes en los países desarrollados empujan a los inversores a buscar oportunidades de inversión en los mercados emergentes; y el crecimiento relativamente alto de las economías emergentes y la liberalización del mercado atraen flujos financieros. En otras palabras, los factores “pull y push” (tirar y empujar) contribuyen al incremento de flujos a países emergentes”(Liang, Yiang, 2013: 2).

Con el aumento de los flujos de capital gracias a la financiarización, el déficit en cuenta corriente de los países en desarrollo no está limitado por sus reservas y no pueden ajustarse a través del tipo de cambio. Las instituciones financieras, a su vez, contribuyen también a los desequilibrios mundiales en economías desarrolladas y en desarrollo ya que ellos asignan los activos en las instituciones

financieras internacionales. “La reforma financiera recomendada y realizada por los organismos financieros en América Latina se convirtió en un canal perfecto para permitir legalizar las prácticas especulativas y fraudulentas en los incipientes mercados financieros de dichas economías, agudizando la dependencia y la fragilidad financiera” (López, Alejandro, 2011, 39).

Por otra parte, la financiarización favorece a la desigualdad y al estancamiento de los salarios. Promueve las transacciones financieras por encima de las reales y provoca que el consumo sea mediante préstamos, lo que lleva a un desahorro interno y un déficit exterior. Y lo más importante referente a este trabajo de investigación, las entradas de flujos de capital son altamente volátiles por lo que el crecimiento está dado por el aumento de préstamos del exterior.

Por ello, políticas para mejorar el ahorro o de tipo de cambio no son suficientes para resolver los desequilibrios mundiales creados por la financiarización. Es necesaria una reforma al sistema financiero mundial.

## **Conclusión**

Los flujos de capital a países en desarrollo o emergentes, como América Latina, son bien recibidos, proporcionan financiamiento de bajo costo y muestran la confianza en ese mercado o país. Pero al mismo tiempo destacan una necesidad estructural por ellos, porque son necesarios para saldar los déficit en cuenta corriente provocados por la baja competitividad en su sector externo.

“Una década y media de aplicación de intensas y profundas reformas ha dejado una mezcla de éxitos y fracasos. Es indiscutible que se observan resultados claramente favorables en diversas áreas, entre ellos encontramos la erradicación de la hiperinflación, la vigencia de presupuestos públicos más equilibrados, el incremento de la significación de las exportaciones en relación con el PIB; la liberalización del radio de acción de la burocracia y la merma del número de decisiones de carácter microeconómico que son adoptadas centralmente. Sin embargo, el balance neto en términos de crecimiento y equidad ha sido deficiente. En síntesis, el resultado final es desilusionante....” (French-Davis, 2005: 14).

En base a Alejandro López (2011), la fuga de capitales, el elevado y creciente déficit fiscal y externo hubo una gran necesidad de financiamiento que fue satisfecha con la nueva reforma financiera neoliberal de mercados libres y desregulados y que con el principio de distribución del ingreso lograría que las economías latinoamericanas accedieran a los mercados financieros.

French-Davis menciona que los mercados de capitales han crecido constantemente desde los años sesenta, y los capitales ligados a factores puramente financieros aumentaron a partir de los años noventa. Esto debido a la apertura en las cuentas de capital, lo que permitió más libertad en los movimientos de capital y en mayores cantidades.

La gran necesidad de mantener el equilibrio macroeconómico (bajar los niveles de inflación, mantener finanzas sanas y reducir el déficit y lograr superávit en la balanza comercial) afectó a la manera en la que América Latina se estaba financiando y hubo atracción de inversión. El resultado fue acentuar los problemas estructurales y aceptar cualquier tipo de financiamiento internacional que terminó en un exceso de endeudamiento. La preferencia por las actividades financieras terminó por dismantelar el sistema productivo. Esto refleja ahora la necesidad de flujos de capital constantes que permitan sanear dichas deudas, más una cantidad

considerable de reservas internacionales que den confianza a los inversionistas para seguir atrayéndolos, mismos que entran y salen causando desequilibrios en las economías.



## CAPÍTULO SEGUNDO

### Flujos de capital y su mediación

*“Resulta prematuro hablar de mercados financieros integrados, pues la movilidad de capital internacional claramente está lejos de ser perfecta”  
Ffrench-Davis y Griffith- Jones, 1995.*





## Introducción

Los flujos financieros constituyen una fuente de financiamiento para todo tipo de economías, y para América Latina se ha convertido en un recurso primordial para financiarse de esa manera y evitar recurrir a préstamos internacionales.

A lo largo del capítulo se habla de qué son considerados flujos financieros, cómo se dividen y el tipo de deuda, porque no todos son iguales ni representan el mismo riesgo. Se habla de qué tipo podría considerarse dañino para la economía y por qué, pero también se consideran los beneficios, como lo es una mayor integración mundial.

Para representar el daño que pueden tener los flujos de capitales se utiliza el modelo de tipo de cambio flexible con libre movilidad de capitales, porque es el de los países en estudio. Se explica cómo funciona y los efectos que se tienen. Los regímenes cambiarios son fundamentales para entender el tema, por ello se explican los actuales y se puntualiza el tipo de cambio que tienen Brasil, Chile y México.

El Trilema Monetario es fundamental para entender cuáles son las desventajas y ventajas de tener un tipo de cambio flexible y libre movilidad de capitales, por ello se explica. Se mencionan las crisis cambiarias de primera, segunda y tercera generación como ejemplos reales de lo ocurrido por fugas de capital.

Los efectos de las fugas de capital provocaron que los países buscaran la forma de mediar los flujos y evitar esas salidas repentinas que tanto afectan a la economía. Una de las maneras más importantes es la aplicación de un control de capital, la propuesta para México en esta tesis parte de explicar qué son y los tipos

que existen. Pero también se habla de otras alternativas, como es el uso de reservas internacionales como una medida de protección.

## **2.1 Flujos financieros**

Los flujos financieros internacionales constituyen una gran variedad de transacciones y se dividen en muchas categorías. Para Appleyard y Field (2005) los tipos son muy diversos, pueden ser desde préstamos bancarios de moneda extranjera, bonos extranjeros y domésticos, inversión extranjera directa, servicios financieros (banca y seguros), transacciones de moneda al contado y forward. “Estas transacciones pueden subdividirse adicionalmente con base al vencimiento, en activos a largo plazo o de capital (vencimientos a un año o más) y activos del mercado monetario o a corto plazo (vencimiento a menos de un año). Los activos del mercado monetario incluyen los títulos valores del gobierno a corto plazo, los certificados de depósito (CD) y la deuda corporativa a corto plazo, entre otros. Se transan en mercados altamente competitivos, se realizan a un tipo fijo de interés y son bastante líquidos (fácilmente convertibles a dinero efectivo). Los mercados de capitales, así mismo, incluyen CD a largo plazo, bonos, acciones, inversión real y otras formas de participación en patrimonio para las cuales existe una tasa de ganancia menos segura”. (Appleyard y Field, 2005: 4).

La decisión de invertir internacionalmente es un costo de oportunidad, se decide por la opción que da la tasa de ganancia esperada sobre el activo internacional comparándolo con el nacional. Cuando no existan barreras a los flujos de inversión, los fondos se moverán con mayor facilidad. “El inversionista considera

tres elementos al decidir si invierte en el país doméstico o en el país extranjero: 1) la tasa de interés o tasa de ganancia esperada doméstica, 2) la tasa de interés o tasa de ganancia esperada extranjera, y 3) cualquier variación esperada en el tipo de cambio. En esta situación, el equilibrio en los mercados financieros no necesariamente conduce a la igualdad de tasas de interés o tasas esperadas sobre activos entre los dos países” (Appleyard y Field, 2005: 4). Y por ello México ha recibido entradas de capital al manejar una tasa de interés más alta a la de países desarrollados como lo es Estados Unidos. “Las transacciones internacionales han involucrado mucho más que el comercio de bienes y servicios. Individuos, corporaciones, instituciones financieras y gobiernos poseen ahora activos internacionales en un grado considerablemente superior que antes. Estos activos varían en un rango desde depósitos bancarios en el exterior de ciudadanos y corporaciones domésticas hasta bonos, acciones e instalaciones físicas de extranjeros (por ejemplo, fábricas en otros países).” (Appleyard y Field, 2005: 4). El problema en sí no son los flujos de capital, sino el tipo que entra al país. Es decir, el capital especulativo es altamente volátil por ser de corto plazo. Se puede definir como:

“[...] toda inversión dentro del circuito financiero que se realiza únicamente para obtener un rendimiento sin considerar el circuito real de la empresa. Esto se puede dar tanto en el mercado de deuda como en el accionario. En el mercado se le considera usura, es decir, el cobro de un interés sin relación alguna con la actividad de la empresa. En el mercado accionario se trata de generar un rendimiento teniendo expectativas basadas en las expectativas de los demás agentes, o bien, esperando obtener un rendimiento al comprar o vender un producto financiero sólo porque se espera que los demás agentes reaccionen de alguna forma que influya en el precio del título financiero [...]” (Brugger, 2010: 2).

El capital especulativo altamente volátil busca el mayor rendimiento (la mayor tasa de interés) y provoca las mayores distorsiones en los mercados accionarios. “La liberalización y expansión de los flujos financieros ha incrementado la oferta de recursos y el grado de liquidez, diversificando los instrumentos de inversión, pero el sistema financiero se ha vuelto sumamente inestable o volátil propiciando “guerras” de tasas de interés o tipo de cambio” (Aguirre, Teresa, 2005: 181). Por lo mismo su control es tan importante para la estabilidad económica. No todos los capitales son dañinos, en realidad representan una fuente de financiamiento importante, el problema es ese tipo de capital y su volatilidad. El capital financiero ha registrado mayores rendimientos que el productivo, buscando las mayores tasas de interés, lo que profundiza las fluctuaciones cíclicas de consumo y endeudamiento de las empresas.

## **2.2 ¿Cuáles son los flujos dañinos?**

Como se mencionó la rentabilidad del capital financiero ha sido mayor que la del capital productivo, moviéndose en relación a la tasa de interés. Esto ha provocado que los agentes económicos tiendan a endeudarse más y que la dependencia por los flujos internacionales sea más grande. La volatilidad de los flujos “ha retroalimentado la fragilidad de todo el sistema financiero, que se convierte en endémica” (Aguirre, Teresa, 2005:181).

Aun así no puede pensar en la idea de cortar por completo la entrada y salida de

flujos de capital. Son un instrumento importante y debe manejarse con cuidado. Significa inversión o financiamiento externo, que es básico para el crecimiento económico. Y a la vez, dan confianza en el país receptor y la confianza es lo más importante para mantener un sistema financiero en funcionamiento. Por lo que los flujos de capital se convirtieron en un instrumento para la integración mundial y, en algunos casos, para el desarrollo económico.

El problema en sí no son los flujos, sino la naturaleza, temporalidad y tipo de ellos. Cuando los flujos son meramente especulativos (buscan tasas de interés altas, son inversión de cartera y buscan rendimientos a corto plazo), pueden traer más costos que beneficios. Al entrar inversión al país la moneda puede apreciarse trayendo desventajas en la competitividad externa, y a su salida provocan una fuerte depreciación originando un efecto manada para el cual las reservas internacionales nunca son suficientes. Es decir, cuando son flujos de tan corto plazo no pueden traer un beneficio real a la economía, pero cuando salen generan fuertes distorsiones y no es fácil salir. “Estos flujos se han convertido en la fuente de apalancamiento, y sostienen la lógica financiera, pero son altamente sensibles a la percepción de la confianza, lo que unido a las necesidades de liquidez, genera en cualquier momento pánico financiero llevando a la quiebra o insolvencia a naciones enteras (México: 1994-1995, Sureste asiático: 1997, Rusia: 1998, Brasil: 1999, Argentina: 1999-2002 como casos registrados en los noventas)”. (Aguirre, Teresa, 2005: 181-182). Las transacciones financieras son intertemporales y los instrumentos financieros incompletos, provocando y ayudando a la volatilidad de los mercados financieros,

Siempre es una responsabilidad compartida entre los países que emiten los flujos

y los que reciben. “Por lo tanto, el mejoramiento de la información, la regulación del sector financiero y una macrogestión amplia y prudente (directa e indirecta) de las corrientes financieras constituyen un bien público respecto al cual los gobiernos tienen un papel compartido: en el desempeño de la oferta en el caso de los países industriales, y en la demanda en el de las autoridades de países en desarrollo, coordinadas, cuando corresponda, por los organismos internacionales” (Ffrench-Davis 2009: 25).

Esperar que los flujos de capital se regulen con el papel de la tasa de interés es complicado, debido a la alta volatilidad que representan y que se pasan la economía real con costos realmente altos. “Ante choques externos o internos que afecten la cuenta de capital, es decir, salida de reservas, la oferta de dinero disminuye y las tasas de interés suben afectando negativamente la economía real. El ajuste –en ausencia de política cambiaria y monetaria- recae sobre el nivel de la actividad económica, es decir, en el empleo y los salarios, por lo que requiere flexibilidad en el mercado laboral, si hay barreras al descenso de los salarios, es decir, si el mercado laboral presenta rigidez, el efecto se hace sentir en mayor medida en el empleo” (Aguirre, Teresa, 2005:215).

Como se mencionó anteriormente no se puede pensar en una economía cerrada a los flujos internacionales porque tienen importancia para el crecimiento económico. Pero debido a que la historia de los países en desarrollo muestra una alta vulnerabilidad con la salida de los flujos, es necesario considerar ser más restrictivo con qué tipo de capitales entran, por cuánto tiempo y a qué sector van dirigidos.

## 2.3 Tipos de cambio flexible y libre movilidad de capitales

La tendencia ha sido dejar el tipo de cambio fijo para pasar al tipo de cambio flexible porque permite un mejor manejo de las políticas económicas. Pero se ha argumentado que un tipo de cambio flexible es mayormente especulativo

“Una preocupación importante expresada por algunos economistas es que un sistema de tipos de cambio flexible se caracteriza por especulación desestabilizadora. Este argumento hace énfasis en que las fluctuaciones normales que ocurren con tipos flexibles aumentan debido al comportamiento de los especuladores que intentan obtener utilidades con base en sus anticipaciones de tipos de cambio futuros. Si una moneda se deprecia (o se aprecia), los especuladores proyectarán la depreciación (o apreciación) y concluirán que su estrategia óptima es vender (o comprar) la moneda. Estas ventas (o compras) empeorarán la depreciación (o la apreciación). El resultado de este comportamiento especulativo es que las fluctuaciones cíclicas en los tipos de cambio tendrán una mayor amplitud de lo que sería de otro modo” (Krugman y Obstfeld, 2006:7).

Las crisis monetarias comenzaron a ser más fuertes y constantes a finales de los años sesenta, y los efectos aún mayores, se culpaba a la rigidez en los tipos de cambio. Hubo defensores de los tipos de cambio flexibles porque decían que los beneficios para la economía mundial serían mucho mayores. Para Krugman y Obstfeld (2006:7) los tres puntos principales a favor de utilizar tipos de cambio flexibles son tres:

1. Autonomía de la política monetaria: Al no estar obligados los bancos centrales a fijar un tipo de cambio se tendría más libertad en la política monetaria para lograr un equilibrio interno y externo. “Más aún ningún país se vería forzado a importar inflación (o deflación) del extranjero”(Krugman y Obstfeld, 2006:7).
2. Simetría. El punto es que no habría asimetrías inherentes al sistema



Bretton Woods con un tipo de cambio flexible. Estados Unidos no podría seguir fijando las condiciones monetarias a su favor. Todos los países influirían de la misma manera sobre su tipo de cambio frente a las divisas.

3. Tipos de cambio como estabilizadores automáticos. Un tipo de cambio flexible da la ventaja de tener un rápido ajuste y permite a los países mantener su equilibrio interno y externo con cambios en la demanda agregada. “Los largos y angustiosos periodos de especulación, que precedieron a los realineamientos de los tipos de cambio bajo las reglas de Bretton Woods, no volverían a tener lugar con la fluctuación libre. “(Krugman y Obstfeld, 2006:7).

Pero también existen argumentos en contra de utilizar tipos de cambio flexibles, especialmente por las fluctuaciones que provocan repercusiones negativas sobre la economía mundial, para Krugman y Obstfeld (2006) son las siguientes:

1. Disciplina. Los bancos centrales pueden perder disciplina porque no tienen que fijar sus tipos de cambio, y ello podría provocar inflación.
2. Especulación desestabilizadora y perturbaciones en el mercado monetario. La especulación sobre el tipo de cambio puede provocar la inestabilidad del mismo y afectar los equilibrios internos y externos. Recalca que los efectos en el mercado monetario podrían ser más fuertes con tipos de cambio flexible.
3. Perjuicios al comercio internacional y a la inversión. Al tener un tipo de cambio flexible la fluctuación afectará más los precios internacionales y eso se reflejará directamente en el comercio y en la inversión internacional.
4. Políticas económicas sin coordinación. Se refiere a adoptar políticas del tipo

“empobrecer al vecino”, es decir, a prácticas competitivas que buscan beneficiar a las monedas afectando la economía mundial.

5. La ilusión de una mayor autonomía. El tener un tipo de cambio flexible provoca esa ilusión, se piensa que hay más libertad, pero en realidad hay una mayor responsabilidad porque los cambios en el tipo de cambio tienen efectos macroeconómicos fuertes y deben ser controlados por el banco central, debe intervenir en los mercados de divisas. Por ello la incertidumbre aumenta para el país y no hay tal libertad en las políticas.

De acuerdo al *Annual Report on Exchange Restrictions 2010* los regímenes cambiarios actuales son:

- Caja de Conversión: es un acuerdo en el cual se compromete a fijar el valor de la moneda nacional en valor de una moneda extranjera. Se asume que la moneda nacional está completamente respaldada por la moneda externa, por ello se eliminan las funciones de la banca central como control de la moneda y prestamista de última instancia, llevando a una política monetaria más discrecional.
- Conventional Peg: se refiere a una moneda pegada a otra moneda o a una canasta de monedas específicas conformada, generalmente, por los países con los que más se tiene intercambio comercial o financiero. La autoridad monetaria debe procurar mantener la fijación de manera directa o indirecta.
- Régimen Estabilizado: implica un mercado spot del tipo de cambio que sigue un margen de 2% por un periodo de 6 meses o más y no es flotante. El margen estabilizado puede ser respecto a una moneda o a una canasta de monedas

- Crawling Peg: la moneda es ajustada, en pequeñas cantidades, a un tipo de cambio fijo o en respuesta a ciertos cambios en indicadores como la inflación. El ajuste es progresivo y controlado.
- Craw-like arrangement: el tipo de cambio debe seguir un margen de 2% por 6 meses o más, no puede ser considerado un tipo de cambio flotante.
- Flotante: el tipo de cambio flotante es mayormente determinado por el mercado. Puede haber intervenciones por parte del banco central, de manera directa o indirecta, pero no se puede establecer un objetivo o límite en el tipo de cambio.
- Libre flotación: se considera un tipo de cambio de libre flotación cuando la intervención es excepcional y sólo se da cuando hay un desorden en las condiciones de mercado.
- Tipo de Cambio Fijo con Bandas de Flotación: se mantiene un tipo de cambio fijo pero con un margen de fluctuación que debe ser especificado por la autoridad monetaria.
- Dual: se establecen dos tipos de cambio vigentes.
- Sin moneda de curso legal. Unión Monetaria: como su nombre lo indica se refiere a la unión monetaria entre dos o más países.
- Dolarización: se adopta el dólar como moneda de uso legal.
- Otro acuerdo: se considera cuando el régimen cambiario no entra en ninguna de las clasificaciones.

Brasil y México comparten el mismo régimen, flotante. El de Chile es Libre flotación. En este último el número de intervenciones debe ser por máximo tres en seis meses. Mientras que en el flotante puede haber intervenciones directas o

indirectas para moderar las fluctuaciones.

Los países en estudio cuentan con restricciones cambiarias y regímenes cambiarios similares, lo cual permite hacer un análisis comparativo entre ellos. Estas características son registradas por el Fondo Monetario Internacional, publicadas en el Annual Report On Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, y cada banco central tiene la obligación de notificar cuando ocurre algún cambio. A continuación se muestra una tabla comparativa:

## CUADRO COMPARATIVO DE RESTRICCIONES Y REGÍMENES CAMBIARIOS

Tabla 2.1 Regímenes Cambiarios	Brasil	Chile	México
<b>Regímenes cambiarios</b>			
Caja de conversión			
Conventional peg			
Régimen estabilizado			
Crawling peg			
Crawl-like arrangement			
Otro acuerdo			
Flotante	*		*
Libre flotación		*	
<b>Estructura Tipo de Cambio</b>			
Dual			
Múltiple			
<b>Arreglos para pagos e ingresos (acuerdo bilaterales de pago)</b>	*		*
Atrasos en pagos			
Controles sobre los pagos para las transacciones invisibles y transferencias corrientes			
Los ingresos de las exportaciones y/o transacciones invisibles			
Requisitos de repatriación			
Requisitos de entrega	*		
<b>Transacciones de capital, controles en:</b>			
Valores del mercado de capitales	*	*	*
Instrumentos del mercado de dinero	*	*	*
Valores de inversión Colectiva	*	*	*
Derivados y otros instrumentos	*	*	*
Creditos comerciales			
Creditos financieros	*		*
Garantías y mecanismos de seguridad financiera			*
Inversión directa	*	*	*
Liquidación de inversión directa			
Transacciones de bienes raices	*	*	*
Transacciones de capital personal			*
Disposiciones específicas para: Los bancos comerciales y otras entidades de crédito	*	*	*
Los inversores institucionales	*	*	*

Fuente: elaboración propia con datos del Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2010, FMI

## 2.4 Trilema monetario

El trilema monetario nace de la llamada síntesis neoclásica, el modelo Mundell-Fleming. El punto central es que sólo se pueden mantener dos de los siguientes objetivos: independencia monetaria, tipo de cambio estable e integración financiera. Por ello se elige entre ellos y tener los tres sería imposible porque se interponen entre sí. La imagen 2.1 lo ejemplifica.



En los años ochenta los países emergentes tenían una cuenta de capitales cerrada, política monetaria autónoma y tipo de cambio fijo. Pero obviamente no tenían integración financiera. Sin embargo la mayoría de los países han pasado ya por un proceso de integración financiera y han pasado a un tipo de cambio flotante. Por ello un control de capitales podría interpretarse como una manera de buscar un tipo de cambio estable, pero se sacrifica la integración financiera.

La integración financiera ha demostrado tener consecuencias negativas como lo es ser víctima de crecientes flujos de capital de corto plazo que pueden tener salidas repentinas.

Aunque los flujos de capital a países en desarrollo o emergentes son bien recibidos porque proporcionan financiamiento de bajo costo y muestran la confianza en ese mercado o país, el problema empieza cuando éstos llevan a una apreciación del tipo de cambio, con lo que se reduce la competitividad con el sector externo. Puede incluso terminar en un endeudamiento externo y sobre todo en una fuerte devaluación.

## **2.5 ¿Qué ocasiona las fugas de capital?**

Los flujos de capital tienden a ser muy volátiles, especialmente si son del tipo especulativo o de corto plazo. Alguna alteración en las situaciones macroeconómicas, políticas o sociales pueden provocar una fuga de capital y cuando esto sucede no hay reservas internacionales que sean suficientes. La incertidumbre o el miedo llevan a fuertes devaluaciones o depreciaciones económicas en, incluso, días. Para el premio Nobel, Krugman, la disminución de confianza la provocan señales en los fundamentales económicos como describe a continuación: “La expectativa de una devaluación origina una crisis de balanza de pagos, caracterizada por una fuerte disminución de reservas internacionales, y por un incremento del tipo de interés nacional por encima del tipo de interés extranjero. Análogamente, una revaluación esperada produce un fuerte incremento de las reservas exteriores y una disminución del tipo de interés

nacional que se sitúa por debajo del tipo de interés extranjero” (Krugman y Obstfeld, 2006:7). Los autores mencionan la pérdida de reservas y el temor a una devaluación pueden llevar a una fuga de capitales, y se reflejará en la balanza de pagos como una salida de capitales privados. En ese proceso se intercambia la moneda local por la divisa y se llevan los capitales al exterior. Por ello hay un gran temor, las reservas internacionales siempre son insuficientes para afrontar una devaluación que puede terminar siendo peor de lo previsto.

## **2.6 Crisis cambiarias de primera, segunda y tercera generación**

Las crisis cambiarias son consecuencia de problemas en balanza de pagos en los países. Hasta ahora se mencionan tres generaciones y cada una surgió cuando la anterior ya no podía explicar la crisis que sufría el país. Las causas originales, así como las consecuencias, son distintas pero todas terminan en fuertes depreciaciones/devaluaciones. Según Krugman las crisis cambiarias suelen tener su origen en la falta de voluntad de los gobiernos para adoptar políticas monetarias y fiscales que sean acordes con el sostenimiento de un tipo de cambio fijo.

Las crisis cambiarias de primera generación se originan por una inconsistencia de políticas económicas. Se basa en el Trilema Monetario, no se pueden lograr los tres lados del triángulo. Tener un tipo de cambio fijo, con política monetaria autónoma, e integración financiera provocará una devaluación. “A menudo el gobierno está aplicando políticas que no son compatibles con el mantenimiento a largo plazo de tipo de cambio fijo. Cuando las expectativas del mercado tienen en



cuenta estas políticas, los tipos de interés del país se verán, inevitablemente, presionados al alza” (Krugman y Obstfeld, 2006:7).

En este tipo de crisis quien la provoca es el gobierno, provoca que los fundamentales (Reservas Internacionales, crédito interno neto etc.) se deterioren y manda señales de una posible devaluación. Sucedieron en los años setenta y ochenta.

“Las salidas de capital que acompañan a las crisis cambiarias tan sólo aceleran una quiebra inevitable que se hubiera producido de todas formas, aunque a un ritmo más lento, incluso si se prohíbe la movilidad de los capitales privados” (Krugman y Obstfeld, 2006:7).

Las crisis cambiarias de segunda generación pueden suceder en un país que tenga o no crisis. Las provoca un cambio en las expectativas en los agentes económicos.

A diferencia de la primera, el sector privado la origina, éste especula con el comportamiento que tendrán ciertas variables (en especial el tipo de cambio). Los indicadores de una posible crisis cambiaria de segunda generación son la cartera vencida, crédito hipotecario, diferencial en las tasas de interés etc.

“Sin embargo, no todas las crisis son de este tipo. Una economía puede ser vulnerable a una especulación cambiaria sin estar en una situación tan mala que haga que la quiebra del régimen de tipos de cambio fijos sea inevitable. Las crisis cambiarias que se producen en estas circunstancias se suelen denominar crisis cambiarias autosostenidas, aunque es importante no olvidar que el gobierno puede, en última instancia, ser responsable de estas crisis al crear o tolerar una debilidad económica que invita a los especuladores a atacar la divisa” (Krugman y Obstfeld, 2006:7).

La crisis de México en 1994 y que terminó en devaluación se considera de esta generación, porque se tenía un tipo de cambio sobrevaluado y se especuló con la posible devaluación.

El origen de una crisis cambiaria de tercera generación es la información

asimétrica. En este caso el país que sufre la crisis no la provoca, es contagiado por un país con el que tiene mucha relación. Se conoce como un efecto manada. Cuando hay condiciones económicas que provocan un aumento del riesgo a nivel internacional la mayoría de los capitales buscarán refugiarse y lo harán saliendo de economías emergentes, que representan un riesgo alto, para irse a economías más estables. Los países buscarán retener a los inversionistas ofreciéndoles una mayor tasa de interés, pero provocarán un incremento en la deuda de los agentes. Esta situación será insostenible, hasta el punto en el que el país no pueda ofrecer una mayor tasa de interés y se llegue a una devaluación.

## **2.7 Mediación de flujos**

Desde principios de los años sesenta el comercio mundial y la globalización han permitido el desarrollo de los centros financieros internacionales. Con ello, los movimientos de los flujos de capital empezaron a ganar importancia. Como consecuencia, los movimientos de los flujos mostraron la necesidad de regulación, de un impuesto o control (Devlin; French-Davis; Griffith-Jones, 1995).

No todo es malo cuando se habla de flujos de capital. Se pueden considerar dos puntos importantes con respecto a las corrientes de capital y a la integración financiera, como los menciona Devlin, French-Davis y Griffith-Jones (1995). Primero están los creyentes en que la integración es vista como eficiencia, es decir, el gobierno no está causando ineficiencia en los mercados porque no está regulando nada; el segundo punto es que los flujos de capital son altamente especulativos y amenazan la soberanía nacional.

Para Guillermo LeFort V. Carlos Budnevich L. (CEPAL, 2005), los determinantes de los flujos de capital son dos, *pull factor* y *push factor*. El primero se refiere a los factores del país receptor, es decir, que ofrece mejores oportunidades a los inversionistas. El segundo se refiere a situaciones externas como bajas tasas de interés internacionales o bajo crecimiento en los países.

En la historia de América Latina, los flujos de capital no siempre han sido considerados como algo dañino. Después de la crisis de los años ochenta muchos países quedaron endeudados con bancos comerciales, y se rompió la integración con los mercados financieros internacionales. Para el periodo 1991-1994, como menciona Devlin, French-Davis y Griffith-Jones (1995), los flujos de capitales ayudaron a reconstituir dicha integración y a recuperar la inversión. Aunque más tarde generaron problemas en el tipo de cambio y aumentaron la volatilidad con el exterior.

### 2.7.1 Control de capital

Los beneficios acerca de la libre movilidad de capitales se han discutido, en especial, a partir de la caída del Sistema Bretton Woods y el tema se intensificó en las crisis de los años 1980. El argumento más fuerte es que permiten una eficiente asignación de recursos (el ahorro) para sectores más productivos y lleva a un crecimiento económico y bienestar en el mundo. Pero también hay autores cuyo punto de vista es que los países receptores de importantes entradas de capital deben proteger sus economías de los mismos.

Los controles de capitales son: “restricciones sobre los activos extranjeros que

pueden tener los residentes nacionales y sobre los activos interiores que pueden tener los extranjeros” (Blanchard, 2007: 4).

Los tipos de controles de capital utilizados actualmente son<sup>4</sup>:

- Tasas y medidas fiscales: Es la aplicación de un impuesto sobre las transacciones en moneda extranjera, por lo que su efecto es directamente sobre el tipo de cambio y la volatilidad del mismo, es lo que se conoce como el impuesto Tobin. Este control es utilizado por República de Corea desde enero del 2011, Perú desde agosto del 2010, Tailandia y Brasil a partir de octubre del 2010. Por ejemplo, Brasil introdujo un impuesto del 6% a inversiones extranjeras de renta fija (en su inicio, 2009, fue del 9%).
- Límites cuantitativos: se refiere a los límites sobre los flujos. Es decir, pueden existir barreras en autorizaciones sobre tipos de inversión, como una restricción para repatriar beneficios. Es utilizado por República de Corea (Junio del 2010) Indonesia (enero 2011) y Taiwan (noviembre 2009 y con una actualización en el 2010). Por ejemplo, Taiwan introdujo una prohibición a los inversionistas extranjeros para colocar fondos en depósitos a plazo.
- Periodos mínimos de inversión: se refiere a la exigencia por un periodo mínimo determinado en que los flujos deben permanecer en el país. Es utilizado por Indonesia (Julio 2010) que impuso un periodo mínimo de un mes para la tenencia de Certificados del Banco de Indonesia (SBIs).
- Requisitos de reservas: son controles al movimiento de los flujos. Se obliga

---

<sup>4</sup> En base al World Economic Situation and Prospects 2011. United Nations, Nueva York.

a los inversionistas a depositar un porcentaje de la inversión entrante en el banco central (sin generar ningún tipo de interés), por lo que puede considerarse como un desestimulante de la inversión. Es utilizado por Indonesia (Marzo 2010), Brasil (Abril 2010), y Perú (a partir de Septiembre 2011). Por ejemplo, Brasil tiene un requisito para los bancos locales, deben depositar el 60% de sus posiciones cortas en dólares, sin generar intereses, en el Banco Central, después de deducir 3 mil millones de dólares de su base de capital (o lo que sea menor).

Para los autores Carmen M. Reinhart y Nicolas Magud (2007)<sup>5</sup>, estas son 4 las razones o miedos que llevan a implementar un control de capital:

- Miedo a la apreciación: se refiere a que debido a las entradas de capital el país puede perder competitividad con el mercado externo. Por lo mismo se puede observar un aumento en la acumulación de reservas (puede verse como el “miedo a flotar”), pero a medida que aumenta la esterilización se vuelve más difícil y es necesaria una mayor intervención directa.
- Miedo al “*Hot Money*” o capital especulativo: es a lo que se refería James Tobin al proponer el impuesto, y es especialmente importante cuando el mercado financiero es tan pequeño. El punto es aplicar un impuesto, lo suficientemente grande, desincentivar la entrada de esos capitales, y reducir así el temor a esos capitales nada confiables.
- Miedo a las grandes entradas de capital: los flujos de capital que entran a un país no sólo son dañinos por su temporalidad sino también por su

---

<sup>5</sup> Edwards, Sebastian (ed.) Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences. , University of Chicago: University of Chicago Press. 2007: 647

cantidad. Cuando estas grandes cantidades entran en busca de rentabilidad pueden causar burbujas especulativas en los precios de los activos y los riesgos tomados aumentan. De igual forma, un impuesto a estos capitales podría ayudar.

- Miedo a perder autoridad monetaria: en esta razón entran los tres puntos del Trilema Monetario, del que se habló anteriormente. Debido al miedo a flotar, se puede decir que los países prefieren renunciar a dichos flujos a mantener autonomía en su política monetaria y eso lo logran con controles de capital.

En la tabla 2.2 se analizan los resultados de aplicar controles de capital en los países que son referentes al tema de su aplicación (Brasil, Chile, Colombia, República Checa, Malasia, España y Tailandia). Entiéndase como “No” que no funcionaron, “Sí” como que tuvieron resultados favorables, “No está claro” existen resultados combinados y el espacio en blanco como no hay resultados reportados. Como se aprecia en el cuadro, los resultados no son contundentes es por ello que la discusión de utilizarlos o no es tan debatible.

<b>Tabla 2.2 Resumen de resultados de aplicar controles de capital por país</b>				
Estudio	¿Se redujo el volumen de la salida neta de capitales?	¿Se alteró la composición de los flujos?	¿Se redujo la presión al tipo de cambio real?	¿Hizo más independiente a la política monetaria?
<b>Controles a la entradas de capital</b>				
Brasil	No está claro	No está claro	No	No está claro
Chile	No está claro	Sí	No está claro	Sí
Colombia	No está claro	No está claro	No está claro	Sí
República Checa	No	Sí		
Malasia (1989)	Sí	Sí		
Malasia (1994)	Sí	Sí	Sí	Sí
Tailandia	Sí	Sí	Sí	Sí
<b>Controles a la salida de capital</b>				
Malasia (1998)			No está claro	Sí
España	No está claro		No está claro	No está claro
Tailandia	Sí		Sí	Sí
Estudio multinacional	Sí	Sí	Sí	No
Muestra completa	No está claro	Sí	No está claro	Sí

Elaboración propia en base a la tabla 14.4 del libro "Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies. Policies, Practices, and Consequences" del National Bureau of Economic Research.

## 2.7.2 LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

Al elegir el tipo de cambio flexible una de las ventajas es que el Banco Central ya no tiene preocupación por el nivel de reservas internacionales acumuladas "...la eliminación de la necesidad de reservas internacionales y, por consiguiente, de los costos de oportunidad de mantener reservas internacionales es una ventaja del sistema de tipos flexibles con respecto al sistema de tipos fijos" (Appleyard y Field, 2005: 4). Pero hay nuevas aportaciones acerca de que es posible la acumulación de un número determinado de reservas internacionales y podría ayudar a mantener más estable el tipo de cambio flexible.

Como se mencionó anteriormente el Trilema Monetario consiste en que no se pueden cumplir los tres objetivos de política económica al mismo tiempo: tipo de cambio estable, independencia monetaria, e integración financiera. Se

contraponen.

Si existieran condiciones de apreciación cambiaria no habría límite para que el Banco Central esterilizara el excedente de divisas que provoca un aumento de la liquidez interna. En cambio, si la moneda tiende a la depreciación el límite serían las reservas internacionales.

Recientemente han surgido teorías de acuerdo al papel de las reservas internacionales y el papel que pueden jugar para lograr la estabilidad cambiaria. Autores como Aizenman y Obstfeld han hablado acerca de lograr los tres lados del triángulo con ayuda de una cantidad de reservas suficientes. “La teoría establece que grandes cantidades de reserva son necesarias tanto para hacer frente como para reducir las probabilidades de salidas de capital” (Aizenman y Lee, 2007).

Para Aizenman los tres lados del triángulo pueden alcanzarse cuando se acumulan entre 21 y 24% del PIB en reservas. Mientras para Obstfeld la acumulación de reservas ha permitido a países como Japón y Rusia manipular tipos de cambio, tasas de interés y flujos de capital. Para él son muy importantes para proteger al sistema bancario interno, los mercados de crédito ante choques externos y para limitar la depreciación cambiaria. Establece como parámetro que el agregado monetario M2 debe ser la cantidad correspondiente a la cantidad de reservas del país; y así le permitirán enfrentar una salida del capital bancario. Tener el equivalente a M2 le daría protección en caso de una corrida bancaria. “Si México tiene como objetivo el relajamiento del trilema de política convencional, requiere de la acumulación de alrededor de 110 mil millones de dólares adicionales (para alcanzar alrededor del 20% del PIB en RI). Si el objetivo fuera



tener el agregado monetario M2 como referente, se requeriría acumular alrededor de 55% del PIB en reservas” (Clavellina, José, 2010: 50).

## **Conclusiones**

Los flujos hacia América Latina se han convertido en una de las principales fuentes de financiamiento, su entrada representa credibilidad en el país y financiamiento a bajos costos. Pero también es importante considerar que no todos los flujos pueden traer beneficios a la economía. Como se habló en el capítulo, eso depende de su temporalidad, tipo de inversión y a dónde va dirigida. El tema del uso y aplicación de un control de capital es muy controversial, por ello debe analizarse la economía del país y ver si es posible o no su funcionamiento. Muchas veces las condiciones de la economía no lo permitirían por lo complejo de su aplicación. Por ello el tema de considerar otras maneras de mediar los flujos se vuelve tan importante en este capítulo. La acumulación de reservas internacionales se ha vuelto, incluso, la manera en la que, se dice, México protege su tipo de cambio sin recurrir a un control de capital. Pero, como se mencionó al hablar de crisis cambiarias, cuando sucede una fuga de capitales no hay reservas internacionales suficientes. Por ello un control de capital que permita regular la entrada de flujos especulativos o de corto plazo es más viable y económicamente correcta, porque acumular reservas internacionales también tiene su costo de oportunidad.

## CAPÍTULO TERCERO

### La Posibilidad de un control de capitales para México

*“En tanto que ahora es claro que no hay un mecanismo de mercado que asegure que el tamaño y la distribución temporal de esos flujos sea compatible con un equilibrio externo sostenible, entonces alguna regulación sobre dichos flujos es necesaria”*

*Kregel, 2009*



## **Introducción**

México ha experimentado fugas de capital a lo largo de su historia, ya sea por incertidumbre interna (situaciones políticas o económicas) o por causas externas. Las reservas internacionales nunca han sido suficientes y se termina siempre en una fuerte devaluación.

Los cambios en las reformas financieras en América Latina experimentaron crisis recurrentes, como la de México de 1994-1995. Resultado de la contratación de deuda a muy corto plazo, la entrada de capitales y la falta de reservas internacionales o activos en dólares para enfrentar la repentina salida. La rápida intervención de Estados Unidos (que tuvo como consecuencia que se exigiera profundizar las reformas estructurales) ayudó a no profundizar la crisis, pero el contagio al resto de América Latina fue muy evidente.

En los últimos años el banco central ha acumulado reservas internacionales, como una medida de seguridad y protección, así como en señal de estabilidad. Es por ello que para muchos es una forma de controlar el tipo de cambio y mantener su estabilidad.

A lo largo de la tesis se ha hablado de los dos países de estudio y su experiencia con un control de capital. También se ha explicado qué son y cómo funcionan, es por ello que éste capítulo analizará su posible aplicación en México tomando en cuenta situaciones económicas y legales.

También será importante analizar lo que significan dichos flujos, su importancia como financiamiento y cómo gracias a ellos se puede saldar el déficit de la cuenta corriente. Por ello no es tan fácil sólo pensar en bloquear su entrada.

### 3.1 Determinantes de los flujos de capital en México

Ya se ha mencionado anteriormente que la tasa de interés juega un papel muy importante en la atracción de capitales hacia una economía y esa no es la excepción para México. Incentiva o no la entrada de los mismos.

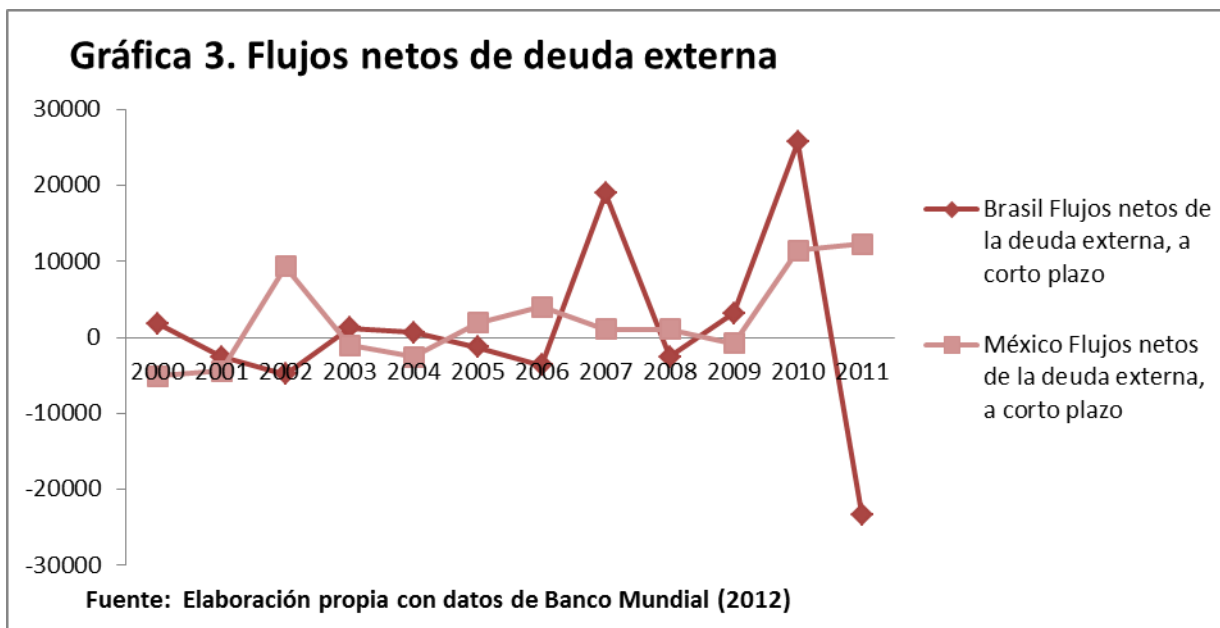
“Las tres últimas décadas están caracterizadas por sucesivas crisis financieras nacionales e internacionales, y por movimientos de capital orientados por el liderazgo de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos” (Girón, 2000: 297-298)<sup>6</sup>

El movimiento de capitales orientado por la tasa de interés se refiere a que ésta marca el rumbo de los flujos. Es decir, si la tasa aumenta los flujos se dirigen hacia Estados Unidos, pero si baja ellos buscarán mayor rentabilidad en otros países (los emergentes ofrecen tasas más altas debido al riesgo).

En los últimos años la tasa de interés de los bonos de Estados Unidos ha disminuido (como parte de su política monetaria) por lo que grandes flujos se han dirigido a economías emergentes de América Latina como México. La gráfica 1.8 muestra que el comportamiento de los flujos netos de deuda externa a corto plazo en Brasil y en México tienen un efecto espejo (excepto a partir de 2009-2010 que en ambos tiende a aumentar). Esto muestra lo que muchos economistas afirman al decir que la cantidad de dinero que se dirige, en la actualidad, hacia América Latina se divide entre estos ambos países (con la excepción del aumento de flujos después de la crisis del 2008 aumentaron en los dos) y que su destino depende del rendimiento y confianza que ofrezcan.

---

<sup>6</sup>La autora también aclara que esto sucedió después de que se diera la inconvertibilidad del dólar en 1971, lo que dio lugar a un periodo de desregulación y liberalización financiera.



Se retomarán los dos factores, que se mencionaron anteriormente, de Carlos Budnevich (Cepal, 2005) determinantes de los flujos de capital (Pull factor y Push factor) para el caso de México. El primer factor interno es la situación macroeconómica estable que ha presentado el país en los últimos años, y sucedió a partir de la autonomía del banco central. Es decir, el país tiene tasas de interés competitivas, bajos niveles de inflación, una deuda externa baja etc. Todo esto genera un ambiente de certidumbre en el país, refleja confianza y eso es básico en la toma de decisiones de los inversionistas.

El segundo factor se refiere a causas externas, generando que los flujos se dirijan a países como México.

“...la tasa de interés fijada por el Sistema de Reserva Federal de los Estados Unidos ha jugado un papel determinante en la regulación y evolución de los flujos de capital a escala internacional, definiendo una estrecha relación entre la política monetaria y la política económica por lograr tasas crecientes de crecimiento acordes a la trayectoria del ciclo económico de la economía estadounidense” (Girón, 2000: 302)<sup>7</sup>

<sup>7</sup>Kaplan, Marcos y Manrique Irma. Regulación de Flujos financieros internacionales. 2000. UNAM

La más importante es la situación de la tasa de interés de los bonos del tesoro de Estados Unidos (considerada como referente mundial junto con la Libor) que se ha mantenido muy baja en los últimos años. Esto respondiendo a la aplicación de su política monetaria encaminada a fomentar la inversión y el consumo.

### **3.2 La Tasa Tobin**

Una de las propuestas más importantes en el tema de la regulación de las transacciones financieras en los países, y principalmente en los emergentes, es el llamado “Impuesto Tobin” o “Tasa Tobin”. Propone “Poner un poco de arena en las ruedas” (Tobin, 1978: 4), lo que significa es detener un poco ese gran flujo pero sin eliminarlo del todo.

Tobin sugiere la imposición de un gravamen internacional a todas las transacciones al contado que comprendan la conversión de una moneda a otra en los mercados de títulos de valores. Este impuesto busca desestimular la especulación encareciendo el cambio de monedas, así se reduce el volumen de los flujos de corto plazo.

Al aplicar un impuesto del .5% del valor de la transacción ayudaría a que las políticas monetarias del país sean más eficaces en la estabilización macroeconómica porque se desestimularía la especulación.

El tipo de cambio no es el mayor conflicto a resolver para Tobin, es el libre movimiento de los flujos y su repercusión en la moneda. “Tobin (1978) afirma que el problema no es si la tasa de cambio es fija o flexible, el problema es la

movilidad del capital y la plena convertibilidad de las monedas. Bajo estas circunstancias los precios de los activos y las monedas cambian rápidamente, mientras los ajustes en la economía real lo hacen a un paso más lento. La idea de que se debe echar arena a las ruedas de los mercados financieros ha sobrevivido tres décadas de rápida liberalización e integración financiera”(Vargas, Mauricio; Rivera, Camilo; 2009: 1). Sugiere la imposición de gravamen internacional a todas las transacciones al contado que comprendan la conversión de una moneda a otra en los mercados de títulos de valores.

Aunque se señalan problemas como los que describe Spahn (1996) existen cuatro problemas principales relacionados con la propuesta del impuesto Tobin que reducirían su eficiencia. El primero, si se quisiera limitar las distorsiones del mercado por este impuesto, su base tendría que ser muy grande y evitar excluir a algún participante del mercado. Existe también el argumento de que los intermediarios financieros (o creadores monetarios) no deben gravarse porque aumentan la liquidez en el mercado, pero es muy difícil distinguir entre la parte financiera desestabilizadora y la que asegura la liquidez. El segundo problema radica en qué es difícil decidir qué tipo de transacción es la que debe gravarse y cuál no. Por ejemplo, si fuera sólo a transacciones al contado los agentes podrían irse al mercado de derivados y evitar el impuesto. El mercado de derivados se vería directamente afectado si el impuesto es al valor de contratación inicial de los mismos. Por lo mismo sugiere que la aplicación del impuesto debería ser a otros instrumentos. El tercer punto se refiere a que gravamen sólo debe aplicarse cuando los mercados no estén en equilibrio, es decir, sólo en periodos de inestabilidad. El impuesto será cero cuando las condiciones económicas sean



estables (y sería mayor si la inestabilidad aumenta). Pero esto iría en contra de la idea de Tobin al buscar un sistema impositivo único, además de que debido a sus excepciones sería muy complejo de administrar. El último punto habla de qué se haría con lo recaudado y cómo se distribuiría, lo que es una interrogante internacional y su decisión reflejaría altos costos administrativos.

### **3.3 El papel institucional y legal**

La regulación de los flujos financieros entrantes a un país no sólo es del ámbito económico, la parte política y por lo tanto legal e institucional se convierten en la parte esencial para controlar o no dichos flujos. Es decir, un sistema legal e instituciones fuertes crean la base jurídica para que las decisiones económicas se lleven a cabo. Las partes económicas y políticas deben tener el mismo objetivo y complementarse.

Existen instrumentos financieros (como fondos de rescate), Diego Valadés (2000) los llama un “blindaje económico” que al final permite o no una estabilidad cambiaria en el país, Pero como él mismo menciona, tienen un costo, porque podría elevar la deuda de un país. Así, esos instrumentos llegan a ser insuficientes porque sólo solucionan el problema momentáneamente, pero no lo resuelven y es ahí donde un marco jurídico toma importancia, permitiendo prevenir y controlar desde el inicio el problema.

En el país hay un vacío legal acerca del problema generado por la inversión extranjera. Diego Valadés menciona que en Brasil el artículo 147 de la Constitución habla del papel que debe jugar la inversión, debe estimular la

reinversión y regular la remisión de ganancias.

La parte externa encargada de registrar los movimientos en las balanzas de pagos de los países, así como revisar los regímenes y constatar que cumpla con las reglas establecidas, es el Fondo Monetario Internacional. Dicha institución cada año publica el Annual Report On Exchange Arrangements and Exchange Restrictions.

### 3.3.1 Basilea y su papel en la regulación financiera en México

En 1988 el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Suiza) creó el primer Acuerdo de Capital (conocido como Basilea I). Se pretendía evitar, lo más posible, que los bancos incurrieran en riesgos crediticios, por lo que se les pedía tener un mínimo de capital para absorber los incumplimientos de pagos que pudieran generarse. Con ello se estableció el ratio Cook (o coeficiente de solvencia) que debía ser el 8% de sus activos totales.

La complejidad del sistema financiero creció, la medición de riesgos y los requerimientos de capital no fueron suficientes por lo que en el 2004 nace Basilea II que pretendía cubrir las necesidades no cubiertas para evitar los riesgos en el sistema financiero. Se enfoca en tres puntos principales: requerimientos mínimos de capital, revisión supervisora y disciplina de mercado. La idea era obligar a los bancos a “contar con provisiones para afrontar riesgos sistémicos” (Solorza, Marcia, 2012:94).

Basilea III surge como respuesta a la crisis *subprime* y como una posible respuesta al manejo de riesgos que evitaría una siguiente crisis. Busca “reforzar

las normas internacionales de capital y liquidez con el fin de promover un sector bancario más resistente” (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2004: 1). De esta manera mejoraría la capacidad del sector bancario de absorber perturbaciones financieras o económicas y reducir el contagio hacia la economía real.

Para la creación de Basilea III se consideró que una de las razones de la crisis financiera del 2007 fue que la banca había “acumulado un apalancamiento excesivo dentro y fuera del balance. A esto se le unió la gradual erosión del nivel y de la calidad de su base de capital” (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2004: 1).

La aplicación de Basilea (I, II, III) en la regulación de flujos financieros internacionales hacia México ha jugado un papel importante en su entrada y salida y en los efectos que tienen sobre los requerimientos de liquidez en los bancos comerciales. Empezará a aplicarse hasta el 2015.

Basilea III incluye un ratio de cobertura (LCR) que obliga a que los bancos tengan suficientes activos líquidos para cubrir salidas de flujos netos de efectivo hasta por 30 días. Lo que dará más estabilidad al sistema financiero. Así mismo, los instrumentos de deuda deben incluir características que permitan absorber las pérdidas. “Esta medida ayudará a los bancos globales a contar con suficientes activos disponibles, líquidos y de alta calidad para compensar las salidas netas de efectivo que podrían sufrir en caso de tensiones graves a corto plazo. Este escenario se basa en las circunstancias vividas durante la crisis financiera mundial de 2007 y contempla perturbaciones tanto idiosincrásicas de las instituciones

como sistémicas” (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2010: 10).

En resumen los cuatro puntos en los que Basilea III le dará una mayor regulación al país y por lo tanto ayudará a reducir el riesgo son en primer lugar la exigencia de mayor capital, con una nueva valuación del riesgo, para solventar pérdidas. En segundo lugar se hizo un cambio en la ponderación del riesgo de los valores para hacerlos más eficiente si hay que absorber pérdidas. El tercero es un seguro por si hay errores en el modelo, implica un límite absoluto de apalancamiento. El último punto es que ahora se regula la liquidez de los bancos, a corto plazo deben tener suficientes activos líquidos para enfrentar salidas por un mes; los activos de largo plazo deben fondearse con activos de mercado de largo plazo y depósitos del público.<sup>8</sup>

### **3.4 Alternativa al financiamiento**

El Consenso de Washington postuló la idea de que el sector privado, la inversión extranjera y el control de la inflación permitirían el crecimiento económico, por ello se redujo el papel del Estado en la economía. A partir de entonces, la inversión extranjera tomó un papel primordial en la manera en cómo México se financiaba.

La teoría decía que la apertura de las cuentas de la balanza de pagos lograría una mayor eficiencia y productividad en la economía, la inflación se reduciría y la estabilidad macroeconómica sería el resultado. Pero como dice Kregel (2009), ninguna de esas condiciones puede aplicarse a América Latina porque las

---

<sup>8</sup> En base a entrevista a Carlos Serrano (CNBV) 2012. El Economista, México.

condiciones son diferentes, el comercio tiene un papel central y el subempleo es crónico.

La apertura no sólo consistió en la parte comercial, también se incentivó a abrir y desregular los mercados financieros buscando la correcta asignación de los recursos financieros.

Se habló anteriormente de los problemas causantes por la inversión en cartera, pero se retomará el daño que también causa la IED (Inversión Extranjera Directa).

A partir de la reducción en las restricciones comerciales después de la ronda de Uruguay la integración global aumentó, pero sin el efecto benéfico esperado. Los países buscan ser competitivos para atraer los flujos de inversión y una manera ha sido manteniendo los salarios bajos y con ello a la baja el poder de compra, provocando una mayor diferencia entre los ingresos por salarios y las ganancias, contrayendo aún más la economía.

Es importante considerar que el capital extranjero genera intereses o dividendos y deben ser, eventualmente, pagados. Por ello se vuelve tan importante utilizar el capital entrante para el desarrollo del país, para que se pueda lograr en un futuro una autonomía y no se dependa de dichos capitales para seguir creciendo y las deudas disminuyan. Por ello deben crearse los medios para el crecimiento del país.

El crecimiento económico sólo podría lograrse a partir de alcanzar la estabilidad monetaria, resultado de la liberalización y apertura de la economía. La teoría ha fallado, la tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIB) desde los años noventa es casi nula, por ello se busca encontrar otra teoría alternativa, o nueva, que responda a las necesidades de los países en desarrollo.

Para Kregel (2009) hay 3 características fundamentales del desarrollo latinoamericano. El primer punto se refiere al no convertir el progreso técnico en aumentos en el ingreso real (no sólo de bienes primarios, también manufacturados). El segundo a la desigualdad en la distribución del ingreso, se considera ha sido resultado por la forma en cómo se introdujo la manufactura a los países en desarrollo. Y por último, el subempleo de recursos internos que lleva a tomar prestados los recursos externos cuando existen en el país.

Estos factores son resultado del deterioro de los términos de intercambio de los países (exportar bienes primarios e importando bienes manufacturados), dando como resultado que el mercado interno nunca sea lo suficientemente fuerte para desarrollar la industria local y la utilización de recursos internos.

Por ello es importante que el programa de desarrollo empiece con la plena utilización de los recursos internos. “Esto podría incluir un programa empleador de última instancia que proporcione trabajos y servicios públicos. Éste podría proporcionar una política fiscal que otorgue una estabilización automática que corresponda al federalismo fiscal de Lerner. Ésta podría ser adicionada por la introducción de una cuenta de capital al presupuesto de los gobiernos en la que el gasto de consumo esté separado de los proyectos de capital cuando se calculan los niveles de gasto corriente” (Kregel, 2009:39)<sup>9</sup>.

Con la plena utilización de los recursos fiscales la necesidad de capitales externos se reduce, por ello una reorganización en la forma de financiar la balanza de

---

<sup>9</sup>Menciona que la propuesta original de Keynes era mantener el gasto corriente en balance para asegurar que los servicios financieros no estuvieran ligados a subsidios para prevenir el riesgo moral y que la cuenta de capital sería utilizada de forma anti cíclica.

pagos se convierte en el primer paso para una alternativa al financiamiento de los países en desarrollo y por lo tanto México. Logrando que, como concuerdan los autores Kregel (2009) y Urquidi (1964), la inversión extranjera esté estructurada con base en las necesidades de financiamiento de las obligaciones del servicio de la deuda externa (como ocurría en los años ochenta).

## **CONCLUSIÓN GENERAL**





Al finalizar la investigación de esta tesis se pudo resolver la hipótesis llegando a las siguientes conclusiones con respecto al efecto de la liberalización de las cuentas financieras en América Latina y la posible aplicación de un control de capitales en México.

Los movimientos de capital están orientados por las tasas de interés, y, principalmente por la tasa de interés líder, que es la fijada por la Reserva Federal de Estados Unidos. Es decir, la tasa de interés de la FED dirige hacia donde van los flujos financieros, porque además de ser una tasa de referencia mundial, es considerada la de menor riesgo. Por lo que si la tasa sube los capitales tendrán preferencia por entrar a ese mercado y si es muy baja buscarán mayor rentabilidad en países emergentes.

Lo que hay que destacar es que la financiarización de los países desarrollados tiene grandes efectos en los mercados emergentes y estos efectos se transmiten por flujos de capital privados. Estas grandes corrientes de financiamiento provienen de Europa y Estados Unidos.

A partir del Consenso de Washington en el que se dan las nuevas políticas económicas que deben seguir los países latinoamericanos para lograr crecimiento económico, el poder del estado disminuye para pasarlo al sector privado. Una de las principales recomendaciones para el tema de flujos, es la liberalización financiera, su desregularización y la eliminación de barreras a la inversión. Por lo que a con ello empieza un flujo importante de capitales hacia América Latina.

En la década de los noventa la mayor parte de los flujos privados de capital se dirigieron a Asia y a América Latina (en 1996, los flujos alcanzaron un nivel de 190,000 millones, representando cuatro veces más que seis años atrás). Tan sólo

cinco países recibieron el 50% de dichos flujos, entre los que se encontraban Brasil y México. Entre 1990-1997 México recibió cerca de 150 miles de millones de dólares en flujos netos de capital privado (el segundo más alto después de China), superando los niveles registrados antes de la crisis de la deuda en 1982. La inversión neta de las corrientes de capital privado para el periodo 1993-1995 representó en México 12% del PIB, mientras que para países como Venezuela fue el 10%, y para Argentina (1988-1989) fue sólo el 7% del PIB. La rápida apertura financiera y de capital para México lo convirtió en uno de los principales receptores de flujos.<sup>10</sup>

América Latina fue una gran receptora de flujos de capital debido a la alta rentabilidad que ofrecía (debido al riesgo que representaban). Tan sólo para el periodo de 1988-1992 la rentabilidad total invertible anualizada como porcentaje representó en Argentina el 115.1%, para Brasil el 60.5%, Chile 46.9%, México el 55.6%, Venezuela el 90.6%. Mientras que Estados Unidos sólo era el 15.6%, lo cual explica por qué los flujos no se quedaban ahí y buscaban más ganancia.<sup>11</sup>

El proceso de apertura de la cuenta de capital en América Latina se dio primero en Chile y México, convirtiéndose en los principales receptores de flujos. Chile implementó, en su momento, controles a los flujos. Para países como Argentina y Brasil el proceso fue más lento.

Argentina es uno de los pocos países de Latinoamérica que está tratando de evitar

---

<sup>10</sup> Información en base al artículo *Grandes flujos de capital. Causas, consecuencias y opciones de política* (1996) Fondo Monetario Internacional. Washington

<sup>11</sup> Información en base al libro *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina (1995)*, El Trimestre Económico, México, Fondo de Cultura Económica, Volumen 81.

las fugas de capital. En octubre del 2011 implementó un control de capital. Se mostró que las salidas de capital van acompañadas de una disminución de la inversión directa. Venezuela tiene una forma diferente de control, un control cambiario que implementó en el 2002, regido por la Comisión de Administración de Divisas (Cadivi), y que ha provocado el surgimiento de un mercado negro de divisas, y que a su vez no ha disminuido las fugas de capital (las fugas han aumentado tres veces desde su implementación) y ha representado un alto costo administrativo (cerca del 10% del PIB para el 2012). El estado venezolano es la principal fuente de divisas gracias al petróleo, por lo que el sector privado depende totalmente del gobierno para la obtención de las mismas.

Aunque la entrada de capitales a México provoque fuertes fluctuaciones en el tipo de cambio, del peso respecto al dólar, es importante aclarar que dichos flujos son la principal fuente de financiamiento del déficit estructural de la cuenta corriente en la balanza de pagos del país. Es decir, el problema es mucho más profundo de lo pensado. México necesita dichas entradas y utilizar algún tipo de control podría traer problemas en la balanza de pagos y podrían llevar, no sólo a una fuerte depreciación, sino a problemas económicos más grandes.

Es incorrecto, económicamente hablando, aplicar un control de capitales en este momento. Primero debe corregirse la forma en cómo se obtienen divisas en el país, volver superavitaria la cuenta corriente para eliminar la dependencia de la entrada de flujos de capital registrados en la cuenta de capital, y después aplicar un control para limitar la entrada de flujos dañinos. De esta manera no sólo se volvería más estable el tipo de cambio, la economía se fortalecería.

Para el Banco de México el costo administrativo es mayor que la eficacia en la

implementación de controles de capital. Es decir, el costo de aplicarlo sería mayor que su beneficio. Por lo que deben buscarse las condiciones para que los capitales encuentren estabilidad en el país, y privilegiar a la inversión directa sobre la de cartera. En el último año (2013) han entrado entre 50,000 y 60,000 millones de pesos en inversión de cartera (Carstens, 2013)<sup>12</sup>.

México ha sido de los pocos países en haber aplicado los diferentes acuerdos de Basilea (I, II Y III), para tener un sistema financiero fuerte que de señal de confianza y certidumbre en la atracción de inversión extranjera.

Parte de las regulaciones que propone Basilea para reducir los riesgos es que los bancos tengan un colchón de liquidez formado por Activos de nivel 1. Estos son efectivo, reservas en los bancos centrales (de rápido acceso), valores con ponderación del 0% (como con el FMI, Bancos Centrales etc.), deuda soberana con ponderación distinta de 0%. El problema es que con el cambio de ponderación de algunas deudas soberanas estas pasaron de 0% a 100%, lo que significa que puede existir una disminución de los flujos hacia esos países (Colombia).

La incertidumbre en el sistema financiero afirma la necesidad de entes regulatorios que den certeza y confianza a los riesgos que éste representa. Basilea ha intentado contrarrestar los riesgos sistémicos. Pero es necesaria una nueva regulación al sistema bancario y financiero que reduzca la especulación con las tasas de interés y así evitar la volatilidad cambiaria.

Es difícil pensar en la viabilidad de aplicar un control de capitales a un país que necesita esos flujos. La estrategia debería estar encaminada hacia incentivos que

---

<sup>12</sup> Declaración de Agustín Carstens, en conferencia de prensa en el marco de la 76 Convención de la Asociación de Bancos de México. Abril 2013

favorezcan que los flujos de inversión se mantengan a largo plazo o a inversión extranjera directa. Es decir, un paquete de incentivos para influir en la temporalidad y en el sector de los flujos de capital. La estrategia de crecimiento debería estar motivado por el deseo de superar las restricciones de la balanza de pagos y evitar el endeudamiento externo y las posibles inversiones de capital.

## Bibliografía

- Aguirre, Teresa (2005), "*Sistema financiero internacional y desarrollo en América Latina. ¿Una relación imposible?*", en Manrique, Irma y Teresa López (coords.), *Política fiscal y financiera en el contexto de la reforma del Estado y de la desregulación económica en América Latina*, México, IIEC-UNAM, Miguel Ángel Porrúa, pp. 175-232.
- Aizenman, J. y J, Lee (2007), "International reserves: precautionary versus mercantilists views, theory and evidence", *Open economies review*, 18 (2), Pp. 191-214
- Appleyard y Field (2003), *Economía internacional*, Colombia, McGraw Hill.
- Blanchard, Olivier (2007), *Macroeconomía*, España, Ed. Pearson.
- Carstens, Agustín (2013), "Conferencia de prensa en el marco de la 76 Convención de la Asociación de Bancos de México", México.
- Chapoy, Alma; Manrique, Irma, (2000), "*Las crisis financieras y la reforma del sistema*" en *Regulación de flujos financieros internacionales*, Kaplan Marcos; Manrique Irma (comps.) Instituto de Investigaciones Económicas-Instituto de Investigaciones Jurídicas, UNAM. México
- Devlin, Robert; Ffrench-Davis, Ricardo y Griffith-Jones, Stephany (1995), "Repunte de las corrientes de capital y el desarrollo: Implicaciones para las políticas económicas" en *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina. Fuentes, efectos y políticas*, Ffrench-Davis y Griffith-Jones (comps.), *El trimestre económico*, CEPAL. Número 81, Pp 294-339
- Edwards, Sebastian (2007), "Capital Controls and Capital Flows in

Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences”, Massachusetts, National Bureau of Economic Research

- Ffrench-Davis, Ricardo (2005), “Reformas para América Latina: después del fundamentalismo neoliberal” Siglo XXI / Cepal, Buenos Aires
- Ffrench-Davis, Ricardo; Griffith-Jones, Stephany (1995), Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina.
- Fondo Monetario Internacional (1993), Manual de Balanza de Pagos
- Fondo Monetario Internacional (2010), Annual Report on Exchange Restrictions
- Gavin, Michael; Hausmann Ricardo y Leonardo Leiderman (1996), “*Los aspectos macroeconómicos del flujo de capitales en América Latina. Experiencia y cuestiones de política*”, en La volatilidad de los flujos de capital. Cómo controlar su impacto en América Latina, Rojas-Suárez L., Hausmann R., (eds), Banco Interamericano de Desarrollo. Washington D.C.
- Girón, Alicia (2000), “*Flujos de capital y tasas de interés*”, en Regulación de flujos financieros internacionales, Kaplan Marcos; Manrique Irma (comps.), Instituto de Investigaciones Económicas-Instituto de Investigaciones Jurídicas, UNAM. México
- Girón, Alicia; Correa, Eugenia (2001), “Economía financiera contemporánea”, D.F Ed. Porrúa. Coedición con: Senado de la República, LIX Legislatura; UNAM, Facultad de Contaduría y Administración; UAM, Unidad Iztapalapa; UAZ). Primera edición. Pp. 297-308
- Girón, Alicia; Correa, Eugenia (2006), “Reforma financiera en América Latina”, (Argentina Ed. Clacso), Primera edición



- Girón, Alicia; Correa, Eugenia (2009), “Asimetrías e Incertidumbre. Los desafíos de una estrategia económica alternativa para América Latina”. México Ed. Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM y Plaza y Valdes editores. Primera edición.
- Goldfajn, Ilan; Minella, André (2007), “*Capital flows and controls in Brazil: What have we learned?*” en *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, Edwards, Sebastian (comps.), Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Pp. 349-420
- Huerta, Arturo (2006), VI Seminario de Economía Fiscal y Financiera: Debate actual en economía financiera: los países en desarrollo, México, IIEc- UNAM.
- Huerta, Arturo (2011), Conferencia: Obstáculos al crecimiento: apreciación cambiaria y disciplina fiscal, UNAM, México.
- Kaplan Marcos; Manrique Irma (2000), “Regulación de flujos financieros internacionales”, Instituto de Investigaciones Económicas-Instituto de Investigaciones Jurídicas, UNAM. México
- Kregel, Jan (2009), “*¿Cuál sería la estrategia alternativa al financiamiento del desarrollo en América Latina?*” en *Asimetrías e Incertidumbre. Los desafíos de una estrategia económica alternativa para América Latina*, Girón, Alicia; Correa, Eugenia (comps.) (México Ed. Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM y Plaza y Valdés editores). Primera edición. Pp. 19-41
- Krugman y Obstfeld, (2006), *Economía internacional*. Séptima edición.

- Krugman y Obstfeld, (2006), Economía internacional. Séptima edición.
- Liang, Yan (2013), “Financialization, Capital flows and Global Imbalances”, Williamette University. San Diego, California.
- López, Alejandro (2011), “Globalización y reformas financieras. Los casos de Chile y Bolivia”, Tesis para obtener el grado de Doctor en Estudios Latinoamericanos. UNAM, Distrito Federal.
- Mántey, Guadalupe y Levy, Noemi (2000), “De la Desregulación Financiera a la Crisis Cambiaria: Experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático”, UNAM, México
- Mantey, Guadalupe; Levy, Nohemí (2003), “Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizado”. UNAM, DGAPA.
- Puyana, Jaime (2003), “Liberalización mundial de capitales, desequilibrios macroeconómicos y recesión mundial” en Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizado, Mantey, Guadalupe; Levy, Nohemí (comps). UNAM, DGAPA. Pp. 17-41.
- Reinhart, Carmen y Magud, Nicolas (2007), “*Capital controls: An Evaluation*” en Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences, Edwards, Sebastian (comps.), Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Pp. 645-674
- Rojas-Suárez L., Hausmann R., eds. (1996), “La volatilidad de los flujos de capital. Cómo controlar su impacto en América Latina”, Banco Interamericano de Desarrollo. Washington D.C.
- Solorza, Marcia (2009), “*Crisis, regulación financiera y cambio del régimen de acumulación*” en El reto del siglo XXI regular el sistema financiero global,

Girón, Alicia; Correa, Eugenia (comps.). México Ed. Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM. Primera edición. Pp. 81-104

- Stiglitz, J. (2002), "Globalization and its Discontents", Nueva York y Londres. W.W. Norton
- Toporowski, Jan (2012), "Neologism as theoretical innovation in economics: The case of "financialisation", SOAS, Departamento de Economía. Working paper series, No. 171. The school of Oriental and African Studies. Londres
- Urquidi, Victor (1964), "Free Trade and Economic Integration in Latin America, the Evolution of a Common Market Policy", Berkeley, Universidad de California.
- Valadés, Diego (2000), "*Aspectos constitucionales de los flujos financieros internacionales. Consideraciones preliminares*", en Regulación de flujos financieros internacionales, Kaplan Marcos; Manrique Irma (comps.), Instituto de Investigaciones Económicas-Instituto de Investigaciones Jurídicas, UNAM. México
- DOCUMENTOS EN LINEA
- Brugger Jakob (2010), "Capital especulativo y crisis bursátil en América Latina. Contagio, crecimiento y convergencia (1993-2005)", disponible en: [www.eumed.net/tesis/2010/sibj/](http://www.eumed.net/tesis/2010/sibj/), México
- Clavellina, José Luis (2010). "Sobre el renovado proceso de acumulación de reservas internacionales a nivel mundial". Economía Informa número 364, Julio-septiembre. Disponible en: <http://www.economia.unam.mx/publicaciones/econinforma/pdfs/364/07clavelina.pdf>

- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2004), “Aplicación de Basilea II: aspectos prácticos”, Banco de Pagos Internacionales. Disponible en: <http://www.bis.org/publ/bcbs109esp.pdf>
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2010), “Basilea III: Marco internacional para la medición, normalización y seguimiento del riesgo de liquidez”, Banco de Pagos Internacionales. Disponible en: [http://www.bis.org/publ/bcbs188\\_es.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs188_es.pdf)
- *El economista* (2012). “México, listo para cumplir acuerdos de Basilea III”. 20 febrero 2012. Disponible en: <http://eleconomista.com.mx/fondos/2012/02/20/mexico-listo-cumplir-acuerdos-basilea-iii>
- Ffrench-Davis, Ricardo (2009), “Crisis global, flujos especulativos y financiación innovadora para el desarrollo” Revista CEPAL No. 97 abril. Disponible en: [http://www.clubmadrid.org/img/secciones/Crisis\\_La\\_crisis\\_global\\_flujos\\_especulativos\\_y\\_financiacion\\_innovadora\\_para\\_el\\_desarrollo.pdf](http://www.clubmadrid.org/img/secciones/Crisis_La_crisis_global_flujos_especulativos_y_financiacion_innovadora_para_el_desarrollo.pdf)
- Lefort, Guillermo; Budnevich, Carlos (2005), “Entendiendo las volatilidades cíclicas de la cuenta de capitales y del PIB: un estudio de panel para países Latinoamericanos” Serie Macroeconomía del desarrollo, N° 42 (LC/L.2452-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), noviembre de 2005, Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.05.II.G.198. Disponible en: [http://www.eclac.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/3/25813/P25813.xml&xsl=/publicaciones/ficha-i.xsl&base=/publicaciones/top\\_publicaciones-i.xsl](http://www.eclac.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/3/25813/P25813.xml&xsl=/publicaciones/ficha-i.xsl&base=/publicaciones/top_publicaciones-i.xsl)

- López-Mejía, Alejandro (1999), “Grandes flujos de capital. Causas, consecuencias y opciones de política”, Fondo Monetario Internacional. Washington. Disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/1999/09/pdf/lopez.pdf>
- Rivera Pérez, Camilo; Vargas Mauricio (2009), “Controles a la entrada de capitales y volatilidad de la tasa de cambio: ¿Daño colateral? La experiencia colombiana”, Documentos de trabajo No. 27, Universidad Externado de Colombia. Disponible en: [http://190.7.110.123/pdf/1\\_facultadEconomia/Publicaciones/DocumentosDeTrabajo/Documento%20de%20Trabajo%2027.pdf](http://190.7.110.123/pdf/1_facultadEconomia/Publicaciones/DocumentosDeTrabajo/Documento%20de%20Trabajo%2027.pdf)
- Selaive Jorge; Velásquez Beatriz, Villena José (2008), “Medidas extendidas de restricciones a los flujos de capitales. Banco Central de Chile, documentos de trabajo”. No. 461. Disponible en: <http://www.bcentral.cl/eng/studies/working-papers/pdf/dtbc461.pdf>
- Spahn, Paul Bernd (1996), “The Tobin Tax and Exchange Rate Stability. Finance & Development” 24-27, June. Disponible en: <http://www.wiwi.unifrankfurt.de/professoren/spahn/pdf/publ/1-057.pdf>
- Tobin, James (1978), “A Proposal for International Monetary Reform”, Eastern Economic Journal, July, October, 4(3-4), 153-59. Disponible en: [http://college.holycross.edu/ej/Volume4/V4N3\\_4P153\\_159.pdf](http://college.holycross.edu/ej/Volume4/V4N3_4P153_159.pdf)
- United Nations (2011), World Economic Situation and Prospects. No. 11. Enero. Nueva York. Disponible en: [http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp\\_archive/2011wespupdate.pdf](http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_archive/2011wespupdate.pdf)