

# DESACREDITADO por prejuicio

Atish Rex Ghosh y Mahvash Saeed Qureshi

*“Me quedan solo ocho segundos para hablar sobre los controles de capitales. Son suficientes. No necesito más tiempo para decirles que no funcionan, no los usaría y no los recomiendo . . .”*

—Agustín Carstens, Gobernador del Banco de México

(Participación en la Conferencia Rethinking Macro Policy III, Washington D.C., 15 de abril de 2015)

## El debate sobre el uso de controles de capitales para atenuar los riesgos de los flujos volátiles responde a prejuicios

LOS controles de capitales tienen mala reputación. Si bien se reconoce cada vez más su utilidad para controlar los riesgos de las entradas de capital (FMI, 2012), según la cita, son objeto de sospecha y duda.

Un argumento habitual en contra de los controles de capitales es que pueden evadirse. Pero no se dice lo mismo sobre otras políticas, como los impuestos, por ejemplo, que habría que eliminar porque también pueden evadirse. Del mismo modo, aunque las medidas macroprudenciales están de moda desde la crisis financiera mundial, las pruebas que acreditan su eficacia no son más convincentes que las correspondientes a los controles de capitales. Además, incluso cuando los países imponen controles sobre sus entradas de capital, suelen referirse a ellos con eufemismos, como “medidas prudenciales”.

El resentimiento hacia los controles sobre las salidas de capital es entendible: los residentes necesitan invertir o proteger su dinero en el exterior, y los no residentes quieren repatriar sus fondos cuando se liquidan sus inversiones. Más extraño es el profundo rechazo en las economías emergentes al uso de controles para administrar las entradas de capital, en especial si tenemos en cuenta que esas medidas eran parte central de la gestión de flujos especulativos (“capital especulativo”) de las economías avanzadas en sus propios programas de liberalización, en la segunda mitad del siglo XX.

¿A qué se debe, entonces, la mala reputación de los controles sobre las entradas de capital?

### El principio

La historia de los controles de capitales se remonta, según las evidencias, a la antigüedad. Incluso para fines del siglo XIX —la edad de oro de la globalización financiera—, los principales exportadores de capital de la época (Gran Bretaña, Francia y Alemania) restringieron por momentos los préstamos al exterior, aunque principalmente por razones políticas, no económicas. Los ciclos de auge y caída de los flujos internacionales de capital ya eran evidentes, pero había pocas restricciones de las importaciones de capital, relacionadas con cuestiones estratégicas o con el temor a la “dominación extranjera”. Gran parte del capital era a largo plazo y financiaba inversiones productivas en infraestructura y servicios en las economías de mercado emergente.

Los flujos de capital, en especial los provenientes de Europa, se frenaron abruptamente en la Primera Guerra Mundial, y el cese de las hostilidades reveló grandes diferencias entre los países. En un extremo estaba la Unión Soviética, que con un modelo autoritario de socialismo de Estado había impuesto controles estrictos a los movimientos de capital antes de 1919. En el extremo opuesto los bancos privados y centrales de las principales economías, que buscaban

restaurar el viejo orden monetario internacional liberal (y muy rentable en el caso de los grandes bancos).

La dislocación de la guerra y el financiamiento deficitario de los costos de compensación y reconstrucción demoraron la eliminación de las restricciones en Europa, pero a partir de 1924 con el Plan Dawes —por el que los bancos de Estados Unidos concedían préstamos a Alemania para ayudarla a cubrir los costos de reparación— los bancos de Estados Unidos entraron en un período de grandes préstamos internacionales (USD 1.000 millones por año entre 1924–29). La mitad fue a Europa, en parte por intermedio de bancos británicos, e impulsó un gran boom económico y financiero.

Pero esta resurrección del orden internacional liberal duró poco. Cuando el frenesí especulativo de la Bolsa de Nueva York atrajo capital a Estados Unidos, Europa se frenó repentinamente. En julio de 1931, sin posibilidad de renegociar el vencimiento de sus obligaciones, Alemania declaró una moratoria de los pagos al exterior e impuso restricciones cambiarias, lo que generó una corrida de la libra que obligó a Gran Bretaña a abandonar el patrón oro. Muchos otros países hicieron lo mismo.

Eso generó una década vertiginosa de fuga de capitales, devaluaciones, restricciones cambiarias y controles de capitales (casi en su totalidad sobre salidas de capital), proteccionismo e implosión del comercio internacional, todo lo cual contribuyó a la Gran Depresión. Cabe destacar que fueron principalmente los regímenes autocráticos y autoritarios de Europa —como Alemania, Austria, Bulgaria, Hungría, Portugal y Rumania— los que impusieron restricciones cambiarias y controles sobre las salidas de capital (las democracias preferían los aranceles). En Alemania, los nazis ampliaron las restricciones de julio de 1931 y penalizaron con la muerte las violaciones a esas restricciones; así, los controles cambiarios quedaron asociados a los excesos de ese régimen.

En 1935, la economía de Estados Unidos comenzaba a salir de la Gran Depresión, y en un contexto de cambios políticos preocupantes en Europa, el capital comenzó a fluir hacia Estados Unidos. El boom de especulación resultante y el aumento del exceso de reservas de los bancos de Estados Unidos (que amenazaba con generar una espiral inflacionaria), llevaron al Presidente de la Reserva Federal Marriner Eccles a sostener: “Se justifica claramente adoptar medidas para desalentar el crecimiento del capital extranjero en nuestros mercados”.

Aun así, Estados Unidos *no* impuso controles sobre las entradas de capital. Extrapolando la experiencia de Europa que trataba de evitar las salidas de capital, los funcionarios de Estados Unidos concluyeron que, para ser eficaces, las restricciones debían tener base amplia y cubrir tanto las transacciones de capital como las de cuenta corriente (relacionadas con el comercio). Quizá más importante, las restricciones a las salidas de capital impuestas por regímenes no democráticos y dictatoriales generaron un rechazo general hacia esas medidas. Henry Morgenthau, Jr., Secretario del Tesoro de Estados Unidos, resumió la actitud general cuando escribió: “Francamente, no apruebo el control de cambios”.

### Bretton Woods y más allá

La lección que los principales arquitectos de Bretton Woods —John Maynard Keynes y Harry Dexter White— aprendieron de la experiencia de entreguerras

fue que un régimen de flujos de capital sin restricciones no era coherente con la gestión económica que, cada vez más, se esperaba de los gobiernos, y con un régimen de comercio internacional liberal. (Las salidas de capital exigían que los gobiernos impusieran restricciones a las importaciones para proteger la balanza de pagos y las reservas de oro. En relación con las entradas de capital, los flujos de capital especulativo podían generar excesos de especulación, que a su vez exigen un endurecimiento de la política monetaria, que puede afectar la economía real). Ante esa decisión, Keynes y White preferían el libre comercio al libre flujo de capital, en especial si era a corto plazo, especulativo y de fuga. Por eso el énfasis de la carta fundacional del FMI (el Convenio Constitutivo) está puesto sobre la convertibilidad corriente, y no sobre la convertibilidad de la cuenta de capital, y sobre el reconocimiento explícito de que es posible que los países deban imponer controles de capitales.

A pesar de la oposición de los grandes grupos de bancos de Nueva York, que lograron atenuar algunas disposiciones clave en el Convenio del FMI sobre controles de capitales (Helleiner, 1994), la era Bretton Woods se caracterizó por un uso generalizado de controles (véase gráfico). Como en el período de entreguerras, esos controles afectaban principalmente las salidas y no las entradas, pero, a diferencia de los de ese período, en general no eran restricciones cambiarias, sino específicamente controles de capitales.

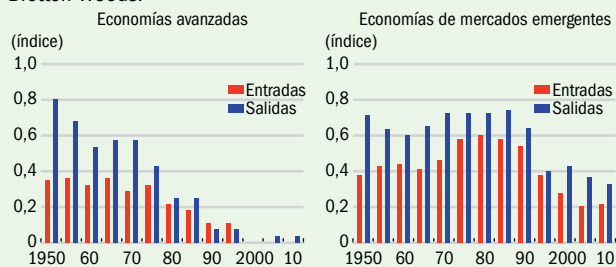
Aunque las economías avanzadas eran en general más restrictivas que los mercados emergentes en los primeros años de Bretton Woods, en la década de 1960 ya estaban liberalizándose, en parte porque el aumento de la integración comercial dificultaba restringir las transacciones de capital sin afectar también las transacciones corrientes. Esa tendencia se interrumpió en ocasiones, cuando países como Gran Bretaña y Francia enfrentaron crisis o presiones relacionadas con la balanza de pagos. Incluso Estados Unidos aplicó restricciones a las salidas en 1963 y amplió la cobertura durante la década, a medida que su balanza de pagos empeoraba.

En el otro extremo, los países que recibían mayores flujos de capital por la especulación sobre una devaluación del dólar impusieron restricciones a las entradas de capital a corto plazo.



## Control estricto

El uso de controles de capitales fue generalizado durante la era de Bretton Woods.



Fuente: Estimaciones de los autores basadas en diversas ediciones del *Annual Report on Exchange Arrangements and Restrictions* del FMI.

Nota: Las economías avanzadas incluyen los países del G7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido). Las economías de mercados emergentes incluyen los principales mercados emergentes que eran miembros del FMI en 1950 (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Corea, Ecuador, Egipto, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, México, Pakistán, Perú, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Uruguay, Venezuela). El índice es el promedio de los grupos de países correspondientes (para cada uno, 0 = sin restricciones y 1 = altamente restrictivos, en opinión de los autores).

Por ejemplo, Australia embargó el endeudamiento a corto plazo e impuso requisitos de depósitos sobre otros tipos de endeudamiento; Japón endureció los controles sobre las entradas de cartera e impuso encajes marginales en depósitos de no residentes; Alemania impuso un requisito de depósitos en efectivo sobre los préstamos extranjeros y suspendió los pagos de intereses sobre depósitos de no residentes; y los bancos suizos acordaron no pagar intereses por depósitos extranjeros o invertir capital extranjero en títulos y propiedades internos.

En 1974, con la flotación del dólar, Estados Unidos abandonó sus controles sobre las salidas. Confiando en que siempre podría atraer inversionistas —y que los flujos de capital llevarían a los países superavitarios a ajustar apreciando sus monedas— las autoridades aceptaron sin reservas un régimen internacional liberal para los flujos de capital privados. Revirtiendo el razonamiento de Keynes y White en Bretton Woods, también trataron de poner el comercio de activos financieros en el mismo nivel que el comercio de bienes y servicios, mediante la frase “el propósito esencial del sistema monetario internacional es ofrecer un marco que facilite el intercambio de bienes, servicios y *capital* entre los países” cuando se enmendó el Convenio del FMI en 1978 para legitimar los tipos de cambio flotantes.

La apertura financiera de los países anglosajones recibió un nuevo impulso a principios de la década de 1980, a través de la doctrina de libre comercio del Presidente de Estados Unidos Ronald Reagan y la Primer Ministro británica Margaret Thatcher. En la Europa continental hubo un punto de inflexión importante con las políticas antiinflacionarias de 1983 del Presidente francés François Mitterrand y la aceptación de que los controles sobre las salidas de capital afectaban de manera desproporcionada a los inversionistas de clase media, menos capaces de evadirlos que los ricos (Abdelal, 2006). Así, la mayoría de los controles de Francia sobre las salidas se eliminaron entre 1984–86, con la liberalización total de la cuenta de capital para 1990.

Este cambio de actitud tuvo importantes repercusiones más allá de Francia, ya que tres funcionarios del mismo gobierno socialista pasaron a ocupar puestos clave en instituciones internacionales, donde promovieron la liberalización de la cuenta de

capital: Henri Chavranski, en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, amplió el Código de Liberalización a fin de cubrir todo movimiento de capital internacional, incluidos los flujos a corto plazo, originalmente excluidos; Jacques Delors, en la Comisión Europea, defendió la Directiva que abolía las restricciones de movimiento de capital; y Michel Camdessus, en el FMI, trató de enmendar el Convenio para que el FMI tuviera jurisdicción sobre la cuenta de capital y el mandato de liberalizarla.

## Consenso emergente

Mientras las economías avanzadas comenzaban a liberalizar en las décadas de 1960 y 1970, la tendencia en las economías de mercado emergente y en desarrollo era la opuesta: restricción de salidas de capital para controlar los costos de endeudamiento soberano internos. Incluso algunas medidas que podrían clasificarse como controles sobre las entradas, ya que era probable que desalentaran la inversión entrante (como los períodos mínimos de inversión o los límites sobre el ritmo o el monto de repatriación), apuntaban a evitar una reversión repentina de las entradas y los déficits de la balanza de pagos. A principios de la década de 1970, no obstante, comenzaron a aparecer restricciones a las entradas de carácter “prudencial”, que apuntaban más explícitamente a proteger la estabilidad económica y financiera ante el exceso de endeudamiento extranjero y los booms de crédito potenciados por las entradas de capital.

La liberalización en los mercados emergentes comenzó una década después que en las economías avanzadas, en el contexto de una predisposición más amplia hacia los mercados libres y de someter las políticas públicas a la disciplina del mercado (lo que se conoce como Consenso de Washington). Pero a medida que, a fines de la década de 1970 y principios de la década de 1980, algunas economías de mercados emergentes liberalizaban sus mercados financieros internos y los controles sobre las salidas de capital, también eliminaron muchas de las medidas prudenciales existentes correspondientes a las entradas. El resultado fueron enormes booms impulsados por las entradas, seguidos por crisis económicas y financieras graves.

Esta experiencia ayudó a formar las respuestas de políticas a las entradas de capital en mercados emergentes, que recomenzó a principios de la década de 1990, y generó un marcado cambio de preferencias a favor de los flujos a más largo plazo no relacionados con deudas. Muchos países —como Brasil, Chile, Colombia, Malasia y Tailandia— experimentaron con controles a las entradas de capital en la década de 1990. Esas medidas no fueron bien recibidas, y la tendencia durante gran parte de la década fue a favor de una mayor apertura de la cuenta de capital, que culminó en la iniciativa de 1995–97 del Director Gerente del FMI, Camdessus, de dar al FMI la jurisdicción sobre la cuenta de capital y el mandato de liberalizarla.

En última instancia, la enmienda no se aprobó, en parte por la oposición de economías de mercado emergente y en desarrollo, alarmadas por la crisis de Asia oriental y preocupadas por la posibilidad de que el FMI usara su nuevo mandato para forzar una liberalización prematura en países reticentes. El asesoramiento sobre políticas del FMI —opuesto al enfoque de Keynes y White— se había alejado de la idea de los controles de capitales como una herramienta clave para controlar los flujos de capital

desestabilizadores. Un informe de 2005 de la Oficina de Evaluación Independiente del FMI concluyó que su personal técnico había recomendado endurecer los controles sobre las entradas en solo 2 de las 19 instancias en las que las economías de mercado emergente habían experimentado grandes entradas de capital.

A pesar de la desaprobación general, muchas economías de mercado emergente restringieron las entradas en el período de auge de mediados de la década de 2000. En algunos casos, la decisión salió mal. En Tailandia, por ejemplo, la reacción del mercado a la imposición de encajes no remunerados para las entradas del exterior de diciembre de 2006 fue rápida y brutal: la bolsa cayó 15% en menos de un día, lo que obligó al banco central a revertir la medida. Se creía que la medida había evocado recuerdos de la crisis monetaria y de la imposición de controles sobre las salidas de la crisis de Asia oriental de la década anterior. Así, los mercados enviaron una señal: no aprobaban los controles de capitales —salidas o entradas—, con poca distinción entre los dos.

### ¿Puro prejuicio?

Entonces, ¿por qué actualmente generan esa preocupación los controles sobre las *entradas* de capital? Los registros históricos brindan algunas pistas. Primero, si nos remontamos al período de entreguerras, en el que Estados Unidos se resistió a la imposición de controles sobre las entradas de capital, todo indica que dichos controles quedaron irremediamente vinculados con los controles sobre las salidas de capital, a menudo asociados con regímenes autocráticos, represión financiera y medidas desesperadas para evitar crisis en economías mal administradas. Así, las economías más liberales rechazaban los controles sobre las entradas como herramienta de política a corto plazo, por el temor de ser vistas como no favorables al mercado e institucionalmente débiles.

El hecho de que los controles sobre las entradas de capital sean condenados como “culpables por asociación” con los de salidas también puede verse en la mayoría de las demás críticas en su contra, que son más pertinentes para los controles sobre las salidas. Por ejemplo, el temor de que las medidas, una vez impuestas, se mantengan y se generalicen suele justificarse en el caso de los controles sobre las salidas. Los gobiernos suelen recurrir a medidas torpes y de base amplia para evitar la fuga de capitales, que luego son difíciles de eliminar, por la demanda que se acumula. Las restricciones de las entradas, en cambio, suelen ser impuestos o mayores encajes, que es más fácil revertir y en general *sí* se eliminan cuando cambian las condiciones.

Los controles de capitales se critican por ser ineficaces, pero esta crítica se refiere más bien a los controles sobre las salidas, que en el mejor de los casos tienen un historial débil al momento de prevenir crisis (Edwards, 1999). Sin embargo, existen pruebas de que los controles sobre las entradas cambian la composición de los flujos de capital a favor de pasivos menos riesgosos y vencimientos a más largo plazo (Ostry, Ghosh y Qureshi, 2015), lo que fortalece los argumentos para usarlos como instrumentos prudenciales.

Una segunda razón radica en que es posible que las restricciones de la cuenta de capital suelen vincularse con las de la cuenta corriente. Esto se debe a que, históricamente, la forma más habitual de controles de capitales ha sido la de restricciones cambiarias, que impedía el movimiento de bienes y de capital. A medida que los países adoptaron una mayor liberalización comercial, en contra

de la tesis de Keynes y White, comenzaron a ver los controles de capitales como algo *incompatible* y no como algo *favorable* al libre comercio. Así, las restricciones de la cuenta de capital se eliminaron junto con las restricciones de la cuenta corriente. Esa tendencia se acentuó además por el aumento de los acuerdos de comercio regional y los tratados bilaterales de inversión (en especial los tratados con Estados Unidos), que cada vez más incluían cláusulas que prohibían la adopción de controles de capitales.

Por último, con el auge de la ideología de libre mercado, que ve toda intervención pública como algo inherentemente malo, los controles de capitales —tradicionalmente considerados como instrumentos para afinar la economía— perdieron apoyo a nivel más general. Las economías de mercados emergentes no pasaron a ignorar totalmente los caprichos de los flujos de capital, pero trataron de adoptar “medidas macroprudenciales”, con una mejor imagen, para controlar los riesgos a la estabilidad financiera que representan las entradas de capital. Aun así, el efecto sobre los flujos de capital de algunas de estas medidas, en especial las relacionadas con las transacciones en moneda extranjera, no puede distinguirse en términos económicos de los controles de capitales más directos. Si la intención es limitar las entradas por razones prudenciales, llamar macroprudenciales a esas medidas es solo disfrazar los controles de capitales, lo que confirma que el problema real es la connotación negativa de la palabra “controles”.

Al igual que cualquier otro instrumento de políticas, los controles sobre las entradas de capital tienen ventajas y desventajas. No obstante, se los juzga menos por sus méritos que por un prejuicio histórico: condenados en gran medida por su asociación con los controles sobre las salidas, pero también más por sus batallas ideológicas que por su uso específico. La corrección de percepciones que no tienen fundamentos es importante para garantizar que las autoridades gestionen los riesgos de volatilidad de los flujos de capital de forma óptima y que no dejen de usar medidas solo por la connotación de su nombre. ■

*Atish Rex Ghosh es Historiador del FMI y Subdirector del Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI y Mahvash Saeed Qureshi es Economista Principal en el Departamento de Estudios del FMI.*

---

*Este artículo se basa en el documento de trabajo No. 16/25 del FMI, “What’s in a Name? That Which We Call Capital Controls”, preparado por los autores.*

#### Referencias:

- Abdelal, Rawi, 2006, “Writing the Rules of Global Finance: France, Europe, and Capital Liberalization”, *Review of International Political Economy*, vol. 13, No. 1, págs. 1–27.
- Edwards, Sebastian, 1999, “How Effective Are Capital Controls?”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, No. 4, págs. 65–84.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2012, “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View”, *IMF Policy Paper* (Washington).
- Helleiner, Eric, 1994, *States and the Re-emergence of International Finance: From Bretton Woods to the 1990s* (Ithaca, Nueva York: Cornell University Press).
- Ostry, Jonathan, Atish Ghosh y Mahvash Qureshi, 2015, *Capital Controls* (Londres: Edward Elgar).