

REGULACIÓN DE LA CUENTA CAPITAL EN UN MUNDO FINANCIERAMENTE COMPLEJO: PERSPECTIVAS PARA AMÉRICA LATINA

Autor/es: **Diego BASTOURRE (UNLP) Nicolás ZEOLLA (UBA-UNSaM-CONICET)**

e-mail: nicolaszeolla@gmail.com

Resumen:

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

Desde la década de los noventa se ha evidenciado una veloz transformación en las finanzas internacionales que han llevado a la globalización financiera a niveles sin precedentes. América Latina y el Caribe no han escapado por supuesto a esta tendencia general. Por el contrario varios de los países de la región tuvieron experiencias tempranas de liberalización, proceso que derivó en las crisis de deuda de comienzos de los ochenta. No obstante, el grado de administración de la cuenta capital y financiera se encuentra en la actualidad por debajo de las otras economías emergentes comparables. La tendencia reciente parecería además indicar un mayor movimiento hacia la liberalización, un tanto a contramano del creciente número de investigaciones y recomendaciones de organismos internacionales que plantean la necesidad de incluir instrumentos de administración y medidas macroprudenciales como parte del set permanente de políticas macroeconómicas.

En este contexto el trabajo tiene varios objetivos. El primero de ellos es presentar el estado de la literatura reciente sobre la integración financiera y la efectividad de la regulación de los flujos de capital. El segundo es presentar los hechos estilizados sobre la regulación de capital en América Latina y el Caribe en los últimos 20 años. Y en tercer lugar se buscará comprender a que se debieron estos cambios en la regulación y cuales fueron sus principales objetivos.

Esto abre el interrogante respecto a si cualquier estrategia de gestión macroeconómica e integración financiera es compatible a una política orientada al cambio estructural con equidad. Los países en desarrollo necesitan adaptar les estructuras financieras nacionales para facilitar el crecimiento de los sectores con capacidades de absorción de conocimiento. Esto implica necesariamente que la estrategia de integración financiera externa se construya de manera coherente a esos lineamientos.

Es decir, aparece la necesidad de pensar una agenda de gestión macroeconómica que incorpore la problemática del desarrollo como articulador central. De la experiencia de la región sabemos que una gestión macroeconomía proclive a la inestabilidad y las crisis pueden dar por tierra con cualquier intento de transformación. De ello no se sigue, no obstante, que una gestión ordenada de las variables macroeconómicas donde se atiendan preocupaciones centrales como la reducción de la volatilidad, evitar grandes desalineamientos en los precios relativos o la formación de burbujas pueda conducir *per se* al desarrollo en la región. Se encuentra pendiente todavía discutir dar el salto desde una "buena macro" a una "macro para la transformación estructural" o "macro para el desarrollo". El presente informe busca dar algunos pasos en esa dirección.

Para ello, se analiza el abordaje tradicional del enfoque *mainstream* sobre integración financiera, los beneficios de la misma, dando cuenta del interés original por la relación entre liberalización financiera y crecimiento económico. Se presenta también el estado de la literatura más reciente, influida por los trabajos de Ostry et al. (2010) y Rey (2013), donde el interés ha girado hacia la efectividad de los controles (una vez considerada como válida la regulación de *en post* de ciertos objetivos macroeconómicos) y el creciente entendimiento de los ciclos financieros internacionales. Asimismo, se discute la dinámica sobre la regulación de los flujos de capital en América Latina y el Caribe (AL&C) en las últimas dos décadas.

Haciendo uso de una base recientemente publicada que codifica los informes del FMI sobre controles de capital (Fernandez et al, 2015), se observa que la región vivió dos grandes etapas de regulación de integración financiera y regulación de los flujos de capital. La primera etapa se inicia en los noventas y llega hasta el año 2006 donde se registra una creciente liberalización, principalmente al ingreso de capitales y al tipo de activos bajo regulación. En la segunda etapa se observa un proceso de creciente re-regulación, tanto a la salida como al ingreso de capitales, donde el objetivo fue mediar sobre el ingreso de capitales de corto plazo. El cambio de tendencia o punto de giro se observa claramente a partir de la última crisis internacional. La principal finalidad de las nuevas regulaciones fue la de generar nuevas herramientas de política capaz de contrarrestar los efectos negativos del ingreso masivo de capitales producto de la nueva etapa del ciclo financiero global (apreciación del tipo de cambio, volatilidad de corto plazo de los saldos de la cuenta capital, burbujas inmobiliarias, niveles de endeudamiento privado y fragilidad financiera, etc.).

A pesar tenue tendencia hacia la re-regulación no se observa, en general, que esta nueva estrategia de gestión de la cuenta capital esté articulada con los objetivos de transformación estructural. Por ello, una conclusión preliminar del análisis de las regulaciones pareciera indicar que la región ha dejado de lado su estrategia de creciente desregulación verificada hasta 2006 en línea con la revaloración que las herramientas de administración de los flujos de capital recibieron con posterioridad a la crisis. No obstante, como se sugirió a lo largo del documento queda todavía pendiente la elaboración de un enfoque que no sólo reaccione a los vaivenes de los shocks externos exógenos y al ciclo financiero global. Esto es, está pendiente en la región la discusión si existe un rol de este instrumento más allá de los fines de estabilidad financiera y de suavización de las tensiones macroeconómicas, sino también vinculados con objetivos de mediano y largo plazo para el sector real.