



Controles de capital para gestionar la volatilidad y los riesgos sistémicos

Se reconocen ampliamente los riesgos asociados con los flujos de capital transfronterizos y que éstos aumentan por su carácter procíclico, volumen y volatilidad. Específicamente, los flujos de capital a corto plazo representan un gran desafío para aquellos responsables de formular políticas en mercados emergentes y economías en desarrollo (MEED), pues el incremento repentino de las entradas de capital suele provocar paradas súbitas (sudden stops), lo que puede derivar en crisis financieras sistémicas.

Desde inicios de los años 2000, la magnitud de los flujos de capital internacionales y su volatilidad han incrementado considerablemente, lo que ha orillado a los responsables políticos en los MEED a reconocer que los controles de capital juegan un papel importante en la mitigación de riesgos sistémicos cuya resolución no es posible con medidas macroprudenciales o con la acumulación de grandes reservas de divisas, ya que mantenerlas es costoso.

Los controles de capital pueden considerarse como una herramienta menos costosa para mitigar la volatilidad en los flujos de capital. Como se detalla en el cuadro 1, existen diversas formas de control. Los controles que limitan las entradas de capital pueden alterar la composición de los inlfujos, inclinándolos hacia vencimientos más largos,¹ reduciendo así la vulnerabilidad financiera. Por otro lado, las restricciones sobre las salidas buscan prevenir la fuga de capitales y la depreciación monetaria, como se observó en Malasia (1998), Islandia (2008), China (2016) y Argentina (2019). Además, los controles sobre las salidas de capital son especialmente importantes para economías pequeñas y débiles, pues a menudo carecen de grandes reservas de divisas, mecanismos de intercambio de divisas (*swap lines*) o acuerdos regionales de financiación.

Cuadro 1: ¿Qué son los controles de capital?

Los controles de capital son normativas que restringen o prohíben los movimientos transfronterizos de capital. Estas normativas están diseñadas para gestionar la cuenta financiera de la balanza de pagos de un país² y, por lo tanto, incluyen restricciones a las entradas y salidas de capital.

Los controles de capital pueden regular diversas transacciones transfronterizas realizadas por residentes y no residentes de un país. Estas transacciones incluyen transferencias de dinero, inversiones directas, inversiones de cartera y préstamos bancarios, entre otras. Por ejemplo, los impuestos que se aplican únicamente a las inversiones de no residentes en bonos o acciones nacionales se consideran un control de capital. De manera similar, también se clasifican como controles de capital los topes a las inversiones extranjeras en sectores específicos, como son la banca y la defensa, o los límites a las inversiones en el extranjero por parte de residentes, pues estas medidas regulan la afluencia y la salida de capital de un país.

Los controles de capital pueden ser una combinación de instrumentos oficiales, legales y cuasilegales. Asimismo, pueden adoptar diversas formas, incluyendo impuestos sobre entradas o salidas de capital, requerimientos de encajes no remunerados, límites de inversión, periodos mínimos de permanencia, sistemas cambiarios, regulaciones crediticias y prohibiciones directas sobre ciertos tipos de movimientos financieros.

¹ En finanzas, el vencimiento es la fecha específica en la que un instrumento financiero, como un bono, un préstamo o un certificado de depósito, llega al final de su plazo. Cuando esto sucede, el emisor debe pagar al inversionista el monto principal y el interés final.

² Todas las transacciones internacionales que alteran los activos o pasivos de los ciudadanos o del gobierno de un país en un período determinado se registran en la cuenta de capital de la balanza de pagos. Esta incluye flujos financieros como préstamos internacionales, capital bancario, inversiones de cartera e inversión extranjera directa. Un superávit en la cuenta de capital indica entradas netas de capital, mientras que un déficit indica salidas netas.

En términos generales, los controles de capital se pueden clasificar en tres categorías principales: controles normativos, controles basados en cantidad (cuantitativos) y controles basados en precios. Los controles cuantitativos implican la imposición de restricciones explícitas o prohibiciones a las transacciones por cuenta de capital. Estas medidas relacionadas con la afluencia de capital pueden incluir la prohibición de inversiones en el mercado monetario,³ límites en préstamos a corto plazo y restricciones sobre la tenencia de ciertos tipos de valores. Por ejemplo, en la India existe un tope a la compra de deuda pública en rupias por parte de inversores extranjeros. En cuanto a los flujos de salida, un ejemplo de control cuantitativo es la moratoria explícita. En septiembre de 1998, por ejemplo, Malasia impuso este tipo de control sobre las salidas de capital para eliminar el mercado *offshore* del *ringgit*.

Los controles de capital basados en precios buscan alterar el volumen de las transacciones de capital mediante la modificación de sus costos, a fin de disuadir ciertos tipos de flujos y promover otros. Un ejemplo es el impuesto a las compras en la bolsa y algunas transacciones de divisas o la exigencia de mantener encajes no remunerados en algunos tipos de entrada de capital. Durante los años noventa, en Chile se impuso el encaje no remunerado sobre préstamos extranjeros. Bajo este esquema, cualquier persona que pidiera un préstamo del extranjero debía depositar un porcentaje fijo del préstamo durante un año en una cuenta en el Banco Central, sin pagar intereses por ese monto retenido. Los mecanismos de control de precios sobre las salidas de capital típicamente adoptan la forma de un impuesto a la salida de divisas.

Los controles normativos pueden utilizar mecanismos de regulación de cantidad o de precio. Este tipo de política financiera suele ser menos favorable para las transacciones con no residentes que con residentes e influye directamente en el volumen de las transacciones financieras.

Las medidas macroprudenciales están estrechamente relacionadas con los controles de capital (p. ej., límites sobre relaciones préstamo-valor o colchones de capital, es decir, el capital obligatorio que los bancos deben mantener además de otros requisitos mínimos de capital) y no discriminan según la residencia de las partes involucradas en una transacción financiera. No obstante, pueden influir indirectamente en la afluencia de capitales mediante restricciones impuestas a las instituciones financieras de un país.

Fuente: Basada en Kavaljit Singh (2019), [What Are Capital Controls?](#), Policy Brief # 1, Madhyam, 2 de enero.

Tras la crisis financiera mundial de 2008, el tema de los controles de capital ha cobrado mayor relevancia y se ha vuelto central en los debates de política internacional sobre la gobernanza económica. Actualmente, los controles de capital son ampliamente reconocidos como un instrumento legítimo de la política macroeconómica, pues han sido utilizados por diversos MEED para gestionar los movimientos de capital durante el periodo poscrisis. La evidencia disponible⁴ sugiere que los países

que impusieron controles estrictos de capital se recuperaron más rápido de la crisis de 2008 y de las crisis económicas subsecuentes que aquellos con una cuenta de capital abierta. China e India, por ejemplo, son dos economías asiáticas de han tenido un desarrollo acelerado y que mantienen controles sobre las entradas y salidas transfronterizas de capital.

³ Los títulos de deuda a corto plazo, de alta liquidez y bajo riesgo, con vencimientos de hasta un año, se conocen como instrumentos del mercado monetario. Algunos ejemplos clave de estos instrumentos incluyen las letras del Tesoro, el papel comercial, los certificados de depósito y los préstamos a corto plazo, a menudo de un día hábil (overnight), entre bancos. Estos instrumentos facilitan el acceso a capital de forma rápida y a bajo costo para bancos, empresas y gobiernos.

⁴ Véase, por ejemplo, Apoorv Bhargava et al. (2013), *Capital Controls in Times of Crisis – Do They Work?*, IMF Working Paper, WP/23/67, Fondo Monetario Internacional, marzo.

Una breve historia de los controles de capital

A diferencia de lo que se suele pensar, la mayoría de las economías han utilizado una variedad de controles de capital para restringir y regular los movimientos financieros a través de sus fronteras. La gran disminución en el uso de controles de capital coincidió con el surgimiento de la ideología neoliberal a finales de los años setenta.⁵

A partir de la década de 1980, la eliminación de controles de capital se convirtió en una iniciativa política clave bajo los programas de ajuste estructural respaldados por las instituciones financieras internacionales (IFI). En particular, el Fondo Monetario Internacional (FMI) se volvió un fuerte defensor de la liberalización total de la cuenta de capital como parte de su agenda general de liberalización financiera. Sin embargo, cabe señalar que el FMI no tenía, y sigue sin tener, jurisdicción sobre la regulación de los movimientos internacionales de capital de sus miembros, según su Convenio Constitutivo. A pesar de ello, desde los ochentas, el FMI ha asumido de manera gradual y constante la autoridad sobre los movimientos de capital como parte de sus funciones y

operaciones de 'supervisión' continuas, a fin de promover su objetivo de preservar la estabilidad del sistema monetario internacional.

El FMI sigue renuente a respaldar el uso de controles de capital para lograr diversos objetivos políticos. Una lectura cuidadosa del Enfoque Institucional del FMI⁶ (FMI 2012) y de su Revisión posterior⁷ (FMI 2022) revela que no ha habido un cambio marcado en su sesgo en contra de los controles de capital.⁸ El FMI sigue considerándolos como una medida de último recurso, impuesta de manera selectiva y temporal sobre las entradas de capital. La Revisión de 2022 no recomienda aplicar controles de capital sobre las salidas de manera preventiva y permanente. 'La propuesta del Enfoque Institucional de que solo deben usarse los controles de capital sobre las salidas de capital en crisis o en situaciones de crisis inminente sigue siendo apropiada', dice la Revisión. El FMI parece estar rezagado en cuanto a la perspectiva y prácticas actuales sobre la liberalización de la cuenta de capital.

Los controles de capital como piedra angular de la soberanía monetaria y financiera

Encomendadas con la responsabilidad de mantener la estabilidad financiera dentro de su jurisdicción, las autoridades nacionales deberían implementar controles de capital y otras medidas macroprudenciales de manera proactiva. De hecho, sus acciones internas deberían informar y acelerar el desarrollo de políticas internacionales para gestionar la cuenta de capital. Aunque la formulación de acuerdos de política internacional es altamente deseable y puede requerir un tiempo considerable para su desarrollo, es imperativo que los reguladores nacionales actúen a nivel doméstico. La libertad de los países para regular los movimientos internacionales de capital también se reconoce en el Artículo VI (Sección 3) del Convenio Constitutivo del FMI, que ha permanecido sin cambios desde su adopción en 1945.

La cooperación internacional es factible si los países de origen están dispuestos a ayudar a las naciones receptoras a gestionar los flujos de capital volátiles. Esto se debe a que los MEED han experimentado interrupciones repentinas de los flujos de capital derivadas de acontecimientos en los países de origen, como el aumento de las tasas de interés y una mayor aversión al riesgo entre los inversores de cartera. Hasta ahora, los dos grupos de trabajo que forman parte de la Vía Financiera del G20 (Grupo de Trabajo sobre la Arquitectura Financiera Internacional y Grupo de Trabajo Marco) no han demostrado ser eficaces para mejorar la cooperación internacional en la gestión de los flujos de capital.

⁵ Para un análisis detallado de los controles de capital, véase Kavaljit Singh (2000), *Taming Global Financial Flows: Challenges and Alternatives in the Era of Financial Globalization*, Zed Books y Madhyam Books. Disponible en: <https://www.madhyam.org.in/books-six-2/>.

⁶ FMI (2012), *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, Policy Paper, 14 de noviembre. Disponible en: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>.

⁷ FMI (2022), *Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows*, Policy Paper No. 2022/008, 30 de marzo. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/03/29/Review-of-The-Institutional-View-on-The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-515883>.

⁸ Kavaljit Singh (2022), *Deciphering the Review of the IMF's Institutional View on Capital Flows*, Briefing Paper # 52, Madhyam, 5 de abril. Disponible en: <https://www.madhyam.org.in/deciphering-the-review-of-the-imfs-institutional-view-on-capital-flows/>.

No obstante, varios países limitaron su espacio de políticas en materia de gestión de cuentas de capital debido a cláusulas restrictivas en los acuerdos bilaterales y plurilaterales sobre comercio e inversiones. En adelante, se recomienda que los países revisen cualquier acuerdo que prohíba el uso de controles de capital. Las naciones deberían esforzarse por incorporar salvaguardas adecuadas en materia de balanza de pagos y excepciones

cautelares (*prudential carve-outs*) que permitan el uso de estas medidas independientemente de los compromisos sobre transferencias de fondos, acceso a mercados y trato nacional en los tratados. Asimismo, se sugiere ampliar la lista de excepciones en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y en los Códigos de Liberalización de Movimientos de Capital de la OCDE para preservar la estabilidad macroeconómica y financiera.

¿Qué camino multilateral debe seguirse?

Organizaciones de la sociedad civil han promovido un nuevo acuerdo multilateral sobre la gestión de la cuenta de capital, el cual será debatido y negociado bajo los auspicios de las Naciones Unidas. Dicho acuerdo podría proporcionar el consenso político para reafirmar la

soberanía nacional sobre las cuentas de capital, fomentar la cooperación internacional, facilitar la renegociación de acuerdos comerciales y de inversión y aclarar los mandatos de las instituciones financieras internacionales.

El impuesto sobre transacciones financieras internacionales y su función

La implementación de un impuesto a las transacciones financieras internacionales también podría ayudar a moderar la volatilidad del capital a corto plazo y generar ingresos adicionales para contribuir a la financiación de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y otras

iniciativas globales.⁹ La implementación exitosa de diversos impuestos a las transacciones financieras en la India (como se detalla en el cuadro 2) demuestra que los principales obstáculos son de carácter político, más que técnico o administrativo.

Cuadro 2: Impuestos sobre las transacciones financieras: el caso de India

(i) Impuesto sobre las transacciones de valores (*Securities Transaction Tax*)

En 2004, India introdujo el impuesto a las transacciones de valores (STT, por sus siglas en inglés) en los mercados financieros nacionales. El STT es un tipo de impuesto que se aplica a la compra y venta de acciones, instrumentos derivados (futuros y opciones) y participaciones en fondos mutuos de renta variable que se realicen a través de las bolsas de valores de la India. En el caso de los contratos de futuros y opciones, todas las transacciones de venta están sujetas a un STT. En los contratos de futuros, el STT se valora sobre el precio negociado, mientras que en los contratos de opciones se valora en función de la prima.

El STT se aplicó para aumentar la recaudación tributaria, mitigar la evasión fiscal y disminuir la especulación excesiva en los mercados financieros de la India.¹⁰

A lo largo de los años, el gobierno ha modificado las tasas impositivas según las condiciones del mercado. Por ejemplo, en 2023, el gobierno aumentó considerablemente el STT sobre las negociaciones de opciones financieras, en un esfuerzo por limitar la participación de los inversionistas minoristas en los mercados de derivados. Esto sucedió después de que un estudio del organismo regulador de los mercados de valores de la India (SEBI) reveló que 9 de cada 10 *traders* minoristas en el segmento de futuros y opciones tuvieron pérdidas en el año fiscal 2022.

⁹ Kavaljit Singh (2011), Why We Need a Financial Transaction Tax: A Proposal for the G20, Briefing Paper # 5, Madhyam, octubre. Disponible en: <https://www.madhyam.org.in/wp-content/uploads/2014/07/Why-We-Need-a-Financial-Transaction-tax.pdf>.

¹⁰ Para un análisis detallado sobre el STT en India, véase Kavaljit Singh (2001), Tax Financial Speculation: The Case for a Securities Transaction Tax in India, ASER-PIRC Briefing Paper, enero. Disponible en: <https://www.madhyam.org.in/tax-financial-speculation-the-case-for-a-securities-transaction-tax-in-india/>; Kavaljit Singh (2004), Equitable Equity: India Introduces Securities Transaction Tax, Commentary, Madhyam, 16 de julio. Disponible en: <https://www.madhyam.org.in/equitable-equity-india-introduces-securities-transaction-tax/>.

Tabla 1: Tasas de STT para diferentes tipos de operaciones

Tipo de orden	Tasa impositiva
Intradiario	0.025% en la venta.
Entrega	0.1% en la compra y venta.
Opciones	0.125% del valor intrínseco de las opciones compradas y vendidas. 0.0625% de la prima de las opciones vendidas en corto.
Futuros	0.0125% en la venta.

El STT ha generado ingresos fiscales importantes desde su implementación en la India. En los años fiscales 2023-24 y 2024-25, el gobierno indio recaudó 337,777 millones INR (4.1 mil millones USD) y 521,968 millones INR (6.1 mil millones USD), respectivamente, a través de este impuesto. Se estima que la recaudación del STT para el año fiscal en curso (2026-27) alcanzará los 73,700 millones INR (8.2 mil millones USD) debido al robusto crecimiento de los mercados de valores en la India, impulsado tanto por inversionistas nacionales como extranjeros, así como por un aumento en las tasas impositivas sobre contratos de opciones y futuros. En el contexto de la movilización de recursos en la India, estas cifras son importantes.

A diferencia de otros impuestos directos, el STT es un impuesto de implementación sencilla. La recaudación se realiza a través de las bolsas de valores; se cobra a los corredores y se transfiere a la Hacienda Pública, permitiendo así que el gobierno aumente sus ingresos fiscales de manera ordenada y eficiente. La experiencia de la India muestra claramente que los principales obstáculos para la implementación del STT son de carácter político, no técnico. Algunas de las preocupaciones iniciales de los participantes del mercado y las bolsas de valores resultaron ser erróneas. El STT no ha paralizado ni reducido la liquidez de los mercados.¹¹

No obstante, es urgente ajustar las tasas impositivas para frenar las actividades especulativas excesivas realizadas por operadores intradía (*day traders*), arbitrajistas y operadores de ruido (*noise traders*) en los mercados de valores. Por ejemplo, la tasa del STT para operaciones intradía debería ser mayor que para acciones a plazo.

Además, los mercados de acciones en la India están fuertemente inclinados hacia la negociación de opciones, especialmente de alto riesgo. En 2023, se negociaron cerca de 85 mil millones de contratos de opciones en la India, lo que representa el 78% del total de contratos de opciones negociados en todo el mundo. Además, la relación entre el valor nominal de derivados y el mercado de contado es de 422 veces, la más alta del mundo por un amplio margen. En Alemania esta relación es de 36, en Brasil de 13, en Corea del Sur de 12, en Estados Unidos de 9 y en la Eurozona de 2.

El auge en la negociación de opciones en India ha sido impulsado por varios factores, entre ellos el uso generalizado de aplicaciones y plataformas en línea para hacer *trading*, el tamaño reducido de los lotes y la introducción de contratos de opciones semanales. Como resultado de un enfoque de regulación más laxa, la negociación de opciones en la India ha pasado de ser una herramienta de cobertura de riesgos a una herramienta en su mayoría especulativa, con inversionistas minoristas que mantienen un contrato de opciones durante menos de 30 minutos en promedio. La mayoría de estos inversionistas son jóvenes en sus veintes, no poseen mucho capital, pero toman dinero prestado de amigos y familiares para hacer apuestas especulativas en el segmento de derivados. En consecuencia, los ahorros familiares se están desviando hacia estas apuestas especulativas en lugar de invertirse en actividades económicas productivas.

Por lo tanto, más que una tasa impositiva mayor, se requieren medidas regulatorias robustas, como eliminar la expiración semanal de las opciones sobre acciones e índices, para controlar la manía especulativa que ha surgido en el segmento de negociación de opciones.

¹¹ Kavaljit Singh (2004), Securities Transaction Tax Disproves All Fears, Commentary, Madhyam, 3 de noviembre. Disponible en: <https://www.madhyam.org.in/securities-transaction-tax-disproves-all-fears/>

En 2013, India también empezó a imponer un impuesto a las transacciones de materias primas (CTT, por sus siglas en inglés) en la negociación de contratos de derivados de materias primas (*commodities*).¹² Diseñado principalmente para frenar las actividades especulativas en mercados de materias primas mal regulados, el CTT solo se aplica a los vendedores de contratos de derivados de materias primas. Los compradores de contratos no están sujetos al CTT. Además, el CTT se aplica a contratos de derivados de productos no agrícolas (como oro, plata, petróleo crudo, aluminio y cobre), mientras que los productos agrícolas están exentos de este impuesto. Las tasas de CTT son de 0.01% para contratos de futuros, al 0.05% para contratos de opciones y al 0.0001% para contratos de opciones sobre productos agrícolas cuando se ejercen.

En julio de 2022, la India implementó un impuesto del 1% sobre todas las transacciones de criptoactivos que superen las 50,000 INR (620 USD). Se aplica una retención del 1% cada vez que se transfieren criptoactivos (p.ej., criptomonedas, NFT y tokens) de un propietario a otro.

En transacciones P2P, el comprador debe retener un 1% del monto de la transferencia de criptoactivos. Este monto retenido es transferido por el comprador a la Hacienda Pública. Si la transacción se realiza en un *exchange*, este deducirá dicho impuesto del vendedor y transferirá la cantidad retenida a Hacienda. Para transacciones cripto a cripto, se aplica una retención del 1% tanto a compradores como a vendedores.

Mientras que el Banco de la Reserva de la India busca promover una prohibición total de la negociación de criptoactivos en el país, el gobierno ha optado por regular el espacio crypto con un régimen fiscal severo para que las criptomonedas sean clases de activos menos atractivas. La retención fiscal del 1% junto con un impuesto del 30% (más un 4% de cesantía) sobre las ganancias por inversión en criptoactivos son una parte clave de este enfoque, que busca tanto rastrear las transacciones como prevenir la evasión fiscal.

¹² Kavaljit Singh (2013), Decoding the Commodity Transaction Tax, Briefing Paper # 10, Madhyam, marzo. Disponibile en: <https://www.madhyam.org.in/wp-content/uploads/2014/07/Decoding-the-Commodity-Transaction-Tax.pdf>.



Este informe fue elaborado por Kavaljit Singh, de Madhyam, miembro del grupo de trabajo sobre Cuestiones Sistémicas del Mecanismo de la Sociedad Civil para la Financiación para el Desarrollo, con aportes de Bhumika Muchhala (Third World Network) y Samantha Kanoyangwa (African Sovereign Debt Justice Network), coordinación editorial de Flora Sonkin y Stefano Prato (SID), y apoyo editorial de Kitt Bohn-Willeberg (SID).