



Los controles de capital desde la perspectiva de la política comercial

El capital es comerciable en la misma forma que muchos bienes y servicios: puede importarse o exportarse a precios que reflejan la oferta y la demanda internacionales. Por consiguiente, gran parte del análisis del comercio internacional puede aplicarse a los movimientos de capital, y la experiencia en materia de restricciones comerciales da algunas luces sobre la forma en que podrían actuar los controles de capital.

Ludger Schuknecht

EL LIBRE comercio —ya sea de bienes, servicios o capital— es normalmente la mejor política. Si un país es incapaz de liberar los movimientos de capital debido a un marco normativo deficiente o a inquietudes con respecto al comportamiento de los inversionistas, debe actuar con gran precaución al elegir los diversos controles del capital. La experiencia en materia de restricciones al comercio indica que cada instrumento tiene efectos económicos diferentes: los aranceles y otras restricciones vinculadas a los precios son menos dañinos que las restricciones cuantitativas y las prohibiciones, y probablemente ello es válido también para las restricciones a los flujos de capital, al igual que para el comercio de bienes y servicios.

Semejanzas y diferencias

Los flujos de capital, como cualquier bien o servicio, tienen un precio. Sin embargo, estos flujos constituyen cambios intertemporales, es decir, para usar el capital extranjero ahora, y pagarla en el futuro, hay que pagar un precio. Por ejemplo, las tasas de interés sobre los préstamos y bonos constituyen el precio periódico de una deuda externa. El principio del arbitraje —que sostiene que las diferencias de precio inducen a los comerciantes a desplazar bienes, servicios y capital a los mercados que les ofrecen el mayor rendimiento hasta que los rendimientos internacionales hayan alcanzado valores semejantes— se aplica tanto al comercio internacional como a las finanzas in-

ternacionales. El arbitraje es la fuente de flujos de capital a más corto plazo —en la medida en que los inversionistas desplazan su capital a otros países con el fin de aprovechar las diferencias de tipo de cambio entre los mercados— y de flujos de capital a más largo plazo, tales como la inversión extranjera directa.

El principio de la ventaja comparativa se aplica también tanto al comercio internacional de bienes y servicios como a los movimientos de capital. Consideremos el caso de una empresa que tiene ventajas comparativas para movilizar capital en forma de préstamo a interés variable en yenes porque ha acumulado una reducida deuda de este tipo y puede obtener un nuevo préstamo a bajo interés. Si la empresa desea realmente obtener un préstamo a tasa fija en dólares de EE.UU., puede buscar una empresa para la cual sea ventajoso obtener préstamos en esta moneda y que, no obstante, deseé obtener un préstamo a interés variable denominado en yen, y ambas empresas pueden concertar un *swap* de tasas de interés.

El paralelo entre el comercio de bienes y servicios y el comercio de capital no es exacto. El capital que entra a un país (una importación) puede salir del mismo casi instantáneamente (una exportación). Esto ocurre rara vez con los productos terminados y los servicios. Sin embargo, a menudo los insumos importados salen de un país en otra forma, como productos intermedios o terminados; esta situación se asemeja a la de poner a trabajar el capital en el extranjero y repatriarlo más tarde.

Otra diferencia es que el precio y rendimiento potencial del capital pueden ser inciertos, en tanto que el precio de los bienes y servicios es generalmente bien conocido. Los riesgos vinculados a esta incertidumbre pueden ser pequeños en el caso de ciertas transacciones, por ejemplo, al comprar bonos del Estado de países con bajo nivel de deuda pública, pero grandes en otros casos, como al comprar acciones en mercados inestables. Los movimientos de capital que reflejan la voluntad de los inversionistas de asumir mayores riesgos a cambio de un alto rendimiento potencial se consideran, a menudo, especulativos.

Las restricciones a la exportación e importación pueden constituir importantes obstáculos para los flujos de capital y el comercio de bienes y servicios. Sin embargo, rara vez se imponen restricciones a la exportación de bienes y servicios, mientras que en numerosos países existen aún controles sobre la exportación de capital. Además, algunos de los argumentos que podrían plantearse en favor del proteccionismo en el comercio son escasamente aplicables a los flujos de capital. Conceptos tales como los de protección de industrias incipientes y políticas comerciales estratégicas tienen pocos paralelos en las políticas que gobernan los movimientos de capital, aunque, en gran medida, los controles de capital pueden usarse para proteger sistemas de reglamentación poco desarrollados, al igual que ciertas restricciones se usan para proteger las industrias incipientes. En ambos casos las desventajas son similares: el proteccionismo reduce los incentivos para reformar los sistemas de reglamentación y desalienta el “crecimiento” de las industrias incipientes.

Algunos de los problemas que han surgido en los mercados de capital —tales como el “comportamiento de rebaño” y las “burbujas de precios de los activos”, que mencionan los partidarios de controles de capital— rara vez surgen en el comercio de bienes y servicios. Uno de los principales argumentos en favor de los controles es que los países con escasa transparencia y marcos normativos deficientes pueden tener dificultades de gestión macroeconómica y problemas en el sistema financiero al producirse un comportamiento de rebaño. Los costos sociales que surgen en estas situaciones podrían superar los beneficios del libre movimiento de capital.

Libre comercio y protección arancelaria

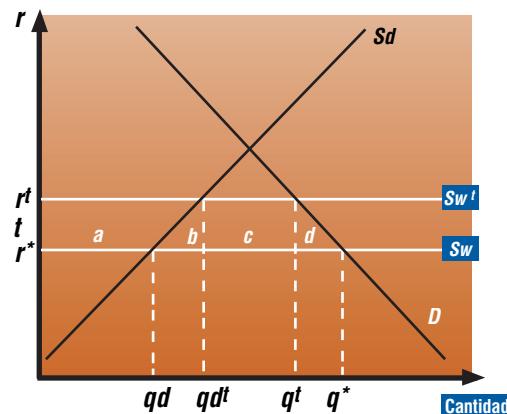
Consideremos, en un marco teórico, el caso clásico: libre comercio versus restricciones a la importación. En el gráfico se representa el mercado de capitales, pero podría representarse también cualquier otro mercado de bienes y servicios. En un contexto de libre comercio, el capital interno de qd y el capital externo de $q^* - qd$ se suministran a la tasa de interés r^* . El libre comercio, sin embargo, no conlleva la ausencia de restricciones a las corrientes internacionales de capital. Incluso los países que no aplican restricciones imponen normas prudenciales a los bancos y otras instituciones financieras a fin de proteger la estabilidad del sistema financiero.

Supongamos ahora que se introduce un arancel, t , sobre las entradas de capital extranjero. Con este arancel, el capital total provisto disminuiría de q^* a q^t y la tasa de interés de equilibrio aumentaría a r^t . La oferta de capital interno aumentaría a qd^t , en tanto que las entradas de capital disminuirían a $q^t - qd^t$. Los partidarios de imponer controles aducirían que este arancel es apropiado si reduce el costo social que originan las entradas de capital, como se observó antes.

A parte del costo social, ¿cuáles son las repercusiones del arancel sobre el nivel de bienestar? El trapecio a representa las transferencias a los propietarios de capital interno. Ésta es una renta que los propietarios del capital no percibirían en un régimen de libre comercio. El rectángulo c representa los ingresos fiscales provenientes del arancel. Los triángulos b y d representan la reducción del nivel de bienestar. Sin embargo, es probable que se produzcan pérdidas adicionales debido a búsqueda de rentas oligopólicas (es decir, gastos efectuados para captar una transferencia). Las instituciones financieras nacionales tienen un incentivo para promover la protección a fin de ganar la transferencia a (por ejemplo, con el pretexto de aumentar la estabilidad del sector financiero), y este proceso también conlleva costos. Los costos derivados de la pérdida de eficiencia y la búsqueda de rentas pueden ser muy elevados. El alto costo de las prácticas proteccionistas en el comercio “convencional” ha sido ampliamente demostrado en los estudios de economía política.

Los aranceles sobre los flujos de capital pueden adoptar varias formas. Pueden aplicarse a través de requisitos de reservas que no devengan intereses, y en este caso percibiría intereses el banco central. (Chile impuso estos requisitos durante varios

Las políticas proteccionistas originan la búsqueda de rentas oligopólicas y un deterioro del bienestar social



- a** transferencia a los propietarios del capital interno
- b y d** reducción del nivel de bienestar provocada por las políticas proteccionistas
- c** transferencias al presupuesto, los propietarios del capital extranjero o las instituciones financieras
- D** demanda interna
- q^*** capital total en un régimen de libre comercio
- q^t** capital total en un régimen proteccionista
- qd** capital interno en un régimen de libre comercio
- qd^t** capital interno en un régimen proteccionista
- $qd - q^*$** entrada de capital en un régimen de libre comercio
- $qd^t - q^t$** entrada de capital en un régimen proteccionista
- r** tasa de interés
- r^*** tasa de interés interna en un régimen de libre comercio
- r^t** tasa de interés interna en un régimen proteccionista
- Sd** curva de oferta interna
- Sw** curva de oferta mundial
- Sw'** curva de oferta mundial en un régimen proteccionista
- t** arancel



años, pero los suprimió en septiembre de 1998.)

Los aranceles pueden aplicarse también como un impuesto proporcional sobre la entrada y salida de capitales. Los impuestos sobre las transacciones que tienen por fin desalentar las corrientes a corto plazo frente a las corrientes a largo plazo se denominan “impuestos Tobin” (fueron propuestos inicialmente por el economista James Tobin). En muchos casos se aplican ya impuestos y cargos sobre los servicios financieros y los flujos de capital conexos, y estos cargos podrían hacerse extensivos a las corrientes internacionales de capital. La aplicación de impuestos variables para hacer frente a un aumento súbito de las corrientes de capital podría reducir la inestabilidad mediante una protección más “afinada”. Estos impuestos tendrían que aplicarse de manera tal que mitiguen la inestabilidad, sin aislar la economía interna de los mercados internacionales, ni elevar los costos del financiamiento durante las crisis.

¿Restricciones cuantitativas o aranceles?

El debate sobre los controles de capital incluye además las restricciones cuantitativas y las prohibiciones al movimiento de capital. Estas restricciones limitan los flujos de capital a un monto determinado, o prohíben totalmente ciertos flujos. Sin embargo, las restricciones cuantitativas también pueden aplicarse de manera más sutil mediante sistemas de concesión de licencias, limitaciones a la ubicación y número de proveedores de servicios y al volumen de negocios, prohibición de ciertos instrumentos financieros, y varios otros medios. Aunque el análisis que sigue se centra en las entradas de capital, los mismos argumentos se aplican a las salidas.

Normalmente, las restricciones cuantitativas a los flujos de capital son mucho más nocivas que las políticas proteccionistas semejantes a los aranceles, y las prohibiciones a la importación constituyen el tipo más poderoso de proteccionismo cuantitativo. Al comparar los efectos de las cuotas con los efectos de los aranceles, hay que tener en cuenta los efectos iniciales (estáticos) y a más largo plazo (dinámicos). Las cuotas estimulan la búsqueda de rentas en mayor medida que los aranceles. Las restricciones cuantitativas aislan los mercados de capital internos de la competencia externa y pueden desalentar la innovación.

En cuanto a la búsqueda de rentas, al aplicarse restricciones cuantitativas (áreas *a* y *c* en el gráfico) el monto total de la renta que se trata de captar es mucho mayor que al aplicarse políticas proteccionistas semejantes a los aranceles (solamente el área *a*). Esto se debe a que una cuota, a menos que se subaste (y parece difícil subastar una cuota financiera), no produce ingresos fiscales sino una renta adicional para las partes interesadas. Por consiguiente, estas últimas tienen un mayor incentivo para buscar rentas, y es probable que desperdicien más recursos en este empeño.

La renta adicional es percibida por los proveedores extranjeros de capital si éstos logran aprovechar las mayores tasas de rentabilidad del mercado protegido. (No obstante, los propietarios de capital extranjero podrían oponerse a la aplicación de controles a pesar de la alta tasa de rentabilidad si estiman que los controles de las entradas son un indicador de que los gobiernos controlarían también la salida de capitales cuando lo consideren apropiado.) Los burócratas del organismo que administra los controles pueden beneficiarse si se quedan con parte de la renta proveniente de la cuota, por ejemplo a través

de la corrupción. La renta es percibida por los intermediarios financieros nacionales y extranjeros si éstos pueden, por ejemplo, obtener préstamos en los mercados internacionales de capital a las tasas de interés internacionales y otorgar préstamos en el mercado interno a la tasa de interés interna, más alta.

Normalmente, los costos dinámicos de las restricciones cuantitativas son incluso más altos. Con las restricciones de carácter arancelario, la afluencia de financiamiento externo puede variar con el tiempo, mientras que las cuotas limitan la penetración en los mercados externos y aíslan a los mercados internos de los mercados internacionales. Por lo tanto, un país que aplica cuotas no podrá beneficiarse con una afluencia de capital, ni con los precios internos más bajos, incluso si disminuyeran las tasas de interés internacionales o si la innovación financiera redujera los costos de la intermediación. Además, las restricciones cuantitativas pueden socavar el desarrollo de los mercados financieros y la calidad de la intermediación financiera si las políticas proteccionistas reducen los incentivos de los intermediarios para innovar e introducir nuevos y mejores productos financieros. Esto, a su vez, puede dificultar el crecimiento económico y el desarrollo a largo plazo.

Vale la pena también comparar la reacción probable de los agentes del mercado frente a los controles en los mercados de capitales con las reacciones ante las restricciones al comercio “convencional”. Las políticas proteccionistas producen diferencias de precios entre los mercados. Si estas diferencias son suficientemente grandes, se producirá probablemente un fenómeno de arbitraje mediante la elusión de los controles. Este incentivo es mayor cuando las restricciones se aplican a los flujos de capital. Los controles incrementan la elusión y el contrabando, que pueden producirse en forma de ocultamiento de las transacciones de la cuenta de capital en la cuenta corriente.

Si bien las restricciones cuantitativas pueden ser fáciles de administrar en el caso de productos claramente identificables —como los automóviles o el banano— que se trasladan físicamente de un país a otro, en el caso de los flujos de capital probablemente será mucho más difícil y puede requerir una voluminosa burocracia.

Repercusiones en materia de política económica

En el debate sobre los controles de capital deben tomarse en cuenta las enseñanzas adquiridas en el terreno de la política de comercio exterior. No es coincidencia que durante las negociaciones de la Ronda Uruguay se hayan hecho enormes esfuerzos para remplazar por aranceles las restricciones cuantitativas del sector agrícola y otros. Probablemente pueden justificarse, más en general, medidas similares en el caso de los flujos y controles de capital. En otras palabras, si se considera que ciertos flujos de capital (como los préstamos a corto plazo) son “peligrosos”, las políticas proteccionistas semejantes a los aranceles son más apropiadas que las restricciones cuantitativas o las prohibiciones, y podría ser necesario hacer un análisis más profundo para determinar la mejor forma de diseñar estas restricciones basadas en los precios.

En este contexto, puede resultar útil comparar las restricciones aplicadas en Chile hasta septiembre de 1998 con las introducidas en Malasia el mismo mes. En 1991, se establecieron en Chile requisitos de constitución de reservas en relación con los

préstamos del extranjero, válidos por un año y sin remuneración, que posteriormente se hicieron extensivos a casi todos los tipos de financiamiento externo. El impuesto implícito en estos requisitos estaba determinado por la duración de la inversión, con tasas implícitas más altas para los préstamos a más corto plazo. Esto parece haber producido, al menos temporalmente, un cambio en la composición de los vencimientos de las entradas en divisas, reduciéndose la afluencia a corto plazo. Sin embargo, los cambios en la línea de "errores y omisiones" en la balanza de pagos y la facturación parecen indicar que se produjo cierto nivel de sustitución y elusión. En cambio, los controles aplicados en Malasia consisten, principalmente, en requisitos de autorización y restricciones cuantitativas. Estas últimas incluyen la prohibición del intercambio de servicios crediticios entre residentes y no residentes, así como limitaciones a la importación y exportación del ringgit y la exportación de divisas. Toda la moneda nacional existente en el extranjero tuvo que ser repatriada antes del 1 de octubre de 1998. Además, se prohibió la repatriación de los ingresos provenientes de la venta de títulos internos a menos que éstos se hubieran mantenido por un año como mínimo.

Indudablemente, son preferibles las restricciones basadas en los precios, como las aplicadas en Chile. En Malasia, la experiencia adquirida en materia de restricciones cuantitativas ha sido muy limitada, aunque con el tiempo aumentarán probablemente los costos administrativos, la elusión, la ineficiencia,



Ludger Schuknecht,
actualmente con licencia
del FMI, es Oficial de
Asuntos Económicos de
la Organización Mundial
del Comercio.

la búsqueda de rentas y las desventajas del aislamiento de los mercados financieros mundiales. No es evidente que estas restricciones hayan sido necesarias y podría ser conveniente eliminarlas. De lo contrario, debe estudiarse la posibilidad de remplazar prontamente el actual régimen por restricciones basadas en los precios. Sin embargo, no debe olvidarse que, por las razones mencionadas anteriormente, es aconsejable una liberalización progresiva del comercio de bienes, servicios y capital. Cualquier tipo de política proteccionista debe ser sólo una medida temporal que permita ganar tiempo para crear un marco de política apropiado.

F&D

Sugerencias bibliográficas:

W. Max Corden, 1974, *Trade Policy and Economic Welfare* (Oxford, Reino Unido: Clarendon Press).

Barry Eichengreen, Michael Mussa y otros, 1998, *Capital Account Liberalization, Theoretical and Practical Aspects, Occasional Paper 172 del FMI* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Bernard Laurens y Jaime Cardoso, 1998, "Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile", documento de trabajo del FMI WP/98/168 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Ross Levine, 1997, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", en *Journal of Economic Literature*, vol. 35 (junio), págs. 688-726.

Organización Mundial del Comercio, 1998, *Informe Anual, capítulo 4* (Ginebra).

Anuncio del FMI...

Perspectivas de la economía mundial y mercados internacionales de capital: Revisión de las proyecciones (diciembre de 1998)

En vista de las recientes inquietudes en torno a los riesgos con que se ve confrontada la economía mundial, los economistas del Fondo Monetario Internacional (FMI) han actualizado —en una revaluación provisional— el informe *Perspectivas de la economía mundial* y el informe sobre los mercados internacionales de capital (*International Capital Markets*), cuya última edición se publicó en el tercer trimestre de 1998. Las proyecciones del crecimiento mundial para 1999 se han revisado a la baja nuevamente —aunque no sustancialmente— y se advierte que el pronóstico sigue siendo susceptible de revisión a la baja.

En la revaluación (publicada sólo en inglés con el título *World Economic Outlook and International Capital Markets—Interim Assessment*) se reexaminan las perspectivas de la economía mundial y las políticas necesarias para contener la crisis financiera mundial y facilitar la recuperación. Se analiza la aparente desproporción entre las grandes perturbaciones observadas tanto en los mercados maduros, como en los mercados emergentes, y la escala más bien limitada de los hechos que desencadenaron esas perturbaciones, de los cuales probablemente los más importantes fueron la crisis financiera rusa y la situación cercana al colapso en que se encontró un fondo de cobertura de riesgos con un gran nivel de apalancamiento (Long-Term Capital Management). Por último, se identifican algunas deficiencias en los sistemas públicos y privados de gestión del riesgo, que deben corregirse para aumentar la resistencia de los mercados de capital frente a futuras conmociones.

Es la primera vez que el FMI revisa su informe anual sobre los mercados de capital, pero es el segundo año consecutivo en que los acontecimientos justifican una actualización especial del informe *Perspectivas de la economía mundial*, que se publica dos veces al año.

ISSN 0256-6877 • US\$36 (tarifa para catedráticos: US\$25); rústica• 1999. ISBN 1-55775-793-3 Stock#WEO-1799 •

Información sobre las publicaciones del FMI en el sitio <http://www.imf.org>

Los pedidos, con pago anticipado, pueden hacerse por correo, teléfono, fax o correo electrónico. En los pedidos con tarjeta de crédito, sírvase incluir el número de tarjeta AMEX, VISA o MasterCard, la fecha de expiración de la tarjeta, y la firma si el pedido se hace por correo o fax.

International Monetary Fund • Publication Services • Box FD199 • 700 19th Street, N.W. • Washington, DC 20431, EE.UU. • Teléfono: (202) 623-7430 • Fax: (202) 623-7201 • Correo electrónico: publications@imf.org