

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

Nuestro país se ha movido entre posiciones extremas en cuanto a su apertura a los movimientos de capital internacionales. Es necesario converger a un esquema sin cepos cambiarios ni liberalización irrestricta, que fomente el ingreso de capitales para inversiones de mediano y largo plazo y desaliente los flujos especulativos de corto plazo.

DIAGNÓSTICO



Argentina no ha logrado establecer una forma consistente y estable de insertarse en los mercados financieros internacionales y ha exhibido un patrón de regulación de capitales excesivamente volátil. Al tiempo que se busca proteger a la economía de la inestabilidad que pueden ocasionar los movimientos disruptivos y abruptos en los flujos de capitales, se debe potenciar la capacidad de crecimiento de la economía, generando un ambiente propicio para las inversiones.



- **Argentina se ha movido entre posiciones extremas en cuanto a su apertura a los movimientos de capital internacionales y a su integración financiera internacional.** Por un lado, la autarquía financiera daña la inversión porque desincentiva el ingreso de capitales productivos. Por otro lado, la total desregulación de la cuenta financiera externa expone al país a movimientos de capitales abruptos que generan excesiva volatilidad cambiaria. Esta disyuntiva entre posiciones extremas es un falso dilema.
- Tanto en la literatura académica como en las recomendaciones de los principales organismos internacionales se ha consolidado **una visión que considera a la regulación de los flujos de capitales como una herramienta de uso permanente para neutralizar las externalidades macroeconómicas** asociadas a los movimientos de capitales de corto plazo y evitar la acumulación de riesgos sistémicos e inestabilidades que son amplificadores de la volatilidad macroeconómica.
- **Es necesario ir hacia un esquema que no esté caracterizado ni por "cepos cambiarios" ni por una liberalización irrestricta,** sino por una regulación que considere las características imperfectas de los mercados internacionales. En este sentido, regulaciones de carácter prudencial, no como un esquema de transición, sino como un régimen permanente, contribuirían a la estabilidad económica.
- **El esquema que proponemos funciona como un conjunto de "válvulas" que permiten graduar los flujos de liquidez** en el caso de eventos disruptivos en el mercado de cambios, pero que no afectan la actividad habitual en tiempos de estabilidad.

APORTES PARA POLÍTICAS PÚBLICAS

- | | |
|---|--|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. Establecer condiciones macroeconómicas para el fortalecimiento de la moneda y del mercado de capitales doméstico. El fortalecimiento de la moneda y del mercado de capitales doméstico es un paso fundamental para avanzar en una mayor integración a los flujos de capitales sin caer en crisis recurrentes de balanza de pagos. Dentro de las condiciones para una estabilización se encuentra un ordenamiento fiscal, en un marco de crecimiento, que elimine la dependencia del financiamiento monetario y de los capitales externos de corto plazo.
 2. Convergencia: ni cepo ni liberalización, hacia una regulación prudencial y permanente de los flujos de capitales. La regulación debe prevenir la ocurrencia de eventos disruptivos sobre el mercado de cambios y buscar establecer límites que, aunque no resulten restrictivos en condiciones normales, sirvan como contención ante dichos eventos. <ul style="list-style-type: none"> • Las principales herramientas para una regulación son los encajes o impuestos que discriminan por el plazo del flujo de capitales (encajes desde 30% para menores a 30 días hasta 0% para mayores al año).
 • Dada la concentración de la oferta exportable en pocos actores, se propone mantener la obligatoriedad de liquidación de los ingresos por exportaciones, aunque con plazos y montos que no afecten la normal operatoria de negocios (de 90 a 180 días para operaciones que superen los USD 75 MM). | <ul style="list-style-type: none"> • Adicionalmente, se propone el establecimiento de requisitos de conformidad previa con un límite elevado (convergiendo a valores por encima de USD 3.000.000 mensuales, pero comenzando con valores más bajos), que permitan el acceso al mercado de cambios pero al mismo tiempo establezcan una protección ante situaciones de riesgo cambiario.
 • Por último, se debería evitar la acumulación de riesgos sistémicos para lo cual la regulación macroprudencial, como las normas y reglas sobre el financiamiento público (incluso provincial y municipal) en moneda extranjera y legislación extranjera, es fundamental. <ol style="list-style-type: none"> 3. Fortalecer las instituciones ocupadas del diseño, monitoreo, control y cumplimiento de las regulaciones. No existe una receta única para la forma en la que deben calibrarse estos instrumentos. Es importante contar con instituciones eficaces capaces de elaborar, implementar y monitorear las regulaciones, así como que el espacio de las políticas domésticas no se vea limitado por acuerdos bilaterales o multilaterales que liberalizan el comercio y requieren la liberalización de los flujos de capitales. Mejorar la oportunidad de aplicación de las penalidades por incumplimiento, por ejemplo mediante multas administrativas, puede incrementar la percepción de riesgo asociada a los desvíos de las normas, lo que contribuiría a reforzar las capacidades de los reguladores del mercado. |
|---|--|

Lecturas recomendadas

- Gluzmann, P. A.; Guzman, M.; ["Assessing the robustness of the relationship between financial reforms and banking crises"](#); Elsevier Science; Journal of International Financial Markets, Institutions and Money; 46; 7-2017; 32-47

- Kaminsky, G. L., Reinhart, C. M., Végh, C. A. (2004). ["When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies"](#). NBER Macroeconomics Annual, 19, 11-53.

- Korinek, A. (2020). ["Managing Capital Flows: Theoretical Advances and IMF Policy Frameworks"](#). IEO IMF Background Paper



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