

# Tratados internacionales de comercio e inversión y límites al control de capital

International trade and investment treaties and limits on capital control

Leonardo Stanley<sup>1</sup>

Emiliano Libman<sup>2</sup>

## Resumen

Los controles de capitales están nuevamente en la agenda de política e incluso las instituciones multilaterales de créditos reconocen su utilidad. Los controles no siempre se pueden implementar libremente. La estructura institucional asociada a los Acuerdos de Libre Comercio y los Acuerdos Bilaterales de Inversión pueden limitar severamente la posibilidad de regular la cuenta capital y al sistema financiero. Tras revisar la literatura sobre la liberalización de la cuenta capital, los controles de capitales, la administración del tipo de cambio y las políticas macro-prudenciales, este trabajo discute las limitaciones asociadas a estos acuerdos.

**CÓDIGOS JEL:** F21, F32, F53.

**Palabras clave:** Enfermedad holandesa, control de capitales, globalización financiera, nuevos acuerdos de inversión y comercio.

## Abstract

Capital controls are once again on the policy agenda and even multilateral credit institutions recognize their usefulness. Controls can not always be freely implemented. The institutional structure associated with Free Trade Agreements and Bilateral Investment Agreements can severely limit the possibility of regulating the capital account and the financial system. After reviewing the literature on the liberalization of the capital account, capital

---

<sup>1</sup> Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), Sánchez de Bustamante 27, C1173AAA, CABA, Argentina.

<sup>2</sup> Universidad de San Martín, Escuela de Negocios y CIMaD, Caseros 2241, B1650 San Martín, Buenos Aires, Argentina; y Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), Sánchez de Bustamante 27, C1173AAA, CABA, Argentina.

controls, the administration of the exchange rate and macro-prudential policies, this paper discusses the limitations associated with these agreements.

**Keywords:** Dutch disease, capital control, financial globalization, new investment and trade agreements.

**JEL CODES:** F21, F32, F53.

## Introducción

En los últimos años se ha gestado un consenso sobre la necesidad de regular la cuenta de capital, evaluándose la misma como necesaria en el paquete de herramientas macroeconómicas. Mucho ha influido en dicha vuelta las crisis financieras, tales como la que afectó a los mercados emergentes en los años 1990s, pero fundamentalmente la crisis financiera global iniciada en 2007. El tópico volvió a cobrar relevancia con la generalización de la política monetaria laxa (quantitative easing) aplicada por la FED, y la resultante “guerra de divisas”.

Pese a todo, la política de control de capitales no tiene buena prensa. Mucho ha influido la presión ejercida en el pasado por las instituciones financieras internacionales (IFIs), las cuales impulsaban (ciegamente) la apertura de dicha cuenta. Cabe acotar que dicha postura ha sido recientemente modificada (IMF 2010), con el área de investigación destacando los efectos negativos que genera la entrada indiscriminada de fondos, tanto como los problemas de inestabilidad financiera y excesiva apreciación del tipo de cambio. Propuestas como la introducción de impuestos específicos a los instrumentos de deuda de corto plazo o la fijación de requerimientos de reserva no remunerados van logrando ser aceptados por los hacedores de política tanto como entre las autoridades monetarias. Las posturas públicas del Fondo son hoy más tolerantes a la intervención en el mercado de cambios, y muy

activas en cuanto a la conveniencia de las denominadas políticas macro-prudenciales.

La Figura No 1 muestra para distintas regiones la tendencia de los denominados “índices de trilemma”, tanto como la evolución del índice que mide la independencia del banco central. El hecho más destacado es el aumento en el grado de independencia tanto como la mayor flexibilidad que exhibe la política cambiaria (una mayor inestabilidad en el tipo de cambio). Con la excepción de América Latina, cuyo proceso de apertura comenzó en los años 1990s se tornó irreversible, el resto del mundo en desarrollo no se observa una tendencia definida. Asia comenzó a abrir la cuenta de capital en los años 1980s y 1990s, pero revirtió dicha tendencia en los años 2000s.

**Figura No. 1. Índices de Trilemma y de Independencia del Banco Central**

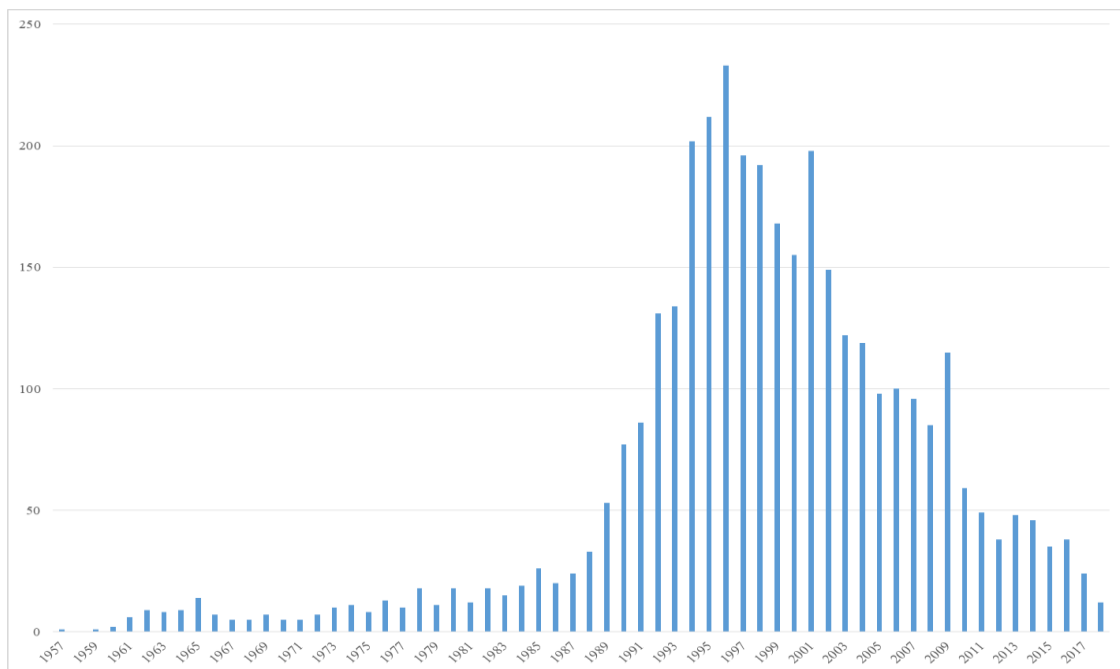


Fuente: elaboración propia en base a Aizenman y otros (2013) y Garriga (2016). XRS = Estabilidad Cambiaria (izquierda), MI = Independencia

Monetaria (izquierda), KAO = Apertura de la Cuenta Capital (izquierda), RCBI = Independencia del Banco Central (derecha).

Sin embargo, y a pesar del comentado cambio de tendencia, un número importante de países han seguido firmando tratados bilaterales de inversión (TBIs) tanto como acuerdos de libre comercio (TLCs). La firma de los mismos se explica por el interés de los países en desarrollo tanto como las economías emergentes, de atraer inversores como también de impulsar el comercio. La Figura No 2 muestra el número de tratados firmados por año, con pico en 1997 y reversión de tendencia de allí en adelante.<sup>3</sup> Cabe destacar que, aun cuando el número de acuerdos han crecido ello puede reflejar lo acumulado (pues, en muchos casos, nuevos tratados reemplazan a los antiguos).

**Figura No 2. Número de Acuerdos por Año**



Fuente: elaboración propia basada en base de datos de UNCTAD-BIT.

<sup>3</sup> La Figura 2 muestra el año en el que cada acuerdo se estableció formalmente. Usualmente lleva unos años establecer e implementar la reglamentación, de modo que durante los años 2000s el número de acuerdo que se implementó efectivamente fue muy grande, considerando este rezago.

Aunque dichos acuerdos (eventualmente) atraen a los inversores, los mismos pueden introducir importantes restricciones en materia de política ya que obliga a los firmantes a regular la cuenta de capital. Muchos de los acuerdos estipulan la libre disponibilidad de divisas, previendo escasas excepciones: tales como las asociadas a una crisis de balanza de pagos, pánicos bancarios o bien, cualquier situación que conlleve a afectar las reservas externas. En definitiva, este tipo de acuerdos pueden terminar bloqueando las regulaciones financieras domésticas, la política de control de capital como también el manejo de la política cambiaria.

Así, no solo las partes signatarias pueden perder su capacidad de restringir las salidas, sino también verse impedidas de manejar la entrada de capitales. Aun cuando la libre movilidad puede no representar un problema entre los países desarrollados por presentar mercados financieros robustos y mejores instituciones (no obstante, bajo determinadas circunstancias si lo es), las economías en desarrollo y los mercados emergentes a menudo se ven necesitados de regular el flujo a fin de mantener la estabilidad macroeconómica, así como para impulsar políticas de crecimiento (por caso, a fin de evitar la apreciación cambiaria).

La Tabla No 1 muestra la distribución regional de los acuerdos. La mayoría de los mismos resultan intra-regionales, con una mayoría los firmados por los países del Asia y África con países europeos, EEUU y Canadá. Los países de la región han firmado un menor número de acuerdos, aunque últimamente han estado muy activos. De un total aproximado de 3600 acuerdos firmados en los últimos 50 años, más de la mitad han involucrado a un país desarrollado y uno en desarrollo.

**Tabla No 1. Distribución Regional de los Acuerdos**

Region I	Region II	# of Agreements
Africa & Middle East	Number of Agreements	Share
Africa & Middle East	408	38,38%
Asia & Pacific	177	16,65%
Europe & North America	432	40,64%
Latin America	46	4,33%
Total	1063	100,00%
Asia & Pacific		
Asia & Pacific	265	34,11%
Africa & Middle East	136	17,50%
Europe & North America	301	38,74%
Latin America	75	9,65%
Total	777	100,00%
Latin America		
Africa & Middle East	11	4,62%
Asia & Pacific	44	18,49%
Europe & North America	36	15,13%
Latin America	147	61,76%
Total	238	100,00%
Europe & North America		
Africa & Middle East	387	26,58%
Asia & Pacific	294	20,19%
Europe & North America	564	38,74%
Latin America	211	14,49%
Total	1456	100,00%

Fuente: elaboración propia basada en base de datos de UNCTAD-BIT.

En definitiva, con la firma de un acuerdo (TBI o TLC) los países en desarrollo y las economías emergentes descartan el uso de determinadas medidas de política macro. El presente trabajo se motiva en la reciente discusión sobre el rol que debería tener la regulación de la cuenta de capital y las limitaciones que a dicha herramienta le impone tal tipo de instituciones (TBI o TLCs). En particular, el presente aporte destaca como un tratado (eventualmente) induce una mayor fragilidad financiera, restricción

que aquí denominamos como “enfermedad holandesa institucional”.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. En una segunda sección destacamos como la movilidad irrestricta de fondos llevó a revalorar la política control de capital. El foco aquí se centra en dos versiones poco analizadas de la reconocida enfermedad holandesa: la de carácter financiero, tanto como la asociada a la presencia de determinadas instituciones. La tercera sección discute la relación entre los acuerdos institucionales y la regulación de la cuenta de capital, y en qué medida éstos pueden promover una nueva enfermedad. En una cuarta, y última sección, se plantean algunas ideas para una futura investigación.

## **2. Consecuencias de la apertura de la cuenta de capital**

La política de control de capital presenta una profusa historia. Ya en el siglo XIX cuando Inglaterra, el principal exportador de capitales en aquel momento, introdujo controles - pauta que después fue seguida por otros países proveedores de capital (Ghosh and Quershi, 2016). Pero será a partir de los acuerdos de Bretton Woods, cuando los flujos de capital se verán sujetos a fuertes restricciones mientras que el sector financiera mostrará un carácter estrictamente local y el sector fuertemente supervisado.

Durante la llamada “Segunda Globalización”, sin embargo, el modelo de represión financiera será dejado de lado con algunos países en desarrollo optando por liberar el sector financiero así como abrir la cuenta de capital de manera unilateral. Obviamente, este tipo de medidas terminaron desencadenando graves crisis, aunque estas no redundaron en una revisión de tales políticas por parte del Fondo ni tampoco de los círculos académicos tradicionales: el control de capitales seguía siendo un tema tabú.

Al analizar los mercados financieros, el andamiaje teórico básico se asocia a un modelo intertemporal de consumo e inversión. Teóricamente los mercados serán completos y perfectos, lo cual permite al consumidor suavizar su consumo a lo largo del tiempo tanto como repartir los riesgos sobre los distintos estados. Lo mismo pueden hacer las firmas: pedir prestado cuanto quieran, a fin de financiar su plan de inversión. El supuesto de país pequeño implica que los gobiernos pueden ir al mercado de capitales por fondos y así financiar sus gastos (aun cuando su cuenta corriente se muestre deficitaria) en la medida que se satisfaga la llamada “condición no Ponzi, es decir el Estado permanece solvente). Detrás de dicho marco yace la idea que la liberalización financiera y apertura de la cuenta de capital pueden resultar beneficiosas para el desarrollo (Dornbush, 1998; Fischer, 1997). Dicho marco fue también utilizado por las IFIs tanto como por los EEUU en las negociaciones por la inclusión de los servicios en la discusiones de la Ronda Uruguay. En paralelo se gestaba la presión de los EEUU por incorporar esta idea en los TBIs que lo tenían como signatario (los cuales así acrecentaban su sesgo pro-inversor).

Irónicamente, al mismo tiempo ya se comenzaba a acumular evidencia empírica denotando la inexistencia de efectos positivos a la medida de apertura y liberalización (Rodrik, 1998; Stiglitz, 2002; Kose et. al., 2009). Un análisis econométrico más reciente (meta-regresión), muestra que la “libre movilidad de capital tiene un escaso efecto beneficioso en el crecimiento de largo plazo” (Jeanne et al.; 2012). En contraposición a lo que dictamina la teoría, los mercados financieros internacionales son incompletos, y los deudores expuestos a sufrir restricciones de liquidez y racionamiento. En presencia de tales restricciones, las decisiones de ahorro e inversión de los agentes privados no logran internalizar los derrames de liquidez. Ello genera un esquema que pasa del exceso de fondos (beneficiando tanto al sector privado como al público), cambios en el ciclo financiero (el cual altera los costos



del financiamiento) y, por último, arriba la crisis (Korinek and Sandri 2016).

Las crisis de los noventa surgieron así fruto de la combinación de una política de shock (apertura inmediata) aplicada en un contexto de regulación financiera inadecuada o nula. Así, los magros resultados obtenidos no deberían resultar sorprendidos. En la siguiente sección, se realiza una breve revisión de la denominada “enfermedad holandesa” (en sus diferentes variantes) tanto así como de la fragilidad financiera.

## **2.1. De la Enfermedad Holandesa Tradicional a la Enfermedad Financiera y Expandida**

Para una economía abierta pequeña, el tipo de cambio real es considerado como el precio relativo más relevante. El mismo influye en las decisiones de ahorro e inversión, las elecciones de cartera de los agentes, la distribución del ingreso, inflación, en definitiva, el crecimiento económico. Una profusa literatura ha demostrado los efectos que un descubrimiento de vastos recursos naturales o el aumento en el precio de estos tienen sobre el sector manufacturero (Corden y Neary, 1982)<sup>4</sup>. La des-industrialización surge así como resultante del cambio en los términos de intercambio, lo cual afecta el proceso de acumulación de conocimientos y descubrimientos tecnológicos, entre otras externalidades positivas que genera la industria. Dicho fenómeno se conoce como de “enfermedad holandesa”.

Un shock positivo sobre los recursos naturales (un descubrimiento o aumento de precios) afecta a la industria y a la economía en su conjunto, dado su efecto sobre las externalidades positivas que la

---

<sup>4</sup> El modelo básico considera una economía pequeña (tomadora de precios), la cual consta de tres sectores: uno no - transable (servicios, generalmente de baja productividad) y dos transables (un sector internacionalmente competitivo, otro tecnológicamente rezagado respecto al mundo internacional).

misma genera (van Wijnbergen, 1984). Sin embargo, algunos autores sostienen que los efectos no deben evitarse, pues los mismos constituyen un fenómeno de equilibrio<sup>5</sup>. Al principio, pocos sostenían la posibilidad que la política macroeconómica tenga como objetivo un tipo de cambio real y así ayudar al desarrollo. Fruto de un profuso debate académico tanto como del análisis empírico del suceso del sudeste asiático, sin embargo, se ha concluido que la sub-valoración del tipo de cambio puede ser determinante para la acumulación de capital así como para el crecimiento de largo plazo (Rodrik, 2008b), premisa aún válida para aquellos que carecían de sector manufacturero al inicio.

En particular, esta literatura llevó la discusión a los hechos estilizados - y su nexo con el crecimiento. Sin embargo, la misma sólo considera los canales tradicionales (balanza de pagos). Sin embargo, los flujos de capital también resultan claves en la determinación del tipo de cambio en una economía abierta. Históricamente, aquellos países expuestos a los rápidos ingresos de capitales experimentan fuertes y rápidos incrementos en el precio relativo de los bienes no - transables.

El inicio del proceso de globalización financiera, hacia finales de los años 1960s - principios de los años 1970s, marca el final del sistema de Bretton Woods. A partir de dicho momento, la academia comienza a reconocer los efectos de los flujos de capital masivos sobre el tipo de cambio y sus efectos en la asignación de recursos entre bienes transables y no transables (Agenor, 1998; Lartey, 2008; Damill y Frenkel, 2017).<sup>6</sup> La dependencia en los

---

<sup>5</sup> Magud and Sosa (2010) ofrecen una reseña de la literatura sobre la Enfermedad Holandesa, así como evidencia que muestra que los inlujos de divisas (asociados a bonanzas de recursos naturales, ayuda, remesas o inlujos de capitales) aprecian el tipo de cambio real, re-asignando recursos y reduciendo la producción y las exportaciones manufactureras. Según los autores, aunque el desalineamiento del tipo de cambio real afecta el crecimiento, no está claro que la Enfermedad Holandesa (que no necesariamente implica desalineamiento) tiene algún efecto.

<sup>6</sup> Lartey (2008) evalúa las consecuencias de los inlujos de capital en economías abiertas de ingresos medios. La experiencia Argentina es paradigmática, ya que los inlujos generaron un incremento

capitales extranjeros puede terminar en una apreciación del tipo de cambio, afectando (negativamente) la competitividad y exponiendo a la economía a la posibilidad de una parada súbita la cual puede llevar a un ajuste repentino de la cuenta corriente. Algunos autores etiquetan al efecto de los flujos de capitales sobre el tipo de cambio como “Enfermedad holandesa de tipo financiera” (Bresser Pereira, 2013; Benigno y Fornaro, 2014; Botta, 2017; Wise, 2017). Mientras originalmente se consideraba una economía cerrada en lo financiero lo cual reflejaba el mundo de Bretton Woods, su caída atada a la irrupción de una economía financieramente integrada induce a que irrumpa una “nueva enfermedad”.

Modelos más recientes han analizado los efectos amplificadores que genera una entrada de fondos súbita sobre la economía local en un contexto de cuenta de capital abierta. En una economía financieramente integrada al mundo, los efectos tradicionales de la enfermedad (asociados al patrón de gastos y asignación de recursos) se ven amplificados y resultan más persistentes. Cuando los agentes privados pueden acumular activos financieros externos, los cambios que afectan al sector transable se prolongan aún más en el tiempo<sup>7</sup>.

## **2.2. Enfermedad Holandesa. Una versión “Expandida”**

La apertura de la cuenta de capital entre los países en desarrollo no resultó un proceso uniforme, ni expandido. Mientras algunos países decidieron liberar sus mercados financieros y abrir la cuenta, otros adoptaron una actitud más precavida. La apertura entre estos últimos resultó más selectiva: abriendo algunas partidas, manteniendo la regulación sobre otras. En los hechos, ello implicó el uso de determinado tipo de control sobre la cuenta de

---

(reducción) en la producción de bienes no-transables (transables) que no tiene un correlato en una bonanza de las exportaciones tradicionales.

<sup>7</sup> Ver Garcia-Cicco y Kawamura (2015), Alberola y Benigno (2017) y Van Ploeg y Poelhekke (2017).

capital, al tiempo que muchos países también mantuvieron algún tipo de represión sobre el sistema financiero. Aquellos que decidieron proseguir este sendero (por caso, China), se vieron menos expuestos a la volatilidad del mercado como también pudieron mantener un tipo de cambio depreciado y más estable.

Dado que la enfermedad holandesa de tipo financiero se asocia con la preminencia de determinado tipo de flujo (Bakardzhieva y otros., 2010; Combes y otros, 2011; Quedraogo, 2017), la literatura especializada emplea también el término de “enfermedad holandesa expandida” para referirse a aquella variedad [de la citada enfermedad] que se origina en la entrada - salida de capitales de corto plazo (Bakardzhieva y otros, 2010). Como corolario, la apreciación del tipo de cambio real resultaría más significativa si los flujos financieros se direccionan básicamente al consumo (por caso, en bienes no transables), en lugar de dirigirse a financiar la inversión (lo cual supone un asignación de largo plazo). Luego de evaluar el impacto diferencial de los flujos de capital al crecimiento de las economías emergentes, Aizenmman et al. (2011) encuentra que la deuda de corto plazo genera un impacto negativo sobre el tipo de cambio. Otros estudios encuentran resultados similares (Lartey, 2008; Bakardzhieva y otros, 2010; Jongwanich, 2010; Combes y otros; 2011; Combes et al., 2016; Quedraogo, 2017).

Además, los flujos actuarán distinto sobre la competitividad y el tipo de cambio real.<sup>8</sup> Los capitales asociados a los flujos de cartera resultan más riesgosos,<sup>9</sup> mientras aquellos vinculados a la

---

<sup>8</sup> Como documentan Bajardzhieva y otros (2010), tal relación fue analizada en el pasado por autores como Salter (1959), Swan (1960) y Corden (1960).

<sup>9</sup> Lartey (2008) encuentra que la apreciación asociada a flujos de portafolio es más significativa que la que responde a flujos de IED y no incrementan la capacidad productiva. Jognwanich (2010) encuentra que el tamaño de la apreciación del tipo de cambio real multilateral asociada a flujos de portafolios es mayor que la asociada a flujos de IED.

inversión extranjera directa (IED) resultan más estables y menos proclives a una reversión repentina<sup>10</sup>. El carácter de largo plazo que adoptan los flujos de IED pueden, además, asociarse a una mayor transferencia tecnológica y de conocimiento, lo cual genera beneficios a otros sectores de la economía y mejora la capacidad productiva del país receptor. En función de esto último, es lógico prever que tal tipo de flujos genera menor presión (a la alza) sobre el tipo de cambio real. Pero, aun así, la IED no debe pensarse como una panacea. Puede que los fondos de largo plazo que arriban al país no resulten beneficioso - y, menos aún, deseables para garantizar un desarrollo sustentable (Claessens y otros, 2003; Saborowski, 2009; Ibarra, 2011; Goda y Torres, 2013). Los beneficios no deben tomarse por dados, sino que dependerán de cómo el país receptor los administra. Por caso, si la mayoría de la IED que arriba se dirige al sector transable tradicional, los mismos pueden bloquear el crecimiento de las exportaciones originadas en el sector no tradicional (como lo observan Goda y Torres, 2013, para Colombia). Rodrik y Subramanian (2008) realizan el mismo planteamiento. La inversión extranjera directa puede ser contraproducente si los fondos se dirigen al sector no transable (por caso, al inmobiliario), patrón que recientemente se observó en España (Benigno and Fornaro, 2014). Los hacedores de política deben incluso considerar el nivel de endeudamiento que mantienen las empresas transnacionales asentadas en el país y cómo éstas distribuyen dividendos - aun cuando las mismas hayan invertido en el sector transable no tradicional. Finalmente, otro caso se presenta cuando una porción de los flujos de IED se dirigen a financiar

---

Utilizando una muestra de 16 países para el periodo 1980-2000, Combes y autores (2011) encuentran algo similar. Bakardzhieva et al. (2010) evalúa los gastos asociados a cada tipo de influjos de capital y su impacto sobre el tipo de cambio real multilateral. Quedraogo (2017) descompone estos efectos de acuerdo a quien origina los fondos (bancos, empresas o Estados). Con una muestra de 73 países entre 1980-2005, encuentra que el impacto más importante está asociado al endeudamiento de los Estados. Este efecto es más de 20 veces más grande en economías emergentes que en países desarrollados.

<sup>10</sup> No hay definición unificada de IED. De acuerdo a la OECD, el concepto corresponde a toda inversión por un no-residente en una firma local, cuando el capital involucrado supera al 10% del valor del paquete accionario.

operaciones de fusión y adquisición. La llegada de este tipo de fondos no implica la incorporación de capacidad instalada, tampoco la llegada de nueva tecnología. Dicha situación ha llevado a numerosos autores a plantear que la IED pueden, eventualmente, ser perjudiciales a la competitividad de la economía receptora (Claessens y otros, 1993; and Jongwanich, 2008).

Relacionado con lo anterior observamos el debate que introdujera la literatura de la secuencia, allá por los años 1980s. En este sentido, Reisen (1995) compara los flujos de capitales que a inicios de los años 1990s llegaban a Asia y América Latina. Y el autor encontró una serie de diferencias. Una porción mayoritaria de los fondos que entraban a Latinoamérica adoptaron el formato de deuda o equity/swaps como también atraídos por el proceso de privatización que iniciaba la región en dicho momento. El patrón de fondos ingresados, por tanto, generó escasos efectos en la formación de capital. Otra resultó la experiencia Asiática. La inversión directa resultó predominante, al tiempo que la mayoría de los fondos llegaban bajo la forma de equity y las inversiones eran en planta (“greenfield investment”). Así, el tipo de flujo que llegaba a uno y otra región permitía descubrir por qué una región mostraba mayor estabilidad - mientras que la otra mostraba mayor volatilidad.<sup>11</sup>

El patrón anterior se modificó en la década del 2000s. Latino América devino de interés para los inversores directos quienes, básicamente canalizaron fondos a los sectores intensivos en recursos naturales (inversor que busca recursos). Sin embargo, este tipo de inversor también genera presión a la apreciación cambiaria

---

<sup>11</sup> Atukhorala y Rajapatirana (2003) analizaron los efectos de los flujos de capitales sobre el tipo de cambio en países del Asia y América Latina durante el período 1985-2000. Aunque los países del Asia recibieron mayores ingresos, los tipos de cambio reales se apreciaron en mayor medida en América Latina. Este efecto parece estar asociado a la composición de los flujos, de mayor duración en el caso de Asia, y de corto plazo en América Latina.

y la des-industrialización. En contraste, una porción mayoritaria de la inversión directa que se dirige al Asia va a la industria.

La globalización financiera avanzó en Asia en los últimos años, como en muchas de sus economías, abriendo sus mercados financieros a los flujos transfronterizos.<sup>12</sup> La presencia de la banca transnacional ciertamente resulta más importante entre los Latinoamericanos, pero estos se vieron menos expuestos a los flujos transfronterizos. Esta diferencia se origina en el tipo de fondeo utilizado por la banca transnacional en una y otra región: mientras que quienes operaban en Asia se fondeaban globalmente, quienes lo hacían en América Latina prefirieron depender de fondos locales (Stanley, 2018). Pese a todo, ello no previno la emergencia de la enfermedad holandesa. En lugar de la banca, el arribo de fondos transfrontera se asoció con otro tipo de institución (por caso, mercado de capitales) e instrumentos (por ejemplo, contratos de futuros), tal como lo demostraron los casos de Brasil y Corea del Sur. Esta tendencia se ha mostrado más relevante luego de la crisis del 2008, momento a partir del cual el mercado de capitales tomó el papel de la banca en la intermediación financiera global (Turner, 2014).

Otro aspecto a destacar es la consagración de un nuevo enfoque en el análisis de las finanzas internacionales. Mientras tradicionalmente el análisis se asociaba a la evaluación de los flujos de capital netos, es mediante la evaluación de los flujos brutos que mejor se analiza el papel de los fondos globales en economía doméstica. Los valores brutos permiten observar la evolución de activos y pasivos, aspecto que pasa desapercibido cuando se analizan los agregados<sup>13</sup>. Esta metodología permite comprender las vulnerabilidades financieras, particularmente

---

<sup>12</sup> Las operaciones “Cross-border” han crecido notablemente entre China e India, aunque dicha tendencia parece haberse detenido. Las obligaciones que pesan sobre China tiene una menor maduración que las del resto de los países del Asia y el Pacífico (BIS, 2013).

<sup>13</sup> Mientras que para estos últimos los flujos financieros sólo son la contraparte de los flujos reales, desagregando flujos y stocks se comprende mejor cómo está operando la cuenta de capital.

aquellas que afectan a la banca global (Cetorelli and Goldberg, 2010). En definitiva, la presencia de bancos transnacionales altamente apalancados llevó a la expansión en los flujos brutos - patrón particularmente visible entre los asiáticos. Jongwanich (2010) analiza los flujos brutos, observando que las salidas inducen mayor volatilidad sobre el tipo de cambio que las entradas de fondos.

En pocas palabras, la literatura analizada evalúa el rol de los distintos tipos de flujos, el papel de los flujos brutos y los diferentes impactos en la dinámica macro. También, y en definitiva, cómo los flujos financieros afectan la asignación de recursos entre los sectores transables y no transables: es decir, la enfermedad holandesa financiera.

### **De la Crisis Financiera a las Metas de Inflación “Flexibles”**

Cuando la cuenta de capital resulta abruptamente abierta, se genera un diferencial importante entre los retornos de los activos financieros originados de los países desarrollados de aquellos surgidos en las economías emergentes. Dicho diferencial genera una oportunidad dorada al arbitraje de carteras. El diferencial termina induciendo un patrón financiero cíclico de auge y caídas, generalmente asociado a flujos de corto plazo, lo cual afecta a la dinámica macroeconómica. Dado que los inversores pueden fácilmente llegar pero también abruptamente abandonar su posición: factores de empuje y atracción usualmente impulsan la dirección los capitales a los países emergentes (Calvo y otros, 1993, 1996).<sup>14</sup> Dicha dinámica se evidenció en Latinoamérica

---

<sup>14</sup> Sean  $i$ ,  $i^*$ ,  $e$ , y  $RP$  la tasa doméstica, la tasa internacional, la devaluación esperada y la prima de riesgo. Un inversor estará indiferente entre comprar activos domésticos y extranjeros si  $i = i^* + e + RP$ . Si dicha igualdad no se cumple, emerge una oportunidad de arbitraje. Tras un programa de estabilización que involucra flujos de capitales, la prima de riesgo y la devaluación esperada caen rápidamente. Pero la



durante la década de los años 1990s, aunque ya se había percibido en los años 1970s. Durante ambos momentos, la región había adoptado políticas cambiarias semi-fijas o de paridad. Originalmente diseñadas a fin de combatir la inflación, utilizando el tipo de cambio nominal para anclar las expectativas de los agentes económicos. La implementación de este tipo de esquema tuvo un impacto inmediato en la tasa esperada de depreciación, fenómeno que generó una masiva entrada de capitales. Ello generó un incremento inmediato en el consumo de no transables, lo cual afectó a los sectores no tradicionales (como la industria) pero incluso afectaron las exportaciones de los sectores tradicionales. De esta forma emergieron importantes déficits en cuenta corriente, los cuales terminaron por agudizar la caída y llevaron a varios países de la región a enfrentar una severa crisis financiera (Frenkel, 2003).

La literatura distingue entre crisis bancarias, de balanza de pagos o de deuda, dependiendo si la misma se originó en una debacle del sector financiero, o resultó fruto de una depreciación, o bien, a partir de un incremento dramático en los niveles de deuda: Latinoamérica experimentó no una, sino las tres de manera simultánea (ver Laeven y Valencia, 2012). A causa de la severidad de las crisis en la región, el clamor por la liberalización financiera y apertura de la cuenta de capital perdió fuerza. Pese a ello, para el Fondo la clave pasaba por adoptar un esquema de tipo de cambio flexible. Ello porque teóricamente tal tipo de esquema se adapta más fácilmente ante a un shock, al tiempo que resulta menos proclive a mostrar un sesgo a la sobre-valoración. Adicionalmente, y tal como lo contempla Mundell para el caso de una economía abierta, dicho esquema permite al Soberano recuperar su autonomía en materia de política monetaria.

---

aparición de déficit por cuenta corriente y la sobrevaluación cambiaria invitan una fuerte salida de capitales, en la medida en que dichas variables vuelven a incrementarse.

Pero la recomendación del Fondo iba más allá del esquema cambiario. La autoridad monetaria debía ganar autonomía (independencia del banco central) y seguir una regla monetaria sencilla para combatir la inflación (*inflation targeting IT*). Bajo este nuevo esquema, la principal tarea del banco central pasaba por fijar la tasa de referencia de corto plazo: la nueva ancla de la política monetaria. Ciertamente, el esquema permitió estabilidad macro, aunque dicho objetivo solo fue alcanzado por aquellos que, al momento inicial, mostraban bajos niveles de inflación (Rogers, 2010; Damill y Frenkel, 2017). Para aquellos casos donde la inflación inicial era elevada, el diferencial de tasas (tasa local versus la tasa de los EEUU) tiende a ampliarse (para una tasa de depreciación esperada), y ello termina impulsando la entrada de capitales de corto plazo. El esquema de *IT* tiende así a generar una presión por la apreciación (Damill y Frenkel, 2017), presión que será mayor si se percibe que el gobierno no intervendrá en el mercado cambiario. De esta forma, el tándem tipo de cambio flexible y el *IT* puede rápidamente devenir en una nueva fuente de apreciación (Singh, 2003).

En esta línea, Amed and Zlate (2014) encuentran que la tasa de interés y los diferenciales de crecimiento resultan ser los mayores inductores de ingresos o egresos de capitales hacia los países en desarrollo y mercados emergentes - patrón que puede ser desactivado con una política de control de capitales. En un modelo reciente Hevia and Nicolini (2015) muestran lo inadecuado que sería el esquema en presencia de fricciones de precio y salarios, mientras que Fahri and Werning (2014) encuentran óptima una política de control de capitales ante shocks externos, esto independientemente del esquema de tipo de cambio elegido.<sup>15</sup> En

---

<sup>15</sup> Algunos autores han enfatizado la relevancia de los controles de capitales para evitar los problemas asociados a la volatilidad de los flujos de capitales volátiles (Bresser Pereira, 2013; Alberola y Benigno, 2017; Davis y Presno, 2017).

definitiva, y para evitar la enfermedad holandesa financiera, lo que sugiere es un esquema administrado de política cambiaria (Lartey, 2008). Un país en desarrollo que adopta un esquema totalmente flexible no solo debe afrontar los shocks reales sino que tampoco goza de autonomía monetaria. Gabaix y Maggiori (2014) evalúan la dinámica del tipo de cambio para una economía financieramente integrada al mundo. Los autores encuentran que bajo tales circunstancias, el tipo de cambio no solo no logra absorber el shock externo sino que el esquema se transforma en un vehículo que transmite los shocks financieros a la economía real. Esto abona la tesis de aquellos que plantean la conveniencia de reintroducir controles de capitales o bien de realizar algún tipo de intervención en el mercado de cambios. Rey (2015), argumenta que en un mundo financieramente integrado, el tradicional trilemma pierde efectividad: la autonomía monetaria resulta una panacea, ningún gobierno toleraría un tipo de cambio extremadamente volátil. Así, quienquiera se encuentre al frente al banco central tiene pocas opciones: o bien adoptar un tipo de cambio fijo o sea restablecer el control sobre los capitales. El trilemma se ha convertido en un dilema.

A fin de limitar los préstamos y deudas en moneda extranjera, las autoridades pueden también introducir medidas macro-prudenciales (ver Bruno y otros, 2015) como también técnicas de administración de la cuenta de capital. Este tipo de medidas resultan permiten reducir la volatilidad financiera, tanto como evitar la generación de burbujas. Una política macro-prudencial habitual conlleva limitaciones al crédito, lo cual se complementa con la política monetaria (la cual tiende a afectar la asignación inter-temporal del gasto)<sup>16</sup>. Tal como sugieren Alberola y Benigno

---

<sup>16</sup> Desafortunadamente, estas medidas pueden no tener los efectos esperados. Según un grupo importante de autores, las regulaciones han sido importantes a la hora de alterar el plazo de los flujos, pero no han logrado reducir su magnitud (Ostry y otros, 2010; Magud y otros, 2011). Aunque no existan efectos sobre el tamaño de los flujos, al cambiar el plazo se reduce la probabilidad de crisis financieras (Bruno y otros, 2014).

(2017), la regulación de la cuenta de capital resultará ventajosa para una economía pequeña, exportadora de commodities.<sup>17</sup>

En definitiva, el riesgo de una crisis financiera sugiere que la apertura total de la cuenta de capital y la flexibilidad total del tipo de cambio no resultan políticas óptimas. Una política de tipo de cambio flexible puede terminar induciendo una apreciación del tipo de cambio y mayor entrada de capitales. Pero también el problema de apreciación se observa bajo un esquema de tipo de cambio fijo. El problema de situarse a los extremos perdura, y ello responde al mantener una política pasiva respecto a los flujos de capital. Para lograr recuperar cierta autonomía, lo que se necesita es un régimen intermedio, que combine controles, medidas macroprudenciales e intervenciones sobre el mercado cambiario.<sup>18</sup>

### **Acuerdos de Libre Comercio y Tratados Bilaterales de Inversión**

La sección precedente destacó los distintos problemas macroeconómicos que surgen a partir de la entrada masiva de capitales. A pesar de los riesgos, en las últimas décadas no solo liberalizaron su cuenta de capital sino que también han aceptado refrendar institucionalmente dicho comportamiento por escrito - lo cual le impide al Soberano revertir la medida. Esto es porque muchos de los acuerdos bilaterales de inversión o tratados de libre comercio firmados tienden a prohibir cualquier tipo de regulación que afecte al movimiento de capitales, pero (eventualmente) también se lo impide la OMC si el soberano decidió adherirse a este tipo de política en algún momento. En otras palabras, los

---

<sup>17</sup> Los efectos benéficos sobre el bienestar han sido reconocidos por la literatura. Las razones por las cuales dichos efectos existen son: la presencia de “externalidades pecuniarias” (Jeanne y Korinek, 2010; Bianchi, 2011); por sus efectos sobre los términos del intercambio (De Paoli y Lipinska, 2012); o porque el sector financiero se encuentra sub-desarrollado (Bacchetta y otros, 2013).

<sup>18</sup> Ver Combes y autores. (2011).

acuerdos (sean bilaterales o multilaterales) funcionan como un reaseguro del sesgo liberalizador que los países de la OECD tanto como las IFIs promueven desde los años 1980s. Ello pese a los efectos negativos que puede generar una apertura indiscriminada tal como lo vino a demostrar la crisis financiera internacional y que actualmente también reconoce la academia (Korinek, 2011; Jeane et al., 2012). Incluso el Fondo resulta hoy partidario de la introducción de algún tipo de “arena en la rueda” (IMF, 2012), pero dicha postura resulta ilegal (desde el punto de vista contractual).

A nivel multilateral, el sesgo pro-liberalización surge en la Ronda Uruguay y sería institucionalizado bajo la forma de Compromisos en materia de Servicios Financieros, incluidos estos en el Acuerdo General de Comercio de Servicios (AGCS). Así, bajo determinadas circunstancias, el estado soberano que imponga control de capitales estaría contraviniendo dicho compromiso (Gallagher y Stanley, 2013). Sin embargo, la normativa multilateral brinda cierto espacio a los países miembros. A nivel bilateral dicho espacio resulta más reducido, principalmente para aquellos países que firmaron tratados con los EEUU aunque la visión restrictiva se extendió más tarde al modelo de tratado que sigue la UE en sus negociaciones de inversión (Stanley, 2018).

Los países del Norte adoptan una definición de inversión amplia, la cual engloba a la inversión de cartera, otorgando a los especuladores el derecho de litigar ante los tribunales arbitrales en caso de verse impedido de girar libremente sus fondos. El modelo no contempla razones prudenciales<sup>19</sup> ni tampoco reconoce necesidades de desarrollo (Gallagher 2011b, 200c). Así, por lo tanto, aquellos que firman un tratado con los EEUU o con la UE pueden verse impedidos de regular la entrada (al sector financiero) o poner restricciones a los movimientos de capital (en pos de

---

<sup>19</sup> Solo pueden reconocer aquellas que presentan un origen micro

mantener la estabilidad financiera)<sup>20</sup>. Pese a todo, salvo excepciones, un importante número de países del Sur corrieron a firmar tratados con el Norte. La razón de tal conducta era, o bien recibir inversores (TBIs) sea entrar al mercado (TLCs), en ambos casos las restricciones sobre la cuenta de capital resultan muy amplias.

Algunos autores consideran que al esquema bilateral como homogéneo, en el presente contexto ello implicaría que todos terminan imponiendo el mismo tipo de restricciones sobre la regulación del sector financiero (Bonnitcha et al., 2017). Otros reconocen la posibilidad de un patrón diferenciado, siendo más restrictivos aquellos donde interviene un país del Norte (Gallagher et al., 2019). Lo que a continuación se describen son una serie de excepciones, algunos países del Sur prefirieron no firmar tratados con su contraparte del Norte y así mantener su espacio de política. Que tal actitud haya quedado en el pasado (caso Chile) no desestima la conducta, aunque si condena su espacio de política a futuro.

El caso de Chile puede considerarse como paradigmático, básicamente porque se le ha catalogado como el país con una postura neoliberal. Al mismo tiempo, y desde el regreso a la democracia, las autoridades fueron muy activas en la firma de tratados, sea de inversión o bien de libre comercio. Sin embargo, el equipo económico que acompañó a Patricio Aylwin, primer mandatario democrático después de la dictadura, fijo restricciones a fin de evitar la entrada de capitales especulativos. La autoridad monetaria impuso una tasa de reserva no remunerada (URR, or “encaje”), los cuales aplicaban a ciertos tipos de flujos (Le Font and Lehman, 2003). El objetivo de la medida era evitar la apreciación del peso, como para inducir el arribo de capitales de

---

<sup>20</sup> Las presiones del sector financiero por difundir este tipo de acuerdos fue mayúscula, originalmente asociada al lobby bancario de Wall Street (Bonnitcha et al., 2017; página 193).

más largo plazo. Tal actitud quedaría plasmada en los acuerdos firmados por la nueva administración (Ffrench-Davis, 2010), y se mantendría en el TLC acordado con Canadá en 1997 (Viterbo, 2012). La misma actitud precautoria sería observada durante la ronda de negociaciones con la UE, TLC que entró en vigencia en el año 2003 (Gallagher, 2015). Cuando llega el momento de negociar con los EEUU, en 2004, ya se había modificado el Directorio del banco central: la nueva configuración era ahora más proclive a la eliminación de toda regulación macro-prudencial (Ffrench-Davis, 2010). Ello explica porque el acuerdo solo incluye una cláusula más restringida (carve-out), la cual solo pudo ser aplicada bajo especiales circunstancias (y justificada por razones micro-prudenciales).

Colombia también adoptó una postura precautoria, al inicio del boom de commodities (2007), lo cual le permitió confrontar la crisis financiera global con menor volatilidad. En dicho momento las autoridades monetarias decidieron introducir controles, forzando a los inversores extranjeros a mantener una porción de sus inversiones en el banco central. Sin embargo, el banco central también permitió a la banca asentada en el país a ofrecer créditos en moneda extranjera (Ocampo y otros, 2015). Con el tiempo, la postura liberalizadora fue ganando terreno. En esta dirección, la administración de Uribe decidió avanzar con un TLC con los EEUU, convenio que fue aprobado por el Congreso Estadounidense en 2011. Dicho tratado no solo marcará el fin de una política de tipo de cambio estable y competitivo (Gallagher, 2011a), sino que también afecta la estabilidad del sistema financiero local (Vargas y otros, 2017).

Ecuador atravesó una profunda crisis bancaria en 1999, la cual generó una fuerte caída en la producción y el empleo, y condujo a la dolarización de la economía al año siguiente. En ese contexto en 2006 Rafael Correa fue electo presidente. En su primer mandato se da a conocer el veredicto del juicio que había interpuesto la corporación Occidental Oil en los tribunales internacionales, y que

benefició a esta empresa estadounidense, a pesar a su lamentable record medio-ambiental<sup>21</sup>. Dicha medida empujó a Correa a retirarse de la Convención del CIADI tanto como a desandar el convenio bilateral previamente establecido. De manera simultánea, el entonces presidente decidió lanzar una comisión cívico - gubernamental a fin de estudiar un nuevo esquema de acuerdo: La Comisión de Relaciones Internacionales y Seguridad de la Asamblea Nacional o CAITISA. Años después Lenin Moreno (un ex-aliado de Correa) gana las elecciones y decide modificar el esquema precedente. Pese a todo, este nuevo esquema incorpora varias de las recomendaciones realizadas por CAITISA (Jaramillo, 2018). Así, en lo referente al tipo de inversión, la nueva propuesta desconoce a las inversiones de cartera así como a los instrumentos de deuda como parte de la definición de inversión.

Analizando ahora la experiencia asiática el caso de Corea del Sur puede resultar paradigmático, dada su relación estratégica con los EEUU. Con el objetivo de proteger la industria local, el gobierno mantuvo un sistema financiero reprimido hasta mediados de los años 1990s. A partir de allí, las autoridades coreanas decidieron avanzar hacia la apertura de la cuenta de capital. Pese a que el experimento terminó en crisis, el gobierno decidió mantener el rumbo y avanzar hacia una mayor liberalización del sector financiero - lo cual implicó el arribo de la banca extranjera (masivamente norteamericana) (Stanley, 2018). Dicha postura también estuvo presente desde la solicitud de adhesión a la OECD (Diciembre 2006), cuya membresía impide cualquier tipo de regulación sobre los flujos de capital (Abdelal, 2007). También el presidente Roh Moo-Hyun (2003-2008) mantuvo el entusiasmo, e inició discusiones con la administración de George W. Bush a fin

---

<sup>21</sup> En el 5 de Octubre de 2012 el tribunal arbitral ordenó al gobierno de Ecuador pagar 2.3 mil millones de dólares a la firma petrolera de Estados Unidos, Occidental. Este montó fue el más grande que se le ordenó pagar a un Estado por un tribunal arbitral hasta aquel entonces (ver “Why did Ecuador terminate all its Bilateral investment treaties?” Transnational Institute. May 27, 2017).



de firmar un TLC (conocido como “KORUS”). A diferencia de Chile, las autoridades Surcoreanas lograron incorporar una cláusula de tipo carve-out en el tratado (Gallagher, 2015).<sup>22</sup>

Malasia califica como otro caso de excepcionalísimo institucional, donde el Estado soberano reservó su derecho de introducir control de capital en cualquier momento (Gallagher et. al., 2013). Cuando la crisis estalló hacia finales de los 1990s, entre otras medidas y con el objetivo de reducir la volatilidad en los mercados, el gobierno decidió cerrar el mercado offshore del Ringgit (Epstein et al, 2008). De manera similar, las autoridades económicas decidieron reducir las operaciones financieras entre-fronteras, prohibiendo a los agentes locales tomar préstamos en moneda extranjera, tanto como a los extranjeros endeudarse en el mercado local. Una vez pasada la tormenta, el gobierno malayo decidió levantar las regulaciones. Sin embargo, al poco tiempo estarían de vuelta. Las regulaciones se expandieron, afectando ahora la participación extranjera en la banca. En definitiva, luego de la crisis los gobiernos en Malasia se volvieron muy celosos en defender su espacio de política.

Otros países fueron más lejos con su actitud, manteniendo una postura activa en la mesa de negociaciones. Pero el caso de Brasil resultó aún más paradigmático: si bien negoció 14 tratados bilaterales de inversión, el Congreso nunca los llegó a ratificar. Tampoco este país se avino a firmar ningún TLC, lo que lo convierte en un caso excepcional no solo para la región sino para el resto del mundo emergente (Stanley, 2018). También resultó atípica la actitud entre los países del sudeste asiático quienes, hasta hace muy poco tiempo, se negaban a firmar acuerdos de este tipo con los EEUU. Tal actitud es mantenida por China, país muy prolífico en la firma de TBIs: luego del primero firmado con Suecia se suscribieron más de un centenar. Pero, los negociadores chinos estuvieron siempre atentos a no firmar ningún tratado que

---

<sup>22</sup> La excepción se encuentra en el Capítulo de Inversión, Anexo G.

les recortara su espacio de política (Stanley and Fernández Alonso, 2015). Aun actualmente, con China devenida en potencia mundial y modificado su modelo de tratado al devenir en exportador de capital, las autoridades han mantenido dicha actitud precautoria. Evitando cualquier política de shock, con una apertura gradual de la cuenta de capital, gradualidad que también se observa en el proceso de desregulación del sector financiero (Stanley, 2018). Una conducta similar fue adoptada en India, donde la secuencia de apertura (de la cuenta de capital) ha venido siguiendo los preceptos de un consenso que va más allá del gobierno de turno (Mohan, 2009; Reddy, 2010; Stanley, 2018). Según lo acordado, la autoridad monetaria fue liberando primero los flujos de capital de largo plazo para luego ir permitiendo la entrada de capitales financieros. Pero, mismo la liberalización sobre la IED, el gobierno mantuvo las restricciones a la entrada en algunos sectores económicos. Así las cosas, unos años atrás, India decide modificar su modelo de tratado. El objetivo detrás de tal cambio fue, entre otras, el reducir el alcance de la definición de inversión. También el nuevo modelo establece mayor margen de maniobra para la intervención en el mercado en caso de crisis de balanza de pagos. En definitiva, las autoridades estuvieron al tanto de las limitaciones que impone la apertura de la cuenta de capital. Puede que el tamaño les coloque un punto a su favor, pero estos casos destacan también debido a la virtud de los políticos para evitar los riesgos que impone este tipo de esquemas.

Resulta ampliamente conocida que la presencia de reglas conlleva restricciones que pueden terminar afectando la decisión del Estado soberano. Algunos tratados pueden terminar impidiendo la introducción de medidas macro-prudenciales o bien regular su sistema financiero. Reduciendo la flexibilidad del gobierno a niveles mínimos (Gallagher, 2011; Gallagher et al., 2019), el modelo norteamericano resulta el más paradigmático lo cual le ha

valido la crítica del mismo Fondo<sup>23</sup>. Así, las restricciones de política que se impone a los países en desarrollo y mercados emergentes surgen de la firma este tipo de tratados (TBIs y TLCs), pueden denominarse como “enfermedad holandesa, versión institucional”.

#### 4. Conclusiones

El artículo muestra la relevancia que actualmente tiene la cuenta de capital en transmitir la enfermedad holandesa, lo cual aumenta la probabilidad de experimentar un retraso cambiario. En la primera sección se plantea que dicho problema se asocia, principalmente, con el tipo de flujo: las inversiones de cartera son más proclives a generar mayor volatilidad al inducir ciclos de auge (apreciación) y caída (devaluación abrupta). Dicho esto, también debe aclararse el papel nocivo (respecto a la dinámica cambiaria) que pueden tener los flujos de largo plazo. La llegada de inversión extranjera directa puede generar mayor presión sobre el tipo de cambio, y con ello desincentivar la desindustrialización. Así, la secuencia de apertura importa. En la segunda sección se planteó que, independientemente del esquema cambiario, toda solución de “esquina” induce a una apreciación de la moneda doméstica. Para revertir dicha situación, la autoridad monetaria puede intervenir el mercado, sea a partir de operaciones de esterilización, o bien por medio de administrar los encajes financieros. Imponer algún tipo de regulación sobre los flujos de capitales resulta otra opción válida, y quizás la única en un contexto de globalización financiera. Como corolario de lo anterior podría decirse que el mantener la potestad de introducir algún tipo de control sobre los flujos de capitales permite al gobierno evitar la enfermedad holandesa - variante financiera.

---

<sup>23</sup> Ghosh y Qureni (2016) enumeran todos los trabajos de investigación y de recomendaciones políticas producidas por el Fondo (ver el reporte del FMI intitulado “Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows”).

Sin embargo, como se demostró en la tercer sección, a menudo dicha potestad se encuentra institucionalmente bloqueada. Esto por los compromisos que el Estado asumió a nivel multilateral, o bien por acuerdos de carácter bilateral. Así, bajo ciertas circunstancias, los países en desarrollo se ven forzados a abrir su cuenta de capital y, eventualmente están impedidos de introducir cualquier tipo de medida macro-prudencial o regular el sistema financiero. Consecuentemente, al exponerse a los flujos de capitales internacionales sin ningún tipo de red que los proteja, estos países se ven así expuestos a los fenómenos descritos por la enfermedad holandesa

A inicios de los años 1970s, los países desarrollados comenzaron a pujar para que la apertura de la cuenta de capital y la liberalización financiera adoptara una perspectiva normativa: un nuevo marco institucionalidad que sirviera para disciplinar a los países en desarrollo y mercados emergentes (*once fits all*). Los líderes políticos en estos países comenzaron a confrontar una opción de tipo binaria. Sea liberalizar su sector financiero y abrir la cuenta de capital, pero estar sujeto a un ciclo de auge y caída; o bien, mantener la política de control de capitales, a costa de permanecer como un paria financieramente hablando.<sup>24</sup> Más allá de la dicotomía, los casos analizados muestran que las respuestas resultaron variadas. Mientras algunos países en América Latina y Asia mantuvieron una actitud de precaución, otros optaron por jugar con las reglas de juego aún a costa de perder grados de libertad. Mientras una porción importante de los acuerdos prohíbe la imposición de controles, otros preservan varias de las provisiones de salvaguarda (básicamente aquellas atadas a una crisis de balanza de pagos). La mayoría de los “parias institucionales”, sin embargo, lograron avanzar con la

---

<sup>24</sup> Como lo observan Ghosh y Quershi (2016), tal oposición a los controles se observa principalmente en los líderes de los países emergentes y de desarrollo medio.

globalización de sus economías al tiempo que evitaron verse envueltos en el típico ciclo de auge y caída. Ellos lograron instalar instituciones que favorecieron la estabilidad macroeconómica (Rodrik, 2008a). Con el tiempo una actitud más crítica fue ganando terreno, y el 2017 se convirtió en el primer año donde el número de acuerdos concluidos excede al número de nuevos acuerdos (UNCTAD, 2018). Además, una porción importante de los nuevos incluye excepciones, entre otras aquellas que introducen limitaciones al alcance (como sobre la definición de inversión) o clarificando aspectos claves que antes se dejaban de lado (por caso, la definición de tratamiento justo y equitativo). Esto podría estar demostrando una nueva tendencia, y así revirtiendo el sesgo pro-inversor de los tratados anteriores.

Otros siguen atados al viejo paradigma. Pero son las autoridades de cada país las que deciden si participar o no de un acuerdo que les ate e impida instaurar políticas prudenciales allí cuando resultan necesarias. Sea por razones ideológicas (pro-mercado, desestima cualquier intervención) o por necesidad económica (a fin de ganar acceso a determinado mercado), varios gobiernos siguen planteando la conveniencia de este tipo de modelos. Tal es el caso de Chile, cuando el sesgo ideológico del nuevo directorio impuso la firma del TLC con los EEUU. Pero también podría ser el caso del gobierno de Mauricio Macri en Argentina, cuyo sesgo ideológico lo llevo a apresurar la apertura de la cuenta de capital. La misma visión lo sesga al evaluar la conveniencia de entrar a la OECD o pedir su incorporación al índice de mercados emergentes, ambas medidas imponen fuertes restricciones institucionales, tal como lo hacen los tratados aquí analizados.

Tal tipo de actitud se muestra contraria al nuevo contexto internacional, cuyo avance hacia un nuevo tipo de nacionalismo (Brexit, Trump, etc.) puede generar mayor volatilidad en los mercados financieros. Por lo tanto, lo que el nuevo escenario le facilita al Estado soberano (particularmente para aquellos que califican como en desarrollo o emergentes) es una mayor

flexibilidad. Igualmente, los países desarrollados están reclamando por recuperar su autonomía, una versión modificada de la Doctrina Calvo (Bonittcha et al., 2017; página 13). En definitiva, y para el caso aquí analizado, la recuperación se asocia con la búsqueda de grados de libertad sobre la política monetaria y cambiaria.

## Referencias

- Abdelal, R. (2007). *Capital Rules: The Construction of Global Finance*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Agenor, P. (1998). The surge in capital flows: analysis of ‘pull’ and ‘push’ factors. *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 3 no. 1, 39-57.
- Aizenman, J., Chinn, M., y Ito, H. (2013). The 'Impossible Trinity' Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing. *Review of International Economics*, Vol. 21, no. 3, 447-458.
- Alberola, E., y Benigno, G. (2017). Revisiting the commodity curse: a financial perspective. Bank for International Settlements, BIS Working Paper N 609.
- Atukhorala, P., y Rajapatirana, S. (2003). Capital Inflows and the Real Exchange Rate: A Comparative Study of Asia and Latin America. *The World Economy*, Vol. 26 no. 4, pp. 613-637,
- Bakardzhieva, D., Naceur, S., y Kamar, B. (2010). The Impact of Capital and Foreign Exchange Flows on the Competitiveness of Developing Countries. IMF Working Paper WP/10/154.
- Bianchi, J. (2011). Overborrowing and Systemic Externalities in the Business Cycle. *American Economic Review*, Vol. 101 no. 7, pp. 3400-3426.
- Benigno, G., y Fornaro, L. (2014). The Financial Resource Curse. *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 116, no. 1, pp. 58-86.
- BIS (2013). *BIS Quarterly Review*. The Bank for International Settlements.

- Bonnitche, J.; L. Skovgaard Poulsen; and, M. Waibel (2017). *The Political Economy of the Investment Treaty Regime*. Oxford University Press.
- Botta, A. (2017). Dutch Disease-cum-financialization Booms and External Balance Cycles in Developing Countries. *Revista de Economía Política*, Vol. 37, No. 3(148), pp. 459-477.
- Bruno, V., Shim, I., and Shin, H. (2015). Comparative Assessment of Macroprudential Measures. BIS Working Papers No 502.
- Calvo, G., Leiderman, L. y Reinhart, C. (1993). Capital inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: the Role of External Factors. *IMF Staff Papers*, 10 (1) 108-151.
- Calvo, G., Leiderman, L., y Reinhart, C. (1996). Capital inflows to Developing Countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No. 2, pp. 123-39.
- Cetorelli, N., y Goldberg, L. (2010). Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the Crisis. NBER Working Paper No. 15974.
- Claessens, S., Oks, D., y van Wijnbergen, S. (1993). Interest Rates, Growth, and External Debt: The Macroeconomic Impact of Mexico's Brady Deal. Policy Research Working Paper No. 1147, The World Bank.
- Combes, J., Kinda, T., y Plane, P. (2011). Capital Flows, Exchange Rate Flexibility and the Real Exchange Rate. IMF, IMF Working Paper No. WP/11/19.
- Combes, J., Kinda, T., Quedraogo, R., y Plane, P. (2016). Does it Pour When it Rains? Capital Flows and Economic Growth in Developing Countries. FERDI, Documents du Travail P157.
- Corden, M. (1960). The Geometric Representation of Policies to Attain Internal and External Balance. *Review of Economic Studies*, Vol. 28, pp. 1-22.
- Corden, M., and Neary, J. (1982). Booming Sector and De-Industrialisation in a Small Open Economy. *The Economic Journal*, 92 (368), 825-848.
- Damill, M., y Frenkel, R. (2017). Symposium: Dilemmas of exchange rate and monetary policies in Latin America. *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 40, no. 1, pp. 1-8.

- Davis, J., y Presno, I. (2017). Capital controls and monetary policy autonomy in a small open economy. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 85, pp. 114-130.
- De Paoli, B., y Lipinska, A. (2012). Capital controls: a normative analysis. FRB of New York Staff Report No. 600.
- Ffrench-Davis, R. (2010). *Economic Reforms in Chile: From Dictatorship to Democracy*. Palgrave MacMillan Press.
- Fischer, S. (1997). Capital Account Liberalization and the Role of the IMF. Speech at the IMF Annual Meetings, September 19.
- Frenkel, R. (2003). Globalization and financial crises in Latin America. *CEPAL Review*, Vol. 80, pp. 39-51.
- Gabaix, X., y Maggiori, M. (2014). International Liquidity and Exchange Rate Dynamics. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series 19854.
- Gallagher, K. (2011a). Trading Away Financial Stability in Colombia: Capital Controls and the US-Colombia Trade Agreement. Latin America Trade Network – LATN.
- Gallagher, K. (2011b). Reforming United States trade and investment treaties for financial stability: the case of capital controls. Investment Treaty ([www.iisd.org](http://www.iisd.org)).
- Gallagher, K. (2011c). Losing Control: Policy Space to Prevent and Mitigate Financial Crises in Trade and Investment Agreements. *Development Policy Review*, 29 (4): 387-413.
- Gallagher, K. (2015). *Ruling Capital: Emerging Markets and the Re-Regulation of Cross-border Finance*. Ithaca - Cornell University Press.
- Gallagher, K., y Stanley, L. (2013). Capital Account Regulations and the Trading System: A Compatibility Review. Pardee Center Task Force Report - Frederick S. Pardee Centre for the Study of the Longer - Range Future - Boston University.
- Gallagher, K., Ffrench-Davis, R., Lim, M., y Soverel, K. (2013). Financial Stability and the Trans-Pacific Partnership: Lessons from Chile and Malaysia. Boston University, the Frederick S. Pardee



- Centre for the Study of the Longer-Range Future. CEGI Working Paper N2.
- Gallagher, K.; S. Sklar; and, R. Thrasher (2019). Quantifying the Policy Space for Regulating Capital Flows in Trade and Investment Treaties. Global Development Policy Centre at Boston University. A G-24 Working Paper
  - Garriga, A. (2016). Central Bank Independence in the World: A New Dataset. *International Interactions*, Vol. 42, no. 5, 849-868.
  - Goda, T., y Torres, A. (2013). Overvaluation of the real exchange rate and the Dutch Disease: The Colombian case. Working Paper, CIEF.
  - Ghosh, A., y Qureshi, M. (2016). What's In a Name? That Which We Call Capital Controls. IMF Working Papers 16/25, International Monetary Fund.
  - Hevia, C., y Nicolini, J. (2015). Monetary Policy and Dutch Disease: The Case of Price and Wage Rigidity. Working Papers 726, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
  - Ibarra, Carlos (2011). Capital Flows and Real Exchange Rate Appreciation in Mexico. *World Development*, Vol. 39, No. 12, pp. 2080-2090.
  - International Monetary Fund (2010). Capital Inflows: The Role of Controls. International Monetary Fund Staff Position Notes.
  - International Monetary Fund (2012). Liberalizing capital flows and managing outflows – background paper. Prepared by the Monetary and Capital Markets Department, the Strategy, Policy, and Review Department; and the Research Department; in consultation with the Legal Department and other Departments.
  - Jaramillo, J. (2018). New Model BIT proposed by Ecuador: Is the Cure Worse than the Disease? Kluwer Arbitration Blog.
  - Jeanne, O., Subramanian, A., y Williamson, J. (2012). Who Needs an Open Capital Account? Washington DD: Peterson Institute for International Economics.
  - Jeanne, O., y Korinek, A. (2010). Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Approach. NBER Working Papers No. 16377.

- Jongwanich, J. (2008). Real exchange rate overvaluation and currency crisis: evidence from Thailand. *Applied Economics*, Vol. 40, No. 3, pp. 373-382.
- Jongwanich, J. (2010). Capital Flows and Real Exchange Rates in Emerging Asian Countries. Asian Development Bank - ADB Working Paper N 210.
- Kose, A., Prasad, E., Rogoff, K., y Wei, S. (2009). Financial Globalization: A Reappraisal. *IMF Staff Papers*, Vol 56 no. 1.
- Korinek, Anton (2011), “The New Economics of Prudential Capital Controls.” *IMF Economic Review* 59(3): 523–61.
- Korinek, A., y Sandri, D. (2016). Capital controls or macroprudential regulation? *Journal of International Economics*, Vol. 99 no 1, pp. 27-42.
- Laeven, L., y Valencia, F. (2012). Systemic and Banking Crisis Database: an Update. *IMF Working Paper* WP/12/63.
- Lartey, E. (2008). Capital Inflows, Dutch Disease Effects, and Monetary Policy in a Small Open Economy. *Review of International Economics*, Vol. 16, no. 5, pp. 971-989.
- Magud, N., y Sosa, S. (2010). When and Why Worry About Real Exchange Rate Appreciation? The Missing Link between Dutch Disease and Growth. *IMF Working Paper* WP/10/271.
- Magud, N., Reinhart, C., y Rogoff, K. (2011). Capital Controls: Myth and Reality. A Portfolio Balance Approach. *NBER Working Papers* No. 16805.
- Mohan, R. (2009). *Monetary Policy in a Globalized Economy: A Practitioner’s View*. Oxford: Oxford University Press.
- Ocampo, J., y Romero Baquero, C. (2015). La búsqueda, larga e inconclusa, de un nuevo modelo (1981-2014). En José Antonio Ocampo Gaviria compilador “Historia Económica de Colombia”. Fondo de Cultura Económica.
- Ostry, J., Ghosh, A., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M., y Reinhardt, D. (2017). Capital Inflows: The Role of Controls. *IMF Research Department*.

- Quedraogo, R. (2017). Portfolio Inflows and Real Effective Exchange Rates: Does the Sectorization Matter? IMF Working Paper WP/17/121.
- Reddy, Y. (2010). India and the Global Financial Crisis: Managing Money and Finance. London: Anthem Press.
- Reisen, H. (1995). Managing Temporary Capital Inflows: Lessons from Asia and Latin America. *The Pakistan Development Review*, Vol. 34, no. 4, pp. 395-427.
- Rey, H. (2015). Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. NBER Working Paper No. 21162.
- Rodrik, D. (1998). Who Needs Capital-Account Convertibility? *Essays in International Finance*, Vol. 207. Princeton, New Jersey, Princeton University.
- Rodrik, D. (2008a). One Economics, Many Recipes: Globalization, Institutions, and Economic Growth. Princeton University Press.
- Rodrik, D. (2008b). The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 39 no. 2, pp. 365-43.
- Rodrik, D. (2018c). What do Trade Agreements Really Do? National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series no. 24344.
- Rodrik, D., y Subramanian, A. (2009). Why Did Financial Globalization Disappoint? *IMF Staff Papers*, Vol. 56, No. 1, pp 112-138.
- Roger, S. 2010. Inflation Targeting Turns 20. *Finance & Development*, Vol. 47 no. 1, pps. 46-49.
- Saborowski, C. (2009). Capital Inflows and the Real Exchange Rate: Can Financial Development Cure the Dutch Disease? IMF Working Paper No. 09/20.
- Salter W. (1959). Internal and external balance: the role of price and expenditure effects. *The Economic Record*, Vol. 35, pp. 226-238.
- Singh, A. (2003). Capital Account Liberalization, Free Long-Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development. *Eastern Economic Journal*, Vol. 29, no. 2, pp. 191-216.

- Stanley, L. (2018). *Emerging Market Economies and Financial Globalization: Argentina, Brazil, China, India and South Korea*. Anthem Frontiers of Global Political Economy. Anthem Press, London.
- Stanley, L., y Fernández Alonso, J. (2016). El tratamiento a las inversiones extranjeras tras el ascenso de la República Popular China: ¿de las reglas a la discreción? Cuadernos de Trabajos del CECHIMEX, N 3.
- Stiglitz, J. (2002). *Globalization and its discontents*. New York: W. W. Norton.
- Swan, T. (1960). Economic Control in a Dependent Economy Model. *Economic Record*, Vol. 36, no. 73, pp. 51-66.
- Turner, P. (2014). The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs. BIS Working Paper No. 441.
- UNCTAD (2018). Recent Developments in the International Investment Regime. International Investment Agreements - IIA Issues Note. United Nations Commission on Trade and Development - UNCTAD. Geneva
- Vargas, H., Cardozo, P., y Murcia, A. (2017). The Macroprudential Framework in Colombia. BIS Papers 94. Bank for International Settlement.
- Viterbo, A. (2012). International Economic Law and Monetary Measures: Limitations to State's Sovereignty and Dispute Settlement. Elgar International Economic Law. Elgar Edward Publishing.
- Wijnbergen, van S. (1984). The "Dutch Disease": A Disease after All? *Economic Journal*, 94 (373), pp. 41-55.
- Wise, C. (2017). Introduction. In Myers, M., y Wise, C. (eds.). *The Political Economy of China and Latin America Relations in the New Millenium*, Routledge.

Recibido 01 marzo/2019

Aceptado 22 marzo/2019