

MANEJO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN LOS MERCADOS EMERGENTES: EL CASO DE COLOMBIA

José Darío Uribe*

* Gerente General. Presentación que se llevó a cabo en Río de Janeiro, el 27 de mayo de 2011, en el marco del seminario Managing Capital Flows in Emerging Markets, organizado por el Ministerio de Finanzas de Brasil y el Fondo Monetario Internacional. Se agradece especialmente la colaboración de Hernando Vargas.

El retorno de grandes flujos de capital tras la crisis financiera mundial plantea uno de los desafíos más importantes para los encargados de formular políticas en los países emergentes. En América Latina las entradas de capital pasaron de USD 65 mil millones a mediados de 2009 a más de USD 260 mil millones en 2010 (BID, 2011). Su composición ha cambiado también al recibirse participaciones más grandes como inversiones de cartera o como deuda externa, en lugar de los flujos de inversión extranjera directa (IED) que prevalecían antes de 2008. Aunque existen razones fundamentales a mediano plazo por las cuales persiste esta situación (por ejemplo, el reequilibrio mundial o la política monetaria de las más grandes economías desarrolladas), el cambio significativo en el tamaño y la composición de los flujos de capital implica serios desafíos para la estabilidad macroeconómica y financiera de algunos países emergentes.

La respuesta expansiva y contracíclica de la política monetaria a la crisis se está revirtiendo en las principales economías de la región. Aunque esto es necesario para preservar la estabilidad financiera y de precios, implica dificultades considerables en un entorno de grandes flujos de capital y debe ser complementado con otras medidas macroeconómicas y macroprudenciales de política, a fin de evitar la aparición de vulnerabilidades críticas en el futuro. Así, el manejo de los flujos de capital debe realizarse en el contexto de una mezcla eficiente de políticas. Esto no es algo nuevo para América Latina. La notable capacidad de adaptación de nuestras economías frente a la crisis mundial fue, en parte, el resultado de las políticas macroeconómicas y financieras contracíclicas tomadas *antes* de la crisis y que minimizaron la fragilidad financiera, anclaron las expectativas de inflación y contuvieron el crecimiento del gasto agregado. Debemos aprender de nuestros éxitos, así como de nuestros fracasos.

Este trabajo presenta algunas reflexiones sobre las respuestas de política adecuadas a la nueva ola de flujos de capital y el papel específico que tiene la regulación macroprudencial de regulación cambiaria (FX) en Colombia.

1. LOS RIESGOS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

La fuerte reanudación de los flujos de capital es una preocupación para la mayoría de las grandes economías de América Latina, no solo debido a su mayor tamaño, sino también por su composición. En 2006 los grandes flujos de IED representaban

la mayor parte de las entradas totales —63%— (BID, 2011) y fueron impulsados por el aumento de los precios relativos de los productos básicos exportados por estos países. Después de la crisis, los precios relativos de los productos básicos retomaron su tendencia ascendente y la IED se recuperó, pero una mayor proporción de flujos de capital ha tomado la forma de inversión de cartera y de deuda externa —69%— (BID, 2011; FMI, 2011a). Junto con una postura de política monetaria o fiscal aún laxa, estos fenómenos son fuentes legítimas de alarma.

Varios países de la región se encuentran ya en una fase expansiva de sus ciclos económicos, medidos según sus brechas del producto (FMI, 2011b). En esta situación, las mismas políticas macroeconómicas laxas generan el riesgo de un recalentamiento de la economía. Las grandes afluencias de capital pueden amplificar la expansión estimulando el gasto, este es en especial el caso con los flujos distintos a la IED. La IED relacionada con productos básicos por lo general se concentra en unos pocos sectores exportadores de la economía y está asociada con un gran componente importado. La deuda externa o los flujos de inversión de cartera se irrigan más fácilmente a varios sectores de la economía, de manera que puede tener un mayor impacto sobre el gasto interno y la demanda de bienes y servicios no transables; por lo tanto, pueden presentar mayores riesgos para la sostenibilidad externa, la inflación o la excesiva apreciación real de la moneda local.

Asimismo, la gran afluencia de capital puede impulsar el crédito y el crecimiento de los precios de los activos, incluso bajo regímenes cambiarios flexibles. El aumento de la demanda de activos locales, incluyendo pasivos bancarios, aumentaría la demanda de dinero. En un régimen de meta de inflación, esto es propiciado por el Banco central, por lo que una expansión adicional del crédito está permitida. Por supuesto, ese efecto es mucho menor que bajo un régimen de tipo de cambio fijo en el que la intervención no esterilizada multiplica el crédito y la defensa de la tasa de cambio mantiene una expectativa de apreciación significativa para los activos locales. Nuevamente, estos impactos son más probables con flujos distintos a los de la IED, los cuales son canalizados con mayor facilidad a través de los mercados financieros o de capitales nacionales. En consecuencia, puede aumentar la probabilidad de burbujas de activos, así como de que empresas y hogares incurran en excesos.

Aún más, la composición de los flujos de capital puede exacerbar otros riesgos. Los flujos de deuda a corto plazo elevan la liquidez o el riesgo cambiario para el sector real o el sistema financiero. En general, la combinación de políticas macroeconómicas laxas y grandes entradas de capital en la fase expansiva del ciclo aumentan las vulnerabilidades financieras y reales, y hace que el ajuste de la economía después de una ‘parada repentina’ sea más doloroso; la experiencia

de algunas de nuestras economías en los años noventa es un sombrío recordatorio en ese sentido.

Estas preocupaciones son importantes sobre todo para los países que se encuentran en una fase intermedia de desarrollo financiero. En naciones con bajo nivel de desarrollo financiero las entradas de capital son ‘naturalmente’ restringidas por la iliquidez de los mercados de activos y los altos costos de las transacciones. Por su parte, en los países con un desarrollo financiero avanzado existen profundos mercados cambiarios y otros mercados de derivados, así como capacidad suficiente para gestionar de manera efectiva y segura una gran afluencia de capital; el riesgo se dispersa y se valora más fácilmente, de modo que los riesgos macroeconómicos y financieros generados por los flujos de capital se reducen.

En países con nivel intermedio de desarrollo financiero existe liquidez de los mercados e instrumentos financieros, lo que permite la inversión de capital extranjero, pero la capacidad para administrar estas entradas de forma segura es limitada. La liquidez y el descalce de monedas en los sectores financieros y no financieros son temas importantes y los mercados de instrumentos de cobertura a veces no están bien desarrollados. De hecho, la literatura sobre el tema establece que el buen funcionamiento del mercado financiero es un requisito para que los países puedan cosechar los beneficios de la apertura al capital (véase, por ejemplo, FMI, 2010; Yellen, 2011).

Así, en estos países el sistema financiero limita su capacidad para beneficiarse de la afluencia de capitales y exagera el efecto que estos tienen sobre el ciclo económico, el tipo de cambio, los precios de los activos y el crédito.

2. OPCIONES DE POLÍTICA

¿Cuáles son las opciones de política para estos países? Del análisis anterior se desprende que la prescripción de política debería incluir medidas que no obstaculicen seriamente el desarrollo financiero de manera permanente, de modo que el país pueda disfrutar las ventajas de una cuenta de capital abierta a largo plazo (mayor inversión, más competencia entre las instituciones financieras nacionales, mejores prácticas e instituciones, disciplina en la aplicación de las políticas internas y mejor manejo de riesgo). De manera más general, las acciones de política deben minimizar las distorsiones que le resultan costosas a la economía y garantizar el crecimiento sostenible.

Por lo tanto, una adecuada combinación de políticas que responda a las grandes afluencias de capital debería incluir los siguientes elementos:

- a) *Mantener el gasto agregado en una senda de crecimiento sostenible.* Esto requiere la adopción de medidas en los siguientes aspectos:

- Una política fiscal que aumente el ahorro público. Esto es crucial en el contexto de un recalentamiento de la economía para frenar los desequilibrios externos insostenibles y los riesgos inflacionarios. También es necesario para aliviar los costos de la apreciación real de la moneda, ya que implica menor demanda de bienes no transables, menos requerimiento de financiamiento externo neto del sector público y una necesidad menor de tarifas e impuestos distorsivos, los cuales aumentan los costos locales de producción.
 - Una política monetaria encaminada a mantener la inflación y las expectativas de inflación dentro del rango meta, así como a suavizar el ciclo económico. Específicamente esto significa evitar la creación de un exceso de crédito que podría estimular fuertes aumentos del gasto interno. Si las entradas de capital y otros factores fundamentales implican una inevitable apreciación real de la moneda, entonces la peor forma de conseguirlo es por medio de un aumento en la tasa de inflación; no solo podría ser muy costoso revertir eso más tarde, sino que también limita la capacidad del banco central para reaccionar contracíclicamente a un cambio en las condiciones externas.
 - Flexibilidad cambiaria para evitar que las entradas de capital se traduzcan en una expansión injustificada del crédito local. Los mayores términos de intercambio y demanda externa de productos básicos que por lo general traen consigo las entradas de capital también serían mejor manejadas al permitir que la tasa de cambio funcione como amortiguador, así se evita un fuerte impacto sobre la demanda interna y la inflación. La flexibilidad cambiaria permite además respuestas de política monetaria contracíclicas ante los choques externos e internos (dando independencia a la política monetaria) y es una herramienta vital para limitar el descalce de monedas (fuerza a los agentes a internalizar el riesgo cambiario).
- b) *Mantener la estabilidad financiera mediante políticas micro- y macroprudenciales adecuadas.* Este tipo de políticas es importante porque:
- Reducen las distorsiones financieras locales (por ejemplo, problemas de agencia o descalces de plazos) que se exacerban cuando los grandes flujos de capital son intermediados a través del sistema financiero local. Un capital adecuado y posiblemente contracíclico, así como los requerimientos de reserva y provisiones, son ejemplos de medidas de política útiles en este sentido.
 - Aumentan la capacidad del sistema financiero para intermediar el capital extranjero de manera *sostenible*. Al limitar los riesgos de liquidez, monedas, crédito y mercado de los intermediarios financieros, aseguran

que la financiación extranjera sea canalizada de manera estable hacia proyectos con buenos perfiles de riesgo/rentabilidad, sin exponer la economía a riesgos sistémicos que puedan conducir a una interrupción abrupta de los pagos o de la oferta de crédito.

- Por las mismas razones, ellos mejoran la capacidad de la economía para absorber los choques externos. Dado que disminuye la vulnerabilidad de los agentes financieros y no financieros, la probabilidad de contagio de problemas provenientes de otros países cae (el país puede diferenciarse más fácilmente) y el ajuste de la economía después de un choque es menos costoso (choques externos adversos, reales o financieros, no tienen por qué traducirse en inestabilidad financiera interna). Aún más, el endurecimiento de la política monetaria, en caso de recalentamiento de la economía, o de una depreciación de la moneda en el caso de un choque externo negativo, es más fácil en ausencia de excesivo apalancamiento, liquidez y riesgos cambiarios.

Todos los componentes de este conjunto de políticas son relevantes. Una preocupación actual es la postura de la política fiscal en algunos países. Como se mencionó, los bancos centrales están revirtiendo la política monetaria expansiva que implementaron durante la crisis. Con el trasfondo de grandes entradas de capital y una política monetaria holgada en el mundo desarrollado, este movimiento puede atraer capital extranjero, lo cual podría resultar en una fuerte apreciación de la moneda y la posible acumulación de riesgos para la estabilidad financiera. En este contexto, una política fiscal procíclica agravaría estos resultados.

Las medidas macroprudenciales pueden ajustarse para compensar esto, pero a costa de introducir distorsiones, ya que probablemente se desviarían de sus niveles deseables a largo plazo. En un prolongado episodio de entradas de capital y una política fiscal expansiva, este costo crece rápidamente, aun cuando las medidas macroprudenciales son eficaces, y el desarrollo financiero puede verse afectado. De manera alterna, la persistencia de factores fundamentales que fomenten la apreciación de la moneda local y altos rendimientos (recalentamiento de la economía y política fiscal expansiva) puede con el tiempo reducir la eficacia de algunas medidas macroprudenciales a medida que los agentes encuentren incentivos para eludirlas; este es, en especial, el caso de los controles de capital. El componente de política fiscal en la combinación de políticas es, por lo tanto, crítico.

Por otro lado, las políticas prudenciales no deberían considerarse necesariamente como “medidas de última instancia”, como señalaran Ostry *et al.* (2010, 2011). Dependiendo del tamaño y la velocidad de los flujos de capital o de otros choques que puedan estar ocurriendo al mismo tiempo, podría haber lugar para

el uso *simultáneo* de medidas de política macroeconómicas y macroprudenciales, incluso los controles de capital. Como se explicará, las políticas macroprudenciales deben considerarse como parte de paquetes de políticas destinados a mitigar los riesgos específicos que la economía esté enfrentando; por ejemplo, si los responsables de las políticas están preocupados por el creciente apalancamiento de parte de los residentes, un análisis de costo/beneficio puede mostrar que los controles de capital son necesarios, junto con políticas macroprudenciales internas y una política fiscal contracíclica.

La función específica de los controles de capital y la regulación de FX en la gestión de la afluencia de capitales debe considerarse en este contexto, es decir, como medidas macroprudenciales que hacen parte de un paquete de políticas. En ese sentido, deben ser empleadas como complementos y no como sustitutos de políticas adecuadas, fiscales, monetarias, cambiarias o de otro tipo de políticas macroprudenciales, reconociendo que su uso a menudo se deriva de las deficiencias institucionales o de política que deben ser atendidas con el tiempo. Es en este contexto en el cual diseñamos la regulación de FX y los controles de capital en Colombia.

3. REGULACIÓN CAMBIARIA (FX) Y CONTROLES DE CAPITAL EN COLOMBIA

En Colombia la regulación de FX y los controles de capital son empleados específicamente para permitir el funcionamiento de un régimen de cambio flexible y una política monetaria contracíclica, al igual que para frenar el excesivo apalancamiento y la exposición al riesgo de liquidez externa por parte del sector privado. Para permitir la flexibilidad cambiaria y el funcionamiento adecuado de la política contracíclica empleamos la regulación de *duración indefinida* que restringe los descálces de moneda y de plazos de los intermediarios financieros; y para limitar el apalancamiento y el riesgo de liquidez externa utilizamos *instrumentos temporales* como el encaje no remunerado al endeudamiento externo.

Estas medidas de política se deciden siempre dentro de un marco de análisis de costo/beneficio en el que los objetivos de la política son claramente definidos. Por supuesto, la evaluación del balance entre costo/beneficio no siempre es fácil. Algunos costos son difíciles de cuantificar y se refieren a los efectos a mediano y largo plazo de las acciones de política, por ejemplo, los costos de restringir el riesgo cambiario o de plazos de los intermediarios financieros no son claros. Aún más, algunos beneficios de las medidas de política son bastante inciertos o la evidencia de su eficacia es debatible, por ejemplo, la evidencia sobre la eficacia

del encaje no remunerado al endeudamiento externo para reducir el total de entradas de capital o para influir en la tasa de cambio está lejos de ser clara.

a) *Regulación cambiaria indefinida*. Esto se refiere básicamente a dos medidas:

- Los límites a la posición propia en moneda extranjera (FX) de los intermediarios financieros se fijaron en el 20% y en -5% del patrimonio neto. Esta restricción es muy común en las economías emergentes (Ostry *et al.*, 2011), y obviamente está destinada a limitar el riesgo cambiario de las instituciones sistémicamente importantes en una economía que requiere ajustes abruptos de la tasa de cambio real debido a la naturaleza, la magnitud y la frecuencia de los choques externos.
- Los préstamos externos obtenidos por intermediarios financieros locales solo podrán utilizarse para financiar activos denominados en la misma moneda y con un vencimiento que sea menor o igual que el de los préstamos. Con esta medida se pretende evitar descalces en monedas y de plazos en el sistema financiero debido al hecho de que el banco central solo puede desempeñar un papel limitado como ‘prestamista de última instancia’ en moneda extranjera dado un nivel finito de reservas internacionales.

Como puede verse, la normatividad colombiana en este sentido es bastante fuerte frente a las normas internacionales, y se basa en la percepción de que sus beneficios son mayores que sus costos en la mayoría de los casos de esta naturaleza. Entre los beneficios concretos, seguros y valorados por el banco central están la preservación de la estabilidad financiera y la capacidad de flotación sin restricciones significativas después de un choque externo adverso. La presencia de grandes descalces de moneda en los sectores financieros o no financieros puede ser una fuerte restricción para permitir que la tasa de cambio funcione como un amortiguador, que es lo que sucedió en varios países de la región durante la década de los noventa.

Dado que estas normas macroprudenciales se aplican a los intermediarios financieros que son monitoreados de cerca por el banco central y el Gobierno, su eficacia es casi segura. Por otro lado, su costo en términos de la profundización financiera y desarrollo a largo plazo es incierto y difícil de evaluar. Eso explica el carácter indefinido de estas medidas.

Un ejemplo de los efectos de estas medidas regulatorias es el hecho de que Colombia no sufrió los episodios de estrés que otros países experimentaron en sus mercados monetarios y de FX después de la quiebra de Lehman. El peso colombiano se depreció más del 30% entre el 31 de agosto de 2008 y el 31 de marzo de 2009 sin causar problemas financieros serios. Incluso, el banco central pudo reducir los requerimientos de reservas en el último trimestre de 2008 y

disminuir agresivamente las tasas de interés a lo largo de 2009 sin temor a quiebras relacionadas con la tasa de cambio o a que se disparasen las expectativas de inflación.

Además de la normatividad que acabamos de describir, el banco central ha impuesto límites a la posición propia de contado y la posición bruta de apalancamiento de los intermediarios financieros como proporción de su patrimonio neto. La primera es similar a la posición propia, pero excluye los derivados. Esta restringe la intermediación de fondos extranjeros por parte de instituciones financieras locales y reduce la apreciación (depreciación) de la moneda, restringiendo la capacidad de los bancos colombianos para comprar (vender) *forward* de FX a residentes o no residentes que deseen aumentar (disminuir) su exposición al riesgo en pesos colombianos. Dicha medida ha estado en vigor desde 2004. El límite en la posición bruta de apalancamiento de los intermediarios financieros se estableció en 2007 para controlar el riesgo de contraparte de algunas instituciones que tenían grandes posiciones cortas y largas en el mercado de derivados OTC FX y para complementar otras acciones de política destinadas a moderar la apreciación de la moneda.

Ambas medidas se consideran eficaces porque, de nuevo, se aplican a los intermediarios financieros bajo estricta supervisión o monitoreo por parte del Gobierno y el banco central; además, las instituciones financieras son elementos centrales de la arquitectura de los mercados en moneda extranjera de derivados y *spot*, por lo que los límites en sus operaciones pueden afectar sus precios de equilibrio. Sin embargo, a diferencia de la regulación de descálces cambiarios y de plazos, el costo de estas medidas es más tangible y está relacionado con la insuficiente oferta de instrumentos de cobertura para exportadores y otros agentes. En particular, el límite a la posición propia de contado ha sido restrictivo en varios momentos, durante los cuales, por consiguiente, las tasas *forward* han estado sistemáticamente por debajo del nivel determinado por el diferencial de tasas de interés¹.

De ahí que la conveniencia de hacer que esas medidas sean permanentes es menos clara que en el caso de la regulación de descálces cambiarios y plazos, y que sea un tema de continuo debate y escrutinio por parte del banco central. Curiosamente, estas políticas son similares en su naturaleza y alcance a las aplicadas por Corea unos pocos años más tarde (Ostry *et al.*, 2011).

- b) *Regulación temporal de FX*. En este caso, los beneficios esperados de las acciones de política son mayores que sus costos en algunas circunstancias

¹ El límite sobre las posiciones de derivados de FX en bruto no ha sido vinculante para la mayoría de los intermediarios desde 2007.

específicas. Aún más, la eficacia de las medidas tiende a desvanecerse en el transcurso del tiempo, a medida que los agentes encuentran medios para eludirlas; por esa razón, las medidas en esta categoría son de naturaleza transitoria. En Colombia el encaje al endeudamiento externo pertenece a dicho grupo. Este es un requisito para mantener una fracción de un préstamo extranjero como depósito no remunerado en el banco central por un tiempo específico; por lo tanto, dado su diseño, el depósito no remunerado al endeudamiento externo discrimina los flujos de deuda de corto plazo. En Colombia ese encaje fue muy utilizado en la década de los noventa, se ajustó a cero después de la parada súbita de capitales extranjeros en 1999, y se reactivó en 2007 por más de un año. El Gobierno estableció un requisito similar para las inversiones de portafolio aproximadamente durante el mismo período.

La eficacia del encaje ha sido un tema de amplio estudio y debate, tanto en Colombia como en otros lugares (Rincón y Toro, 2010); en general, parece ser útil para cambiar la composición de los flujos de capital al dirigir los flujos de deuda a corto plazo hacia deudas de largo plazo y otros tipos de flujos de capital. Sus efectos sobre el tamaño total de las entradas, la tasa de cambio y la autonomía de la política monetaria son más debatibles; algunos estudios han encontrado que no hay efecto alguno sobre el total de entradas o la tasa de cambio, pero sostienen que puede desempeñar un papel en la reducción de la respuesta de la tasa de cambio a los movimientos en las tasas de interés locales; sería procedente explorar la coherencia de estos resultados. Otros estudios encontraron efectos considerables en las entradas totales.

Según nuestra experiencia más reciente (2007-2008), el encaje al endeudamiento externo fue impuesto en combinación con un encaje marginal sobre los depósitos en pesos, una vez más como parte de un paquete de políticas. El objetivo era frenar el excesivo crecimiento del crédito. Se creía que el encaje marginal en pesos podría atraer flujos de capital extranjero al elevar las tasas de interés internas. Esto habría provocado un mayor endeudamiento externo, posiblemente con algún grado de descalce de monedas. Dado que la idea era mantener controlado el apalancamiento, el encaje al endeudamiento externo fue visto como un complemento natural de los requerimientos de reservas en pesos.

Con base en la evidencia y en esta experiencia, concluimos que el encaje al endeudamiento externo puede ser útil para contener el apalancamiento total (interno y externo) de los residentes. Podría también haber sido útil para reducir el riesgo de liquidez externa, ya que desplaza los flujos de deuda de corto plazo hacia deuda de largo plazo y hacia diferentes tipos de entradas de capital. Por

lo tanto, en algunos casos, las medidas temporales, como el encaje al endeudamiento externo, pueden ayudar a preservar la estabilidad financiera.

4. CONCLUSIONES

El comportamiento reciente de los flujos de capital y del crecimiento crea riesgos para su sostenibilidad y para la estabilidad financiera en un número importante de países emergentes, especialmente en aquellos que son productores de bienes básicos y que tienen un sistema financiero en un nivel intermedio de desarrollo.

Las medidas de política macroeconómica adoptadas para hacer frente a estos riesgos deben minimizar las costosas distorsiones de la economía y garantizar un crecimiento sostenible. Concretamente, para mantener el gasto agregado en una senda de crecimiento sostenible se necesita lo siguiente: una política fiscal que aumente el ahorro público; una política monetaria orientada a mantener la inflación y las expectativas de inflación bajas y estables, así como a contribuir a suavizar el ciclo económico; y flexibilidad de la tasa de cambio. También es aconsejable proteger la estabilidad del sistema financiero por medio de políticas micro y macroprudenciales adecuadas.

La función específica de los controles de capital y la regulación de FX en el manejo de las entradas de capital ha de ser entendida en el ámbito general de los tres pilares básicos de la política macroeconómica; es decir, que su uso siempre debe ser entendido como un complemento y no como un sustituto de políticas apropiadas en el ámbito fiscal, monetario, cambiario y macroprudencial. También debe reconocerse que su uso por lo general surge de las deficiencias en el marco institucional y de política que han de ser atendidas oportunamente. Al menos eso es lo que hemos entendido en el Banco de la República.

Específicamente, en Colombia la normatividad de FX y los controles de capital se emplean para permitir el funcionamiento de un régimen cambiario flexible y una política monetaria contracíclica, al igual que para frenar el excesivo apalancamiento y la exposición al riesgo de liquidez externa por parte del sector privado. A fin de permitir la flexibilidad cambiaria y el funcionamiento adecuado de la política contracíclica, empleamos normas de duración indefinida que restringen los descalces de moneda y plazos de los intermediarios financieros. Para limitar el apalancamiento y mitigar el riesgo de liquidez externa, utilizamos instrumentos temporales como el encaje al endeudamiento externo.

Estas medidas de política se deciden siempre dentro de un marco de análisis de costo/beneficio en el que los objetivos de la política son claramente definidos. Por supuesto, la evaluación de la relación costo/beneficio no siempre es fácil, y los instrumentos que se utilizan no siempre resultan ser de última instancia.

Dependiendo de la magnitud y la velocidad de las entradas de capital o de otros choques que puedan estar ocurriendo al mismo tiempo, podría haber lugar para el uso simultáneo de medidas de política macroeconómicas y macroprudenciales, incluso los controles de capitales.

REFERENCIAS

- BID (2011). *One Region, Two Speeds?*, marzo.
- FMI (2010). *The Fund's Role Regarding Cross Border Capital Flows*, noviembre.
- FMI (2011a). “International Capital Flows: Reliable or Fickle?”, *World Economic Outlook: Tensions From The Two-Speed Recovery*, capítulo 4, abril.
- FMI (2011b), *Regional Economic Outlook, abril de 2011: Western Hemisphere - Watching Out for Overheating*, mayo 3.
- Ostry, J.; Gosh, A.; Habermeier, K.; Chamon, M.; Qureshi, M.; Reinhardt, D. (2010). “Capital Inflows: The Role of Controls”, IMF Staff Position Note, febrero 19, SPN/10/04.
- Ostry, J., Gosh, A., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M., Reinhardt, D.; Kokenyne, A. (2011). “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?”, IMF Staff Discussion Note, abril 5, SDN/11/06.
- Rincón, H.; Toro, J. (2010). “Are Capital Controls and Central Bank Intervention Effective?”, *Borradores de Economía*, núm. 625, Banco de la República, Bogotá.
- Yellen, J. L. (2011). “Reaping the Full Benefits of Financial Openness”, Board of Governors of the Federal Reserve System. Remarks at the Bank of Finland 200th Anniversary Conference, Helsinki, Finland, mayo 6.