

LOS CONTROLES DE CAPITAL: ¿Son efectivos o no?

Diferentes países han apelado a controles con la intención de frenar la entrada de capitales de corto plazo, contener la apreciación de la moneda local, o evitar la salida de capitales en épocas turbulentas. Colombia cuenta con una muy larga tradición en esta materia. De hecho no es fácil identificar períodos relativamente largos sin la presencia de medidas para contener los movimientos de los capitales.

Durante muchos años hasta principios de la década de los noventa los controles estuvieron orientados a impedir salidas abruptas de capital. Las medidas eran supremamente restrictivas y diseñadas de manera que evitando la entrada, se limitara su salida. Con el tiempo la filosofía detrás de los controles ha cambiado, y recientemente han estado orientados a evitar la entrada de capitales de corto plazo y a contrarrestar la tendencia a la apreciación del peso.

Aún después de la apertura económica que se dio desde comienzos de la década del 90, que en teoría incluía la apertura de la cuenta de capitales, los controles han estado vigentes por períodos muy prolongados. Es así como durante los últimos 17 años las autoridades económicas han acudido en varias oportunidades a la utilización de este recurso, argumentando que el influjo masivo de capitales de corto plazo tiene un impacto nocivo, por lo que resulta conveniente imponer límites al mismo.

La gran mayoría de estudios realizados en diferentes partes del mundo coinciden en cuestionar la efectividad de los controles, ya que se ha demostrado que

ellos no funcionan para frenar los flujos de capitales y la apreciación de las monedas. Aunque alguna evidencia sugiere que este tipo de regulación favorece la recomposición de los flujos de capital, es muy poca la que muestra que éstos contribuyen a mantener devaluada la moneda. Los estudios para el caso colombiano no son concluyentes, ya que no hay consenso a favor o en contra de su efectividad.

En esta edición de Semana Económica aportamos argumentos y alguna evidencia adicional para alimentar el debate sobre la pertinencia o no del desmonte de los controles vigentes. Los estudios de Asobancaria sugieren que los controles no han sido efectivos para contener la apreciación del peso y frenar la entrada de capitales.

La experiencia reciente en Colombia

La aplicación de controles de capital en Colombia no es un fenómeno reciente. Desde 1967 hasta 1991 estuvo en vigor un régimen bastante restrictivo, ya que los créditos internacionales sólo podrían ser contratados con permiso previo del Banco de la República.

El primer semestre de 1991 fue un período de transición en el que se pretendió eliminar los controles administrativos. Con la promulgación de la Ley 9 en enero de 1991 se reglamentó el proceso de liberalización de la cuenta de capitales, al tiempo que se modificó el estricto régimen de controles imperante y se eliminó el monopolio ejercido por el Banco de la República en el mercado cambiario. Posteriormente, con la Resolución 91 de junio de 1991 se dio vía libre a la financiación en el exterior a un año de plazo, al tiempo que para plazos superiores se estipuló

que ésta debía ser realizada a través de los intermediarios del mercado cambiario. Sin embargo, el esfuerzo de desregulación emprendido no fue completo, ya que se mantuvieron algunas restricciones sobre el destino final de los recursos provenientes del exterior. Si bien a finales de 1992 algunas de las limitaciones al endeudamiento del sector de servicios se levantaron, poco tiempo después esta tendencia de liberalización se revirtió.

En septiembre de 1993 las autoridades colombianas inspiradas en la experiencia chilena implementaron el depósito no remunerado al endeudamiento externo privado con el argumento que éste permitiría blindar a la economía de la nociva volatilidad de los flujos de capital, particularmente de aquellos de corto plazo, considerados como de origen especulativo. Inicialmente éste se fijó en 47%, y de ahí en adelante se realizaron varios ajustes tanto a la tasa como al término de su vencimiento y restitución, hasta alcanzar en 2000 un valor de 0%. Esto último significó una eliminación en la práctica de las restricciones al endeudamiento de corto plazo, aunque el mecanismo de control se mantuvo disponible para uso futuro.

El Banco de la República reestableció el depósito al endeudamiento externo mediante Circular de mayo pasado, buscando neutralizar las presiones a la apreciación del peso. El requerimiento recae sobre el 40% del valor de los desembolsos liquidados a la TRM del día de su constitución, con un término de seis meses para su restitución y sobre el 11% de los desembolsos de los créditos destinados a la prefinanciación de exportaciones, con un término de doce meses.

Luego de seis meses la Junta Directiva del Banco de la República, flexibilizó un poco el régimen, e introdujo tres modificaciones a la normatividad expedida en mayo. En primer lugar, se levantó la obligación de constituir el depósito en el Banco de la República para poder reclamar su restitución, ya que se entiende cumplida la obligación si se entrega al

Banco el monto correspondiente al descuento por restitución anticipada. En segundo lugar, se permitió constituir el depósito en dólares o en pesos. Por último, se disminuyó el descuento previsto para la restitución anticipada del depósito¹ (tabla 1).

Tabla 1
Cronología del depósito al endeudamiento externo

Resolución JDBR	Plazo sujeto a depósito	Depósito como % del crédito	Plazo de maduración	Moneda
RE. 21/1993 Sep. 02	18 meses	47%	12 meses	Dólares
RE. 7/1994 Mar. 15	36 meses	93%, 64%, 50%	12 meses 18 meses 24 meses	Dólares
RE. 22/1994 Ago. 12	60 meses	140% -42%	1 mes a 60 meses	Dólares
RE. 3/1996 Feb. 15	48 meses	85% - 10%	6 meses a 48 meses	Dólares
RE. 5/1996 Mar. 15	36 meses	50%	18 meses	Dólares
RE. 4/1997 Mar. 12	60 meses	50%	18 meses	Dólares
RE.5/1997 May.20	Todos	30%	18 meses	Pesos o US\$
RE.1/1998 Ene. 30	Todos	25%	12 meses	Pesos
RE.10/1998 Sep. 18	Todos	10%	6 meses	Pesos
RE.8/2000 May. 4	Todos	0%	Ninguno	Pesos
RE.2/2007 May.6	Todos	40% 11%	6 meses 12 meses	Pesos Pesos
RE.18/2007 Nov. 23*	Todos	40% 11% 20%	6 meses 12 meses 12 meses	Pesos o US\$ Pesos US\$

Fuente: Asobancaria, con base en las Resoluciones Externas del Banco de la República. * Comenzó a regir a partir del 17 de diciembre de 2007.

Además de estos controles, las autoridades económicas han optado por introducir modificaciones al régimen de inversiones de capital exterior en Colombia. Las medidas han contemplado desde la fijación de un plazo mínimo para la permanencia de la inversión de portafolio, hasta la constitución de un depósito no remunerado en el Banco de la República por el 40% del valor de dicha inversión, con un término de seis meses para su restitución (tabla 2).

¹ Las tablas de descuento por restitución anticipada del depósito están publicadas en la Circular DfV-133 del Banco de la República.

Tabla 2
Cronología de los controles a la inversión de portafolio

Norma y Expedición	Entidad	Descripción
D. 4210 / 2004 dic-14	DNP	Permanencia mínima de un año
D. 1940 / 2006 jun-13	MINHACIENDA	Deroga el decreto 4210 / 2004
D. 1801 / 2007 may-23	MINHACIENDA	Depósito del 40% denominado en pesos, por un término de 6 meses.
D. 4814 / 2007 dic-14	MINHACIENDA	Depósito del 40% denominado en pesos o en dólares, por un término de 6 meses.

Fuente: Asobancaria, con base en las modificaciones al Decreto 2080 de 2000.

La justificación de los controles recientes

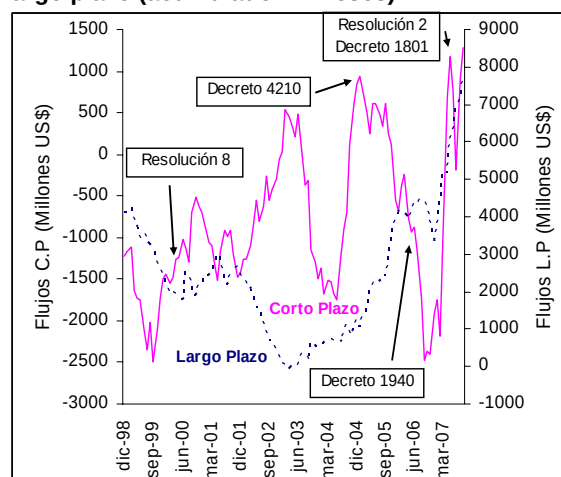
Con el reestablecimiento del depósito no remunerado al endeudamiento externo y la inversión de portafolio, las autoridades económicas buscaban contener la apreciación del peso, castigar el endeudamiento de corto plazo y proteger a la economía de los efectos asociados a la volatilidad de los flujos de capital.

Sin lugar a dudas las condiciones de los mercados financieros internacionales han sido un factor determinante en la apreciación del peso colombiano y de las demás monedas latinoamericanas. La abundante liquidez internacional, acompañada de cambios en la rentabilidad relativa esperada de los mercados emergentes con respecto a los desarrollados ha motivado movimientos de capitales hacia estos mercados, entre ellos Colombia.

Así, para mayo de 2007 cuando el diferencial de tasas de interés se encontraba en su punto más alto (2,08%), Colombia experimentó una fuerte afluencia de capitales de corto plazo. De acuerdo con cifras del Banco de la República, entre junio de 2006 y mayo de 2007, el país recibió un flujo de capitales de corto plazo superior a los mil millones de dólares, el valor más alto desde finales de 2004². Al

respecto cabe mencionar que entre el 1 enero y el 4 de mayo de 2007 ingresó por concepto de inversión de portafolio un total de US\$583,7 millones, cifra mayor a la registrada durante todo el año 2006 (US\$467,6 millones) (gráfico 1).

Gráfico 1
Evolución de los flujos de capital de corto y largo plazo (acumulado 12 meses)



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

Para contener la apreciación del peso resultante, el Emisor optó, aunque infructuosamente, por realizar intervenciones discrecionales en el mercado cambiario.³ Ante el fracaso de este instrumento se apeló a la vieja estrategia de los controles de capitales.

La medida de congelar una fracción importante de los desembolsos en el Banco de la República estuvo orientada explícitamente a cerrar el diferencial existente y con ello evitar el influjo de capitales de corto plazo. Las cifras disponibles indican que tras la imposición del requerimiento de depósito de 40% sobre el endeudamiento externo, la rentabilidad esperada local disminuyó entre mayo y noviembre en al menos 193 puntos básicos, y como resultado, el diferencial de inter-

² Los flujos de corto plazo se calcularon agregando el endeudamiento de corto plazo, la inversión de portafolio neta y los movimientos de las cuentas corrientes de compensación en inversión de portafolio. Por su parte los flujos de largo plazo se obtuvieron sumando las cifras de

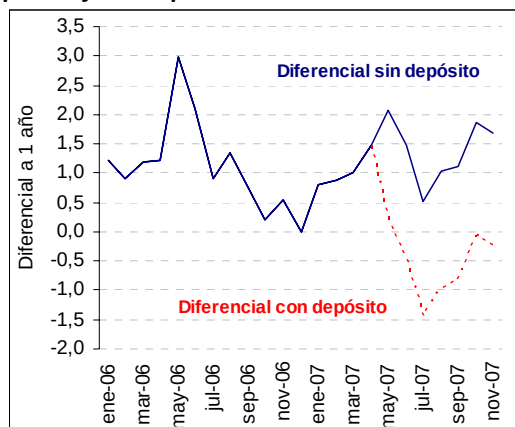
la inversión directa neta, y los movimientos de las cuentas corrientes de compensación en inversión directa.

³ Entre enero y abril las intervenciones discrecionales en el mercado cambiario sumaron US\$4.527,40 millones mientras que en 2006 estas alcanzaron los US\$1.196,7 millones.

eses cayó en una fracción importante (gráfico 2).

Gráfico 2

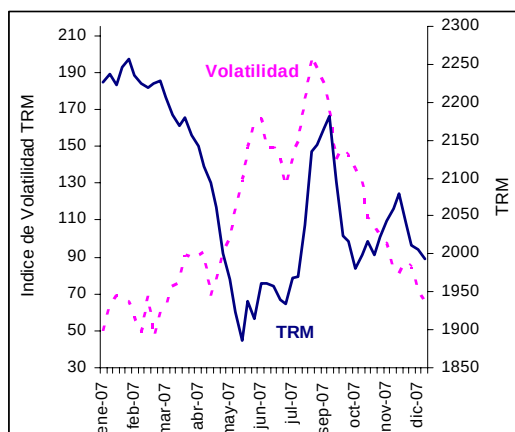
Diferencial de rentabilidades a un año* con depósito y sin depósito



Fuente: Banco de la República, FED, cálculos Asobancaria.*Calculado a partir de la Tasa de interés de los TES a 1 año y la de los Bonos del Tesoro de EE.UU. descontando la devaluación implícita en los contratos Forward.

Gráfico 3

Evolución del nivel y del índice de volatilidad de la TRM



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria. Volatilidad: (Desviación estándar anual / Desviación estándar mensual)*100

A pesar de la caída en el diferencial de tasas de interés, no hay evidencia de recomposición de los flujos de capital de corto plazo hacia los de más largo plazo, así como tampoco es claro que con ello se haya logrado contener a la apreciación del peso. Es más, todo parece indicar que en vez de producirse una disminución en la volatilidad de la tasa de

cambio ésta se acentuó tras la promulgación de las medidas, aunque cabe resaltar que el incremento en la volatilidad puede no deberse a las medidas en sí mismas, sino posiblemente es el reflejo de las turbulencias experimentadas en los mercados financieros internacionales (gráfico 3).

¿Qué tan efectivos son los controles de capital?

En numerosas ocasiones se ha intentado medir la efectividad de los controles de capital implementados en Colombia durante la década de los noventa. La gran mayoría de estudios se han concentrado en la evaluación estadística de la relación existente entre el requerimiento de depósito al endeudamiento externo, los flujos de capital y el diferencial de tasas de interés internas y externas, ajustado por expectativas de devaluación.

A excepción de los hallazgos de Cárdenas y Barrera (1997) la principal conclusión de las investigaciones realizadas en Colombia es que los controles basados en instrumentos de precios (encaje o depósito no remunerado sobre el endeudamiento externo) han sido efectivos, al reducir las entradas netas de capital especulativo y privilegiar el endeudamiento externo de largo plazo.⁴ En Ocampo y Tovar (2003) por ejemplo, se afirma que *“el sistema de regulación del endeudamiento externo fue, una política macroeconómica eficaz, que permitió que el país ejerciera un cierto control monetario y cambiario, y una política de pasivos que contribuyó a mejorar la estructura de vencimiento de la deuda externa”*⁵ (tabla 3).

Aunque es claro que la literatura disponible confirma la efectividad del depósito al endeudamiento externo como una “política de pasivos”, aún no existe consenso sobre si este tipo de medidas reducen o no la afluencia neta de capital y

⁴ Ver por ejemplo Rocha & Mesa [1998] Ocampo & Tovar [1999], Rincón [1999], Villar & Rincón [2000] y Ocampo & Tovar [2003]

⁵ Ocampo, J.A. & Tovar, C. “La experiencia colombiana con los encajes a los flujos de capital”. En: Revista de la CEPAL No. 81, diciembre 2003.

de paso, contribuyen a aliviar las presiones a la apreciación del tipo de cambio.

Tabla 3
Principales estudios sobre la efectividad de los controles de capital en la década de los noventa

Estudio	Efectos	Disminuye los flujos de capital de c.p.		Recomposición del endeudamiento	
		Si	No	Si	No
Cárdenas & Barrera [1997]			X	X	
Ocampo & Tovar [1999]		X		X	
Rocha & Mesa [1998]		X			
Villar & Rincón [2000]		X			
Ocampo & Tovar [2003]		X		X	

Fuente: Elaboración propia, con base en los estudios citados.

Un trabajo de Asobancaria⁶ analizó el impacto de los controles de capitales en diferentes frentes. En una primera parte se estudió el impacto de los controles sobre los flujos de capitales agregados, la tasa de cambio real, y la producción industrial en el contexto de un modelo de vectores autorregresivos con restricciones de largo plazo⁷. Posteriormente el análisis separó los flujos entre aquellos de corto y largo plazo, y analizó si hay cambios relevantes en su composición.

Los resultados del trabajo son concluyentes al mostrar que los controles de capital implementados entre 1998 y el 2007 no han sido efectivos, ni en frenar la apreciación del peso ni en afectar los flujos de capital. Tampoco hay evidencia de un cambio en la composición a favor de los flujos de capitales de largo plazo.

Un resultado importante a resaltar, es que el cambio en las condiciones de los mercados financieros internacionales,

medidos en términos del comportamiento del diferencial EMBI, es un determinante fundamental del comportamiento de los flujos de capitales (tanto los totales como los de largo y corto plazo), y es a su vez un elemento central en la determinación de la tasa de cambio real. El análisis sugiere que en buena medida la tendencia de apreciación del peso se explica por la notable reducción en la percepción de los mercados internacionales acerca del riesgo en los mercados emergentes.

El gráfico 4 resume dos resultados del trabajo. El panel superior muestra cómo responde la tasa de cambio real a un incremento en los controles de capitales y el inferior cómo reacciona ésta tasa a un incremento en el EMBI.

Un incremento en los controles de capitales no tiene ningún impacto estadísticamente significativo sobre la tasa de cambio real (esto se deduce del hecho de que las líneas punteadas, es decir los intervalos de confianza, incluyen la línea del cero). Por otra parte un incremento en el EMBI deprecia la tasa de cambio real durante los tres meses siguientes al momento en que se presenta la perturbación.

La segunda parte del trabajo estudia el impacto de los controles sobre la volatilidad financiera, con base en un modelo estadístico tipo GARCH⁸. Estos modelos se utilizan para analizar si las medidas propuestas para frenar la entrada de capitales han tendido impactos sobre la volatilidad de la tasa de cambio nominal, el precio de la deuda pública, y el precio de las acciones cotizadas en la bolsa de valores. Si los controles son efectivos debería esperarse que contribuyeran a disminuir la volatilidad de estos indicadores.

⁶ Asobancaria [2008]. "Una evaluación de los controles de capitales en Colombia".

⁷ La estructura del modelo estimado es la siguiente:

$$\Delta x_t = c + \alpha \beta' x_{t-1} + \Gamma_1 \Delta x_{t-1} + \dots + \Gamma_p \Delta x_{t-p} + \varepsilon_t$$

Donde: $x_t = [\log(\text{Índice de producción industrial}), \log(\text{Índice de la tasa de cambio real}), \text{Flujos de capital}, \text{TX}, \log(\text{EMBI})]$. TX es una variable que captura el impacto de los controles a los flujos de capital y EMBI el diferencial entre los bonos soberanos de los mercados emergentes y bonos soberanos de EEUU. En el modelo empírico se imponen condiciones para asegurar la exogeneidad de las variables EMBI y TX.

⁸ La especificación correspondiente es la siguiente:
La ecuación de la media:

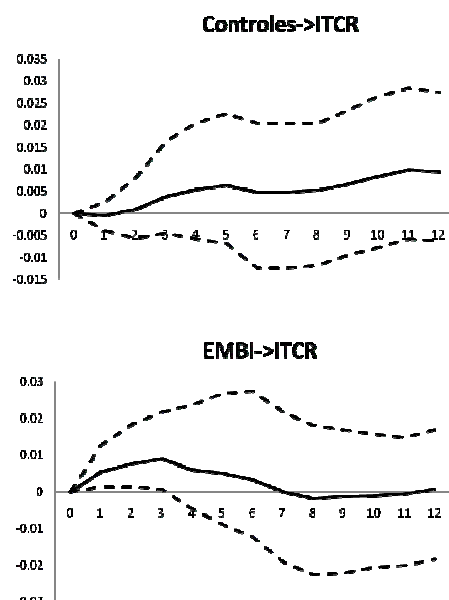
$$x_t = f(x_t) + \gamma_1 T x_t + \gamma_2 E x_t + \varepsilon_t$$

La ecuación de la varianza:

$$\sigma_t^2 = \varphi + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 \sigma_{t-1}^2 + \alpha_3 T x + \alpha_4 E x_t + \eta_t$$

Las variables modeladas son la TRM, el Índice de deuda pública construido por Corficolombiana, y el Índice de la Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 4
Respuesta del Índice de la Tasa de Cambio Real a incrementos en los controles de capital y el EMBI.



Fuente: Asobancaria.

Los resultados muestran que ha habido algún impacto de las medidas sobre la volatilidad de la tasa de cambio nominal. El ejercicio empírico sugiere que el impacto de los controles ha sido de una reducción cercana al 5% en la volatilidad promedio de la tasa de cambio nominal. Al igual que en el ejercicio anterior en este estudio también se controla por el comportamiento de variables externas tales como el EMBI o el índice VIX.⁹ De hecho, los incrementos recientes en la volatilidad de la TRM se explican fundamentalmente por el comportamiento del VIX.

Por otra parte el estudio de volatilidad también sugiere que los controles no han afectado la estabilidad del precio de la deuda pública, pero sí han tenido un impacto nocivo sobre la volatilidad del índice de precios de la Bolsa de Valores de Colombia. En el caso de un mercado tan poco desarrollado como el colombiano, me-

didadas para frenar la inversión de portafolio pueden resultar altamente nocivas. En este caso, los controles de capital, explican cerca del 17% del incremento en la volatilidad del índice en cuestión.

Comentarios finales

Colombia cuenta con una muy larga tradición de control a los flujos de capitales, pero los análisis de su impacto no son todavía concluyentes. Si bien estas políticas fueron parcialmente desmontadas en el contexto de la apertura de la administración Gaviria, fueron implementadas de nuevo en 1993 esta vez replicando la experiencia chilena. En ese momento Colombia optó por implementar un sistema basado en un instrumento de precios, o encaje, que castiga los pasivos de corto plazo en moneda extranjera.

El trabajo realizado por Asobancaria respalda la visión de que los controles de capitales no han sido efectivos para frenar la apreciación del peso ni para limitar los flujos de corto plazo. En el frente cambiario, el único impacto se registra en una disminución muy moderada de la volatilidad de la tasa de cambio nominal.

Si bien los controles no parecen estar cumpliendo con su tarea en el frente cambiario, si parecen estar generando otra serie de distorsiones que es relevante tener en cuenta. En el estudio de Asobancaria se documenta un incremento en la volatilidad del índice de precio de las acciones Colombianas. Sin embargo este no es el único impacto que se ve en este mercado, un estudio reciente de Valores Bancolombia muestra que los controles de capital han limitado la profundización de la Bolsa de Valores. Mientras que los mercados de valores de América Latina crecieron notablemente en 2007, el de Colombia se mantuvo estancado. De acuerdo con el trabajo citado, parte de ese estancamiento se debe a los controles de capitales.

Desde finales del año pasado las autoridades económicas han venido relajando lentamente los controles al ende-

⁹ El índice VIX corresponde al índice de volatilidad de la Chicago Board Options Exchange (CBOE). Permite evaluar la expectativa de corto plazo de la volatilidad implícita en el precio de las acciones que se negocian sobre el índice S&P500.

damiento externo y a la inversión de portafolio impuestos en mayo, tendencia que esperamos se acelere en el corto plazo.

De mantenerse la dinámica que traen las tasas de interés internacionales y domésticas, el peso podría continuar su

tendencia de largo plazo a la apreciación. A pesar de ello confiamos en que el Banco de la República y el Ministerio de Hacienda reconocerán que el experimento de los controles no ha funcionado para contener la caída en la tasa de cambio.