

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de César Tamayo

ISSN 1794-2616

Noviembre 19 de 2007



No. 907

LOS CONTROLES DE CAPITAL: UNA SOLUCIÓN DE ‘SEGUNDO MEJOR’

Recientemente varios analistas locales se han unido al coro de la banca internacional que clama por desmantelar rápidamente los controles de capital adoptados a partir de mayo de 2007 por el Banco de la República (BR) y el Gobierno Nacional. El argumento más novedoso ha tenido que ver con la forma en que supuestamente dichas talanqueras a los flujos de capital explicarían el comportamiento negativo que muestra el mercado de renta variable, representado por el Índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC), frente a sus pares internacionales. La verdad es que el comportamiento errático del IGBC tiene otras raíces (ver Comentario Económico del Día 23 de octubre de 2007).

Como veremos a continuación, Anif considera que las restricciones a los flujos de capital constituyen una “solución de segundo mejor” (subóptima). Sin embargo, un desmonte prematuro de dichas restricciones podría exacerbar llegadas adicionales de capitales especulativos de corto plazo y causar entonces daños aun más graves al sector productivo colombiano por cuenta de la marcada apreciación cambiaria. Así, la tasa de cambio real podría inclusive desbordar los niveles de sobrevaloración que se alcanzaron en el nefasto período 1996-1997 (cerca a 88 vs. el nivel actual de 96, donde 1994=100).

Más aun, dada la frágil “economía política” sobre la que ha tenido que operar el BR en los años 2005-2007,

un desmonte prematuro de dichos controles de capital induciría un regreso al peligroso expediente de “defensa de pisos cambiarios”, que tantos problemas le han generado al BR en materia de control inflacionario.

Costos y beneficios de los controles al capital. El balance de costos y beneficios de los controles al capital continúa siendo motivo de un arduo debate tanto en los círculos académicos como en materia de acciones de política económica. Este debate se ha centrado en discutir: 1) la efectividad de dichos controles a la hora de frenar el excesivo endeudamiento externo y los flujos de capital de corto plazo; y 2) sus efectos colaterales, especialmente sobre las tasas de interés de corto plazo, el costo del capital, el comercio internacional y la Inversión Extranjera Directa (IED).

A nivel teórico se afirma que la falta de movilidad de capitales reduce el potencial de comercio internacional y, por lo tanto, el bienestar de los países emergentes (Stockman y Hernández, 1988). Adicionalmente, se ha demostrado que las restricciones al capital distorsionan la respuesta de las variables macroeconómicas a choques exógenos (Edwards y Ostry, 1992). Por ejemplo, los choques de términos del intercambio tienden a magnificarse bajo la existencia de restricciones a la movilidad de capitales. Inclusive se ha mencionado que el conocido *trade-off* entre inflación-desempleo se alteraría por cuenta de una mayor volatilidad

de la inflación y una menor variación del Producto (Razin y Yuen, 1995).

Sin embargo, Magud y Reinhart (2006) han señalado que un buen manejo de los controles al capital podría tener efectos macroeconómicos positivos. Por ejemplo, se cree que dichos controles apoyarían la independencia de la política monetaria, reducirían la presión sobre el tipo de cambio real y hasta inducirían un cambio en la composición relativa de los flujos de capital. En todo caso debemos ser bastante escépticos sobre las posibilidades de llegar a alterar el valor absoluto del financiamiento externo por la vía de los controles.

Pero en la práctica la evidencia macroeconómica continúa siendo bastante ambigua y las conclusiones son sensibles al tipo permanencia de los controles adoptados. Parecen tener más relevancia las conclusiones de tipo microeconómico. Algunas de ellas señalan que los controles de capital tienden a: 1) incrementar las restricciones financieras a las firmas pequeñas que no tienen alternativas de financiamiento internacional; 2) reducir la disciplina del mercado financiero y del gobierno, induciendo prácticas ineficientes; y 3) distorsionar las decisiones de las firmas al tener que incorporar los costos de evasión-elusión de dichos controles (Forbes, 2005).

Para el caso de Malasia, por ejemplo, los estudios muestran que las restricciones sobre los capitales foráneos ayudaron a modificar su perfil de

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de César Tamayo

ISSN 1794-2616



Noviembre 19 de 2007

Pág. 2

madurez y permitieron que dicho país sufriera menos que sus pares tras la crisis asiática (Rodrik y Kaplan, 2001). El caso chileno ha sido analizado extensivamente y en la mayoría de los estudios se ha concluido que los controles que operaron en la década del noventa ayudaron a recomponer la estructura de plazo de los flujos, si bien sus efectos sobre el tipo de cambio fueron mucho menos evidentes (Villar y French-Davis, 2004; De Gregorio, Edwards y Valdés, 2000).

Lo anterior no quiere decir que no existieran costos. Casi todos estos estudios documentan un incremento en el costo del capital, especialmente para las firmas pequeñas y medianas, que en general no cuentan con la alternativa de financiamiento externo (Forbes, 2003).

En otras ocasiones hemos explicado la existencia de una “trinidad imposible”, definida como la dificultad para manejar independiente y simultáneamente los objetivos monetarios (control de la inflación), cambiarios (fijación del nivel de la tasa de cambio) y del mercado de capitales (libre movilidad de las inversiones-portafolios del exterior), (ver Informe Semanal No.871 de marzo de 2007). Según este postulado, es evidente que la adopción de los controles de capital constituye un intento por superar dicha “trinidad imposible”.

En el fondo lo que ha estado en juego al decidir sobre su adopción/permanencia es cuánto tiempo más la autoridad monetaria está dispuesta a dejar flotar la tasa de cambio. En ocasiones, los influjos de capital de corto plazo han llegado a arrinconar a los bancos centrales, al punto de lle-

varlos a abandonar su flotación cambiaria por miedo a estar enfrentando una sobreapreciación cambiaria con graves consecuencias para el sector productivo.

Dicho de otra forma, la adopción de controles al capital de corto plazo es una forma de mantener los esquemas de flotación cambiaria, ganando control monetario, pero a cambio de una solución de “segundo mejor” que genera las distorsiones ya señaladas (incluyendo la elevación de las tasas de interés de corto plazo para ciertos segmentos), (ver cuadro 1).

La experiencia de Colombia. Tanto Colombia como Chile han tenido varios episodios de controles al capital. En el caso de Colombia, no habían pasado más de dos años de haber “liberado” el régimen de cambios (con la Ley 9ª y las resoluciones 51 y 52 de 1991), cuando en 1993 el BR introdujo el “encaje” del 47% sobre el endeudamiento externo de corto plazo (inferior a 18 meses). Dicho “encaje” se mantuvo vigente durante todo el período 1993-2000, aunque aliviando gradualmente su carga durante el “frenazo súbito” de capitales de 1998-2000.

Las principales conclusiones que se extrajeron de dicha experiencia fueron que: 1) las restricciones al endeudamiento habían permitido a las autoridades retomar el control monetario y cambiario (Villar y Rincón, 2000); y 2) ese “encaje” había inducido una recomposición del perfil de la deuda externa (Ocampo y Tovar, 2003). Nótese que ello no implica que la autoridad monetaria logre, por ninguna vía, fijar el nivel de la tasa de cambio real.

Resulta interesante constatar que, durante toda la década de los años noventa, el capital extranjero de portafolio (*offshore*) no había estado sujeto a restricciones cambiarias en su permanencia de corto plazo. Fue sólo en 2004 cuando éstas se introdujeron obligando a una permanencia mínima de un año a la inversión dirigida hacia bonos de deuda pública (TES). Dicha restricción no cobijaba entonces la renta variable (IGBC o ADRs). Debido a la turbulencia internacional de abril-julio de 2006, el Gobierno Nacional levantó la restricción de estadía mínima de un año en TES (ver gráfico 1).

Pero la gran afluencia de capitales del segundo trimestre de 2007 (ver gráfico 2) llevó al gobierno a adoptar

	Pros	Cons
Flotación cambiaria	<ul style="list-style-type: none"> Mecanismo de ajuste de la balanza de pagos Control monetario Estabilidad en tasas de interés 	<ul style="list-style-type: none"> Volatilidad cambiaria
Controles al capital	<ul style="list-style-type: none"> Ayuda a prevenir reversión cambiaria drástica (frenazos súbitos) Controla volatilidad de los flujos de capital 	<ul style="list-style-type: none"> Frena los flujos de capital de corto plazo Eleva el costo del capital para las Pymes ¿Frena la IED?

Fuente: elaboración Anif.

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de César Tamayo

ISSN 1794-2616



Noviembre 19 de 2007

Pág. 3

nuevamente restricciones al capital *offshore*. En esta ocasión se afectó no sólo la renta fija (TES), sino también la renta variable (IGBC-ADRs) con un sistema de encajes a tasas del 40% para el período 1-6 meses.

Desde entonces se han escuchado voces de alarma sobre el daño que estas talanqueras parecen estarle causando al mercado de capitales, particularmente a la renta variable. Pero la verdad es que la participación extranjera en este mercado ha sido mínima a nivel histórico (no más del 3.5% del monto diario transado, aun antes de las restricciones). Adicionalmente, la afectación de la renta variable apenas

cobija el 3% de todo el período 1993-2007, frente al 20% en el caso de los TES y el 53% en el de la deuda externa (ver gráfico 1).

Difícilmente puede entonces argumentarse que dichas “talanqueras” dañaron un mercado casi inexistente de renta variable, aunque bien podría discutirse sus perspectivas de desarrollo si esas restricciones fueran muy prolongadas. Anif considera que más importante que mirar esa porción del mercado, de forma aislada, debe dimensionarse el daño macroeconómico que puede ocasionársele al sector productivo (buena parte del cual cotiza precisamente en el IGBC) si se lle-

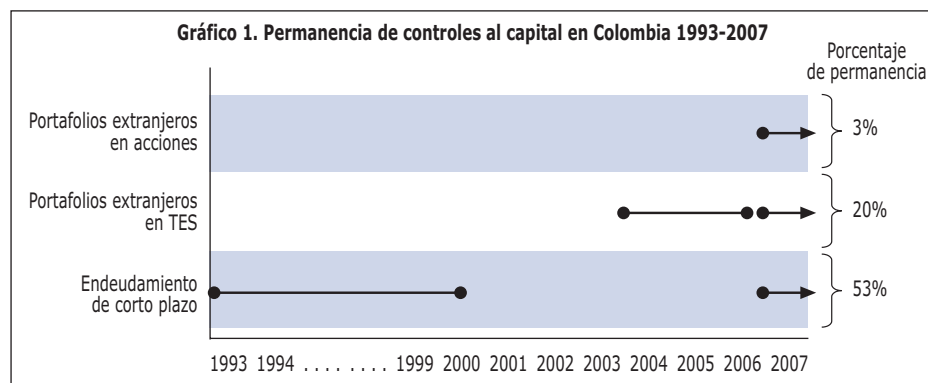
garan a desmontar dichos controles de forma prematura.

Conclusiones. Desde comienzos de 2007, Anif había mencionado que era muy probable que el BR-gobierno tuvieran que recurrir al expediente de los controles de capital. También afirmamos y hoy sostenemos la idea de que esa política lucía superior a aquella de continuar defendiendo pisos cambiarios arbitrarios (ver Informe Semanal No.871 de marzo de 2007).

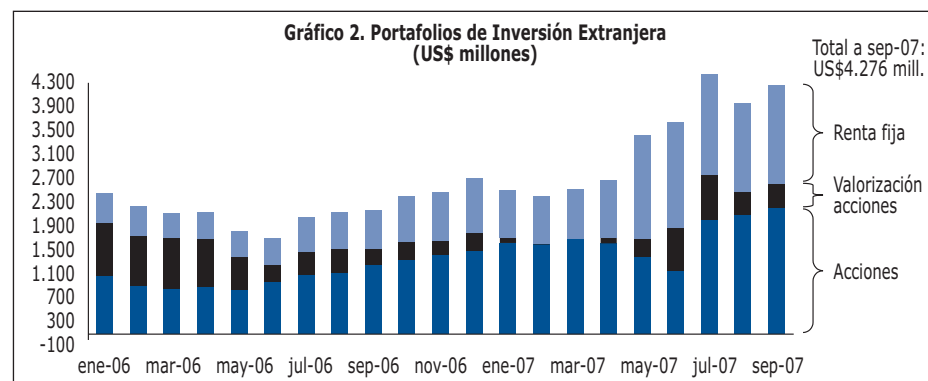
En ese entonces sugerimos que la adopción de dichos controles debería ser *temporal* y consistente con las lecciones obtenidas a nivel histórico. Ello implicaba que debía: (i) basarse en un mecanismo precio que desincentivara los flujos de capital en el margen; (ii) concentrarse en las entradas y no en las salidas de capital; y (iii) afectar los flujos de corto plazo y no los de largo plazo. Salvo por la afectación que se había hecho de los ADR (enmendada a partir de septiembre), los controles de mayo de 2007 han cumplido con el grueso de estas recomendaciones.

Resta por definir “la temporalidad” de los mismos. Anif considera que la coyuntura actual, con apreciaciones reales pronunciadas, y en momentos en que continúan los flujos de capital de corto plazo, no es propicia para proceder a levantar dichos controles de capital.

De hacerlo se tendrían dos graves problemas: 1) el sector productivo enfrentaría mayores daños por cuenta de la apreciación cambiaria; y 2) el BR se vería abocado a una “economía política” que pronto lo volvería a enredar en la defensa de pisos cambiarios arbitrarios. Esto último minaría la magullada credibilidad antiinflacionaria del BR.



Fuente: elaboración Anif.



Fuente: cálculos Anif con base en la Superfinanciera.



INDICADORES ECONÓMICOS

CAMBIO PORCENTUAL ANUAL

	2 NOV/07 MM\$	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1. Medios de pago (M1)	38.604	11,4	10,2	8,0	26,2
2. Base monetaria (B)	27.536	14,6	10,6	10,5	23,5
3. Efectivo	19.024	9,9	8,2	8,0	27,5
4. Cuentas corrientes	19.579	12,8	12,3	8,1	25,0
5. Cuasidineros	99.741	20,4	20,9	20,5	16,7
6. Total ahorro bancos ^{1/}	56.457	14,3	16,2	15,1	
7. CDT bancos ^{1/}	30.380	24,3	22,6	23,1	
8. Captaciones CFC (CDT)	9.499	50,5	49,9	45,1	32,5
9. M3	148.287	17,6	17,9	15,7	17,7
10. Cartera total	105.353	26,4	27,4	26,3	30,1
11. Cartera moneda legal	98.658	24,2	25,5	24,5	35,7
12. Cartera moneda extranjera	6.695	71,0	64,3	59,5	-29,0
13. Total bancos ^{1/}	98.573	25,7	26,5	25,5	
14. CFC	5.837	53,1	55,9	55,4	39,7
15. TES (incluyen TES Ley 546 de 1999)	94.310	11,1	11,7	9,2	10,0
16. I.P.C.	Oct	5,16	5,01	5,77	4,19
17. I.P.C. sin alimentos	Oct	4,34	4,12	4,34	3,69
18. I.P.C. de alimentos	Oct	6,98	6,96	8,93	5,3
19. TRM (\$/US\$)	Nov 19 2040,35	-10,73	-14,05	-10,84	0,35

VALORES ABSOLUTOS

20. Reservas internacionales (US\$ millones)		20.661	20.502	20.226	15.136
21. Saldo de TES		94.310	93.881	93.326	84.850
22. Unidad de Valor Real (UVR)	Nov 19	168,08	167,96	167,91	160,01
23. DTF efectiva anual	Nov 19 - Nov 25	8,83	8,69	8,44	6,77
24. Tasa interbancaria efectiva	Nov 13 - Nov 16	9,23	9,25	9,23	7,26

^{1/} A partir del 16 de junio de 2006, el Banco de la República consolida la información de bancos y corporaciones financieras en una sola cuenta.

FECHAS CLAVE NOVIEMBRE 19 AL 23 DE 2007

LUNES 19

EE.UU: indicadores líderes, octubre.
EE.UU: índice inmobiliario NAHB, noviembre.

MARTES 20

EE.UU: permisos de construcción, octubre.
EE.UU: número de viviendas iniciadas, octubre.

MIÉRCOLES 21

EE.UU: publicación de las minutas de la Fed, reunión de octubre 31.
EE.UU: peticiones iniciales de subsidio de desempleo a noviembre 17.
EE.UU: Índice de Confianza del Consumidor de la U. Michigan, noviembre.

JUEVES 22

Unión Europea: cuenta corriente, septiembre.
Unión Europea: nuevas órdenes industriales, septiembre.

VIERNES 23

COL: reunión Junta Directiva del Banco de la República, decisión sobre tasas de interés.