



DOCUMENTO DE ANÁLISIS DEL PERSONAL TÉCNICO DEL FMI

5 de agosto de 2011
SDN/11/14

La eficacia de los controles de capital y las políticas prudenciales en la gestión de las grandes entradas de capital

Karl Habermeier, Annamaria Kokenyne y Chikako Baba

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Departamento de Mercados Monetarios y de Capital

**La eficacia de los controles de capital y las políticas prudenciales
en la gestión de las grandes entradas de capital**

Preparado por Karl Habermeier, Annamaria Kokeny y Chikako Baba

Autorizada su distribución por José Viñals

5 de agosto de 2011

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD: Las opiniones presentadas en este Documento de Análisis del Personal Técnico son de los autores y no representan necesariamente las opiniones del FMI o la política del FMI. Las opiniones expresadas en el presente documento pertenecen a los autores y no deben atribuirse al FMI, su Directorio Ejecutivo ni su gerencia. Los Documentos de Análisis del Personal Técnico se publican con el objeto de generar comentarios y fomentar el debate.

Números de clasificación

JEL: F2, F3

Palabras clave: controles de capital, regulación financiera, políticas macroprudenciales, entradas de capital, economías de mercados emergentes

Direcciones electrónicas de los autores: khabermeier@imf.org; akokeny@imf.org; cbaba@imf.org

Índice

Resumen ejecutivo	4
I. Introducción.....	5
II. ¿Qué nos dice la literatura?.....	6
III. Los controles de capital en la década de 2000: Nuevos datos econométricos.....	11
IV. La gestión de los riesgos planteados por las entradas de capital: Controles de capital y políticas prudenciales	16
V. Conclusiones	20
Referencias.....	22
Cuadro	
1. Efectos de los controles de capital sobre el volumen de flujos de capital	15
Gráfico	
1. Índices de controles de capital	14
Apéndices	
I. Análisis de la literatura	26
II. La eficacia de los controles de capital y las políticas prudenciales en una selección de economías emergentes en la década de 2000.....	30
III. Selección de medidas para la gestión de la cuenta de capital	34

RESUMEN EJECUTIVO

Recientemente, el personal técnico del FMI ha tratado de aclarar las circunstancias en las que los controles de capital y las políticas prudenciales destinadas a influir sobre los flujos de capital transfronterizos (conocidos, en conjunto, como medidas de gestión de los flujos de capital (MGFC) podrían formar parte del conjunto de herramientas de gestión de los grandes flujos de capital. A estos efectos, se ha hecho especial hincapié en la necesidad de garantizar que estas medidas lleguen a alcanzar los objetivos establecidos, entre los cuales destacan contener la apreciación monetaria, reducir el volumen de las entradas de capital, modificar su composición, ofrecer un mayor margen de maniobra a la política monetaria, frenar el crecimiento del crédito y debilitar la burbuja de precios de los activos.

El presente documento tiene en cuenta los datos empíricos sobre la eficacia de los controles de capital y las medidas prudenciales relacionadas, centrándose en las lecciones aprendidas en la última década.

- El análisis de la literatura sobre el tema muestra que los controles de capital (a diferencia de las MGFC) tienen escasos efectos sobre los flujos generales, si bien parece que sí pueden modificar su composición. En la mayoría de los casos, la influencia de los controles sobre la apreciación monetaria también es mínima. Todavía no se ha estudiado a fondo la eficacia de las medidas prudenciales a la hora de abordar los riesgos derivados de las entradas de capital.
- Las estimaciones econométricas de la eficacia de los controles de capital en cuatro economías de mercados emergentes en la década de 2000 (Brasil, Colombia, Corea y Tailandia) confirman también que el éxito de tales controles ha sido dispar. Asimismo, parece que la eficacia de cualquier medida se deteriora con el tiempo.
- Un análisis más amplio de las experiencias de 13 economías de mercados emergentes en la década de 2000 no respalda de forma inequívoca la eficacia de los controles de capital y las medidas prudenciales. No obstante, parece que las medidas prudenciales han obtenido mejores resultados que los controles de capital para reducir el crecimiento del crédito y abordar los problemas de estabilidad financiera, si bien solo en contadas ocasiones han reducido las presiones a la apreciación y los flujos agregados.

En resumen, por motivos que no están del todo claros, los controles de capital y las medidas prudenciales relacionadas alcanzan sus objetivos en algunos casos pero no en otros, y no es posible extraer conclusiones definitivas. Es necesario prestar especial atención a la elección y el diseño de tales medidas, como se argumenta, por ejemplo, en Ostry *et al.* (2011).

I. INTRODUCCIÓN

Recientemente, el personal técnico del FMI ha vuelto a analizar las condiciones en las que podrían utilizarse dos conjuntos de políticas —los controles de capital y las medidas prudenciales relacionadas, conocidas en conjunto como medidas de gestión de los flujos de capital (MGFC)— para abordar los riesgos planteados por las grandes entradas de capital¹.

En esencia, este nuevo estudio sostiene que las políticas macroeconómicas son herramientas apropiadas frente a las entradas de capital. Tales políticas incluyen: permitir que la moneda se aprecie cuando esté subvaluada desde el punto de vista multilateral; comprar reservas en divisas si su nivel no es más que adecuado desde el punto de vista preventivo, y reducir las tasas de interés de intervención (cuando no haya temores de sobrecalentamiento) o endurecer la política fiscal para dar cabida a la aplicación de una política monetaria más expansiva (acorde con los objetivos de inflación). Las políticas estructurales desempeñan también un papel destacado en la mejora de la capacidad de la economía para absorber las entradas de capital y hacer frente a la volatilidad, junto con la regulación y supervisión mejoradas del sector financiero.

Aparte de esto, podría ser conveniente que los países aplicaran también MGFC, que se dividen en i) *MGFC basadas en la residencia*, a menudo llamadas controles de capital, que abarcan una serie de medidas sobre la actividad financiera transfronteriza que discriminan en función de la residencia²; y ii) *otras MGFC*, que no discriminan en función de la residencia pero, no obstante, van dirigidas a influir en las entradas de capital. Una medida no dirigida a influir en las entradas de capital no se incluiría en el grupo de MGFC. En general, suele resultar difícil determinar ex ante si una medida concreta constituye una MGFC; para ello es necesario evaluar una serie de criterios, como el contexto político general y el calendario de aplicación de dicha medida. Dentro de las MGFC, se daría prioridad a las que no discriminan en función de la residencia.³

Si bien este marco establece una jerarquía de medidas destinadas a abordar los riesgos derivados de las grandes entradas de capital, deben considerarse otras dos cuestiones con respecto al uso de las MGFC:

¹ Ostry *et al.* (2010) y FMI (2011b).

² Por ejemplo, una medida que impidiese a los no residentes comprar valores públicos nacionales se consideraría un control de capital.

³ Este orden de prioridad de las medidas tiene en cuenta los intereses institucionales y de política económica derivados de las normas generales de equidad de las cuales un país espera que sus ciudadanos puedan gozar como consecuencia de su participación en un marco multilateral. Para más información, véase FMI (2011b), párrafo 53.

- Es necesario tener en cuenta sus *repercusiones multilaterales*. Por ejemplo, el uso de una MGFC podría desviar flujos de capital de un país a otros países, lo que a su vez podría tener consecuencias de distinta índole, tanto positivas como negativas, sobre los resultados y el bienestar económicos. Actualmente, el personal técnico del FMI está analizando en profundidad estas consideraciones multilaterales.
- Además, es necesario valorar la *eficacia* de las MGFC. Se trata, en definitiva, de una cuestión empírica a cuyo estudio se han dedicado considerables esfuerzos durante años.

El presente documento pretende aportar más información en torno a la segunda cuestión, la de la eficacia, que ha sido objeto de un debate prolongado y a veces controvertido, sin conclusiones definitivas. Para comenzar, se ofrece un resumen de la literatura empírica existente sobre la eficacia de las MGFC. A continuación, se presentan las nuevas estimaciones econométricas del personal técnico del FMI respecto a la experiencia de las MGFC en la última década, centrada también en las experiencias particulares de algunos países.

En general, por motivos que no están del todo claros, los controles de capital y las medidas prudenciales relacionadas alcanzan sus objetivos en algunos casos pero en otros no. Por tanto, es necesario prestar especial atención a la elección y el diseño de tales medidas, como se argumenta, por ejemplo, en Ostry *et al.* (2011).

II. ¿QUÉ NOS DICE LA LITERATURA?

Como se analiza más adelante, la literatura existente se centra básicamente en los controles de capital (MGFC que discriminan en función de la residencia). Por consiguiente, este análisis de la literatura se centra en la eficacia de los controles de capital en países que ya han liberalizado muchos tipos de flujos de capital internacionales. Esta es la situación en la que se encuentran muchas economías de mercados emergentes hoy en día. En cambio, parece que los países que cuentan con controles consolidados y una sólida capacidad de ejecución cambiaría tienen menos dificultades para controlar las entradas de capital, si bien a costa de mayores distorsiones. China e India son ejemplos de primer orden: han levantado los controles sobre las entradas de capital solo en parte y siguen utilizando varios controles administrativos, como procedimientos de autorización y límites cuantitativos. Los sistemas integrales de China e India permiten un seguimiento cercano de los flujos y un endurecimiento calibrado de los controles en caso necesario⁴.

Se han realizado relativamente pocos estudios empíricos sobre la eficacia de las MGFC distintas de los controles de capital a la hora de gestionar los riesgos derivados de las

⁴ Si bien los controles de capital de estos dos países presentan diferencias importantes, ambos limitan la mayoría de las transacciones de capital transfronterizas.

entradas de capital en países con una cuenta de capital abierta en términos generales. El ritmo de adopción o modificación de las medidas prudenciales por los distintos países, como respuesta a las entradas de capital, ya sea en sustitución de los controles de capital o junto con ellos, parece haber repuntado en los últimos años. Los estudios realizados sobre el tema se basan en casos o eventos.

La eficacia de los controles de capital se calcula según el cumplimiento de los objetivos marcados, entre los cuales suelen estar los siguientes: i) reducir el volumen total de entradas de capital para evitar una apreciación de la moneda; ii) modificar la composición de las entradas de capital para minimizar los efectos de una interrupción súbita de las entradas de capital o de una reversión de la dirección de los flujos sobre la estabilidad financiera y la volatilidad del tipo de cambio, y iii) ofrecer un mayor margen de maniobra a la política monetaria. Por lo que se refiere a los datos, los estudios pretenden medir los efectos de los controles sobre el volumen o la composición (vencimiento, tipo) de las entradas de capital, el tipo de cambio (variación, volatilidad) y el diferencial entre las tasas de interés internas y externas (tasas de interés de mercado y/o de intervención).

A menudo, el cálculo de la eficacia resulta complicado, porque las MGFC casi siempre forman parte de un paquete de políticas más amplio, que en su totalidad puede afectar a las entradas de capital. De hecho, parece que prácticamente no existen casos de uso exclusivo de MGFC para abordar el incremento de las entradas de capital. Desentrañar los efectos de las distintas políticas y cuantificar la aportación de las MGFC al resultado plantea difíciles problemas estadísticos. Por consiguiente, los resultados de tales estudios no son claros.

La elusión entorpece todavía más los intentos de calcular la eficacia. Los estudios sobre los efectos de las MGFC sobre la composición de los flujos de capital son especialmente vulnerables a este problema. A menudo, la elusión hace que los flujos de capital objetivo encuentren otros canales: se reduce el flujo de capital cubierto por una medida particular, pero aumentan otros tipos de flujos de capital. Por ejemplo, en Brasil, los datos de la balanza de pagos indican que a la aplicación de un impuesto a las entradas de inversiones de cartera le siguió su reducción, pero también un incremento de los flujos de inversión extranjera directa (IED). Parece ser que algunos flujos de capital se disfrazaron de IED para eludir el impuesto.

En análisis anteriores de la literatura sobre la eficacia se llegó a la conclusión de que los datos difieren⁵. A partir de la experiencia de una serie de economías de mercados emergentes hasta 1999, se observó que el principal motivo para aplicar los controles era la voluntad de mantener un diferencial entre las tasas de interés internas y externas y de reducir las

⁵ Ariyoshi *et al.* (2000).

presiones sobre el tipo de cambio. Se vio que, de entrada, los controles resultaban eficaces, pero que por lo general los países no lograban alcanzar de forma simultánea ambos objetivos: conseguían mantener el diferencial de tasas de interés pero tenían que ajustar el tipo de cambio. Los controles alargaban el vencimiento de las entradas de capital en divisas, pero no terminaban de conseguir una reducción del volumen total.

Las conclusiones de la literatura más reciente en torno a la eficacia son acordes con los resultados anteriores. Muchos de estos documentos analizan de nuevo episodios anteriores ya estudiados, mientras que otros se centran en las experiencias más recientes de uno o varios países.

En conjunto, los resultados clave indican que los controles sobre las entradas de capital tienen repercusiones más notables sobre la composición de los flujos y los diferenciales de tasas de interés internas/externas que sobre el volumen total de entradas de capital. No obstante, algunos estudios comparativos recientes de varios países apuntan a que los países menos abiertos a los flujos financieros registran un incremento menor de las entradas de capital. Se dan más detalles de ello en el apéndice I.

- En la mayoría de los estudios econométricos no se observan efectos de los controles sobre el volumen total de entradas de capital. En los modelos de ecuación única (como el MCO, IV), algunos no observan una reducción significativa del volumen⁶, mientras que otros sí⁷. En Brasil y Malasia, los modelos de autorregresión vectorial (VAR) observan una reducción significativa pero efímera⁸.
- Los controles pueden incrementar el vencimiento de las entradas de capital. Pruebas concluyentes de ello se observan en Brasil, Chile, Colombia, Croacia, Malasia y Tailandia, con independencia del método econométrico utilizado⁹. Estos estudios concluyen que las entradas de capital de corto plazo cayeron de forma marcada tras la imposición de controles, mientras que no observan variaciones estadísticamente significativas en las entradas de capital de largo plazo. También existen datos

⁶ De Gregorio, Edwards y Valdes (2000) para Chile; Cardenas y Berrera (1997) para Colombia; Binici, Hutchison y Schindler (2009) para un estudio transnacional.

⁷ Coelho y Gallagher (2010) para Colombia y Tailandia; Gallego, Hernandez y Schmidt-Hebbel (2002) para Chile; Campion y Neumann (2004) para un estudio transnacional.

⁸ Cardoso y Goldfajn (1998) y Carvalho y Garcia (2008) para Brasil; Goh (2005) para Malasia.

⁹ Cardoso y Goldfajn (1998) para Brasil; De Gregorio, Edwards y Valdes (2000) para Chile; Cardenas y Barrera (1997), Cardenas (2007), y Clements y Kamil (2009) para Colombia; Jankov (2009) para Croacia; Goh (2005) para Malasia; Jittrapanum y Prasartset (2009) para Tailandia.

indirectos según los cuales los controles sobre las entradas de capital fueron coercitivos en Argentina, Chile y Corea, pero no en Indonesia¹⁰.

- Los controles sobre las entradas de capital no tuvieron efectos claros sobre la apreciación monetaria en la mayoría de los casos. En general, los estudios concluyen que un encaje sobre las entradas de capital en particular¹¹ no afecta al tipo de cambio, o lo hace de forma muy ligera¹². Solo un estudio, en el que se utilizó el modelo GARCH, concluyó que un endurecimiento de los controles (un encaje) llevó a una depreciación de la banda cambiaria nominal¹³.
- Por lo que se refiere a la autonomía de la política monetaria, los controles sobre las entradas de capital pueden contribuir al diferencial entre las tasas de interés internas y externas. A partir de un marco VAR, un estudio concluye que el banco central de Chile pudo fijar como objetivo una tasa de interés interna superior durante 6-12 meses¹⁴. En China e India, que aplican controles más exhaustivos, los diferenciales de las tasas de interés siguen siendo significativos y persistentes con el paso del tiempo¹⁵. Esta conclusión es acorde con la opinión de que los controles resultan más eficaces en países que controlan de forma más estricta los flujos de capital.
- Otra corriente de la literatura se centra en las repercusiones microeconómicas de los controles sobre las entradas de capital. Forbes (2007) sostiene que, en Chile, los controles sobre las entradas de capital impusieron restricciones financieras a las pequeñas empresas. Gallego y Hernández (2003) observan la existencia de una relación entre los controles y un apalancamiento menor y una mayor dependencia de las utilidades no distribuidas.

En un destacado metaestudio realizado recientemente por Magud, Reinhart y Rogoff (2011) se intenta estandarizar los resultados de una parte significativa de la literatura más antigua y, por lo general, se confirman las siguientes conclusiones:

Parece ser que los controles sobre las entradas de capital otorgan una mayor independencia a la política monetaria, modifican la composición de los flujos de capital y reducen las presiones sobre el tipo de

¹⁰ Levy-Yeyati, Schmukler y Van Horen (2009).

¹¹ Un encaje sobre las entradas de capital supone un control sobre el capital, porque se aplica únicamente a las transacciones financieras de no residentes.

¹² Gallego, Hernandez y Schmidt-Hebbel (2002) y De Gregorio, Edwards y Valdes (2000) para Chile; Clements y Kamil (2009) y Rincón y Toro (2010) para Colombia; Coelho y Gallagher (2010) para Colombia y Tailandia.

¹³ Edwards y Rigobon (2009), para Chile.

¹⁴ De Gregorio, Edwards y Valdes (2000).

¹⁵ Ma y McCauley (2008); Hutchison *et al.* (2009).

cambio real (aunque en este caso los datos son más controvertidos). Además, parece que no reducen el volumen de los flujos de capital netos (ni, por lo tanto, el saldo en cuenta corriente).

Aun así, resulta llamativa la divergencia de conclusiones en la literatura, y es importante entenderlas mejor.

En primer lugar, y quizás lo más importante, no existe un marco generalmente aceptado para analizar la eficacia de los controles de capital. Es bien sabido que todo intento de calcular dicha eficacia está sujeto a un sesgo de simultaneidad: los controles de capital suelen endurecerse ante un aumento de las entradas de capital, dando lugar a un problema de endogeneidad. Son muchos los métodos econométricos distintos que se han utilizado para abordar este problema, entre los cuales está el uso de variables instrumentales y VAR suponiendo que las variables están ordenadas. Los resultados también son sensibles a los detalles de especificación del modelo, en especial a la elección de las variables de control. Por supuesto, no todos los estudios van tan lejos: muchos de los basados en la experiencia de un solo país no aplican una metodología econométrica rigurosa, sino que extraen conclusiones de los cambios observados en las variables macroeconómicas y el volumen de flujos de capital (por ejemplo, Jankov (2009), Mohan y Kapur (2009), Reinhart y Smith (1998), y Thaicharoen y Ananchotikul (2008)).

En segundo lugar, medir la eficacia es más difícil cuando se utilizan datos de baja frecuencia. Con el paso del tiempo, los controles de capital pierden eficacia, a medida que los mercados encuentran la manera de eludirlos. Así pues, los estudios que realizan un seguimiento de las variaciones en los flujos de capital a partir de datos de alta frecuencia (y se centran básicamente en la fecha de anuncio o la fecha efectiva de introducción de los controles) tienen más probabilidades de advertir cierta eficacia. Algunos estudios que recurren a variables diarias o semanales observan cambios significativos en las primas bursátiles o a plazo cuando se introducen o eliminan controles de capital (por ejemplo, Levy-Yeyati, Schmukler y Van Horen (2009), y Hutchison *et al.* (2009)).

En tercer lugar, existen buenos motivos por los que la eficacia puede variar de un país a otro o con el paso del tiempo. En particular, la experiencia práctica del personal técnico del FMI indica que la eficacia depende del diseño o la aplicación de los controles. Es posible que cada país ejecute o aplique de forma distinta los mismos controles de capital, como reflejo de las diferencias existentes en la capacidad administrativa. Asimismo, el nivel de cumplimiento de las normas también puede variar. Estos y otros detalles del diseño de un control y su entorno de aplicación no se recogen en los datos utilizados en los estudios disponibles, y será difícil que los análisis transversales o de datos de panel identifiquen estos factores de forma coherente. Por ejemplo, Campion y Neumann (2004) utilizan datos de panel en siete países de América Latina y observan repercusiones significativas sobre el volumen de flujos, mientras que un estudio de Binici, Hutchison y Schindler (2009) que abarca 74 países no concluye que los controles sean eficaces.

En cuarto lugar, en la literatura, la intensidad de los controles de capital se mide de muchas formas distintas. Hay estudios que utilizan una variable binaria para indicar la existencia de una medida específica, mientras que otros recurren a una combinación de variables binarias (véanse Clements y Kamil, 2009; Coelho y Gallagher, 2010). Algunos estudios hacen un recuento de las modificaciones introducidas en las normativas, como Cardoso y Goldfajn (1998), mientras que otros calculan la intensidad del impuesto equivalente, como De Gregorio, Edwards y Valdes (2000). Algunos estudios establecen una distinción adicional entre los controles sobre las entradas y salidas de capital (por ejemplo, Binici, Hutchison y Schindler, 2009). La mayoría de los índices se basan en controles de jure, es decir, en la presencia de controles en las leyes y normativas internas. Estas medidas no tienen en cuenta si llegan a aplicarse en la práctica, o de qué forma se aplican.

En quinto lugar, la medición de los flujos de capital varía. Los estudios con flujos de capital estrictamente definidos (es decir, flujos sujetos a los controles analizados) tienen más probabilidades de notar eficacia, en particular respecto al efecto de composición de los controles (véase De Gregorio, Edwards y Valdes, 2000).

En resumen, lo ideal sería que los estudios corrigieran de forma adecuada el sesgo de simultaneidad; utilizaran datos de alta frecuencia; captaran las características institucionales importantes de los países, como su capacidad administrativa y el cumplimiento de las normas; abarcaran un amplio grupo de países, y midieran la intensidad de los controles en función de cuán activamente se ejecutan. Ninguno de los estudios existentes satisface todos estos requisitos y, sin duda, en el futuro inmediato, las limitaciones de los datos impedirán que se combinen todas estas características en un solo estudio.

III. LOS CONTROLES DE CAPITAL EN LA DÉCADA DE 2000: NUEVOS DATOS ECONOMÉTRICOS

Una cuestión principal es saber si las conclusiones de la literatura cambiarán a medida que se tengan en cuenta de forma más sistemática las experiencias de los distintos países y los datos posteriores al año 2000. En la última década, los flujos de capital han registrado varios aumentos importantes, por ejemplo en Europa central y oriental, Asia y América Latina.

El análisis recogido aquí gira en torno a Baba y Kokenyne (de próxima publicación), que ofrecen una evaluación cuantitativa del efecto del endurecimiento del control sobre las entradas de capital y de la liberalización de las salidas de capital en algunas economías de mercados emergentes (EME) seleccionadas, durante la década de 2000. Los episodios sujetos a estudio son los siguientes: el impuesto cambiario en Brasil (2008), el encaje en Colombia (2007–08) y Tailandia (2006–08) y la amplia liberalización de las salidas de capital en Corea (2005–08).

El análisis utiliza índices que siguen la intensidad de los controles de capital temporales basados en los precios, así como de otros tipos de controles de capital, extraídos de

información sobre modificaciones de las políticas (gráfico 1). El uso de índices distintos para los controles temporales basados en los precios y otros controles (más permanentes) ayuda a medir, por separado, los efectos de tales políticas en la consecución de sus objetivos.

La estimación de los determinantes de los flujos de capital (gráfico 1) se realiza mediante el método generalizado de momentos (MGM), mientras que la eficacia en la consecución de distintos objetivos macroeconómicos se evalúa mediante VAR. Ambos conjuntos de regresiones controlan varios correlatos de los flujos de capital, tanto específicos de un país como mundiales¹⁶. Como ocurre en gran parte de la literatura anterior, el estudio juzga el éxito de los controles en la consecución de cuatro objetivos: i) reducir los flujos de capital; ii) alargar el vencimiento de los flujos de capital; iii) ofrecer un mayor margen de maniobra para el incremento de las tasas de interés internas, y iv) distender las presiones sobre la apreciación monetaria.

Las estimaciones muestran que la eficacia de los controles de capital varía de un país a otro:

- El volumen de entradas de capital netas se redujo en Colombia debido al encaje. El encaje de Colombia afectó a los flujos de corto plazo y, así, contribuyó a alargar la estructura de vencimiento de los flujos de entrada. En Tailandia, el encaje afectó también al volumen de los flujos de capital netos; sin embargo, los efectos se materializaron en forma de incremento de las salidas de capital. No parece que el impuesto cambiario de Brasil y la liberalización de las salidas de capital en Corea hayan tenido repercusiones notables sobre el volumen o la composición de las entradas de capital.
- Los controles de capital basados en los precios aplicados en Brasil y Colombia ampliaron el margen de maniobra para que la política monetaria pudiese aumentar las tasas de interés.
- Los controles y la liberalización de las salidas de capital no relajaron la presión a la apreciación en ningún país.

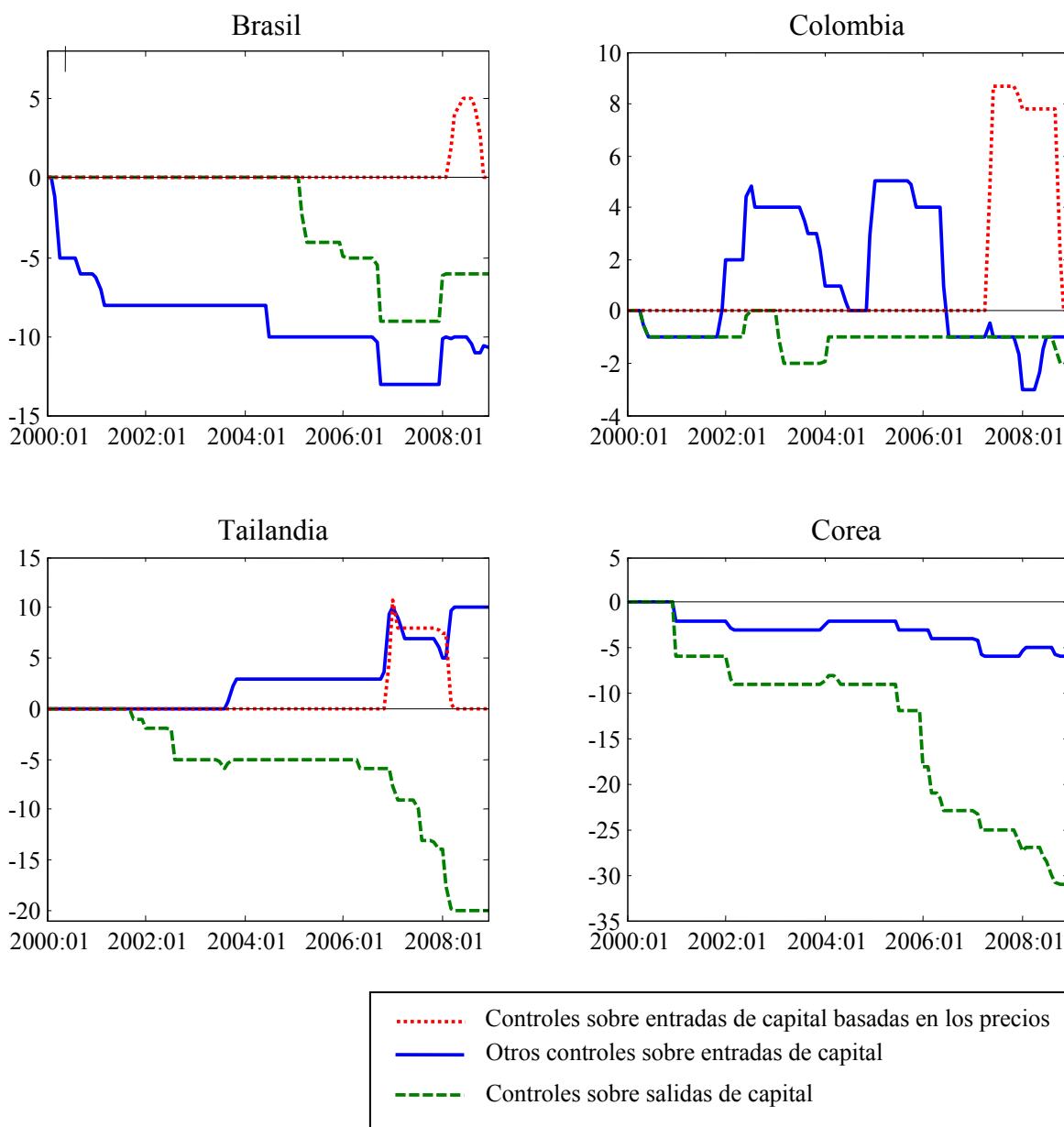
¹⁶ Véanse en la nota al cuadro 1 las variables incluidas en las estimaciones MGM. Las VAR incluían las variables endógenas siguientes: i) los tres índices de controles (controles sobre entradas de capital basados en los precios, otros controles sobre entradas de capital y controles sobre salidas de capital); ii) un diferencial de las tasas de interés a corto plazo respecto a Estados Unidos; iii) flujos de capital netos; iv) el tipo de cambio real; y v) el crecimiento del crédito. Asimismo, incluían algunas variables exógenas, en particular indicadores del ciclo económico tanto nacionales como de Estados Unidos, el diferencial del EMBI, el índice de la ICRG, el índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago (VIX) y el saldo en cuenta corriente rezagado.

- En Tailandia, los controles generales sobre las entradas de capital, endurecidos justo antes de introducirse el encaje, y la liberalización de las salidas de capital contribuyeron a mantener la autonomía de la política monetaria.

Además, las repercusiones macroeconómicas de los controles sobre las entradas de capital están supeditadas a su cobertura, el nivel de desarrollo del mercado de capital, otras políticas de apoyo y si el aumento de las entradas de capital es de corta o larga duración:

- Cuando las medidas van dirigidas a un componente limitado de los flujos de capital, y aunque obtengan resultados positivos en los flujos objetivo, es posible que no tengan efectos macroeconómicos significativos, como una reducción del volumen total de flujos o la distensión de las presiones a la apreciación de la moneda. Por ejemplo, en Colombia, las medidas lograron moderar los flujos de corto plazo pero no contener la apreciación de la moneda porque, en su mayoría, los flujos (en particular la IED) quedaban exentos de su aplicación.
- Todavía más difícil es obtener el efecto deseado cuando el mercado de capital está bien desarrollado, porque los inversionistas pueden encontrar más formas de eludir las medidas. Esto explicaría por qué las políticas resultaron menos eficaces en Brasil, donde existen mercados de derivados sofisticados.
- Otras políticas pueden contribuir a respaldar la eficacia. Por ejemplo, la liberalización de los controles sobre las salidas de capital puede incrementar los flujos de salida y ayudar a mantener más elevadas las tasas de interés internas (Tailandia).
- En todos los casos, las repercusiones de las políticas fueron efímeras, lo que indica que los controles de capital resultan más adecuados para abordar los incrementos temporales de los flujos de capital. Para poder mantener su eficacia a largo plazo, es necesario reforzarlos y ampliarlos periódicamente, cosa que podría derivar en una nueva y más amplia regulación de los flujos de capital. Sin embargo, reforzar los controles podría agudizar las distorsiones.

Gráfico 1. Índices de controles de capital



Fuente: FMI, Informe anual sobre regímenes de cambio y restricciones cambiarias (AREAER) y cálculos de los autores.

Nota: En los índices de controles de entradas y salidas de capital, los valores más altos indican que las transacciones están sujetas a mayores restricciones. En los índices de impuestos y encaje, los valores más altos indican que la normativa se aplica a varios tipos de entradas de capital.

1. Efectos de los controles de capital sobre el volumen de flujos de capital

	Brasil		Colombia		Tailandia		Corea	
	Neto	Entrada	Neto	Entrada	Neto	Entrada	Neto	Entrada
Flujos totales								
Controles sobre entradas de capital basadas en los precios	-0,499 (0,365)	-0,776 (0,494)	-0,044 (0,027)	-0,051 (0,022)	-0,456 (0,256)	-0,346 (0,346)		
Controles sobre entradas de capital	-1,341 (2,546)	-2,457 (3,736)	0,045 (0,476)	-0,159 (0,356)	-0,611 (1,309)	-2,074 (2,172)	0,320 (1,175)	-2,061 (2,778)
Controles sobre salidas de capital	-0,398 (2,653)	1,071 (3,152)	-0,591 (1,121)	-2,098 (1,926)	1,672 (0,919)	0,957 (1,200)	-0,090 (0,627)	1,619 (1,359)
Observaciones	104	104	56	56	34	34	104	104
Flujos de corto plazo								
Controles sobre entradas de capital basadas en los precios	0,108 (0,422)	-0,382 (0,452)	-0,029 (0,023)	-0,035 (0,016)	-0,359 (0,313)	-0,264 (0,283)		
Controles sobre entradas de capital	-0,829 (2,831)	-0,759 (2,814)	0,133 (0,426)	-0,073 (0,296)	-0,390 (1,467)	-1,586 (1,579)	-0,287 (1,451)	-2,189 (2,289)
Controles sobre salidas de capital	5,353 (3,303)	2,302 (2,911)	0,195 (1,244)	-1,253 (1,168)	1,279 (1,089)	0,655 (1,050)	-0,293 (0,736)	1,100 (1,092)
Observaciones	104	104	56	56	34	34	104	104

Fuentes: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Estimaciones MGM 2SLS con variables rezagadas como instrumentos. Los valores entre paréntesis corresponden a errores estándar acordes con la heteroscedasticidad de White. ** y * indican que la estimación es significativa en el nivel del 5% y el 10%, respectivamente. Los flujos de capital se expresan como porcentaje del PIB. Las regresiones incluyen las tasas de interés y los ciclos económicos del país respectivo y Estados Unidos, la prima a plazo, la ICRG, el VIX y el saldo en cuenta corriente. El diferencial soberano del EMBI se incluye de forma adicional para Brasil y Colombia. Período: enero 2000–agosto 2008 para Brasil y Corea; enero 2004–agosto 2008 para Colombia; y 2000: T1–2008: T2 para Tailandia.

IV. LA GESTIÓN DE LOS RIESGOS PLANTEADOS POR LAS ENTRADAS DE CAPITAL: CONTROLES DE CAPITAL Y POLÍTICAS PRUDENCIALES

Además de utilizar controles de capital para abordar el aumento de las entradas de capital, los países han recurrido a políticas prudenciales para hacer frente a los riesgos provocados por tales incrementos. Mientras que los controles de capital pretenden reducir las entradas de capital o modificar su composición, contener la apreciación monetaria o ampliar el margen de maniobra para la política de tasas de interés interna, con frecuencia las políticas prudenciales han abordado el rápido crecimiento del crédito, uno de los efectos secundarios más comunes de las grandes entradas de capital y que ha provocado grandes temores en varias economías de mercados emergentes (EME). Las entradas de capital han sido una fuente importante de financiamiento bancario secundario en Corea y Croacia, por ejemplo, respaldando un mayor apalancamiento bancario y, a menudo, un rápido crecimiento del crédito¹⁷. En ocasiones, puede que las empresas y los hogares pidan dinero prestado directamente en el extranjero, evitando el sector financiero regulado. Tal expansión del crédito, en caso de ser excesiva o estar mal gestionada, puede plantear riesgos para la estabilidad macroeconómica y del sistema financiero.

Como se ha dicho, las políticas prudenciales destinadas a influir sobre los flujos de capital transfronterizos constituyen un subconjunto de MGFC, pero también se las suele conocer como políticas macroprudenciales. No obstante, cada vez son más quienes defienden la idea de que es preferible limitar el uso del término «macroprudencial» a aquellas medidas que pretenden abordar el riesgo sistémico en el sector financiero y no los objetivos macroeconómicos en general¹⁸. Aquí nos referimos simplemente a políticas prudenciales, que incluyen tanto las medidas microprudenciales como las macroprudenciales.

El efecto tanto de los controles de capital como de las medidas prudenciales sobre una selección de variables de interés se analizó en 13 países durante el período 2000–2008: T2¹⁹. La elección de los países se realizó a partir de informes del personal técnico del FMI en los que se identificaban los países con aumentos de las entradas de capital y/o un elevado crecimiento del crédito. El período se delimitó expresamente para que coincidiera con los años situados entre la crisis asiática de 1997 y la reciente crisis mundial, que afectó a la mayoría de los mercados emergentes en 2008: T3.

Los efectos de las políticas se evalúan en un marco VAR, como se describe en Baba y Kokenyne (de próxima publicación–a y b). Las MGFC de cada país se resumen en cuatro índices, que monitorizan i) los cambios en las regulaciones prudenciales pertinentes; ii) los

¹⁷ Véase, por ejemplo, Shin y Shin (2011).

¹⁸ Véase FMI (2011a).

¹⁹ Brasil, Colombia, Corea, Croacia, Filipinas, India, Perú, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Uruguay y Vietnam.

controles sobre las entradas de capital basados en el precio; iii) otros controles sobre las entradas de capital, y iv) los controles sobre las salidas de capital²⁰. Los cambios se ponderan por el número de tipos de transacciones afectados, pero no por su rigor. El índice de controles de capital basados en los precios monitoriza las tasas de impuesto equivalente de la política. La estimación del sistema VAR se realiza a partir de datos trimestrales correspondientes al período 2000: T1 a 2008: T2 con un rezago, o de datos mensuales correspondientes al período enero 2000–agosto 2008 para países en los que estaban disponibles, para reunir un mayor número de observaciones. Los resultados detallados se presentan en el apéndice II²¹.

Controles sobre entradas de capital

Los datos sobre la eficacia de los controles sobre las entradas de capital indican que han funcionado en algunos casos, pero no en otros, por razones que no están del todo claras. Si bien a veces los controles redujeron los flujos y dotaron de mayor margen de maniobra a la política monetaria interna, su efecto fue reducido y efímero, y no suficiente para reducir las presiones a la apreciación. La forma que adoptan los controles sobre los flujos de entrada (impuesto, encaje, administrativo) parece que no influye en su eficacia.

Los encajes de Colombia (2007–08) y Tailandia (2006–08), así como los controles administrativos de Croacia (2004–06), parecen haber reducido el volumen agregado de flujos netos. Además, los encajes de Colombia y Rusia (2004–06) y la política de control de entradas de capital de Croacia e India alargaron temporalmente el vencimiento de las entradas de capital. El impuesto sobre las entradas de inversiones de cartera en divisas de Brasil en 2008 registró un éxito parcial. Parece ser que permitió un diferencial de tasas de interés superior durante dos o tres trimestres, pero no redujo el volumen de flujos, no modificó la composición de las entradas de capital ni contuvo la presión a la apreciación. Otros controles de capital contribuyeron a frenar el crecimiento del crédito en Croacia, Filipinas y Perú²².

²⁰ Los cambios en la regulación prudencial incluyen todas las medidas prudenciales aplicadas durante el período y, por tanto, podrían incluir también otras medidas no destinadas a influir en los flujos de capital, como indica FMI (2011b). En consecuencia, podría existir un sesgo a la baja en la eficacia estimada de las medidas prudenciales.

²¹ Los principales controles de capital y medidas prudenciales aplicados por los distintos países en el período en revisión se resumen en el apéndice III.

²² Otros controles de capital en Croacia incluyen los encajes diferenciados con arreglo a la residencia del depositante/acreador. Estos encajes contribuyeron a la acumulación de colchones de liquidez que consiguieron aislar al sistema bancario del país de las tensiones de liquidez registradas durante la crisis mundial.

Liberalización de las salidas de capital

La liberalización de las transacciones de capital hacia el exterior procedentes de residentes, por lo general, consiguió hacer aumentar temporalmente las salidas de capital, pero contuvo las presiones a la apreciación de la moneda solo en Rusia. La liberalización de las salidas de capital no afectó al volumen agregado de flujos netos, pero sin embargo ayudó a contener el crecimiento del crédito en Corea y redujo los incrementos de los precios inmobiliarios en Sudáfrica. La relajación de los controles sobre las salidas de capital también contribuyó a mantener tasas de interés internas elevadas en Filipinas, Rusia, Tailandia y Vietnam, y alargó a menudo el vencimiento de las salidas de capital.

Medidas prudenciales

El uso de las MGFC, en su mayoría medidas prudenciales, ante el incremento de las entradas de capital ha cosechado mejores resultados a la hora de abordar los temores relacionados con las entradas de capital. Parece ser que las medidas prudenciales han sido efectivas en parte a la hora de afrontar los retos macroeconómicos que plantean las entradas de capital. Asimismo, parece que las medidas prudenciales han logrado reducir los problemas de estabilidad financiera derivados del rápido crecimiento del crédito y las entradas de capital de corto plazo. Concretamente:

- ***Las medidas prudenciales contribuyeron a mitigar los efectos macroeconómicos de las entradas de capital en algunos casos.*** Aunque ayudaron a reducir las presiones a la apreciación en Croacia y Perú, parece que solo han reducido de forma significativa las entradas de capital netas en Perú. Las medidas prudenciales se relacionan con un descenso de las entradas de capital en Croacia; no obstante, su efecto no es significativo. La aplicación de medidas prudenciales parece que también ha ampliado el margen del que disponen las autoridades monetarias para determinar las tasas de interés internas en Croacia, Sudáfrica, Tailandia, Uruguay y Vietnam.
- ***Las medidas prudenciales objetivo suelen resultar eficaces en la reducción del crecimiento del crédito.*** Los límites de velocidad y los elevados coeficientes de liquidez y reservas utilizados en Croacia en 2003–07 son un ejemplo de ello. La clasificación más restrictiva de los préstamos y los requerimientos más estrictos para la constitución de reservas, junto con un aumento de los coeficientes marginales de encaje, contribuyeron a frenar la expansión del crédito en Perú, en 2007–08. Corea logró endurecer sus normas prudenciales, por ejemplo con la ampliación de las normas de subcapitalización para las sucursales de bancos extranjeros en 2007–08, a fin de reducir el crecimiento del crédito. En India, el crecimiento del crédito se redujo como consecuencia del endurecimiento progresivo de las políticas prudenciales en

2007, pero es posible que la eficacia de estas medidas se viera contrarrestada por la simultánea liberalización de los controles de capital²³. No obstante, también existen contraejemplos. El endurecimiento significativo de las medidas prudenciales en Colombia en 2007 y en Rumania en 2003–08 no contuvo el crecimiento del crédito²⁴. El vasto endurecimiento de las políticas prudenciales en Uruguay tras la crisis bancaria de 2002–03 no evitó la rápida expansión del crédito provocada por las entradas de capital que se había iniciado a finales de 2006, pero probablemente sí ha reducido el riesgo de crédito en el sector bancario.

- ***La eficacia de las medidas prudenciales depende a menudo de las políticas macroeconómicas que las acompañan.*** En Rumania en 2003–08, las medidas prudenciales redujeron la proporción de flujos procedentes del extranjero con intermediación bancaria, pero el fuerte aumento del crédito se mantuvo, dado que la IED en el sector financiero financió los préstamos a la economía, con una cuenta de capital abierta y políticas económicas que no restringieron la demanda interna como telón de fondo²⁵.
- ***Añadir controles sobre las entradas de capital a las medidas prudenciales, por lo general, parece haber tenido efectos mínimos sobre el crecimiento del crédito.*** La reducción del tope de costos global y en función del vencimiento para el empréstito externo y del tope de tasas de interés sobre los depósitos de no residentes en India, así como el impuesto y el encaje de Brasil, Colombia y Tailandia, no contribuyeron de forma perceptible a contener el crecimiento del crédito. Por el contrario, parece que los controles sobre las entradas de capital en Filipinas y el incremento de los encajes diferenciados y los coeficientes marginales de encaje sobre los pasivos no residentes en Perú y Croacia, han debilitado todavía más el crecimiento del crédito.
- ***La eficacia de las medidas prudenciales en la reducción de los préstamos en divisas es dispar.*** Las medidas prudenciales más restrictivas redujeron los préstamos bancarios a residentes en divisas en algunos países (Croacia, Uruguay). Sin embargo, el endurecimiento prudencial en Corea en 2008, destinado también a reducir los préstamos en divisas sin cobertura a los hogares, no se tradujo en un descenso significativo de dichos préstamos de bancos locales a residentes.

²³ En India, el auge del crédito y los riesgos que conlleva la subida de los precios de los activos para la calidad de los activos bancarios se abordaron principalmente con medidas prudenciales y ajustes del coeficiente de reservas en efectivo. En el análisis no se observaron efectos estadísticamente significativos de las políticas prudenciales sobre el crecimiento del crédito.

²⁴ Entre las medidas adoptadas en Colombia destacan la constitución dinámica de reservas, los coeficientes marginales de encaje y los límites sobre los saldos de derivados brutos de los bancos.

²⁵ El límite de velocidad para el crecimiento del crédito en Rumania se expresaba como porcentaje del capital de un banco y, por tanto, podía eludirse aumentando el capital de los bancos.

- ***Por lo general, las medidas prudenciales hicieron poco por contener los precios de los activos.*** Varios países (Croacia, India, Rumania y Vietnam) introdujeron medidas prudenciales para contener los incrementos de las cotizaciones bursátiles y los precios inmobiliarios, pero estas no demostraron ser efectivas. En Vietnam, es posible que las políticas prudenciales ayudaran a moderar el auge bursátil. El endurecimiento progresivo de las políticas prudenciales objetivo se inició en 2005 para intensificarse en 2007, y dichas políticas contribuyeron a la reducción temporal del índice bursátil. Asimismo, las entradas de inversiones de cartera se volvieron negativas a partir de 2008: T1, al entrar en vigor las normas prudenciales sobre valores.
- ***Las medidas prudenciales han ayudado a corregir otros problemas de estabilidad financiera.*** Parece que las medidas adoptadas en varios países (por ejemplo, Brasil, Corea, Perú y Rumania) han alargado el vencimiento de las entradas de capital, lo que habría contribuido a reducir los descalces de vencimiento en el sector bancario. Es posible que las medidas prudenciales de Colombia y Croacia hayan moderado los riesgos para la estabilidad financiera, al reducir las entradas de capital con intermediación bancaria. Las medidas introducidas en 2009–10 en Corea posiblemente hayan contribuido a contener el empréstito exterior de los bancos, si bien no contuvieron de forma general las entradas de capital²⁶. En Uruguay, la composición de las entradas de capital pasó del empréstito externo a entradas de inversiones de cartera y de IED, mejorando así la estructura de vencimientos y reduciendo la exposición del sector financiero, pero sin abordar los problemas de sobrecalentamiento.

V. CONCLUSIONES

Un incremento de las entradas de capital puede dar lugar a riesgos importantes, en particular una apreciación monetaria excesiva que podría perjudicar a los sectores exportadores, y auges del crédito y burbujas de precios de los activos que podrían poner en peligro la estabilidad financiera. Dichos riesgos han engendrado un animado debate sobre la respuesta de política adecuada a los incrementos de las entradas de capital y, en particular, en torno a las condiciones en las que resultaría apropiado aplicar controles de capital y otras medidas, en su mayoría prudenciales, destinadas a influir sobre las entradas de capital. Estos dos conjuntos de medidas se agrupan en la categoría más amplia de las MGFC.

En este sentido, una de las preguntas principales que se plantean es cuán eficaces son las MGFC una vez se toma la decisión de utilizarlas. A este respecto, los datos difieren, si bien parece que las medidas prudenciales de los países de la muestra han obtenido resultados ligeramente más positivos que los controles de capital. Tanto la literatura económica como el análisis de las recientes experiencias de varios países respaldan la idea de que estas medidas,

²⁶ Estas medidas se aplicaron con posterioridad al período aquí analizado.

en algunos casos, pero no en todos, obtienen resultados positivos a la hora de abordar los riesgos relacionados con un incremento de las entradas de capital. Además, sus efectos no suelen ser duraderos.

Ciertamente, las MGFC podrían reforzarse y ampliarse una y otra vez, de modo que fuesen aplicables a otros tipos de transacciones, con una ejecución más sólida, pero esto podría terminar generando un sistema financiero y cambiario altamente controlado, como el que existía en muchos mercados emergentes en épocas anteriores y, en cierta medida, todavía existe en China e India. Por lo tanto, un enfoque de estas características debe tener muy en cuenta los costos de la sobrerregulación o incluso de la represión financiera, que comportan una asignación mucho menos eficiente de los ahorros y un crecimiento económico inferior a largo plazo.

Así pues, dos de los principales ámbitos de estudio en el futuro serán: i) determinar mejor cuáles de las MGFC son eficaces y cuáles no, así como por qué motivos, y ii) desarrollar un marco de evaluación de la eficacia de las MGFC más confiable respecto a las distorsiones y los costos que generan. Si bien es factible avanzar de forma significativa en el frente teórico, como en Ostry *et al.* (2011), la literatura económica indica que seguramente resultará mucho más difícil confrontar las teorías con los datos de forma que se obtengan resultados claros. Son muchas las variables a tener en cuenta, mientras que el número de episodios que pueden estudiarse es bastante limitado. Es probable que, como ha ocurrido anteriormente, la decisión de utilizar o no utilizar las MGFC exija una profunda reflexión.

REFERENCIAS

- Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, İnci Ötker-Robe, Jorge Ivan Canales-Kriljenko, and Andrei Kirilenko, 2000, *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, IMF Occasional Paper 190 (Washington: International Monetary Fund).
- Baba, Chikako, and Annamaria Kokenyne, forthcoming–a, “Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- _____, forthcoming–b, “Capital Controls and Prudential Measures: Emerging Markets’ Experiences with Managing Capital Inflows,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Binici, Mahir, Michael Hutchison, and Martin Schindler, 2009, “Controlling Capital? Legal Restrictions and the Asset Composition of International Financial Flows,” IMF Working Paper WP/09/208 (Washington: International Monetary Fund).
- Campion, Mary Kathryn, and Rebecca M. Neumann, 2004, “Compositional Effects of Capital Controls: Evidence from Latin America,” *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 15, No. 2, pp. 161–78.
- Cardenas, Mauricio, 2007, “Controles de Capitales en Colombia: ¿Funcionan o No?,” *Debate de Coyuntura Económica*, December (Bogotá, Colombia, Fedesarrollo).
- Cardenas, Mauricio, and Felipe Barrera, 1997, “On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia During the 1990s,” *Journal of Development Economics*, Vol. 54, No. 1, pp. 27–57.
- Cardoso, Eliana, and Ilan Goldfajn, 1998, “Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls,” *IMF Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 45, No. 1, pp. 161–202.
- Carvalho, Bernardo S. de M., and Márcio G. P. Garcia, 2008, “Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties,” in *Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets*, ed. by Sebastian Edwards and Márcio G. P. Garcia, (Chicago: University of Chicago Press), pp. 29–96.
- Chung, J.-H., and S. Ni, 2002, “An Empirical Analysis on Government Capital Controls and International Capital Flows in Korea,” *Applied Economics Letters*, Vol. 9, No. 14, pp. 919–23.

- Clements, Benedict J., and Herman Kamil, 2009, "Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia," IMF Working Paper 09/30 (Washington: International Monetary Fund).
- Coelho, Bruno, and Kevin P. Gallagher, 2010, "Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand," Political Economy Research Institute Working Paper 213 (Amherst, Massachusetts: Political Economy Research Institute).
- Concha, Alvaro, and Arturo Jose Galindo, 2009, "An Assessment of Another Decade of Capital Controls in Colombia: 1998–2008," IADB Working Paper (Washington: Inter-American Development Bank).
- De Gregorio, José, Sebastian Edwards, and Rodrigo O. Valdes, 2000, "Controls on Capital Inflows: Do They Work?," *Journal of Development Economics*, Vol. 63, No. 1, pp. 59–83.
- Edwards, Sebastian, 1999, "How Effective Are Capital Controls?," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, pp. 65–84.
- _____, and Roberto Rigobon, 2009, "Capital Controls on Inflows, Exchange Rate Volatility and External Vulnerability," *Journal of International Economics*, Vol. 78, No. 2, pp. 256–67.
- Forbes, Kristin J., 2007, "The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch," in *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, ed. by Sebastian Edwards (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), pp. 171–202.
- Gallego, Francisco A., and F. Leonardo Hernandez, 2003, "Microeconomic Effects of Capital Controls: The Chilean Experience During the 1990s," *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 8, No. 3, pp. 225–53.
- Gallego, Francisco A., F. Leonardo Hernandez, and K. Schmidt-Hebbel, 2002, "Capital Controls in Chile: Were They Effective?," in *Banking, Financial Integration, and International Crises*, ed. by Leonardo Hernandez, and Klaus Schmidt-Hebbel (Santiago: Central Bank of Chile).
- Goh, Soo Khoon, 2005, "New Empirical Evidence on the Effects of Capital Controls on Composition of Capital Flows in Malaysia," *Applied Economics*, Vol. 37 (July), pp. 1491–503.
- Hutchison, Michael, Jake Kendall, Gurnain Kaur Pasricha, and Nirvikar Singh, 2009, "Indian Capital Control Liberalization: Evidence from NDF Markets," MPRA Paper 13630 (Munich: University Library of Munich).

- International Monetary Fund (IMF), 2011a, “Macroprudential Policy: An Organizing Framework,” IMF Policy Paper, March (Washington).
- International Monetary Fund (IMF), 2011b, “Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines,” IMF Policy Paper, April (Washington).
- International Monetary Fund (IMF), 2011c, “International Capital Flows—Reliable or Fickle?” Chapter 4 in *World Economic Outlook*, April (Washington).
- Jankov, Ljubinko, 2009, “Spillovers of the Crisis: How Different Is Croatia?” (Vienna: Oesterreichische Nationalbank).
- Jittrapanun, Thawatchai, and Suthy Prasartset, 2009, *Hot Money and Capital Controls in Thailand, TWN Global Economy Series* (Penang, Malaysia: Third World Network).
- Larraín, Felipe, Raúl Labán, and Romulo Chumacero, 2000, “What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile,” in Felipe Larraín, ed., *Capital Controls, Capital Flows, and Currency Crises* (Ann Arbor: University of Michigan Press).
- Laurens, Bernard, and Jaime Cardoso, 1998, “Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile,” IMF Working Paper 98/168 (Washington: International Monetary Fund).
- Le Fort, Guillermo, and Carlos Budnevich, 1997, “Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy: Two Latin Experiences,” Central Bank of Chile WP 06 (Santiago).
- Levy-Yeyati, Eduardo, Sergio L. Schmukler, and Neeltje Van Horen, 2009, “International Financial Integration Through the Law of One Price: The Role of Liquidity and Capital Controls,” *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 18, No. 3, pp. 432–63.
- Ma, Guonan, and Robert N. McCauley, 2008, “Efficacy of China’s Capital Controls: Evidence from Price and Flow Data,” *Pacific Economic Review*, Vol. 13, No. 1, pp. 104–23.
- Magud, Nicolas E., Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff, 2011, “Capital Controls: Myth and Reality: A Portfolio Balance Approach,” NBER Working Paper 16805 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Mohan, Rakesh, and Muneesh Kapur, 2009, “Managing the Impossible Trinity: Volatile Capital Flows and Indian Monetary Policy,” Working Paper (Stanford, California: Center for International Development).

- Montiel, Peter, and Carmen M. Reinhart, 1999, “Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence From the 1990s,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18, No. 4, pp. 619–35.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne, 2011, “Managing Capital Inflows: What Tools to Use,” IMF Staff Position Note 11/06 (Washington: International Monetary Fund).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhardt, 2010, “Capital Inflows: The Role of Controls,” IMF Staff Position Note 10/04 (Washington: International Monetary Fund).
- Ötoker-Robe, İnci, Zbigniew Polanski, Barry Topf, and David Vavra, 2007, “Coping with Capital Inflows: Experiences of Selected European Countries,” IMF Working Paper 07/190 (Washington: International Monetary Fund).
- Reinhart, Carmen, and Todd Smith, 1998, “Too Much of a Good Thing: The Macroeconomic Effects of Taxing Capital Inflows,” in Reuven Glick, ed., *Managing Capital Flows and Exchange Rates: Perspectives from the Pacific Basin* (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).
- Rincón, Hernán and Jorge Toro, 2010, “Are Capital Controls and Central Bank Intervention Effective?” Borradores de Economía 625 (Bogota: Banco de la República).
- Sen Gupta, Abhijit, 2010, “Management of International Capital Flows: The Indian Experience,” MPRA Paper 23747 (Munich: University Library of Munich).
- Shin, Hyun Song, and Kwanho Shin, 2011, “Procyclicality and Monetary Aggregates,” NBER Working Paper 16836 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Tamirisa, Natalia T., 2006, “Do the Macroeconomic Effects of Capital Controls Vary by Type? Evidence from Malaysia,” *ASEAN Economic Bulletin*, Vol. 23, No. 2, pp. 137–59.
- Thaicharoen, Yunyong, and Nasha Ananchotikul, 2008, “Thailand’s Experiences with Rising Capital Flows: Recent Challenges and Policy Responses,” in *Financial Globalisation and Emerging Market Capital Flows*, BIS Papers 44 (Basel: Bank for International Settlements), pp. 427–65.
- Valdes-Prieto, Salvador, and Marcelo Soto, 1998, “The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile,” *Empirica*, Vol. 25, No. 2, pp. 133–64.

I. Análisis de la literatura

País	Año	Controles	Estudio	Los controles sobre las entradas de capital:		
				¿Reducieron el volumen de flujos netos?	¿Modificaron la composición?	¿Reducieron las presiones sobre el tipo de cambio real?
Brasil	1993–97	Impuesto específico sobre los flujos de capital para inversiones bursátiles, préstamos exteriores y determinadas operaciones en divisas. Controles administrativos (prohibición absoluta de determinados tipos de entradas de capital, o requisitos mínimos de vencimiento para los mismos).	Cardoso y Goldfajn (1998) Reinhart y Smith (1998) Ariyoshi <i>et al.</i> (2000) Carvalho y Garcia (2008)	Sí (CP) Sí (CP) No Sí (CP)	Sí (CP) Sí (CP) No	No
Chile	1991–98	Aplicó encaje al empréstito exterior y posteriormente lo amplió a los flujos de capital no relacionados con la deuda, los certificados americanos de depósito de acciones extranjeras e IED potencialmente especulativas. Incrementó la tasa de descuento.	Valdes-Prieto y Soto (1998) Le Fort y Budnevich (1997) Larraín, Labán y Chumacero (2000) Laurens y Cardoso (1998) Reinhart y Smith (1998) Edwards (1999) Gallego, Hernández y Schmidt-Hebbel (2002) Ariyoshi <i>et al.</i> (2000) De Gregorio, Edwards y Valdes (2000) Edwards y Rigobon (2009) Levy Yeyati, Schmukler y Van Horen (2009)/1	No No No Sí (CP) Sí (CP) No Sí (CP) No No No	Sí Sí Sí Sí (CP) Sí Sí (CP) No Sí	No Sí No No No No Sí (CP) Sí
Colombia	1993–98	Introdujo el encaje sobre el empréstito externo (limitado a préstamos con vencimientos de hasta 18 meses) y posteriormente lo amplió a determinados créditos comerciales.	Le Fort y Budnevich (1997) Cardenas y Barrera (1997) Reinhart y Smith (1998) Ariyoshi <i>et al.</i> (2000)	Sí (CP) No No No	Sí Sí No No	Sí No No

País	Año	Controles	Estudio	Los controles sobre las entradas de capital:		
				¿Reducieron el volumen de flujos netos?	¿Modificaron la composición?	¿Reducieron las presiones sobre el tipo de cambio real?
	2007-08	Introdujo el encaje del 40% sobre el empréstito exterior y las entradas de inversiones de cartera. Impuso límites a los saldos de derivados monetarios de los bancos (500% del capital).	Concha y Galindo (2009) Cardenas (2007) Clements y Kamil (2009) Coelho y Gallagher (2010) Rincón y Toro (2010)	No No No Sí	No Sí (CP) Sí No	No No No No
Croacia	2004-08	Introdujo coeficientes marginales de encaje prudenciales sobre el financiamiento bancario exterior.	Jankov (2009)		Sí	
Corea	1989-2004	Liberalización de las salidas de capital	Chung y Ni (2002) Levy Yeyati, Schmukler y Van Horen (2009)/1	Sí (CP)/2		
Malasia	1994	Prohibición de venta de títulos de deuda a corto plazo e instrumentos del mercado monetario a no residentes; y prohibición a los bancos comerciales de realizar <i>swaps</i> u operaciones a plazo no relacionadas con el comercio con no residentes. Topes a los saldos en pasivo neto de los bancos. Requisitos para los depósitos sin devengo de intereses de bancos comerciales frente a fondos en ringgits de bancos extranjeros.	Ariyoshi <i>et al.</i> (2000) Tamirisa (2006) Goh (2005)	Sí Sí (CP)	Sí Sí	Sí (CP) No

País	Año	Controles	Estudio	Los controles sobre las entradas de capital:		
				¿Reducieron el volumen de flujos netos?	¿Modificaron la composición?	¿Reducieron las presiones sobre el tipo de cambio real?
		Impuso requisitos de notificación a los bancos respecto a las medidas de control de riesgos en las operaciones en divisas o con derivados.				
	2006–08	Encaje del 30% impuesto a las divisas vendidas o canjeadas por bahts frente a instituciones financieras autorizadas (excepto para IED e importes no superiores a US\$20.000). Las inversiones de capital en empresas que cotizan en bolsa quedaron exentas del encaje. Se liberalizaron las salidas de capital.	Coelho y Gallagher (2010)	Sí	No (IED sí) Sí (CP)	No
			Jittrapanum y Prasartset (2009) Thaicharoen y Ananchotikul (2008)	Sí		No Sí
India	1993–94; 2004–09	Combinación de políticas y medidas, controles de capital incluidos, para gestionar de forma activa la cuenta de capital, en especial los flujos de deuda. Endurecimiento de las normas prudenciales sobre el empréstito externo del sector financiero y para frenar el elevado crecimiento del crédito. Coeficiente de reservas en efectivo. Topes a la tasa de interés y requisitos mínimos de vencimiento sobre depósitos de no residentes.	Sen Gupta (2010) Mohan y Kapur (2009) Hutchison <i>et al.</i> (2009)/3		Sí	Sí

Datos multinacionales	Reinhart y Smith (1998)	Sí (CP)
	Montiel y Reinhart (1999)	Sí (CP)
	Campion y Neumann (2004)	Sí
	Binici, Hutchison y Schindler (2009)	No
	FMI (2011c)	

Fuente: Magud *et al.* (2011), Ostry *et al.* (2010) y personal técnico del FMI.

Nota: Las entradas en blanco corresponden a los casos en los que el estudio en cuestión no analizó esa relación en particular. (CP) se refiere a los casos en los que solo se detectaron efectos de corto plazo.

1/ El estudio concluye que los controles sobre las entradas de capital fueron vinculantes, como muestra la desviación de los precios internos e internacionales de los valores de cotización cruzada.

2/ La entrada se refiere a los efectos de la liberalización de las salidas de capital.

3/ El estudio concluye que los controles sobre las entradas de capital fueron eficaces en 2003–05, al permitir mayor amplitud del diferencial de tasas de interés.

Apéndice II. La eficacia de los controles de capital y las políticas prudenciales en una selección de economías emergentes en la década de 2000

País (período analizado) y problemas	Política (principales medidas)	Efectos sobre					
		Volumen de flujos	Composición de los flujos	Diferencial de tasas de interés	Apreciación monetaria	Crecimiento del crédito	Otro índice
Brasil 3/ (2000: M1–2008: M8)	Impuesto	No	No	Sí (2-3M**, 4-5M*)	No	No	-
	Liberalización de salidas de capital	No	Aumento salidas capital LP (1M**)	No	No	No	-
	Medidas prudenciales	No	Sí –aumento de entradas de capital LP (2M** y 3M*)	No	No	No	-
Colombia (2000: T1–2008:T2)	Encaje	Sí (1T*)	Descenso entradas capital CP (1T*)	Sí (3-4T**)	No	No	-
	Controles sobre entradas de capital	No	No	No	No	No	-
	Medidas prudenciales	No	No	No	No	No	-
Croacia (2000: T1–2008: T2)	Controles sobre entradas de capital	Sí (2T**)	Descenso entradas capital CP (2T**)	No	No	Sí (1T*)	Cotización: No Préstamos en divisas: No
	Liberalización de salidas de capital	No	Salidas de capital CP (1T**) y aumento de salidas de capital LP (2Q*)	No	No	No	Cotización: No Préstamos en divisas: No
	Medidas prudenciales	No	Los flujos netos no bancarios primero disminuyeron (1T**) y después aumentaron (2T**), mientras que los flujos bancarios netos se redujeron (1T*-2T**).	Sí (3T**)	Sí (1T**-2T*)	Sí (4-5T**)	Cotización: No Préstamos en divisas: Sí (1-4T**)
India (2000: T1–2008: T2)	Liberalización entradas capital 2/	No	Incremento entradas capital LP (1T*) y disminución entradas capital CP (1T**).	No	No	No, aumento (1T**)	Cotización: No
	Liberalización de salidas de capital	No	No	No	No	No	-

País (período analizado) y problemas	Política (principales medidas)	Efectos sobre					
		Volumen de flujos	Composición de los flujos	Diferencial de tasas de interés	Apreciación monetaria	Crecimiento del crédito	Otro índice
	Medidas prudenciales	No	No	No	No	No	Cotización: No
Corea 3/ (2000: M1–2008: M8)	Liberalización de salidas de capital	No	Incremento otras salidas capital inv LP (1M*) Descenso salidas capital CP (1M**)	No	No	Sí (3-4M*)	-
	Medidas prudenciales	No	Sí- descenso entradas capital CP (2-8M**)	No	No	Sí (2-10M**)	-
	Controles sobre entradas de capital	No	No	No	No	Sí (1T*)	-
Perú (2000: T1–2008: T2)	Liberalización de salidas de capital	No	Disminución salidas capital CP (1T**), posterior aumento (2T*)	No	No	No	-
	Medidas prudenciales	Sí (3T**)	Sí- descenso entradas capital CP (3T**)	No	Sí (3-4T**)	Sí (1T**)	-
	Controles sobre entradas de capital	No	No	No	No	Sí (1T**)	-
Filipinas (2000: T1–2008: T2)	Liberalización de salidas de capital	No	Aumento salidas capital LP (1T**)	Sí (1T*)	No	No	-
	Distensión prudencial	No	No	No	No	No	-
	Controles sobre entradas de capital	No	No	No	No	Sí (1T**)	-
Rumania 3/ (2000: T1–2008: T2)	Liberalización de salidas de capital	No	Aumento de las salidas de capital CP y LP (2T*)	No	No	No	Cotización: No
	Medidas prudenciales	No	Sí- Incremento entradas capital LP (1T**) y aumento otras entradas capital CP no bancarias (1T**)	No	No	No	Cotización: No
Rusia 3/ (2000: T1–2008: T2)	Encaje	No	Descenso entradas capital CP (1T**) y aumento entradas capital LP (1T**).	No	No	No	-

País (período analizado) y problemas	Política (principales medidas)	Efectos sobre					
		Volumen de flujos	Composición de los flujos	Diferencial de tasas de interés	Apreciación monetaria	Crecimiento del crédito	Otro índice
	Liberalización de salidas de capital	No	No	Sí (2T*)	Sí (1T*)	No	-
	Distensión prudencial	No	No	No	No	No	-
Sudáfrica 3/ (2000: T1–2008: T2)	Liberalización de salidas de capital	No	Aumento salidas capital CP (1T**).	No	No	No	Precio vivienda: Sí (2T**-3T*)
	Medidas prudenciales	No	Sí- aumento entradas capital LP (1T**)	Sí (1-4T**)	No	No	Precio vivienda: No
Tailandia (2000: T1–2008: T2)	Encaje	Sí (1T*)	No	No	No	No	-
	Control sobre entradas de capital	No	No	Sí (1-2T**)	No	No	-
	Liberalización de salidas de capital	No 4/	Aumento salidas capital LP (1T**)	Sí (2T** y 3T*)	No	No	-
	Medidas prudenciales	No	No	Sí (2-3T*)	No	No	-
Uruguay (2000: T1–2008: T2)	Controles sobre entradas de capital	No	No	No	No	No	-
	Liberalización de salidas de capital	No	Aumento salidas capital LP (1T**)	No	No	No	-
	Medidas prudenciales	No	Sí- aumento entradas capital LP (1T**).	Sí (1T*)	No	No	Desdolarización: Sí (1T**) 5/
Vietnam (2000: Q1-2008: T2)	Controles sobre entradas de capital	No	No	No	No	No	Cotización: No /6
	Liberalización de salidas de capital	No	Aumento salidas capital CP (1T**)	No	No	No	-
	Medidas prudenciales	No	No	Sí (1-2T**)	No	No	Cotización: Sí (2T**) 6/

1/ Las repercusiones macroeconómicas sobre el volumen total de flujos, los diferenciales de tasas de interés, los tipos de cambio y el crecimiento del crédito se evalúan a partir de un modelo VAR que asume que estas variables son potencialmente endógenas. Los efectos sobre la composición de los flujos de capital se estiman en un VAR aparte, sustituyendo el volumen total de flujos por los flujos desagregados. Se agregan de forma individual al VAR de referencia los precios de los activos y los préstamos en divisas cuando un país

presentaba problemas relacionados. El especifica «sí» cuando un shock para el índice de la política respectiva tiene un efecto estadísticamente significativo sobre una variable objetivo en el nivel del 5% (**) o del 10% (*). Los resultados presentados indican si las medidas tuvieron efectos estadísticamente significativos sobre i) la reducción del volumen de flujos netos; ii) el aumento de las entradas de capital de largo plazo o la disminución de las entradas de capital de corto plazo; iii) el mantenimiento del diferencial de tasas de interés entre las tasas de interés internacionales e internas; iv) la reducción de la apreciación de la moneda, y v) la contención del crecimiento del crédito. Por lo que se refiere a la liberalización de las salidas de capital, los resultados presentados indican la existencia de efectos estadísticamente significativos sobre las salidas de capital de corto y largo plazo.

2/ En todo el período analizado, India mantuvo una liberalización general de los controles sobre las entradas de capital, por lo que los efectos presentados son la respuesta a un shock de liberalización.

3/ El país liberalizó sus controles sobre las entradas de capital, sin endurecerlos durante todo el período, o haciéndolo de forma marginal. Por tanto, no se incluyen resultados para el shock de liberalización.

4/ Los resultados del análisis MGM sobre los efectos de los controles de capital sobre el volumen de flujos de capital en Brasil, Colombia, Corea y Tailandia confirman los resultados del análisis VAR. No obstante, también indican que la liberalización de las salidas de capital tuvo fuertes repercusiones (en el nivel del 10%) sobre el volumen de flujos netos, al incrementar los flujos de salida en Tailandia.

5/ La dolarización se calcula mediante la proporción de créditos en moneda extranjera sobre el crédito privado total concedido por bancos privados.

6/ Los efectos sobre el índice bursátil se analizaron con un período de muestra más corto y menos variables de control, por limitaciones de los datos.

Apéndice III. Selección de medidas para la gestión de la cuenta de capital

País (período analizado) y problemas	Política: Principales medidas
<p>Brasil (2000: M1–2008: M8)</p> <p>Apreciación monetaria</p> <p>Auge del crédito</p>	<p><i>Impuesto:</i> El 17 de marzo de 2008, se incrementó en un 1,5% el impuesto sobre operaciones financieras (IOF) aplicable a las entradas de fondos extranjeros para la liquidación de inversiones en los mercados financieros y de capital, y se amplió en mayo a transacciones similares realizadas mediante operaciones simultáneas. Se aplicaron exenciones a los fondos relacionados con renta variable, derivados de renta variable, ofertas públicas y suscripción de acciones. El impuesto del 1,5% se eliminó en octubre de 2008.</p> <p><i>Liberalización de las salidas de capital:</i> Los límites sobre los programas de opción de compra de acciones para empleados y sobre la IED de empresas privadas no financieras, así como el requisito de autorización para determinadas transacciones de capital personales, se cancelaron en marzo de 2005. Los controles sobre la realización de transferencias al extranjero por parte de personas físicas o corporaciones se suprimieron en septiembre de 2006.</p> <p><i>Medidas prudenciales:</i> El límite sobre la exposición al riesgo cambiario de los bancos se elevó hasta el 60% en julio de 2006 y volvió a reducirse hasta el 30% en diciembre del mismo año. Las normativas sobre las inversiones externas de los fondos comunes de inversión se subordinaron a normas prudenciales, el requerimiento de capital bancario para la exposición al riesgo cambiario se elevó hasta el 100% desde el 50% y en 2007 se introdujeron requerimientos de capital anticíclicos/variables en el tiempo.</p>
<p>Colombia (2000: T1–2008: T2)</p> <p>Apreciación monetaria</p> <p>Auge del crédito</p>	<p><i>Encaje:</i> Las inversiones extranjeras de cartera, los anticipos de más de cuatro meses, los créditos financieros, las garantías, las fianzas y los servicios financieros de reserva a residentes se subordinaron a un encaje del 40% por seis meses el 6 de mayo de 2007. El financiamiento del comercio exterior se supeditó a un depósito a 12 meses del 11% en pesos, o un depósito del 20% en dólares de EE.UU. Se redujeron las penalizaciones por retiro anticipado de las inversiones sujetas a encaje y en diciembre de 2007 quedaron exentas del encaje las inversiones de cartera en la emisión primaria de títulos de renta variable o en fondos institucionales. Posteriormente, en junio de 2008, las penalizaciones se incrementaron. El encaje sobre las entradas de inversiones de cartera pasó del 40% al 50% en mayo de 2008, y se eliminó el 9 de octubre de 2008.</p> <p><i>Controles sobre entradas de capital:</i> El requerimiento de depósito sobre el financiamiento externo se eliminó en mayo de 2000. La compra por no residentes de valores de renta fija se limitó al 20% de la emisión en junio, mientras que la emisión de derivados sobre índices de valores se permitió en 2002. Los controles sobre el uso de saldos depositados en cuentas en divisas de no residentes se eliminaron en 2003. Entre diciembre de 2004 y junio de 2006, se introdujo un período de tenencia mínima de un año para las inversiones de cartera de no residentes. En mayo de 2008, se impuso una estancia mínima de dos años a las IED.</p> <p><i>Medidas prudenciales:</i> En 2000 se estableció un encaje remunerado diferenciado. En 2001 se introdujeron límites al apalancamiento bancario. La exposición bruta de los bancos en el mercado de derivados en divisas se limitó al 500% del capital en mayo de 2007, límite que se aumentó al 550% en mayo de 2008. En mayo de 2007, se impusieron coeficientes marginales de encaje diferenciados a los incrementos en determinadas cuentas y títulos de deuda. Estos coeficientes aumentaron antes de terminar el año y se eliminaron en noviembre de 2008. El encaje se situó en el 8,3% y, en julio de 2007, se redujo la remuneración del coeficiente de encaje. En julio de 2007 se introdujo la constitución dinámica de reservas para préstamos comerciales, que se ampliaría a los préstamos al consumo en 2008. El coeficiente de encaje sobre cuentas y títulos de deuda volvió a incrementarse en junio y octubre de 2008. La distribución de beneficios bancarios se limitó en octubre de 2008.</p>

País (período analizado) y problemas	Política: Principales medidas
<p>Croacia (2000: T1–2008: T2)</p> <p>Auge del crédito (préstamos en divisas sin cobertura a los hogares)</p> <p>Apreciación monetaria</p> <p>Auge de la bolsa</p>	<p><i>Controles sobre entradas de capital:</i> Los nuevos empréstitos externos de los bancos comerciales pasaron a estar sujetos a un coeficiente de encaje del 24% el 1 de julio de 2004. Posteriormente, en marzo y junio de 2005, este coeficiente aumentó. En 2006, se autorizó a los residentes vender o emitir títulos en el extranjero, exigiéndoles solamente una notificación previa. En enero de 2006 se introdujeron un coeficiente marginal de caja de segunda línea del 15% y un coeficiente marginal de caja de tercera línea del 55%. Estos coeficientes se ampliaron al incremento de los títulos de deuda por encima de su nivel de 2006, y al incremento de los fondos recibidos de no residentes y personas jurídicas con una relación especial con un banco, en julio de 2006. Las inversiones de cartera y las transacciones en cuentas de no residentes quedaron liberalizadas en 2006. En octubre de 2008, se eliminó el coeficiente marginal de caja.</p> <p><i>Liberalización de salidas de capital:</i> En 2002, se permitió a las personas jurídicas mantener cuentas con bancos extranjeros, comprar divisas para su depósito en cuentas en divisas y cubrir pagos en el extranjero sin declarar su propósito. A partir del 18 de junio de 2003, los residentes pudieron comprar determinados valores y propiedades en el extranjero. En 2006, se produjo la liberalización completa de las inversiones de cartera. En 2007, aumentaron los límites sobre las inversiones externas de los fondos de pensiones, pero se eliminaron los correspondientes a determinados valores.</p> <p><i>Medidas prudenciales:</i> El coeficiente de encaje sobre los depósitos en moneda local y divisas se unificó en el 23,5%, y el límite sobre el saldo abierto en divisas de los bancos se redujo al 25%. Los coeficientes de reservas para depósitos denominados tanto en moneda local como extranjera, y el componente kuna de las reservas obligatorias y su remuneración se redujeron en varios pasos entre 2001 y 2006. En 2006, el coeficiente de reservas alcanzó el 17%. Entre el 15 de enero de 2003 y enero de 2004 estuvo en vigor un límite de velocidad sobre el crecimiento del préstamo bancario superior al 4% trimestral. El 1 de enero de 2007, volvió a introducirse el límite de velocidad sobre el crecimiento del crédito superior al 1% mensual, y fue sustituido por un límite anual del 12% en febrero. Posteriormente, este se cambió por límites mensuales del 0,5%, en julio de 2007. A partir de mayo, los límites de crédito se calcularon por separado según la colocación fuese dentro o fuera de balance, y se ampliaron a todas las empresas afiliadas de los bancos en octubre de 2007. El 1 de enero de 2008, se ampliaron las penalizaciones por rebasar el límite de velocidad. En febrero de 2005, el coeficiente de liquidez sobre los activos y pasivos en divisas se redujo al 32%, pero se amplió para incluir los pasivos en kunas, mediante una cláusula de pagos de contrapartida en moneda nacional, en octubre de 2006. El coeficiente de liquidez volvió a reducirse en 2008.</p>
<p>India (2000: T1-2008: T2)</p> <p>Apreciación monetaria</p> <p>Auge del precio de los activos (precios inmobiliarios y cotizaciones)</p> <p>Auge del crédito</p>	<p><i>Liberalización de las entradas de capital:</i> Durante el período 2001–08 se relajaron las restricciones sectoriales sobre la IED proveniente del exterior. El límite sobre el pago anticipado de préstamos a residentes se aumentó en 2001 y se eliminó en 2003. Los límites sobre las inversiones de inversionistas institucionales extranjeros se incrementaron de forma gradual durante 2004–08, pasando de US\$1.750 millones a US\$5.000 millones en valores públicos y de US\$500 millones a US\$3.000 millones en títulos de deuda corporativa. En 2003, determinados inversionistas extranjeros obtuvieron permiso para comerciar con todos los contratos de derivados cotizados en bolsa, con arreglo a los límites prescritos. En 2003, se permitió el empréstito externo por valor superior a los US\$50 millones solo para el financiamiento de importaciones de equipos y proyectos de infraestructuras. En 2004, se permitieron los créditos comerciales a largo plazo por importes de hasta US\$20 millones. En agosto de 2007 pasó a ser obligatoria la autorización del Banco de Reserva de India para los empréstitos externos de hasta US\$20 millones. Todos los empréstitos estaban sujetos a diferenciales máximos con la LIBOR a seis meses. El tope de costos global y en función del vencimiento se incrementó en 2004, se redujo en 2007 y volvió a aumentarse en mayo de 2008. Las tasas de interés de los depósitos a plazo en rupias y los depósitos en divisas de no residentes se redujeron en 2007. En 2006, se eliminó el periodo mínimo de tenencia de 10 años aplicado a las inversiones inmobiliarias.</p> <p><i>Liberalización de las salidas de capital:</i> El límite sobre las inversiones en planes de opción de compra de acciones para empleados se incrementó en 2001 y se eliminó en 2004. En 2002, se autorizó a los bancos a invertir en instrumentos del mercado monetario y/o instrumentos de deuda en el extranjero, así como a ofrecer créditos cruzados. El límite sobre las inversiones de capital de fondos</p>

País (período analizado) y problemas	Política: Principales medidas
	<p>comunes en el extranjero se elevó hasta US\$1.000 millones en 2003. El límite sobre las transacciones de capital de personas físicas residentes se incrementó hasta US\$200.000 durante el período 2004–07. En 2004 se eliminó el requisito de autorización para la transferencia de acciones de residentes a no residentes. El empréstito externo para la IED en el extranjero se autorizó en 2004. En 2007, se permitió a los exportadores abrir cuentas en el extranjero y utilizar los ingresos provenientes del exterior para determinadas inversiones. Los límites sobre las IED y las inversiones de cartera de las empresas indias se elevaron en 2007. El tope agregado a la inversión de los fondos comunes en el extranjero se elevó a US\$5.000 millones en octubre de 2007.</p> <p><i>Medidas prudenciales:</i> En 2003 y 2007 se relajaron las normas aplicables a los contratos a plazo y de opción de residentes. El coeficiente de reservas en efectivo fue incrementándose de forma gradual entre enero de 2004 y noviembre de 2007, hasta alcanzar el 7,5%. Entre 2005 y 2007, se endureció en varias etapas el requerimiento estándar de constitución de reservas, y en 2006 se incrementaron las ponderaciones por riesgo de varios préstamos. En 2007, se redujeron determinadas ponderaciones por riesgo y, en 2008, se vincularon las correspondientes a los préstamos hipotecarios a la relación préstamo/valor y al importe del préstamo. En 2004 se permitió a los bancos ofrecer préstamos en divisas, hasta límites concretos.</p>
<p>Corea (2000: M1–2008: M8)</p> <p>Apreciación monetaria</p> <p>Préstamos en divisas sin cobertura</p> <p>Tras la crisis, preventivos</p>	<p><i>Liberalización de las salidas de capital:</i> En 2001, se levantaron los límites sobre los depósitos en el extranjero, se incrementó el límite sobre los préstamos a no residentes y se liberalizaron las transferencias de capital personales de los residentes. El tope para créditos comerciales se incrementó en 2002. El límite sobre la IED de personas físicas se elevó hasta US\$3 millones y, respecto a ciertas compras inmobiliarias, hasta US\$500.000, en 2005. Tras varios incrementos posteriores, se eliminaron en marzo de 2006. En enero de 2006, volvieron a relajarse las normas para la repatriación de ingresos provenientes de transacciones de capital y todos los requisitos de autorización para las transacciones de capital se convirtieron en requisitos de notificación. El umbral de notificación previa para los préstamos denominados en won a no residentes se elevó hasta W 10.000 millones en 2006 y W 30.000 millones en 2007. En 2007–08, se liberalizó todavía más la compra de inmuebles y el establecimiento de sucursales bancarias en el extranjero.</p> <p><i>Medidas prudenciales:</i> Las restricciones sobre los préstamos locales en divisas se eliminaron en 2001. Los requerimientos de liquidez de los bancos se endurecieron en 2000–01 y 2004. El límite sobre las inversiones de las compañías de seguros en activos denominados en divisas se incrementó en marzo de 2005. El saldo abierto neto en divisas de los bancos pasó del 30% al 50% en 2006. Las normas de subcapitalización se ampliaron a las sucursales de bancos extranjeros, limitando así las deducciones fiscales de los intereses sobre los empréstitos de los bancos matrices al triple del capital, en vez de seis veces el mismo, en agosto de 2007. El 28 de enero de 2008 se introdujeron límites sobre el uso de préstamos denominados en divisas.</p>
<p>Perú (2000: T1–2008: T2)</p> <p>Apreciación monetaria</p> <p>Auge del crédito</p>	<p><i>Controles sobre entradas de capital:</i> El límite sobre la posición corta general en divisas se incrementó hasta el 5% del valor neto en 2003, y hasta el 10% en 2005. El coeficiente de encaje se amplió en 2008 a los incrementos de los pasivos externos de las instituciones financieras. En enero de 2008 se introdujo el pago de una comisión para el registro de transferencias de certificados de depósito frente a no residentes. A comienzos de 2008, el coeficiente marginal de caja aplicable a los depósitos en moneda local se incrementó gradualmente hasta alcanzar el 25% en el caso de los residentes y el 120% en el de los no residentes; asimismo, se introdujo un coeficiente de encaje adicional sobre los pasivos bancarios en moneda local frente a instituciones financieras no residentes. En julio de 2008 se estableció un coeficiente de encaje del 9% para las líneas de crédito a largo plazo externas.</p> <p><i>Liberalización de las salidas de capital:</i> Entre 2004 y mayo de 2008, el límite sobre las inversiones en títulos extranjeros de los fondos de pensiones fue incrementándose gradualmente, pasando del 9% al 30%.</p> <p><i>Medidas prudenciales:</i> En 2004, el coeficiente de encaje medio sobre los depósitos en divisas se redujo en 3 puntos porcentuales, mientras que el coeficiente de encaje mínimo obligatorio se redujo del 7% al 6%. En febrero de 2008, se aumentó el coeficiente de</p>

País (período analizado) y problemas	Política: Principales medidas
	<p>encaje. El encaje mínimo tanto para la moneda local como para las divisas pasó del 6% al 9% en noviembre de 2008, y se redujo hasta el 7,5% un mes después. El coeficiente marginal de caja aplicable a los pasivos en divisas de los bancos pasó del 20% en 2004 al 50% en septiembre de 2008. El coeficiente marginal de caja aplicable a los depósitos en moneda local de residentes y no residentes paso del 0% al 15% en febrero de 2008. La tasa de remuneración del coeficiente de encaje en divisas fue incrementándose gradualmente entre 2005 y 2007. En 2006, se obligó a los bancos a realizar un aprovisionamiento adicional en caso de no poder identificar correctamente a los prestatarios «sin cobertura» o cuando no se hubiesen constituido las reservas adecuadas para préstamos en divisas. Asimismo, se les exigió tener en cuenta la exposición al riesgo general de los prestatarios frente a todo el sistema financiero antes de tomar una decisión sobre la concesión de un préstamo. En mayo de 2008, se establecieron límites prudenciales para los valores públicos en fondos de pensiones.</p>
<p>Filipinas (2000: T1–2008: T2)</p> <p>Apreciación monetaria</p> <p>Auge del crédito</p>	<p><i>Controles sobre entradas de capital:</i> Las condiciones de inversión en bancos nacionales se relajaron en 2000 y, en el caso de los contratos a corto plazo sobre valores públicos, en 2002. En 2003, el vencimiento de los contratos a plazo y de opción en divisas se limitó al vencimiento de la obligación en divisas subyacente o a la fecha de vencimiento o liquidación aproximada de la exposición en divisas. Con efecto a partir de mayo de 2007, los no residentes no están autorizados a comprar el 100% de los derechos de voto de los bancos nacionales. En 2008, se eliminó la obligación de registrar determinadas garantías de no residentes, y se relajaron las normas relativas al empréstito externo.</p> <p><i>Liberalización de las salidas de capital:</i> En 2003, se redujo el límite sobre el saldo largo en divisas de los bancos y el vencimiento de los contratos a plazo y de opción en divisas se limitó al vencimiento de la obligación en divisas subyacente o a la fecha de vencimiento o liquidación aproximada de la exposición en divisas. La inversión en una filial bancaria en el extranjero pasó a estar sujeta a la aprobación previa del banco central. El límite sobre las IED y las inversiones de cartera en el extranjero se incrementó hasta US\$12 millones por inversionista al año en 2007, y hasta US\$30 millones en 2008. Las inversiones de inversionistas institucionales pasaron a estar sujetas a ese mismo límite.</p> <p><i>Medidas prudenciales:</i> En 2000, se obligó a las sociedades no financieras a declarar con periodicidad mensual sus compras, ventas y saldos en divisas diarios. El requerimiento de reservas de liquidez aplicable a los depósitos en pesos se redujo hasta el 7% en 2002 y fue aumentando gradualmente hasta el 11% entre 2003 y 2006. En 2002, se permitió a las unidades bancarias de los bancos nacionales que operaban en divisas prestar dinero, con arreglo a una serie de condiciones, a unidades bancarias residentes en divisas. En 2005, se relajaron las normas aplicables a las inversiones en productos estructurados denominados en divisas por parte de las unidades de bancos nacionales que operaban en divisas. En 2006–07, se relajaron las condiciones aplicables al establecimiento y funcionamiento de unidades en divisas. El saldo abierto neto en divisas de los bancos se estableció en el 20% inferior de su capital libre de gravámenes o en US\$50 millones en abril de 2007.</p>

País (período analizado) y problemas	Política: Principales medidas
<p>Rumania (2000: T1–2008: T2)</p> <p>Auge del crédito (préstamos en divisas sin cobertura a hogares y empresas)</p> <p>Apreciación monetaria</p> <p>Auge inmobiliario</p>	<p><i>Liberalización de las salidas de capital:</i> El 3 de diciembre de 2001 se eliminaron los controles sobre la compra de vivienda en el extranjero, las transferencias de capital personales y los préstamos bancarios a largo plazo a no residentes. Las inversiones de cartera y los préstamos externos de residentes quedaron liberalizados en 2003. A partir de enero de 2004, a los no residentes se les permitió emitir o vender valores. Los controles sobre las transacciones en cuenta y con derivados de los residentes se eliminaron en 2005.</p> <p><i>Medidas prudenciales:</i> El coeficiente de encaje aplicable a los depósitos en lei y divisas se unificó en el 22% en abril de 2002, para diferenciarse de nuevo en noviembre del mismo año. Se introdujo un coeficiente de encaje supeditado al vencimiento para los pasivos en divisas, que se amplió a todos los depósitos en divisas y fue aumentando gradualmente hasta alcanzar el 40%, en el período 2004–06. En 2003 se endurecieron las normas de aprovisionamiento y de clasificación de los préstamos, y en 2004 se introdujeron normas prudenciales sobre los préstamos hipotecarios y al consumo (por ejemplo, límite del 30% sobre el coeficiente pago/ingreso neto, anticipo obligatorio del 25% o cosignatario/seguro para préstamos al consumo y cosignatario, seguro o garantía para préstamos personales, coeficiente pago/ingreso neto máximo del 35% en el caso de créditos hipotecarios y una relación préstamo/valor máxima del 75%), que volvieron a endurecerse en 2005. Entre septiembre de 2005 y enero de 2007, se aplicó un límite de velocidad del 300% de los fondos propios del banco a los préstamos bancarios en divisas a prestatarios sin cobertura. Los requerimientos de aprovisionamiento aplicables a los créditos en divisas a prestatarios sin cobertura volvieron a endurecerse en 2008.</p>
<p>Rusia (2000: T1–2008: T2)</p> <p>Escasez de liquidez tras la crisis (2004)</p> <p>Auge del crédito (2006–07)</p>	<p><i>Encaje:</i> Entre el 1 de agosto de 2004 y el 1 de julio de 2006 se aplicaron encajes diferenciados: el 20% durante 365 días naturales a las inversiones de no residentes en valores públicos, y el 3% durante 365 días naturales a las demás inversiones de cartera de no residentes y sus préstamos a residentes.</p> <p><i>Liberalización de las salidas de capital:</i> El límite sobre la IED en los países de la CEI se incrementó hasta US\$10 millones, y el correspondiente a las inversiones de cartera de personas físicas residentes se situó en US\$75.000, en 2001. En septiembre de 2001 se permitió a los bancos locales prestar dinero en divisas a residentes. Las normas sobre las operaciones en cuenta de residentes en el extranjero fueron relajándose gradualmente a partir de 2001, hasta desaparecer en 2007. En 2003, se eliminó el impuesto del 1% sobre las compras de divisas e instrumentos de pagos en divisas por parte de personas físicas residentes. En 2004 se impuso a los residentes el requisito de abrir una cuenta en un banco local para realizar determinadas transacciones de capital con no residentes, y se eliminaron los controles sobre la compra de inmuebles en el extranjero. Entre el 1 de agosto de 2004 y el 1 de julio de 2006, se aplicó un encaje del 50% durante 15 días naturales a las inversiones de cartera de residentes en el extranjero y a los préstamos a no residentes, excepto en el caso de los préstamos a largo plazo.</p> <p><i>Medidas prudenciales:</i> El coeficiente de encaje aplicable a los pasivos en rublos frente a entidades jurídicas y a los pasivos en divisas frente a entidades jurídicas y personas físicas fue reduciéndose gradualmente hasta el 3,5%, en 2004. El coeficiente de encaje obligatorio se redujo todavía más, del 4–4,5% al 3–3,5%, para todos los tipos de obligaciones, en octubre de 2007 y en 2008.</p>
<p>Sudáfrica (2000: T1–2008: T2)</p> <p>Apreciación monetaria</p> <p>Auge del precio de los activos (precios inmobiliarios)</p>	<p><i>Liberalización de las salidas de capital:</i> En 2001, el límite sobre inversiones externas de inversionistas institucionales se incrementó hasta el 15% de todos los activos, y se permitieron las transferencias en divisas de hasta el 10% de las entradas netas de fondos. En 2002 se eliminó el requerimiento para <i>swaps</i> de activos, y a lo largo de 2008 se fue aumentando el límite sobre las inversiones externas. En 2008 se permitió a los inversionistas institucionales invertir en instrumentos denominados en rands emitidos en el extranjero. El límite sobre la IED hacia el exterior de las empresas fue elevándose gradualmente desde R 250 millones en 2001, y se eliminó en 2004. En 2003, se permitieron las transferencias de capital y los préstamos externos personales por un valor de hasta R 30.000; este límite se incrementó hasta R 500.000 en 2008. La inscripción de valores extranjeros en la bolsa fue autorizada en 2004. El tope para las inversiones de residentes en el extranjero se incrementó hasta R 2 millones en 2006.</p>

País (período analizado) y problemas	Política: Principales medidas
	<p><i>Medidas prudenciales:</i> En junio de 2007, se endurecieron las normas aplicables a los préstamos internos. En 2008, se introdujeron normas sobre los márgenes de seguridad aplicados a las garantías admisibles y los bancos pasaron a estar sujetos a un cargo de capital adicional para tener en cuenta el riesgo de concentración y la interconexión. El volumen de suscripción de pólizas de las compañías de seguros de largo plazo se incrementaron hasta el 20% del total de activos minoristas, y el correspondiente a actividades relacionadas con la inversión se estableció en el 30%.</p>
<p>Tailandia (2000: T1–2008: T2)</p> <p>Apreciación monetaria</p>	<p><i>Encaje:</i> El 19 de diciembre de 2006 se estableció un encaje del 30% anual para las entradas de capital, del cual quedaron exentos la IED y los importes no superiores a US\$20.000. La repatriación anticipada pasó a estar sujeta a un reembolso de solo dos tercios del encaje. Las inversiones de capital en el mercado de valores quedaron exentas el 22 de diciembre de 2006. A comienzos de 2007, se fijaron otras exenciones. En diciembre de 2007, pasaron a estar exentas del encaje determinadas inversiones en fondos inmobiliarios y empréstitos externos a largo plazo, por un importe no superior a US\$1 millón. El 3 de marzo de 2008, se suprimió el encaje.</p> <p><i>Control sobre entradas de capital:</i> En 2003, se limitó el empréstito a corto plazo de no residentes a B 50 millones y se estableció un límite de B 300 millones para las cuentas de no residentes. Las cuentas de no residentes no devengaban intereses, excepto las cuentas fijas con un vencimiento mínimo de seis meses. A partir del 15 de noviembre de 2006, los bancos no pudieron emitir o vender a no residentes letras de cambio en bahts, cualesquiera que fuesen sus vencimientos. El 4 de diciembre de 2006 se prohibieron las transacciones simultáneas de títulos de deuda y determinadas transacciones en cuenta o en divisas con valores de deuda pública. Asimismo, el límite de B 50 millones se amplió a los empréstitos de los bancos en bahts frente a no residentes con vencimientos inferiores a seis meses. El 3 de marzo de 2008, el límite sobre el empréstito y las transacciones de los bancos comparables al empréstito frente a no residentes sin actividad comercial o inversión subyacente en Tailandia se redujo a B 10 millones.</p> <p><i>Liberalización de las salidas de capital:</i> En 2002, se autorizaron las inversiones en planes de opción de compra de acciones para empleados y las inversiones inmobiliarias por un importe máximo determinado, así como los préstamos a empresas afiliadas. En 2003, se estableció un límite agregado para las inversiones extranjeras de inversionistas institucionales. En 2006, se permitió a las empresas extranjeras emitir bonos denominados en bahts. En 2007, se inició una importante liberalización de las salidas de capital, mediante el incremento gradual de los límites sobre la inversión en afiliadas extranjeras de personas jurídicas tailandesas; este límite se estableció en US\$50 millones en enero de 2007 y se incrementó hasta US\$100 millones en febrero de 2008. El tope para la inversión extranjera de inversionistas institucionales se incrementó hasta US\$50 millones en enero de 2007. El plazo para la repatriación de ingresos en divisas se amplió de 120 días a 360 días a principios de 2007. En junio de 2007, se incrementó el límite sobre las compras inmobiliarias y otras transferencias de fondos personales hasta US\$1 millón y se autorizó a las empresas que cotizan en bolsa a realizar IED hacia el exterior por un importe de hasta US\$100 millones. Los límites sobre los préstamos externos se incrementaron hasta US\$100 millones; su alcance se amplió en febrero de 2008 y a las compras inmobiliarias, hasta US\$5 millones. En marzo de 2008, se autorizó a los bancos realizar <i>swaps</i> con no residentes por un importe máximo de B 300 millones y se permitieron las inversiones de cartera a través de fondos privados o sociedades de valores.</p> <p><i>Medidas prudenciales:</i> En 2002, se introdujeron límites sobre los saldos abiertos con arreglo a Basilea I. En 2003, la relación coeficiente préstamo/valor se limitó al 70% en el caso de los bienes inmuebles de elevado valor, para evitar la acumulación de especulación en el sector inmobiliario y una burbuja del precio de los activos. En 2004, se endureció la regulación de la deuda de tarjetas de crédito. En 2005, se introdujo un límite sobre los préstamos personales equivalente a cinco veces los ingresos mensuales medios. En 2006, se restringieron las normas de clasificación de los activos y de aprovisionamiento y, en 2007, las orientaciones relativas al aprovisionamiento se alinearon a las NIC.</p>

País (período analizado) y problemas	Política: Principales medidas
<p>Uruguay (2000: T1–2008: T2)</p> <p>Apreciación monetaria</p> <p>Dolarización</p> <p>Auge del crédito</p> <p>Tras la crisis, preventivos</p>	<p><i>Controles sobre entradas de capital:</i> En 2003 se endurecieron los requerimientos de liquidez aplicables a los depósitos de no residentes; en 2006, se introdujeron límites sobre la exposición al riesgo de bancos extranjeros.</p> <p><i>Liberalización de las salidas de capital:</i> El límite sobre las inversiones extranjeras de cartera de las compañías de seguros se elevó hasta el 30% en 2003. El impuesto del 2% sobre las compras de divisas realizadas por las instituciones del sector público se eliminó en 2007.</p> <p><i>Medidas prudenciales:</i> En septiembre de 2001 se introdujo un requerimiento de constitución dinámica de reservas de hasta el 3% del total de préstamos. En 2002, se incrementaron los coeficientes de encaje supeditados a la moneda y el vencimiento, excepto en el caso de los depósitos en divisas superiores a 180 días. También en 2002 se obligó a los fondos de pensiones privados a incrementar de forma paulatina sus activos en divisas. En 2003, el coeficiente de encaje sobre los depósitos en moneda local fue reduciéndose gradualmente, mientras que el coeficiente de encaje sobre los depósitos en divisas aumentó. Ese mismo año, se endurecieron las normas relativas a los límites sobre las exposiciones al riesgo de concentración del crédito y de clasificación de los préstamos. En 2004, las inversiones de fondos de pensiones en activos denominados en divisas pasaron a estar sujetos a un tope. En junio de 2005, se introdujeron límites sobre el riesgo país y la exposición al riesgo interbancario, y se establecieron distintas ponderaciones por riesgo para instrumentos financieros denominados en moneda local y divisas. Las normas relativas a la constitución de reservas para préstamos incobrables y a la clasificación de los préstamos se endurecieron en 2006. En 2007, se estableció una distinción entre los requerimientos de liquidez y los de reservas. En 2008, se introdujeron encajes supeditados a la residencia y se incrementaron las tasas aplicables a los vencimientos de corto plazo. En julio de 2008, se introdujo la obligación de aplicar un sistema de gestión de riesgos integrado en los bancos locales.</p>
<p>Vietnam (2000: T1–2008: T2)</p> <p>Apreciación monetaria</p> <p>Auge del precio de los activos (auge de la bolsa)</p> <p>Auge del crédito</p>	<p><i>Controles sobre entradas de capital:</i> En 2005, se permitió a las empresas de titularidad estatal tomar dinero prestado del extranjero sin autorización previa. Toda venta o emisión de valores por residentes en el extranjero quedó sujeta a aprobación previa en 2007, excepto los bonos, a los cuales se aplicaban las normas para el empréstito exterior. En junio de 2007, se autorizó a los bancos extranjeros a establecer filiales en Vietnam.</p> <p><i>Liberalización de las salidas de capital:</i> El 27 de enero de 2007, se relajaron las normas aplicables a las inversiones de cartera de residentes.</p> <p><i>Medidas prudenciales:</i> El encaje sobre los depósitos en divisas a corto plazo fue reduciéndose a lo largo de 2002–03, pasando del 12% al 4%, y se incrementó hasta el 5% en 2004. En 2003, el encaje sobre los depósitos en moneda local se redujo. En 2002, se eliminaron los límites sobre los saldos abiertos máximos en monedas determinadas. En 2003, se introdujeron restricciones sobre el uso de préstamos en divisas, las cuales se endurecieron más en 2008. Las normas aplicables a los préstamos para la compra de valores y al funcionamiento de sociedades de valores y fondos de inversión se endurecieron el 19 de enero de 2007. En mayo de 2007, se limitó al 3% de la cartera de préstamos el total de exposiciones bancarias al riesgo de crédito relacionado con valores, y al 20% del capital en 2008.</p>