

# **EL MANEJO DE LA CUENTA CAPITAL:**

**ENSEÑANZAS RECIENTES**

**Y**

**DESAFÍOS PARA ARGENTINA**

*Autor: Mariano Borzel*

*Colaborador: Emiliano Libman*

Documento de Trabajo N° 7 – Diciembre de 2005





DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

ALEJANDRO BANZAS  
MARIANO BORZEL  
CÉSAR CIAPPA  
LORENA FERNÁNDEZ  
JORGE GAGGERO  
FEDERICO GRASSO  
MÁXIMO SANGIÁCOMO

ASISTENTE DE INVESTIGACIÓN

EMILIANO LIBMAN  
PABLO LÓPEZ

CONSEJO ACADÉMICO

MARTÍN ABELES  
LEONARDO BLEGER  
JUAN JOSÉ DEU PEYRES  
ROBERTO FRENKEL  
MATÍAS KULFAS

**Los contenidos del trabajo y la opinión del autor no necesariamente coinciden con la de las entidades patrocinantes del Centro.**

**Para comentarios, favor dirigirse a: [informacion@cefid-ar.org.ar](mailto:informacion@cefid-ar.org.ar)**

**Dirección electrónica: [www.cefid-ar.org.ar](http://www.cefid-ar.org.ar)**

## Índice

1. Introducción .....	1
2. Consideraciones teóricas .....	2
3. Herramientas disponibles .....	7
3.1 Caracterización.....	7
3.2 La experiencia de los países desarrollados.....	10
4. La experiencia internacional reciente con el manejo de la cuenta capital.....	13
4.1 Chile (1991-1998).....	13
4.2 Colombia (1993-2000).....	18
4.3 Malasia (1994 y 1998) .....	21
4.3.1 Las restricciones a la entrada (1994) .....	21
4.3.2 Las restricciones a la salida (1998) .....	22
5. El manejo de la cuenta capital en Argentina .....	27
5.1 El legado de los noventa .....	27
5.2 Breve reseña histórica .....	29
5.3 Las herramientas del nuevo siglo .....	32
5.3.1 Crisis final de la Convertibilidad.....	32
5.3.2 Las medidas preventivas .....	34
6. El manejo de la cuenta capital de cara al futuro.....	37
Referencias.....	43
Recuadro No. 1: Discusiones adicionales .....	6
Recuadro No. 2: La cuenta capital en China .....	26

## 1. Introducción<sup>1</sup>

Luego de la finalización del canje de la deuda pública las autoridades económicas establecieron un encaje (junio de 2005) al ingreso de capitales destinado a evitar las repercusiones cambiarias de una potencial llegada masiva de fondos especulativos. La medida se sumó a otras herramientas implementadas en el período postConvertibilidad, como el requisito de permanencia mínima y las regulaciones sobre el mercado de cambios.

El dispositivo vigente representa un avance valioso respecto de la postura pro liberalización irrestricta que prevaleció durante la década del noventa y se constituye, potencialmente, en un aporte significativo en materia de gestión macroeconómica y prudencial. Su utilización puede redundar en un mejor manejo de la política monetaria y cambiaria y en la disminución de la inestabilidad inherente a las burbujas especulativas y a la reversión de los flujos de capitales.

Desde nuestra perspectiva, los límites que el sistema financiero internacional introduce sobre el ejercicio soberano de las políticas públicas y los perjuicios asociados a la inestabilidad financiera global representan razones suficientes para contar con un esquema permanente de manejo de la cuenta capital. El mismo debe ser concebido como un medio —complementario a las restantes herramientas de política— para el alcance de objetivos de más largo plazo<sup>2</sup>. Su utilización, cabe señalar, no presupone que la integración entre países sea dañina *per se*; en todo caso representa una opción para enfrentar, o al menos morigerar, algunas de las consecuencias negativas que se derivan de la integración financiera asimétrica que caracteriza al actual proceso de globalización<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> El autor destaca especialmente las valiosas sugerencias brindadas por Martín Abeles durante el proceso de elaboración del presente documento. Se agradecen los comentarios de Guillermo Wierzba, Roberto Frenkel y el equipo de investigadores del CEFID-AR a una versión preliminar del mismo y la predisposición de Enrique Arceo, Luis Briones, Marcelo Dinenzon, Augusto Magliano, Arturo O'Connell, Héctor Rabuñal, Hernán Soltz y Alejandro Vanoli, con quienes se mantuvieron fructíferas conversaciones en etapas previas. Las opiniones aquí vertidas, así como los errores y omisiones remanentes, son de entera y exclusiva responsabilidad del autor.

<sup>2</sup> En este sentido, la visión aquí adoptada se diferencia de aquellas posturas, más asociadas a la literatura del *sequencing*, que contemplan la posibilidad de implementar restricciones exclusivamente temporarias mientras no estén dadas las condiciones para la apertura plena. Al respecto, véase IMF (2005).

<sup>3</sup> Si bien el documento remite a algunas de las respuestas que los distintos países pueden adoptar de manera individual, no se desconoce que la problemática tratada mantiene vínculos estrechos con la discusión acerca del diseño de la arquitectura financiera internacional. Un

La estructura del trabajo se organiza de la siguiente manera. En la próxima sección se aborda sintéticamente la discusión teórica respecto de la liberalización de la cuenta capital y de la necesidad de contar con herramientas para su manejo. En la tercera sección se efectúa una caracterización de las distintas técnicas disponibles. En la cuarta sección se describen los rasgos más ilustrativos de algunos países en desarrollo que utilizaron este tipo de herramientas durante la década del noventa, con el objeto de aportar elementos para el análisis del manejo de la cuenta capital en Argentina. En las secciones quinta y sexta se comenta la experiencia reciente de nuestro país y se concluye con algunos comentarios de cara al futuro, respectivamente.

## 2. Consideraciones teóricas

Quienes apoyan la liberalización irrestricta (plena) de la cuenta capital suelen presentarla como una condición *sine qua non* para el logro de mayores niveles de crecimiento y bienestar en los países relativamente más atrasados. Desde el punto de vista teórico (Obstfeld, 1998) se sostiene que aquellas economías con menores dotaciones de capital podrán alcanzar mayores tasas de inversión y crecimiento económico recurriendo al fondeo de los mercados internacionales. De manera similar, se presupone que el acceso a los recursos externos permite reducir la tasa de interés libre de riesgo, diversificar los riesgos y producir un estímulo adicional para la formación bruta de capital. Además, con la integración financiera internacional —y la apertura comercial— es posible mantener el consumo estable en el tiempo (*intertemporal approach of the current account*) y en los distintos estados de la naturaleza (*risk sharing argument*)<sup>4</sup>. Complementariamente se resalta el rol disciplinador que los mercados ejercen sobre las autoridades domésticas a través de la constante amenaza de una fuga de capitales hacia el exterior<sup>5</sup>.

---

abordaje de los aspectos de regulación global puede ser consultado, por ejemplo, en CEPAL (1999) y Eatwell y Taylor (2000).

<sup>4</sup> En un trabajo reciente del FMI se reconoce que en las economías emergentes la liberalización financiera externa se ha traducido en una mayor volatilidad del consumo y en resultados ambiguos desde el punto de vista del crecimiento. Al respecto, véase Prasad et al. (2003).

<sup>5</sup> Algunos de los beneficios adicionales provendrían de los derrames generados por las empresas de inversión externa directa (IED) y de las mejoras inducidas sobre el sistema financiero doméstico —asociadas a la entrada de nuevos jugadores internacionales, que contarían con un fondeo más estable y aportarían nuevas herramientas para una mejor y más eficiente intermediación (La Marca, 2004).

En contraposición, aquellos que cuestionan la liberalización irrestricta remiten, en general, al debate teórico que rodea a la hipótesis de eficiencia de los mercados. Suele señalarse que toda vez que los mercados no sean eficientes para asignar los recursos de manera óptima habrá lugar para algún tipo de intervención estatal. Los principales argumentos utilizados para refutar la mencionada hipótesis se presentan por el lado de las imperfecciones de los mercados y de la incertidumbre vinculada a las decisiones de los agentes económicos. En lo que respecta a la cuenta capital ello puede llevar a que no se verifiquen los beneficios pregonados desde la teoría y a la necesidad de implementar restricciones en el frente de las finanzas externas.

La primera postura descansa en la existencia de imperfecciones tales como las fallas de información (selección adversa y riesgo moral) y las externalidades negativas. En particular, este último punto adquiere una relevancia central en lo que respecta al tratamiento de la cuenta capital ya que los flujos provenientes del exterior (fundamentalmente los de corto plazo) tienden a afectar a aquellos agentes que no están relacionados directamente con la transacción subyacente. El caso más conocido es el de la pérdida de competitividad cambiaria que se deriva de un ingreso de capitales. Desde esta perspectiva, toda vez que se reconoce que los capitales de corto plazo pueden incrementar la inestabilidad económica se recomienda el mantenimiento de cierta cautela en el proceso de liberalización de la cuenta capital<sup>6</sup>.

Desde una visión más cercana a las ideas de Keynes se sostiene que la existencia de incertidumbre no probabilística que rodea a las transacciones económicas —vinculada al estado de confianza de los inversores y a la precariedad del conocimiento sobre los escenarios futuros— no permite que los mercados revelen la realidad subyacente y converjan a un equilibrio predeterminado. En el ámbito de las finanzas este punto se

---

<sup>6</sup> En línea con esta postura, en un artículo reciente que trata sobre los beneficios incumplidos en el marco de la liberalización financiera, Stiglitz (2005) señala que la integración con los mercados de capitales puede llevar a resultados contrarios a los predichos por la teoría; básicamente, a una mayor volatilidad de las principales variables y a menores niveles de actividad e inversión. Siguiendo a Stiglitz, la volatilidad se encuentra vinculada a la prociclicidad de los flujos de capitales de corto plazo, al debilitamiento de los estabilizadores automáticos asociados a los ajustes endógenos de la tasa de interés y a las dificultades que se presentan para la instrumentación de políticas monetarias anticíclicas en contextos de apertura completa de la cuenta capital. Entre los factores que explican los menores niveles de actividad e inversión aparecen: la suba en la prima de riesgo país (y su impacto sobre la tasa de interés) producida por la mayor volatilidad económica; las mayores tasas de interés que se requieren para frenar los sucesos de salidas de capitales; la miopía de los capitales de corto plazo y su efecto disciplinador sobre las autoridades; y los límites que se presentan para financiar inversiones de largo plazo en la economía real a través de fondos que pueden salir del país en cualquier momento.

torna particularmente relevante en tanto afecta a transacciones que involucran promesas de pago futuras. A su vez, dado que el precio de los activos financieros tiende a estar asociado a las expectativas de corto plazo y no a los “fundamentos” básicos de la economía, la apertura plena de la cuenta capital puede distorsionar los valores que adopten, por ejemplo, la tasa de interés y el tipo de cambio y afectar el sendero de crecimiento de largo plazo<sup>7</sup>. En virtud de lo anterior tiende a apoyarse la utilización de restricciones sobre la cuenta capital a los efectos de colaborar en el manejo de la política monetaria y evitar los desequilibrios causados por el exceso de entradas de capitales (Carvalho y Sicsú, 2004a)<sup>8</sup>.

En otro plano, las restricciones pueden justificarse en base a las limitaciones que la liberalización financiera irrestricta introduce sobre las prácticas cotidianas de las autoridades económicas. Por ejemplo, la simple mención por parte del gobierno de una medida de carácter progresivo que apunte a alterar el *statu quo* (desde nuevas normas que castiguen la polución industrial hasta cambios en materia de tributación) podría ser correspondida con una súbita salida de capitales, llevando a una corrida cambiaria y/o bancaria que anule o postergue, en el mejor de los casos, los planes de las autoridades.

En particular, es conocida la pérdida de grados de libertad en el manejo de la política monetaria y cambiaria. La postura tradicional hace referencia al “trilema de la imposibilidad”, que sostiene que en un contexto de libertad plena para la movilidad de los capitales resulta virtualmente imposible controlar simultáneamente la paridad cambiaria y la tasa de interés de política. En este marco se recomienda la adopción de tipos de cambio flexibles para mantener las riendas de la política monetaria y eliminar

---

<sup>7</sup> Este punto es determinante en economías chicas y abiertas, como la Argentina, en las que los flujos de capitales tienden a estar desvinculados del movimiento de la economía real y son de magnitud considerable con relación al tamaño de los mercados financieros domésticos.

<sup>8</sup> En “La auto-suficiencia nacional” Keynes analizó la cuestión de la pérdida de soberanía económica en un contexto de libre movilidad de capitales. En uno de sus pasajes sostiene que “la transformación de la sociedad que preferentemente entreveo, puede requerir una reducción en la tasa del interés, hasta el punto en que se desvanezca dentro de los próximos años. Pero esto es muy poco probable que ocurra bajo un sistema en el que la tasa del interés encuentra, bajo el funcionamiento de las fuerzas financieras normales y concediendo lo necesario por riesgo, etc., un nivel uniforme en todo el mundo. Así [...] el internacionalismo económico, que comprende el libre movimiento de capital, de fondos prestables y de mercaderías, puede condenar a este país, por una generación venidera, a un grado mucho más bajo de propiedad material que el que pudiera alcanzarse bajo un sistema diferente” (Keynes, 1934: 182).

los problemas de crisis de balanza de pagos asociados a los regímenes fijos<sup>9</sup>. Más allá de la cuestionable validez del teorema<sup>10</sup>, el levantamiento del “axioma” que considera a la irrestricta movilidad de capitales como un dato inexpugnable puede permitir un mejor manejo combinado de ambos instrumentos, como parte de un enfoque cambiario alejado de los extremos<sup>11</sup>. Al respecto, el caso de Chile en los noventa (véase sección 4) muestra que el manejo de la cuenta capital puede colaborar para el alcance de un mayor control sobre el tipo de cambio en paralelo con la utilización del instrumental monetario.

En esta línea, es preciso tener en cuenta que la libre movilidad de capitales puede restringir el manejo autónomo de la política monetaria en períodos de escasez (abundancia) de fondos líquidos en el sistema financiero internacional. Este aspecto se encuentra íntimamente vinculado al desempeño económico y a las políticas adoptadas en las economías centrales. Así, una suba en las tasas de interés en Estados Unidos puede llevar a una salida de capitales hacia dicha plaza, ocasionando serias distorsiones en economías que mantienen un perfil de endeudamiento sesgado hacia el corto plazo. El punto adquiere una relevancia central ya que, en general, se trata de países con monedas inconvertibles internacionalmente —es decir, que fuera de sus fronteras no cumplen con las funciones de reserva de valor, medio de pago y unidad de cuenta— que sufren particularmente las fugas hacia la calidad y que no emiten deuda externa en moneda doméstica (Prates, 2005). En otros términos, puede sostenerse que mientras que los países centrales son *policy makers*, los de la periferia se comportan como *policy takers* (Ocampo, 2001). En este marco, los ciclos de auge y colapso de las economías en desarrollo suelen vincularse a los flujos de cartera y de corto plazo, por lo que no sólo la magnitud sino también su composición contribuyen a generar vulnerabilidad externa. Es por ello que, según la CEPAL (1999: 7), “las economías en desarrollo y en transición deben conservar el derecho a desincentivar o

---

<sup>9</sup> Las posturas más extremas sostienen que los regímenes flotantes tornan innecesario el uso de restricciones sobre la cuenta capital. Aquí se asume que las entradas o salidas bruscas de capitales generan por sí solas los incentivos para que, con posterioridad, se produzca un movimiento contrario de los flujos involucrados. No obstante, este razonamiento ignora la influencia del tipo de cambio sobre las expectativas de los agentes, sus repercusiones patrimoniales sobre los deudores endeudados en dólares y las rigideces que en general muestran las economías para adaptarse a los nuevos precios relativos.

<sup>10</sup> Para una crítica del mismo, véase Frenkel y Rapetti (2005).

<sup>11</sup> Vale la pena tener presente que incluso con regímenes cambiarios flexibles y libre movilidad de capitales pueden existir límites significativos para el manejo de la política monetaria. Al respecto, véase Tobin (1978).

controlar la entrada de capitales, sobre todo en períodos de gran afluencia, y de hacer otro tanto con respecto a la salida de capitales en casos de graves crisis”.

## Recuadro No. 1

### Discusiones adicionales

Los partidarios de la liberalización plena tienden a sostener que —incluso si las restricciones fueran deseables en algún sentido— los costos involucrados y la existencia de diferentes prácticas de evasión y elusión descartan la utilización de herramientas para el manejo de la cuenta capital. Quienes apoyan estas ideas —sustentadas en base a una serie de argumentaciones que no están lo suficientemente probadas, pero que tienden a validarse a partir de un simple proceso de repetición al interior de los ámbitos académicos y políticos— son en general los mismos que realzan el destino inexorable de la integración irrestricta y, en otro nivel, el predominio inevitable de los mercados por sobre los estados.

En cuanto a los costos, se argumenta que la utilización de restricciones constituye un impedimento para gozar los beneficios asociados a la liberalización. Ello tiene como contrapartida un menor crecimiento, una reducción de la disciplina gubernamental y de la eficiencia asignativa y mayores niveles de corrupción y despilfarro (Neely, 1999). Este punto no merece demasiados comentarios. Como se observó anteriormente, muchos de los problemas que redundan en bajas tasas de crecimiento se encuentran asociados a la liberalización financiera irrestricta de las economías; como contrapartida, países como China, con restricciones sobre la cuenta capital, muestran actualmente elevadas tasas de crecimiento y significativos ingresos de IED. Además, no está probado que la integración financiera garantice *per se* soluciones óptimas en materia de asignación de los recursos o que redunde en menores niveles de corrupción. Otros argumentos hacen alusión a que las restricciones conllevan una menor oferta de fondos en los mercados de crédito domésticos y están asociadas a mayores tasas de interés. Pero aquí no queda del todo claro, por ejemplo, cuál es el efecto sobre estas últimas de verificarse una baja en la prima de riesgo país como consecuencia de una mejora en la performance macroeconómica. A su vez, en contextos de inestabilidad de los mercados internacionales la tasa de interés de un país completamente liberalizado puede superar a la de uno que posea restricciones sobre la cuenta capital.

El otro punto controversial hace referencia a la posibilidad de que las herramientas se vuelvan inefectivas dado que, con el tiempo, los operadores hallan formas de evitarlas (véase Neely, 1999 y Garber, 1998). Algunos de los canales utilizados incluyen: 1) la subfacturación y sobrefacturación de importaciones y exportaciones; 2) la demora o la aceleración en el pago y cobro de importaciones y exportaciones; 3) el ingreso y egreso de divisas por el mercado informal; 4) la utilización de herramientas de ingeniería financiera —derivados—; y 5) la utilización de mercados secundarios para el aprovechamiento de ciertas exenciones —así, por ejemplo, la IED puede requerir de regulaciones adicionales para poder distinguirla de lo que es la inversión de portafolio. (...)

Continuación (...)

En rigor se trata de una discusión que excede al manejo de la cuenta capital. La problemática del salteo de las regulaciones afecta, en mayor o menor medida, a todas y cada una de las economías, alcanzando a otras esferas, como la tributaria. Ello no implica desmerecer la existencia de maniobras de elusión y evasión; por el contrario, resulta sumamente importante incorporar todos los ajustes necesarios para eliminarlas o, al menos, minimizarlas —entre las medidas tendientes a morigerar muchos de estos problemas aparecen las restricciones cuantitativas al financiamiento de las operaciones de comercio exterior (Neely, 1999) y la regulación de los instrumentos derivados (UNCTAD, 1998; Baker, 2002; Stiglitz, 2000).

En otro nivel, independientemente de la existencia de dichas prácticas, no debe soslayarse el poder disuasivo que las técnicas de manejo de la cuenta capital suelen ejercer sobre aquellos inversores que tienden a involucrarse en operaciones de tipo especulativo. Por último, cabe mencionar que para el caso de Chile, por ejemplo, la evidencia no es concluyente respecto de que las restricciones hayan sido evadidas en gran escala y de manera creciente (French-Davis, 2004).

### **3. Herramientas disponibles**

#### **3.1 Caracterización**

Las herramientas para el manejo de la cuenta capital incluyen alguna(s) o la totalidad de las transacciones involucradas (IED, inversión de portafolio u otra inversión) y se distinguen, generalmente, en restricciones a la *entrada* y a la *salida* de capitales, dependiendo de la dirección de los flujos comprendidos (pueden ser aplicadas a no residentes y también sobre los residentes del país). La distinción entre restricciones al ingreso y al egreso no siempre es nítida, pudiendo ocurrir que medidas que restrinjan la repatriación de capital hacia el exterior sirvan para desincentivar el ingreso de nuevos fondos. En un sentido contrario, requisitos de permanencia para el capital foráneo que afecten a los fondos previamente ingresados al país pueden incluirse dentro de la categoría de restricciones a la salida.

La clasificación más habitual suele diferenciar a las herramientas en indirectas y directas (Ariyoshi et al., 2000). Las *indirectas* se basan en el mecanismo de precios y han sido generalmente adoptadas en momentos de significativa afluencia de fondos

externos<sup>12</sup>. Aquí se incluyen, entre las más conocidas, los desestímulos tributarios y los depósitos compulsivos. Las *directas* (administrativas o cuantitativas) se aplican fundamentalmente en situaciones caracterizadas por reversiones abruptas de los flujos de capitales y contemplan la utilización de prohibiciones o límites explícitos destinados a reducir los grados de libertad para la gestión privada de los portafolios como, por ejemplo, la necesidad de contar con una autorización para la obtención de préstamos externos o límites mínimos para la maduración de las inversiones.

Dos tipos de regulaciones domésticas se encuentran emparentadas con las transacciones de la cuenta capital: los controles de cambios y las normas prudenciales de regulación financiera. Los *controles de cambios* introducen restricciones al comercio de monedas y pueden presentarse bajo la forma de licencias para la adquisición de divisas destinadas a la importación de bienes de lujo o plazos máximos de liquidación de dólares de las exportaciones, entre otras modalidades. Dentro del conjunto de *regulaciones financieras de carácter prudencial* que afectan (indirectamente) a las transacciones financieras con el exterior aparecen los requisitos de información, las restricciones a la posición de moneda extranjera de los bancos y los límites o prohibiciones al otorgamiento de créditos a no residentes.

La estrecha conexión entre las restricciones a la cuenta capital y los otros instrumentos de política, como los de regulación prudencial del sistema financiero, puede llevar a que, en la práctica, la estricta separación entre instrumentos no pueda ser mantenida de manera clara. Un ejemplo de ello son los encajes bancarios a depósitos de no residentes, que pueden ser considerados como una medida de política monetaria pero que también influyen sobre los incentivos al ingreso de capitales foráneos. A su vez, en tanto afectan la calidad de los balances de las instituciones financieras, pueden ingresar en la categoría de medidas de regulación prudencial<sup>13</sup>.

Es por ello que Epstein et al. (2003) prefieren hacer referencia a un enfoque de políticas complementarias que contemple la utilización de restricciones a la cuenta capital (incluyendo los controles cambiarios) y las regulaciones prudenciales del sistema financiero doméstico. En este esquema, un manejo integrado de la cuenta

---

<sup>12</sup> Como se verá más adelante, Malasia constituye una excepción al aplicar un esquema de restricciones a la salida que incluyó medidas de este tipo (véase sección 4.3).

<sup>13</sup> Una enumeración de algunas de las herramientas disponibles puede ser consultada en UNCTAD (1998).

capital puede colaborar para reducir la severidad de una técnica en particular y amplificar la efectividad de las medidas en su conjunto<sup>14</sup>. De esta forma se facilita la tarea de reducir el riesgo macroeconómico y sistémico. Siguiendo esta línea, Grabel (2003) señala que, en ciertos contextos, la implementación de controles cambiarios disminuye los riesgos de una corrida contra la moneda y puede coadyuvar para detener una fuga de capitales y evitar el colapso del sistema bancario<sup>15</sup>.

En cuanto al horizonte de aplicación, la utilización de las herramientas puede ser *permanente* o *temporaria*. El enfoque *permanente* suele presentarse como un componente central dentro de la estrategia de desarrollo de un país y prevalece en aquellos casos en que las autoridades locales evalúan de manera desfavorable el balance de pros y contras de la integración financiera plena con el resto del mundo. En este esquema se parte de la premisa de que los mercados financieros, domésticos e internacionales, son imperfectos y no reflejan los “fundamentos” de las economías, constituyéndose, además, en canales de transmisión privilegiados de la inestabilidad mundial hacia los países en desarrollo. El carácter de permanencia hace alusión al esquema en su totalidad y no necesariamente a cada medida en particular. En teoría, ello permitiría concebir un dispositivo flexible y dinámico, pasible de ser modificado en función de los cambios del ambiente económico y del aprendizaje con el uso de las técnicas de manejo de la cuenta capital.

En contraposición, en el enfoque *temporario* sólo se asume la utilización de ciertas herramientas mientras no estén dadas las condiciones para la apertura definitiva de la cuenta capital. Desde esta perspectiva, ellas representan un mal necesario a ser abandonado tan pronto puedan alcanzarse las condiciones para la integración definitiva. Se trata, según la visión del *staff* del FMI, “del pensamiento corriente de la institución en lo que respecta a la liberalización de la cuenta capital” (IMF, 2005: 90). Allí se contempla la posibilidad de implementar restricciones transitorias —e indirectas— sobre la cuenta capital, como parte de un esquema gradual de apertura que permita disponer del tiempo necesario para el alcance de ciertos prerrequisitos

---

<sup>14</sup> En el presente trabajo se adopta la perspectiva de dichos autores, quienes hacen alusión a las “técnicas de manejo de la cuenta capital”.

<sup>15</sup> En casos de crisis del sector externo las autoridades pueden limitar el acceso al mercado de divisas mediante la implementación de herramientas directas. También pueden actuar de manera preventiva a través del sistema bancario, por ejemplo, restringiendo la posibilidad de que los no residentes reciban préstamos en moneda local o mantengan depósitos bancarios en el país.

compatibles con la capitalización de los beneficios de la apertura financiera. Entre ellos se incluyen: la inexistencia de dominancia fiscal, un sistema financiero sólido y bien regulado, la adopción de un tipo de cambio flotante y un "buen gobierno" —que contempla conceptos tales como el control de la corrupción y mayores niveles de transparencia<sup>16</sup>.

Desde una mirada crítica, no parece quedar del todo claro que en economías periféricas los tipos de cambio flotantes o los "buenos gobiernos" permitan disminuir por sí solos la volatilidad vinculada a las asimetrías del sistema monetario y financiero internacional. Además, como señala Ocampo (2005: 107-108)<sup>17</sup>, una rigurosa regulación y supervisión prudencial del sistema financiero, "[...] no soluciona totalmente los problemas de inestabilidad. De hecho, los ciclos de auge y colapso son inherentes a los mercados financieros"<sup>18</sup>. En esta línea, el propio Informe de Comercio y Desarrollo del año 1998 menciona que:

*"El manejo de los activos y pasivos externos de un país se vincula a muchas dimensiones de política económica, como los buenos "fundamentos" macroeconómicos, una efectiva regulación y supervisión financiera y, aún, un "buen gobierno". La experiencia muestra, sin embargo, que esas son condiciones necesarias pero no suficientes para evitar crisis financieras. También nos muestra que tienen un papel central las políticas específicas [...], fundamentalmente los controles de capitales, pero también otras medidas designadas para influir sobre el crédito y las tenencias de activos" (UNCTAD, 1998: 101; traducción propia).*

### **3.2 La experiencia de los países desarrollados**

En la sección siguiente se analizan algunas experiencias de países en desarrollo que utilizaron herramientas de manejo de la cuenta capital durante los noventa. No obstante, antes de incursionar en este punto puede resultar útil reflejar algunos casos

---

<sup>16</sup> En el corazón de este "aggiornamento fondomonetarista" se encuentran, además de las fuertes críticas recibidas a raíz de los magros resultados verificados con la liberalización de las economías emergentes, la existencia de otras experiencias como la de Chile o Malasia que aplicaron exitosamente restricciones sobre la cuenta capital (véase sección 4). A su vez, los interesantes resultados de la experiencia de Malasia (con medidas que apuntaban a contener la salida), parecerían haber jugado a favor del reconocimiento por parte del Fondo de aquellos esquemas menos restrictivos, como el aplicado en Chile.

<sup>17</sup> Véase también Rodrik (1998).

<sup>18</sup> Incluso países con "buenos gobiernos" —como Suecia o Noruega— o con "finanzas sólidas" —como Estados Unidos— no han podido evitar las crisis (Stiglitz, 2000).

interesantes de países desarrollados, como los de Europa Occidental o Japón, que aplicaron restricciones al ingreso y egreso de fondos (fundamentalmente de tipo administrativo) durante la segunda mitad del siglo pasado<sup>19</sup>. La mención que sigue es eminentemente ilustrativa y sirve para visualizar algunas de las herramientas utilizadas por los países centrales. De todas formas, como nota de color, resulta interesante observar que países como Argentina, Chile o Uruguay liberalizaron sus cuentas de capital con anterioridad a que lo hicieran países como Gran Bretaña, con niveles de desarrollo de las finanzas —y de la economía en general— sustancialmente más profundos a los de cualquier nación de la periferia.

Japón, por ejemplo, utilizó restricciones a principios de los setenta con el objeto de estabilizar el tipo de cambio. Para regular las entradas se desincentivó el anticipo de cobros por exportaciones (un típico control cambiario) y se impuso un depósito compulsivo para las cuentas de no residentes en los bancos locales. Entre las medidas que apuntaron a contener las salidas aparece la prohibición para la compra de valores de corto plazo de otros países y para la utilización de cuentas en moneda extranjera en bancos del exterior por parte de los residentes. Las restricciones al ingreso se intensificaban en momentos de mayor oferta de fondos, en tanto que las destinadas a evitar el egreso eran endurecidas ante la amenaza de una fuga de capitales. Francia, por su parte, utilizó controles de cambios y restricciones directas a la salida de capitales; las herramientas fueron especialmente reforzadas en momentos críticos como los que acompañaron a los acontecimientos políticos de 1968. Alemania y los Países Bajos mantuvieron restricciones hasta principios de la década del setenta, mientras que Gran Bretaña e Italia las utilizaron hasta el año 1979 y comienzos de los noventa, respectivamente (Carvalho y Sicsú, 2004b).

Estados Unidos, a contramano de lo que marca su prédica liberalizante, también recurrió a las técnicas para el manejo de la cuenta capital. Entre 1963 y 1974 utilizó una herramienta indirecta para evitar la salida de capitales originada en el diferencial de tasas de interés favorable a los instrumentos europeos. La restricción consistió en la utilización del denominado *Interest Equalization Tax (IET)*<sup>20</sup>: un impuesto variable

---

<sup>19</sup> Aunque las restricciones formaron parte de los esfuerzos de los países para reconstruir sus economías, en otro nivel, ellas se identificaban con un enfoque que apuntaba a preservar la autonomía de los gobiernos para la implementación de políticas económicas.

<sup>20</sup> Véase Neely (1999).

según la vida promedio del instrumento en cuestión<sup>21</sup>, que castigaba la compra de activos financieros de Europa Occidental, Japón, Australia, Sudáfrica y Nueva Zelanda. El mismo fue relajado en 1969 y definitivamente eliminado en 1974, luego de la ruptura del esquema de Bretton Woods.

De los países de Europa occidental España se presenta como la experiencia temporalmente más próxima. El manejo de la cuenta capital estuvo basado en restricciones a los flujos de corto plazo y se implementó como una respuesta a la significativa entrada de capitales registrada entre 1987 y 1989, con posterioridad a su ingreso a la Comunidad Económica Europea (CEE). Entre algunas de las medidas aplicadas (sobre los no residentes) aparecen la prohibición para adquirir títulos públicos de corto plazo en los mercados de futuros o con cláusulas de recompra y el requerimiento de autorización previa para la obtención de préstamos que superasen determinados montos y estuvieran pactados a plazos inferiores a los tres años<sup>22</sup>.

A principios de 1989 las autoridades españolas establecieron un encaje no remunerado del 20% sobre el incremento en las posiciones cortas de moneda extranjera del sector bancario, que se elevaba al 30% en el caso de los préstamos obtenidos por las personas físicas y las empresas en el exterior. Este aspecto del régimen aplicado en España es particularmente interesante ya que se presenta como el antecedente inmediato del esquema de requerimientos no remunerados (encaje) utilizado por algunos países en desarrollo durante los noventa, como Chile y Colombia (véase sección 4). De todas maneras, y más allá de la aparente efectividad de las medidas<sup>23</sup>, en febrero de 1992 fueron levantadas todas las restricciones al ingreso de capitales en cumplimiento de la normativa de la Comunidad Europea. El correlato de lo anterior se tradujo bajo la forma de una significativa entrada de capitales, fundamentalmente de corto plazo, una apreciación nominal de la moneda y un incremento en el riesgo percibido de una corrida especulativa, que terminaría materializándose en septiembre de 1992, en paralelo a la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME). Ello llevó a las autoridades a implementar una batería de medidas

---

<sup>21</sup> Mientras que la alícuota mínima le correspondía a las letras a un año (1,05%), a las de más largo plazo, como las acciones y bonos con plazos superiores a los 28 años, se les aplicaba el máximo gravamen estipulado (15%).

<sup>22</sup> Véase UNCTAD (2003).

<sup>23</sup> Existe evidencia de que contribuyeron a moderar el volumen de los ingresos de capital, especialmente los más volátiles, facilitando el manejo macroeconómico por parte de las autoridades (UNCTAD, 2003).

para contener las salidas y evitar las presiones para una suba en la tasa de interés<sup>24</sup>. Las mismas estuvieron vigentes hasta fines de noviembre, cuando España retoma definitivamente el sendero de la liberalización de la cuenta capital.

#### **4. La experiencia internacional reciente con el manejo de la cuenta capital**

A partir de la experiencia reciente se puede verificar la existencia de países que no aplicaron a rajatabla las recomendaciones de la comunidad financiera internacional y consiguieron resultados macroeconómicos más robustos que los que liberalizaron su cuenta capital de manera indiscriminada (Frenkel, 2003). Aquí se incluyen países como Chile y Colombia, que recurrieron a las herramientas en momentos de afluencia de capitales, Malasia, que también lo hizo en un escenario de fuga de capitales y desaceleración del nivel de actividad como el que siguió a la crisis asiática, y China (véase Recuadro No. 2), que ha mantenido restricciones significativas a la movilidad del capital en un régimen de política económica alejado de las recomendaciones de los organismos internacionales de crédito. Sobre la base de la experiencia reciente, esta sección se propone describir las principales herramientas de manejo de la cuenta capital utilizadas en los países mencionados, analizando el contexto de aplicación, los objetivos perseguidos y los resultados alcanzados. Si bien los propósitos e impactos de las políticas específicas difieren de país en país, el estudio de dichas experiencias constituye un aporte enriquecedor para Argentina a los efectos de evaluar las potencialidades de este tipo de instrumentos.

##### **4.1 Chile (1991-1998)<sup>25</sup>**

Las herramientas utilizadas formaron parte de un esquema más amplio destinado a desincentivar el ingreso de fondos y contrarrestar sus efectos contraproducentes sobre la economía doméstica<sup>26</sup>. En lo macroeconómico, inicialmente se apuntó a evitar una

---

<sup>24</sup> Las restricciones buscaban limitar la tenencia de pesetas de los no residentes que pudieran ser utilizadas para tomar posiciones contra la moneda doméstica. El instrumento aplicado consistió en un depósito compulsivo no remunerativo del 100% sobre la posición en moneda extranjera de los bancos locales y sobre los depósitos y préstamos a no residentes denominados en pesetas. También afectó a los pasivos denominados en pesetas de los bancos con subsidiarias y sucursales en el exterior (Ariyoshi et al., 2000).

<sup>25</sup> Una descripción detallada del instrumental utilizado puede hallarse en Ariyoshi et al. (2000), Ffrench-Davis (2004) y Le Fort y Budnevich (1996).

<sup>26</sup> Entre las medidas de mayor relevancia aparecen la liberalización de las salidas de capital, la utilización de una banda cambiaria destinada a introducir cierto "riesgo cambiario" que desalentase los flujos de corto plazo, el fortalecimiento de la regulación prudencial bancaria y el

apreciación real de la moneda que perjudicara la estrategia exportadora y preservar cierto grado de autonomía en el manejo de la política monetaria. Las mismas fueron pensadas como una forma de alterar el vínculo existente, bajo condiciones de libre entrada y salida de capitales, entre la suba de tasas de interés y la apreciación del tipo de cambio. De esta forma se buscaba influir sobre la demanda agregada y garantizar el equilibrio interno, aunque sin descuidar el equilibrio externo. Por otro lado, en el plano macroprudencial se trató de minimizar el riesgo de iliquidez asociado a cambios de dirección de los flujos de capital. Para ello se buscó estabilizar y alargar los plazos de los pasivos externos, privilegiando los de largo (IED) en detrimento de los de corto (portafolio).

El esquema utilizado era de tipo indirecto y se basaba en la aplicación de un depósito compulsivo no remunerado sobre el monto de los capitales provenientes del exterior. El costo de oportunidad que debían afrontar los inversores aumentaba con la alícuota establecida y con el lapso que los fondos debían permanecer inmovilizados en el Banco Central, en tanto que disminuía con el aumento del plazo de la inversión. El régimen se combinó con un requerimiento mínimo de permanencia de 1 año —medida de tipo administrativa— para todos los fondos ingresados del exterior<sup>27</sup>, con un impuesto del 1,2% sobre los préstamos externos inferiores a 12 meses (que en los hechos ya se venía aplicando sobre el crédito interno) y con otras medidas regulatorias, como la obligatoriedad de alcanzar calificaciones mínimas para la emisión de deuda externa<sup>28</sup>.

Las modificaciones en el nivel y el alcance del encaje apuntaron a encarecer el costo de las entradas de fondos de corto plazo teniendo en cuenta los cambios en el

---

mantenimiento de un significativo superávit fiscal. Respecto de este último punto, a menudo se sostiene que de esta forma se resta presión sobre las tasas de interés domésticas y se desincentiva el ingreso de capitales foráneos (Ariyoshi et al., 2000). De todas maneras, no debe descartarse que el resultado final sea contrario al esperado en tanto las medidas pueden despertar una mayor confianza de los mercados financieros y alentar, en consecuencia, el ingreso de fondos especulativos.

<sup>27</sup> Con excepción de los ADRs (certificados representativos de acciones de empresas chilenas que cotizan en Estados Unidos), que podían ser liquidados en cualquier momento. El requerimiento de permanencia incluía a los flujos de portafolio y a la IED. Para esta última, el plazo mínimo se reduce a 365 días luego de encontrarse en niveles más elevados en 1982 (10 años) y 1991 (3 años). Por su parte, para los fondos de inversión de capital externo —considerados como ingresos de cartera— la estadía mínima se elevaba a cinco años.

<sup>28</sup> Para los títulos emitidos por las empresas locales en los mercados internacionales se estipuló la obligatoriedad de contar con una maduración mínima promedio de cuatro años y una calificación de riesgo no menor a BB. De esta forma se buscó mejorar el perfil crediticio de los pasivos externos de las firmas y de la economía en su conjunto.

contexto internacional y la identificación de baches en la regulación. Originalmente (junio de 1991) se estableció un porcentaje del 20% para la totalidad de los créditos externos a ser depositado durante noventa días para el caso de instrumentos con plazos inferiores a tres meses y por un año para plazos superiores. El depósito debía constituirse en la misma moneda<sup>29</sup> involucrada en la transacción subyacente y era aplicable a todo los préstamos del exterior, incluyendo los comerciales y los vinculados a la IED.

Con la aparición de los primeros vacíos en la regulación se verificaron algunos ajustes en el instrumental utilizado. En principio fue ampliada la cobertura del requerimiento para contemplar las renovaciones de créditos. En 1992 se produce un cambio más profundo, al incluirse dentro de las transacciones gravadas con el encaje a los depósitos a plazo en moneda extranjera. Por otro lado se incrementa la alícuota al 30%, se extiende a un año el lapso del depósito con independencia del plazo del instrumento involucrado y se eleva (a Libor más 4%) el porcentaje a desembolsar para retirar los fondos del encaje<sup>30</sup>. De esta forma se pretendía disminuir el estímulo al arbitraje ante una suba en la tasa de política en un contexto de tasas de interés del mercado estadounidense en descenso y de un significativo crecimiento del PIB chileno (cercano al 15% en los 12 meses previos).

En julio de 1995 se amplió la cobertura del encaje para incluir las compras de ADRs en los mercados secundarios efectuadas por no residentes —la emisión primaria de acciones no se encontraba afectada—. Conviene aclarar que los recibos de depósitos estadounidenses o ADRs (American Depositary Receipts) pueden o no involucrar una nueva emisión de capital. Mientras que en el primer caso existe una colocación genuina de acciones en el mercado bursátil norteamericano por parte de una empresa residente, en el segundo sólo se trata de un cambio de propiedad entre residentes y no residentes, quienes convierten las acciones en ADRs antes de negociarlas en Estados Unidos. Las autoridades chilenas buscaron desalentar este tipo de operaciones para minimizar la presión sobre la moneda local en momentos de auge, apuntando también a la esfera macroprudencial, ya que los inversores pueden, ante

---

<sup>29</sup> A partir de enero de 1995 el encaje pasó a integrarse en dólares de forma obligatoria. Se buscaba evitar que, en un contexto de expectativas de apreciación cambiaria, se produjera una disminución en la carga afrontada por los inversores.

<sup>30</sup> Existía una alternativa al encaje que consistía en efectuar un pago al Banco Central calculado como la tasa Libor más un porcentaje anual sobre el monto del depósito no remunerado (originalmente era del 2,5%).

un cambio de expectativas, reconvertir los ADRs y vender las acciones en el mercado interno (Ffrench-Davis, 2004).

Por otro lado, aunque el encaje se estableció inicialmente para los instrumentos de deuda y no para las acciones, en 1996 se conformó un comité encargado de evaluar las inversiones catalogadas como IED —que siempre estuvieron exentas— buscando abortar aquellos proyectos especulativos disfrazados de inversión directa y someterlos al depósito compulsivo en los casos en los que correspondiera<sup>31</sup>.

La estrategia utilizada para contrarrestar las presiones apreciadoras sobre el tipo de cambio se complementó con una serie de medidas tendientes a facilitar las salidas de capitales, como la liberalización de los flujos de IED hacia el exterior<sup>32</sup> y la gradual flexibilización de los requisitos para la realización de préstamos a otros países. Con el mismo espíritu se ampliaron los límites para las inversiones externas de los inversores institucionales, en particular para el caso de los fondos de pensión, que en febrero de 1999 ya podían invertir en el exterior hasta un 16% de sus activos, un porcentaje sensiblemente superior al 1,5% de comienzos de 1992. Cabe mencionar que este tipo de medidas pueden resultar inocuas para disminuir la presión sobre el tipo de cambio —e incluso pueden acrecentarla—. Ello puede ocurrir si la liberalización de las salidas incrementa la confianza de aquellos inversores más vinculados a la especulación, de forma tal que, en lugar de un egreso, se termina verificando un ingreso neto de divisas.

En otro orden, y más allá de algunas críticas puntuales<sup>33</sup>, la literatura presenta evidencia suficiente en cuanto a que las herramientas fueron efectivas al permitir<sup>34</sup>: a) alterar la composición de los pasivos externos en favor de los de más largo plazo — que han probado ser más estables que los de corto—; b) influir sobre el volumen total de los flujos ingresados; c) mantener un diferencial entre las tasas de interés domésticas y las internacionales —dejando un espacio para la política monetaria—; y d) evitar una mayor apreciación real del tipo de cambio *vis-à-vis* otros países de la

---

<sup>31</sup> Los flujos de IED se encontraban afectados por el plazo mínimo de permanencia para evitar su venta en los mercados secundarios (en el corto).

<sup>32</sup> En agosto de 1994 se levantan todas las restricciones para la remisión de utilidades al exterior de la IED instalada en el país.

<sup>33</sup> Véase, por ejemplo, Edwards (1999), Laurens y Cardoso (1998) y Forbes (2003).

<sup>34</sup> Véase al respecto Ffrench-Davis y Villar (2004), Le Fort y Lehman (2003), Gallego et al. (1999), Palma (2000).

región que no establecieron restricciones al ingreso de capitales, principalmente en el período anterior a la crisis del Tequila.

Respecto de la significativa apreciación del período 1995-1997 (cercana al 16%), es posible señalar que “el Banco Central no mostró en ese campo suficiente compromiso con la defensa de un tipo de cambio competitivo para la economía nacional y de equilibrio externo (o se consideró incapaz de cumplirlo) y privilegió el objetivo de control inflacionario, que era facilitado por la apreciación cambiaria [...]. De este modo, el mantenimiento del encaje con una tasa y cobertura invariables y/o el hecho de no complementarlo con otras medidas se tornó insuficiente frente a la nueva afluencia de capitales en 1996-1997. Un fortalecimiento de este tipo de medidas era altamente recomendable en esa coyuntura [...]” (Ffrench-Davis, 2004: 295-296).

Como respuesta a la crisis asiática y a la retracción de los flujos de capitales hacia las economías emergentes el esquema comienza a ser desmantelado por las autoridades y, en septiembre de 1998, la alícuota del encaje se establece en el 0%. Lo que en teoría parecía ser una adaptación al contexto internacional terminó derivando en la eliminación del encaje (aunque las autoridades señalaban lo contrario). De todas formas, es con la firma del Tratado de Libre Comercio entre Chile y Estados Unidos (2002) que su utilización pasa a estar severamente restringida. En este caso, la imposibilidad de establecer límites a los fondos provenientes desde aquella economía elimina virtualmente el manejo de la cuenta capital respecto de terceros países, dadas las dificultades que existen para identificar y gravar las operaciones trianguladas desde territorio norteamericano.

A modo de conclusión, es posible sostener que las herramientas aplicadas en Chile durante los noventa formaron parte de un esquema emparentado con la lógica del “enfoque integrado de la cuenta capital” (véase sección 3.1) en tanto —más allá de las restricciones mencionadas— la economía no parece haberse alejado del sendero de la liberalización como objetivo de largo plazo. Según Massad<sup>35</sup> (2003: 4) las regulaciones “se habían impuesto para evitar apreciar al tipo de cambio durante un ciclo de política restrictiva. Sin embargo, la madurez del sistema financiero chileno y la credibilidad en las políticas del Banco Central permitieron eliminarlas”.

---

<sup>35</sup> Presidente del Banco Central de Chile durante los períodos (septiembre 1996-diciembre 1996) y (diciembre 1997-marzo 2003).

De todas formas, las enseñanzas del manejo de la cuenta capital en Chile contienen una riqueza indiscutible. En el haber, puede decirse que se trata de un país que pudo aprender de las lecciones negativas del anterior ciclo de endeudamiento y que, sorprendiendo a la comunidad financiera internacional, aplicó exitosamente restricciones al ingreso de carácter preventivo, como parte de un esquema dinámico potencialmente adaptable a los cambios en la coyuntura internacional y a los vacíos de regulación que se iban identificando. Esto se observa principalmente en la primera parte de la década.

Los aspectos que se presentan en el debe se observan fundamentalmente con posterioridad al tequila y hacen referencia a la falta de disposición por parte de las autoridades para adecuar el esquema al contexto internacional que siguió a dicha crisis, es decir, a la laxitud de las regulaciones vinculadas a la salida. Esto último se constituyó en un canal de contagio relevante de las crisis financieras de 1997-1998. Como señala Ffrench-Davis (2004: 276) en este momento “[...] se intensificó más aún “la inversión hacia el exterior”, tanto por parte de empresas locales como de los fondos de pensión [...]. En el caso de las segundas, se hizo uso de los canales abiertos durante el período de auge, para enviar al exterior una parte significativa del ahorro de los trabajadores chilenos”.

#### **4.2 Colombia (1993-2000)<sup>36</sup>**

El espíritu del esquema utilizado en Colombia presenta muchas similitudes con el caso chileno, tanto en lo que respecta al contexto de implementación (extremada liquidez mundial y reformas estructurales domésticas) como a los objetivos e instrumentos utilizados. Las restricciones estuvieron basadas en un esquema indirecto de carácter preventivo que reemplazó a una serie de medidas administrativas heredadas de años anteriores, entre las que se incluían normas severas respecto del uso final de los recursos captados del exterior, que sólo podían destinarse a operaciones comerciales o de inversión.

En este nuevo esquema la IED estuvo liberalizada casi por completo<sup>37</sup> y se facilitó la salida de capitales hacia el exterior para moderar las tendencias hacia la apreciación

---

<sup>36</sup> El relato de la experiencia de dicho país está basado en Ariyoshi et al. (2000), Epstein et al. (2003), Ocampo y Tovar (2003) y Villar y Rincón (2000).

<sup>37</sup> Sólo existían algunas limitaciones puntuales para la inversión directa en sectores como la defensa y la seguridad nacional y los vinculados al procesamiento, disposición y desecho de

del peso<sup>38</sup>. Todos los empréstitos del exterior, incluyendo los créditos comerciales de corto plazo, estaban obligados a registrarse en el Banco Central, debiendo conservarse por un plazo de dos años todos los documentos y la información que sustentaban las operaciones con el fin de que las autoridades pudieran ejercer el control y vigilancia necesarios sobre el mercado cambiario.

El esquema se centró en la constitución de un encaje no remunerado sobre las operaciones de endeudamiento externo en moneda extranjera basado en su plazo de vencimiento, que debía depositarse en el Banco Central por un período de tiempo determinado (inicialmente fue de 12 meses, extendiéndose a 18 meses en 1996)<sup>39</sup>.

La esencia del régimen no se vio modificada durante el período considerado, aunque sí lo hicieron sus parámetros específicos atendiendo a la coyuntura macroeconómica y al contexto internacional. En un primer momento (septiembre de 1993) las operaciones de préstamo con plazo de cancelación inferior a 18 meses estaban alcanzadas con un encaje del 47%<sup>40</sup>. En marzo de 1994, luego de la entrada en vigencia de la banda cambiaria y en coincidencia con el propósito de mantener las variables monetarias bajo control, el período mínimo de las operaciones gravadas se estableció un escalón más arriba (tres años) y, dentro de este rango, se diferenció a los préstamos inferiores a uno, dos y tres años, estipulándose una alícuota del 93%, 64% y 50%, respectivamente. Los requerimientos fueron nuevamente modificados en agosto de

---

basuras tóxicas. En las restantes actividades, la única obligación para los inversores consistía en canalizar las operaciones en divisas a través del mercado cambiario y registrarlas en el Banco Central. Según el FMI, al estar exceptuada del encaje se generaron incentivos para sustituir deuda por IED, por ejemplo, mediante la creación de compañías vinculadas en paraísos fiscales en el exterior (IMF, 2005).

<sup>38</sup> Adicionalmente, para evitar los efectos adversos sobre el tipo de cambio las autoridades colombianas recurrieron a la utilización de una variedad de estrategias, como la esterilización limitada de los flujos y el manejo de la tasa de cambio, que incluyó un régimen de flotación administrada o *managed float* (entre junio de 1991 y febrero de 1994) y una banda cambiaria del tipo *crawling band* (entre febrero de 1994 y septiembre de 1999). En octubre de este último año se implementó la libre flotación de la moneda en el marco de un esquema de “inflación objetivo”.

<sup>39</sup> La mayor parte de las operaciones de financiamiento del comercio exterior no se encontraban afectadas por el encaje, aunque sí lo estaba el endeudamiento público externo. Por otro lado, las autoridades prohibieron la obtención de créditos en moneda extranjera destinados a financiar al sector de la construcción de vivienda cuando el plazo para el pago del capital fuera inferior a los 24 meses (Banco de la República de Colombia, 1993).

<sup>40</sup> El encaje debía establecerse en dólares para evitar la realización de ganancias por tenencia en un contexto de apreciación de la moneda local. No obstante, la devolución del depósito era efectuada en pesos colombianos. Al igual que en Chile, el encaje podía ser evitado mediante el pago de una tasa de descuento.

1994; allí comienzan a ser gravados los préstamos menores a los 30 días con un encaje máximo de 140% y, para los que tenían un vencimiento menor a los 60 meses, con un encaje mínimo de 42%. Con estas últimas medidas se eliminaron los incentivos para el endeudamiento en el exterior a plazos inferiores a los 36 meses.

En 1997, en el marco de una significativa oleada de fondos del exterior que ya había amenazado con romper el piso de la banda cambiaria un año atrás, se establece un impuesto explícito a las operaciones de endeudamiento externo en moneda extranjera<sup>41</sup>. La medida estuvo vigente sólo durante dos meses al declararse la inconstitucionalidad del Decreto No. 80/97 —sobre el que se basaba su aplicación—. En el mismo se consagraba el Estado de Emergencia Económica y Social para “evitar que algunas operaciones financieras tengan efectos indeseables sobre la economía, tales como la revaluación de la moneda nacional”.

En este contexto las autoridades económicas implementaron un encaje uniforme del 30% por un período de 18 meses para la totalidad de los préstamos en moneda extranjera con independencia de su vencimiento —ello implicó un mayor impuesto equivalente para las operaciones de menores plazos—. Esta medida le confirió al esquema una mayor dosis de simplicidad y permitió neutralizar la afluencia de capitales de dicha coyuntura (Ocampo y Tovar, 2003). No obstante, el menor ritmo de ingreso de capitales y las fuertes presiones para la devaluación del tipo de cambio (vinculadas a los acontecimientos que siguieron a la crisis asiática) llevaron a que las autoridades redujeran gradualmente la alícuota del requerimiento y, ya en mayo de 2000, la misma queda prácticamente eliminada al establecerse en el 0%.

En general, la literatura tiende a aceptar la efectividad macroprudencial de las herramientas. Al igual que Chile, Colombia integra el grupo de países que lograron alargar la maduración del stock de deuda externa y cambiar la composición de la cuenta capital a favor de otros tipos de financiamiento, como la IED (Ariyoshi et al., 2000). Según Ocampo y Tovar (2003), el esquema aplicado en Colombia —de fácil

---

<sup>41</sup> Se encontraban gravadas por el impuesto las personas o entidades que obtuviesen créditos o cualquier otra forma de financiación en moneda extranjera, incluyendo la colocación de títulos valores en los mercados internacionales y la financiación de importaciones de bienes. La base imponible estaba constituida por el valor del desembolso del crédito y la alícuota dependía de la diferencia entre una tasa de interés doméstica representativa y la tasa LIBOR (más la tasa de devaluación anual). Así, si el resultado de la operación era inferior o igual a cero, la tarifa del impuesto sería nula. Entre cero y cuatro puntos porcentuales la tarifa sería del 1%. Entre ocho y doce puntos, la misma sería del 3%. Así sucesivamente hasta llegar a los veinticuatro puntos porcentuales, a partir de lo cual la tarifa sería del 8% (Decreto 81 de 1997).

aplicación, no discrecional y preventivo— resultó efectivo para restringir las entradas de capital y mejorar la estructura de la deuda externa, llevando de esta forma a una menor vulnerabilidad del país a la reversión súbita de los capitales. Por otro lado, a pesar de que el consenso no es absoluto respecto de la eficacia macroeconómica, Villar y Rincón (2000) encuentran que, en una economía abierta con escasa autonomía monetaria, las medidas fueron efectivas al permitir aumentos en la tasa real de interés interna sin generar presiones para la apreciación real del peso colombiano.

### **4.3 Malasia (1994 y 1998)<sup>42</sup>**

#### **4.3.1 Las restricciones a la entrada (1994)**

Malasia es una de las experiencias más citadas en lo que respecta a la implementación de herramientas para contener las salidas. De todas formas, resulta útil mencionar que dicho país aplicó exitosamente restricciones al ingreso de capitales, de carácter exclusivamente administrativo y de duración limitada (estuvieron en vigencia 8 meses). Las principales herramientas consistieron en el establecimiento de límites máximos al endeudamiento externo de los bancos situados en Malasia (excluyendo deudas relacionadas con el comercio o la IED) y en la prohibición para la venta a no residentes de activos financieros con plazos de vencimiento inferiores al año.

Las medidas no sólo mejoraron el perfil de vencimientos de la deuda externa (Rodrik y Velasco, 1999) sino que también probaron ser sumamente efectivas para reducir los ingresos netos de capitales privados. Las cifras muestran que los flujos netos de capital privado (como proporción del PIB) cayeron no menos de dieciocho puntos del producto entre 1993 y 1994, estableciéndose en niveles inferiores al 10%. Un aspecto central de la estrategia de las autoridades, complementario a las restricciones cuantitativas, fue la preservación de bajas tasas de interés (fundamentalmente en el segmento bancario) como forma de desincentivar el arbitraje de tasas con fondos provenientes del exterior.

Siguiendo a Palma (2000: 331; traducción propia) “como las medidas fueron tan drásticas e incluían un fuerte componente cuantitativo, el efecto no sólo fue inmediato sino dramático; es así que en septiembre del mismo año algunos de los controles

---

<sup>42</sup> La descripción de la experiencia se basa en Ariyoshi et al. (2000) y Ocampo (2002), Carvalho y Sicsú (2004b), Kaplan y Rodrik (2001) y UNCTAD (2003).

comenzaron a relajarse y al final del mismo la mayoría había desaparecido [...]. La agudeza y persistencia del shock parece haber tenido un efecto más duradero que un esquema (continuamente retocado) como el aplicado en Chile. Cuando una drástica acción es requerida, como fue el caso de Malasia en 1994, quizás los controles cuantitativos sean los adecuados”.

#### **4.3.2 Las restricciones a la salida (1998)**

Las medidas adoptadas apuntaron a aliviar los efectos negativos de la crisis asiática de mediados de 1997, que se reflejaron en una significativa caída de las reservas internacionales del país (a comienzos de dicho año alcanzaban los USD 27 mil millones y un año más tarde se encontraban en niveles apenas superiores a los USD 15 mil millones) y en una desvalorización de la moneda malaya (ringgit), que pasó de los 2,50 a 4,20 por dólar estadounidense entre el primer semestre de 1997 y agosto de 1998. Malasia, considerado en su momento como un país con sólidos “fundamentos”, no recurrió al manejo de la cuenta capital de manera inmediata sino que implementó el clásico herramental ortodoxo del FMI. En una primera etapa se elevaron significativamente las tasas de interés, se redujo el gasto de gobierno (cerca de un 18%) y se reforzó el compromiso con el esquema de tipo de cambio flexible con libre movilidad de capitales. En los hechos ello sólo redundó en un desplome de la demanda de consumo e inversión.

Algunos de los intentos posteriores tendientes a disminuir las tasas de interés para incentivar la actividad económica no resultaron efectivos dada la creciente presión especulativa sobre la moneda. En este contexto, Malasia, uno de los países más liberalizados hasta entonces (con la excepción de las restricciones puntuales de 1994), sorprendió a la comunidad financiera internacional anunciando el 1º de septiembre de 1998 la implementación de herramientas para el manejo de la cuenta capital. De esta forma se pretendía facilitar una política macroeconómica expansiva (en un contexto de una severa desaceleración del nivel de actividad), defender el valor de la moneda, reducir la fuga de capitales y preservar el stock de reservas internacionales. Las medidas fueron anunciadas en conjunto con la fijación del tipo de cambio en un nivel 10% más apreciado que la cotización del día anterior y se complementaron con la reducción de la tasa de interés y con la ampliación del crédito doméstico y los estímulos fiscales.

El primer grupo de medidas apuntó a desmontar la fuente principal de presión cambiaria: el mercado *offshore* de ringgits, con base principal en Singapur<sup>43</sup>. También se procuró reducir la oferta de moneda doméstica para aquellos que especulaban en el mercado de cambios local. Entre las medidas más importantes aparecen la repatriación obligatoria de todos los ringgits mantenidos por los residentes fuera del país y la prohibición para que los bancos realizaran transacciones externas con moneda local; el establecimiento de límites para el traslado de ringgits para los viajeros residentes y no residentes; y la obligatoriedad de liquidar todas las transacciones comerciales con el exterior en moneda extranjera. Los pagos y transferencias corrientes y la IED no se encontraban sujetos a restricción alguna, aunque se requería la presentación de documentación respaldatoria adecuada. Por su parte, a pesar que no existían penalidades en casos de incumplimiento de las medidas, las autoridades monitoreaban continuamente las actividades de los bancos comerciales.

El segundo grupo trató de impedir básicamente la salida de capitales de residentes y no residentes. Los residentes, a la vez que necesitaban la aprobación de las autoridades para llevar a cabo inversiones en el exterior, se encontraban limitados para la transferencia de moneda extranjera por motivos no relacionados con transacciones de la cuenta corriente, que debía guardar correspondencia con la cantidad de recursos ingresados a Malasia por no residentes. En el caso de los no residentes se requería la autorización previa para la conversión de moneda local a dólares en los bancos malayos ubicados en el exterior y se prohibía la repatriación al exterior de los recursos obtenidos por la venta de activos financieros durante un período de doce meses a contar desde la enajenación del instrumento (esta restricción se aplicaba sólo sobre el principal, quedando exentas las rentas de la inversión)<sup>44</sup>.

A los efectos de evitar una salida abrupta de capitales al finalizar el plazo de los 12 meses, en febrero de 1999 se incorporó en la regulación un componente indirecto consistente en el cobro de un impuesto sobre la venta del instrumento (básicamente acciones y títulos) relativo al tiempo de permanencia (cuanto menor el plazo mayor la

---

<sup>43</sup> La compra de dólares con moneda malaya realizada por los bancos situados en el exterior influía sobre la cotización del tipo de cambio e impedía mantener tasas de interés acordes con los requerimientos de la economía.

<sup>44</sup> Para proteger el valor de la moneda y recomponer el stock de reservas se exigió a los exportadores la liquidación de los dólares cobrados dentro de un plazo de 6 meses desde el momento de la venta.

alícuota) de las inversiones de no residentes realizadas antes de febrero de 1999. A su vez, para las inversiones (acciones, títulos u otros papeles) de no residentes realizadas con posterioridad al 15 de febrero de 1999 se estableció un impuesto sobre la ganancia de capital —no se aplicaba sobre la venta del principal ni sobre las rentas de la inversión— consistente en una alícuota del 30% cuando la venta se realizara antes de los 12 meses y del 10% cuando superase dicho plazo. Si bien estas medidas apuntaron a reducir la velocidad de salida de los capitales, la decisión de establecer un impuesto para las nuevas inversiones (posteriores al 15 de febrero) tenía como objetivo, según la visión de las autoridades malayas, atraer nuevos fondos y desalentar el ingreso de flujos de corto plazo desestabilizadores (Ariyoshi et al., 2000).

A pesar de que el gravamen fue eliminado en mayo de 2001, aún permanecen vigentes restricciones cambiarias que limitan la compra de ringgits por parte de los no residentes —se busca evitar la emergencia del mercado *offshore*—. Éstos, al igual que los residentes, siguen estando inhabilitados para realizar empréstitos con el exterior en moneda local. A su vez, el acceso de los residentes al mercado de divisas para la compra de dólares es ilimitado, aunque los fondos deben ser depositados en cuentas en dólares dentro de Malasia.

Respecto de la efectividad aún existen controversias. Dornbush (2001) y Edison y Reinhart (2000) señalan que la actividad económica se hubiera recuperado incluso con la aplicación de un programa de ajuste del FMI dado que lo peor de la crisis ya había ocurrido al momento de la imposición de las restricciones, la región comenzaba a recuperarse y, en ese momento, la FED había disminuido su tasa de referencia. En la vereda opuesta, algunos autores (Kaplan y Rodrik, 2001) sostienen que el *timing* de la crisis malaya fue diferente al de países como Corea o Tailandia, que se ajustaron a las recomendaciones del Fondo Monetario y comenzaron a despegar cuando Malasia todavía se encontraba sumergida en una recesión, sin evidenciar signos claros de recuperación, y sujeta a fuertes presiones que se manifestaban, por ejemplo, en las altas primas pagadas por las tasas de los depósitos en el mercado *offshore* ubicado en Singapur. De todas formas, una vez que se implementaron las medidas la recuperación de la economía malaya fue más rápida y menos costosa *vis-à-vis* la verificada en Tailandia o Corea.

En términos generales, el balance de la experiencia malaya con las restricciones a la salida de capitales resulta positivo. El mercado *offshore* fue eliminado y no se observaron fugas de capitales significativas por vías legales o ilegales. Las presiones especulativas sobre la moneda desaparecieron desde el momento de la imposición de

las medidas, no se verificó la aparición de mercados paralelos, no se descubrieron prácticas de subfacturación de exportaciones o sobrefacturación de importaciones, ni se reportaron demasiados casos de evasión (Ariyoshi et al., 2000). Más allá del rechazo inicial de la comunidad financiera internacional las autoridades consiguieron el consenso del empresariado doméstico —en ello habrían colaborado las menores tasas de interés y la estabilidad cambiaria—. Con posterioridad, el *staff* del FMI llegaría a reconocer que las restricciones fueron eficazmente administradas y que se manejaron con prudencia los grados de libertad conseguidos (IMF, 2005)<sup>45</sup>.

En otro nivel, la virtual inexistencia de excepciones a la regla —las operaciones exentas requerían de la presentación de una estricta documentación probatoria— y el esfuerzo del Banco Negara (Banco Central de Malasia) por ampliar la transparencia de las medidas adoptadas, colaboraron para el éxito del esquema en tanto permitieron evitar el salteo de las regulaciones y aminoraron las resistencias domésticas<sup>46</sup>. A su vez, aunque siempre es preferible adelantarse a las crisis, la lección aprendida con el caso malayo nos muestra que, en ciertas ocasiones, la introducción de las medidas debe ser profunda, rápida y extensiva<sup>47</sup> y que las restricciones de naturaleza cuantitativa pueden resultar útiles en determinadas coyunturas. El caso malayo también aporta evidencia favorable respecto de que el manejo previo de la cuenta capital no es un prerequisite ineludible para el éxito de los controles (Epstein et al., 2003) y que los mismos deben ser vistos como una condición necesaria para disminuir la presión de los mercados financieros y facilitar la utilización de políticas económicas expansivas.

Del relato anterior se desprende que las técnicas de manejo de la cuenta capital aplicadas en este país no formaron parte de un esquema de carácter permanente (véase sección 3). En este punto Malasia se contrapone a experiencias como la de la

---

<sup>45</sup> En un principio algunas agencias redujeron inmediatamente la calificación soberana, Morgan Stanley anunció el retiro definitivo de Malasia del índice de riesgo país y el FMI ordenó (sin éxito) una investigación para evaluar si las medidas contradecían el artículo VIII de sus estatutos (que impiden imponer restricciones a las transacciones corrientes).

<sup>46</sup> El Banco Central confeccionaba informes específicos y organizaba reuniones y seminarios con los empresarios para despejar dudas respecto de las medidas implementadas.

<sup>47</sup> Este atributo se desprende de la experiencia de Tailandia. Allí se aplicaron —sin éxito— restricciones para la salida en mayo de 1997, poco tiempo antes de la devaluación del bath. El fracaso puede explicarse (Ariyoshi et al., 2000) por la elusión las medidas, facilitada por el hecho de que éstas no tuvieron un carácter extensivo ni pretendieron eliminar el mercado *offshore*, un canal que facilitaba las ganancias por arbitraje dadas las mayores tasas de interés allí vigentes.

India<sup>48</sup> o China, que han utilizado exitosamente restricciones cuantitativas de carácter duradero al ingreso y egreso de capitales como parte de su estrategia de desarrollo (para una descripción del caso chino, véase el Recuadro No. 2).

## **Recuadro No. 2**

### **La cuenta capital en China\***

Las restricciones a la cuenta capital en China forman parte de una estrategia más amplia de inserción internacional compatible con objetivos de crecimiento sostenido y estabilidad macroeconómica, en el marco de una integración creciente (en lo comercial y financiero) con el resto del mundo. La estrategia de liberalización económica adoptada desde comienzos de los años ochenta incluyó la apertura gradual al ingreso de IED y el permiso a las empresas transnacionales para la importación de bienes necesarios para el desempeño de sus actividades. Estas medidas fueron profundizadas en el año 1996 (antes del ingreso a la OMC, en 2001) con el levantamiento de los controles cambiarios para las transacciones de la cuenta corriente. Con independencia de esto último, China ha ido liberalizando la cuenta capital de manera selectiva y sobre bases experimentales en un complejo patrón de liberalización (imposible de abarcar en la presente reseña). En la actualidad se preservan las políticas de orientación crediticia, de bajas tasas de interés, de tipo de cambio competitivo, medidas selectivas de protección comercial, de inversión pública y de direccionamiento de la IED. Ésta continúa siendo asignada por el gobierno hacia áreas geográficas específicamente determinadas y sectores estratégicos que posean un elevado componente tecnológico, sean dinámicos en el segmento de las exportaciones y/o generadores de divisas y empleo —en estos casos, los inversores extranjeros no tienen límites para la repatriación de los dividendos y el principal.

El esquema utilizado por las autoridades chinas se ha basado fundamentalmente en mecanismos directos, supervisados de cerca por organismos de control, comités de evaluación y sistemas de reportes. Se observa un papel activo por parte del Estado, tanto en la asignación fronteras adentro de los fondos provenientes del exterior, como en lo que respecta al control de los flujos de capitales considerados perniciosos para la economía doméstica.

Las herramientas adoptadas incluyen estrictas restricciones cambiarias para la cuenta capital, limitaciones para la inversión de cartera de no residentes (básicamente en los sectores bancarios y de seguros) y regulaciones para el egreso e ingreso de fondos de residentes (por ejemplo, en lo que respecta al endeudamiento con el exterior, los límites abarcan la moneda de denominación y los plazos mínimos de vencimiento).

(...)

---

<sup>48</sup> Para un análisis de las regulaciones aplicadas en la India, véase Nayyar (2000).

Continuación (...)

En la literatura suelen mencionarse algunos costos de las restricciones, como el escaso desarrollo de los mercados financieros domésticos y la acumulación de cartera irregular en poder de las entidades bancarias. No obstante, como bien señalan Epstein et al. (2003), los costos deben ser comparados con los significativos beneficios macroeconómicos conseguidos a partir de la utilización de las técnicas de manejo de la cuenta capital. La mayor parte de los objetivos parecen haber sido alcanzados, tanto en lo que respecta al crecimiento con estabilidad de precios, como al bajo componente de endeudamiento externo de corto plazo, que permitió disminuir la fragilidad financiera y los daños producidos en ocasión de la crisis de 1997/1998. *Contrario sensu* de lo señalado por los argumentos más ortodoxos, el mantenimiento de controles a la entrada y a la salida no parece haber influido sobre la confianza de los inversores en función del robusto ingreso de IED verificado en dicho país.

\*Basado en Epstein et al. (2003), Fernald y Babson (1999), Haihong (2000) y Prasad y Wei (2005).

## **5. El manejo de la cuenta capital en Argentina**

### **5.1 El legado de los noventa**

En contraposición a los casos anteriormente analizados, nuestro país se encuentra dentro del grupo mayoritario de economías en desarrollo que liberalizaron drásticamente sus relaciones financieras con el exterior. La apertura de la cuenta capital, a la vez que formó parte del corazón de las transformaciones económicas del último cuarto de siglo XX, constituye uno de los factores de mayor relevancia al momento de explicar la dinámica del ciclo y la crisis terminal de la Convertibilidad. La evidencia reciente muestra que los costos asociados al modo de inserción financiera internacional adoptado superaron con creces a los beneficios conseguidos, verificándose, entre los hechos más salientes, un incremento sustantivo de la fragilidad financiera y de la exposición a las turbulencias provenientes del resto del mundo. Dichos resultados no pueden ser desvinculados, entre otros aspectos, del nivel y composición de los pasivos externos acumulados y de la sistemática fuga de capitales llevada a cabo por el sector privado residente —que se verificó no sólo en las coyunturas más turbulentas sino también en aquellas de menor incertidumbre respecto del régimen económico.

En particular, en un marco de apertura financiera irrestricta y tipo de cambio fijo con tendencia a la sobrevaluación real, la dinámica deficitaria de la cuenta corriente —motorizada por el déficit comercial y los pagos factoriales—, la fuga de capitales al exterior y los requerimientos de reservas de la Convertibilidad, alimentaron un continuo

incremento de las necesidades de financiamiento externo de la economía ("*debt led growth*") que generó, de manera endógena, las condiciones para la ocurrencia de ataques especulativos contra la moneda y crisis cambiarias<sup>49</sup>. Se trata de dinámicas que devienen en senderos explosivos ante la inexistencia de mecanismos compensadores (como una mejora de la balanza comercial) y que tienden a acelerarse cuanto menores sean los plazos de los pasivos externos y la profundidad financiera doméstica de las economías. Mayores niveles de deuda deterioran la calificación soberana y agregan un componente adicional de inestabilidad macroeconómica. En este sentido, algunas de las estadísticas<sup>50</sup> más relevantes permiten observar:

- Un significativo incremento de la deuda externa (125%), que pasó de USD 63.000 millones a USD 141.900 millones entre 1992 y 1998 (año del cierre virtual de los mercados internacionales);
- Una considerable fuga de capitales del sector privado. Entre 1992 y 1998 el stock de activos externos de dicho sector aumentó de USD 53.400 millones a USD 101.900 millones (un crecimiento del 90%). Si se contabiliza hasta el año 2001 (USD 137.800 millones) el crecimiento alcanza al 157%<sup>51</sup>;
- Que la mayor parte del capital ingresado correspondió a Inversión en Cartera, el componente más volátil. Entre 1992 y 1998 Argentina recibió USD 87.224 millones, lo que representa un 64% de las entradas netas de fondos totales del período (USD 136.232 millones). Un 55% (USD 74.477 millones) se destinó a la adquisición de bonos;
- Un comportamiento fuertemente procíclico de los flujos netos de cartera. Tal es así que entre 1998 y 1999, los mismos pasan de USD 8.800 millones a *menos* USD 6.800 millones. Respecto de los ingresos netos totales ocurre algo similar: luego de registrarse ingresos por USD 18.300 millones en 1998 y USD 13.600 en 1999, en el año 2000 caen significativamente (se sitúan en USD 8.600 millones) hasta revertir el signo en 2001 (menos USD 5.400 millones);

---

<sup>49</sup> Para un análisis de las crisis financieras de la región en los últimos treinta años, véase Frenkel (2003).

<sup>50</sup> Salvo que se explicita lo contrario, los datos provienen de la CEPAL y del Ministerio de Economía de la República Argentina.

<sup>51</sup> Para un análisis de la vinculación entre deuda externa y fuga de capitales, véase Basualdo y Kulfas (2002).

- La existencia de elevados cocientes entre la deuda de corto plazo y las reservas en divisas. Mientras que en 1994 el ratio se encontraba en 1,3, en 1998 alcanzaba a 1,6 y a mediados de 2001 llegaba a 2,0 —un claro indicador de un riesgo de liquidez alto y creciente—<sup>52</sup>. En general tiende a considerarse que, para ser adecuados, los mismos deben ser inferiores a la unidad<sup>53</sup>.

En virtud de los resultados consignados, la reciente implementación (junio de 2005) de un encaje al ingreso de fondos del exterior representa un avance interesante en materia de gestión macroeconómica y prudencial. Se trata de un reconocimiento, al menos implícito, de que librado a su suerte el capital externo puede afectar desfavorablemente la dinámica de las variables domésticas más importantes y alimentar senderos insustentables en el frente externo, que degeneren en un incremento de la fragilidad financiera y en mayores probabilidades de crisis futuras. En rigor, el encaje se suma a otras medidas como el requisito mínimo de permanencia para los capitales provenientes del resto del mundo y las restricciones sobre el mercado de cambios. A continuación se describen las principales herramientas adoptadas en el nuevo siglo. No obstante, antes de incursionar en ello puede resultar interesante repasar de forma sintética los rasgos más salientes del manejo de la cuenta capital durante el siglo pasado.

## 5.2 Breve reseña histórica<sup>54</sup>

Las restricciones sobre la cuenta capital no son novedosas en nuestro país. Durante la etapa que se inaugura con la Gran Depresión y la ruptura del Patrón Oro (con un fuerte predominio de la autarquía comercial y financiera de las economías nacionales) y que se extiende, a *grosso modo*, hasta el experimento liberalizador de la última dictadura militar, era común observar la existencia de diversos esquemas de regulación de las transacciones con el exterior que combinaban, entre otras herramientas, políticas explícitas de tipos de cambio múltiples, barreras arancelarias y restricciones directas e indirectas sobre los movimientos internacionales de capitales. El comercio exterior se mantenía intensamente regulado por las autoridades. Por

---

<sup>52</sup> Véase Bustelo (2004).

<sup>53</sup> Este indicador no contempla la posibilidad de que los residentes participen en una corrida contra la moneda doméstica.

<sup>54</sup> La cobertura de las medidas adoptadas hasta la década del setenta se basa fundamentalmente en FIEL (1989). Desde los ochenta, en adelante, se utiliza la normativa del BCRA (Banco Central de la República Argentina).

ejemplo, se exigía la obligatoriedad —de manera casi permanente— de liquidar parcial o totalmente las divisas y se concedían permisos selectivos para la importación vinculados al tipo de producto o a la coyuntura particular que atravesaba el país. En general, las regulaciones se endurecían cuando los términos del intercambio y las tasas de interés internacionales generaban (o potenciaban) los recurrentes desequilibrios del sector externo y se volvían menos severas cuando dichas variables se tornaban favorables<sup>55</sup>. En el plano de las regulaciones financieras de carácter prudencial que influyen sobre la cuenta capital se destaca la prohibición de mantener depósitos en moneda extranjera implementada por el gobierno de Arturo Illia en 1964.

Como parte del anecdotario aparece la aplicación por un período breve de un encaje al ingreso de capitales del exterior. En un contexto de fuertes entradas de fondos (que se destinaba a la compra de letras de tesorería, a acciones de empresas existentes y a otros activos de corto plazo), se buscaba limitar y suspender ciertas formas de inversión de capital que no se traducían en un incremento real de la producción del país (Prebisch, 1944).

*“El régimen que se establece es relativamente sencillo: el Banco Central se dirige a los bancos diciéndoles que pueden entrar libremente al país todos los fondos que vengan con propósito de invertirse; permanecen en los bancos durante un período de noventa días, mientras sus dueños deciden el tipo de inversión que juzgen más conveniente; y que una vez decidida, deben solicitar una autorización del Banco Central, quién juzgará de ella, aprobándola o rechazándola. Pero mientras dura ese período de exploración o tanteo de los inversionistas, esos fondos tienen que quedar en un banco autorizado para operar en cambios, y su monto íntegro ha de depositarse en el Banco Central el mismo día. Es decir, el Banco Central establece un régimen de depósitos del 100 por ciento de los fondos que entran, para evitar que el fenómeno de congestión de los efectivos bancarios, que la entrada de estos fondos estaba produciendo, se acentuó con el nuevo ingreso [...]. Si éste considera que la inversión puede realizarse de acuerdo con los principios que acabo de exponer, se da la autorización y esos*

---

<sup>55</sup> No obstante, durante el período de la industrialización sustitutiva existieron algunas excepciones respecto de la tendencia general de limitar las transacciones de la cuenta capital, como la de los gobiernos que asumieron con los golpes militares de 1955 y 1966. Aunque mantuvieron ciertas restricciones, en ambos casos se apuntó a lograr una mayor movilidad de los flujos de capitales. Krieger Vasena, por ejemplo, suprimió la obligatoriedad de liquidar divisas y la presentación de permisos de importación.

*fondos pueden ingresar al mercado transformándose en poder de compra activo. (Prebisch, 1944: 39)”<sup>56</sup>.*

Con el cambio de paradigma económico que se llevó a cabo durante la última dictadura militar, y en sintonía con el denominado “Enfoque Monetario del Balance de Pagos”, se eliminaron las restricciones a los movimientos internacionales de capitales, se liberalizó el sistema financiero doméstico, se unificó definitivamente el mercado de cambios, se desmantelaron las protecciones arancelarias hasta entonces vigentes y se desreguló por completo la IED —de modo tal que el capital foráneo pasó a recibir idéntico tratamiento que el local—. En este marco, no debe dejar de mencionarse que en mayo de 1978 se dispuso la constitución obligatoria de un depósito en moneda nacional no remunerado por el 20% de los préstamos del exterior, incluyendo los vinculados al financiamiento de exportaciones e importaciones. Dicha medida buscaba atenuar la tendencia revaluacionista del peso en un contexto de fuertes ingresos de capitales. De todas formas, con la puesta en funcionamiento de la “tablita” (a fines de 1978) se eliminó el encaje y en 1980 terminó de liberalizarse por completo la cuenta capital<sup>57</sup>.

La postura fue retomada aún con mayor profundidad luego del interregno de los ochenta<sup>58</sup>: el 18 de diciembre de 1989 se desmanteló el Mercado Oficial de Cambios y se dispuso que todos los pagos o cobros en moneda extranjera fueran cursados a través del mercado libre. Más adelante, con la implementación de la Convertibilidad se

---

<sup>56</sup> Basándose en la experiencia de la aplicación del control de cambios en la Argentina durante el período comprendido entre 1931-1943, Prebisch afirmaba que un esquema de controles debería ser sencillo, fácil de administrar y tendría que cubrir sólo aquellas transacciones que los administradores estuvieran en condiciones de regular. Se trataría de un esquema de aplicación permanente que dotaría a la política monetaria del Banco Central con un instrumento complementario, lo suficientemente flexible como para adaptarlo a los cambios coyunturales. Prebisch destacó el rol crucial de las regulaciones a las salidas de capitales como forma de desincentivar el ingreso de fondos especulativos. Esperaba que la aplicación de un sistema de estas características permitiese crear ciertas normas que favorecieran la entrada de algunos capitales y alejara a los otros, tanto más cuanto el mercado sabría que el Banco Central tenía el propósito de tomar medidas restrictivas en el caso de salida de fondos. Según su opinión, "esto habría desanimado a muchos fondos flotantes desde el primer momento" (Prebisch, 1944: 40).

<sup>57</sup> Hasta 1980 se exigió un plazo mínimo de amortización de un año para los préstamos financieros del exterior (en 1977, por unos pocos meses, había sido elevado a dos años).

<sup>58</sup> En esta etapa se utilizaron mecanismos tales como el desdoblamiento del mercado cambiario, la obligatoriedad de liquidar las divisas en el Banco Central y los topes máximos a la venta de divisas a personas físicas y jurídicas. Durante la gestión de Juan Vital Sourrouille como ministro de economía, por ejemplo, se fijaron plazos mínimos extensos para los créditos financieros del exterior.

permite la libre disponibilidad de las divisas y se elimina toda forma de control o de registro sobre los movimientos de fondos transfronterizos.

### **5.3 Las herramientas del nuevo siglo**

#### **5.3.1 Crisis final de la Convertibilidad**

Las restricciones sobre la cuenta capital reaparecen en nuestro país en paralelo con el derrumbe de la Convertibilidad<sup>59</sup>. En un principio se buscó evitar una mayor salida de capitales —en el último semestre de 2001 había alcanzado los USD 11.300 millones— y contener la sobrerreacción del tipo de cambio. Básicamente, se exigió la liquidación de las divisas de las exportaciones dentro de plazos predeterminados y se dictaminó la prohibición de exportar directamente moneda extranjera, exceptuando aquellas transacciones vinculadas al comercio exterior, los pagos de gastos o retiros realizados en el exterior a través de tarjetas de crédito o débito emitidas en el país, las transacciones financieras previamente aprobadas por el Banco Central o aquellas transferencias cuyos montos no superasen los USD 1.000 (cifra que más tarde fue elevada a los USD 10.000). Adicionalmente se les prohibió a las entidades financieras la intervención en el mercado de futuros u opciones de monedas extranjeras. La venta de dólares por parte de estas instituciones quedó terminantemente prohibida hasta la creación del Mercado Único y Libre de Cambios del 8 de febrero de 2002, que unificó el esquema de tipos de cambio duales vigente desde el 11 de enero. Respecto de la operatoria de las entidades financieras, entre las principales regulaciones figuran el establecimiento de límites para la tenencia de moneda extranjera<sup>60</sup>.

En varias ocasiones las herramientas fueron reforzadas atendiendo a la coyuntura y a los vacíos regulatorios que se iban identificando. Por ejemplo, se redujo el plazo para la liquidación obligatoria (en el BCRA) de las divisas obtenidas en concepto de exportaciones, se amplió el rango de las transacciones sujetas a conformidad previa y se suspendieron las operaciones contra cable (electrónicas) con el exterior.

Una segunda etapa puede identificarse a partir de junio de 2002, cuando el tipo de cambio alcanza su techo (véase gráfico No. 1). La menor demanda de divisas por parte del sector privado, la estabilización de la economía y del sistema financiero y las

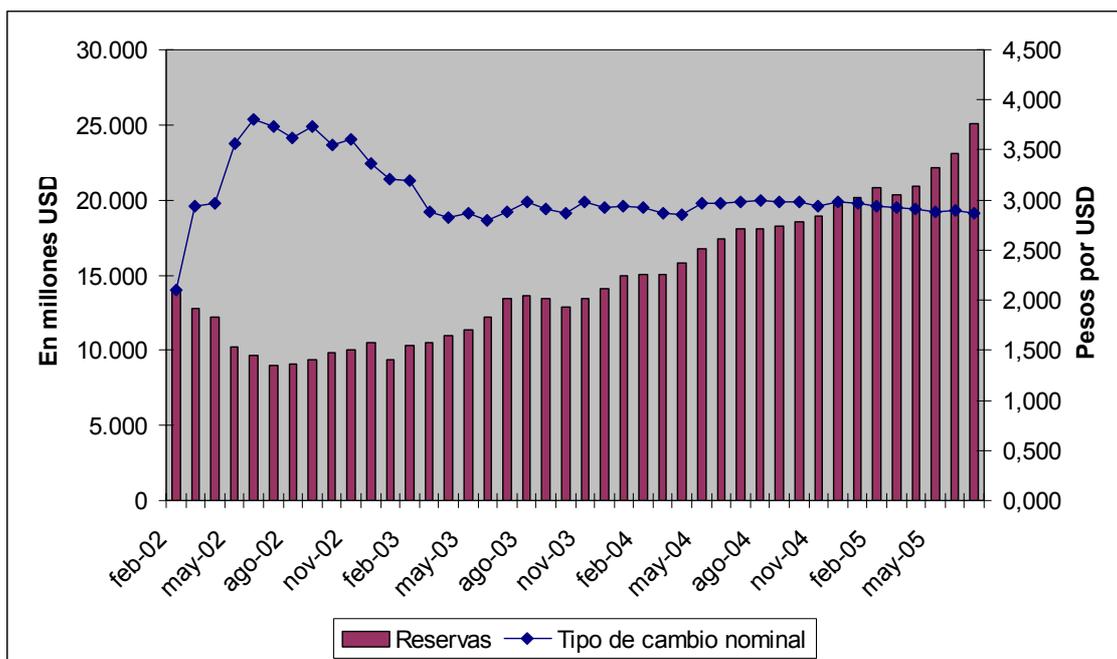
---

<sup>59</sup> Las medidas que se mencionan se basan en la normativa del BCRA.

<sup>60</sup> Se estipuló que la posición general de cambios (PGC) debiera guardar relación con el patrimonio de las entidades (medida que actualmente se encuentra en vigencia).

expectativas de una apreciación real de la moneda redundaron en un cambio de la dinámica cambiaria. En adelante, el escenario pasaría a estar caracterizado por un exceso de oferta de divisas derivado, básicamente, de un significativo superávit de la balanza comercial.

**Gráfico No. 1**  
**Tipo de Cambio**



\*Los valores corresponden al último día hábil de cada mes.  
Fuente: Ministerio de Economía de la República Argentina y BCRA

En este contexto, para evitar una pérdida de la competitividad obtenida con la devaluación, a partir del año 2003 las autoridades monetarias comienzan a modificar la regulación, incentivando las salidas de dólares al exterior y extendiendo los plazos para la liquidación de los cobros por exportaciones. En definitiva, el mantenimiento del tipo de cambio nominal en el rango pretendido por el gobierno (entre 2,8 y 3 pesos por dólar) pudo conseguirse mediante la gradual y continua flexibilización de los controles de cambios y, quizás más importante aún, con una fuerte intervención del BCRA en el mercado de divisas, que se expresó en la acumulación de unos USD 15.000 millones en concepto de reservas internacionales (entre principios de 2003 y julio de 2005) y en una significativa expansión de la emisión monetaria (acompañada por la esterilización de una porción de la liquidez excedente).

Forman parte de un listado más extenso de medidas la ampliación del período para la liquidación de las divisas de las exportaciones (actualmente varía entre 60 y 360 días corridos, extensible por otros 120 días hábiles), el aumento de la cantidad autorizada

de dólares en poder de los bancos como porcentaje del patrimonio (en octubre de 2005 se encontraba en el 15%) y la eliminación de todas las limitaciones para realizar pagos corrientes al exterior. También se dispuso que todas las operaciones relacionadas con la importación de bienes de consumo y uso final deberán abonarse por anticipado (o antes de los 30 días corridos posteriores a la fecha del despacho a plaza de los bienes) y se extendieron los plazos para precancelar deudas con el exterior y el límite mensual para la compra de divisas destinadas a la formación de activos externos, que actualmente es de USD 2.000.000.

### **5.3.2 Las medidas preventivas**

Con posterioridad a la finalización del canje de la deuda se establece un requerimiento no remunerativo sobre el ingreso de capitales destinado a contener una potencial llegada masiva de fondos del exterior. Según las autoridades económicas, “la agudización del exceso de oferta en el mercado de cambios podría comprometer seriamente la paridad cambiaria competitiva, afectando negativamente las favorables condiciones macroeconómicas vigentes”<sup>61</sup>. Con sus matices, el enfoque adoptado se corresponde casi por completo con el aplicado en Chile durante los años noventa, incluyendo, además del encaje<sup>62</sup>, un requisito mínimo de permanencia de 365 días para los capitales ingresados del exterior (esta medida ya existía, pero con un plazo de 180 días). Al igual que en aquel país, se restringe la entrada de capitales especulativos en paralelo con la flexibilización de las normas para la salida<sup>63</sup>.

El encaje (30%) y el requisito mínimo de permanencia se aplican sobre todo ingreso de fondos cursados por el mercado local originado en endeudamiento con el exterior de individuos o empresas del sector privado. Se excluyen los referidos al financiamiento del comercio exterior, las emisiones primarias de títulos de deuda que cuenten con oferta pública y cotización en mercados autorregulados, como también las obligaciones contraídas y canceladas a una vida promedio no menor a los dos años y

---

<sup>61</sup> Resolución 365 del Ministerio de Economía (28 de junio de 2005).

<sup>62</sup> Debe ser constituido (en dólares) en las entidades financieras del país por un plazo de 365 días corridos.

<sup>63</sup> En la actualidad todos los ingresos y egresos de divisas al mercado local de cambios deben ser objeto de registro ante el BCRA. Un detalle pormenorizado de la regulación cambiaria puede ser consultado en el Comunicado No. 48393 del BCRA.

que se encuentren asociadas a la inversión en activos no financieros<sup>64</sup>. Además, se encuentran afectados los ingresos de fondos de no residentes destinados a:

- ✓ Tenencias de moneda local;
- ✓ Adquisición de activos o pasivos financieros de todo tipo del sector privado financiero y no financiero —excluyendo la IED y las emisiones primarias de títulos de deuda— y de acciones que cuenten con oferta pública y cotización en mercados autorregulados. Las colocaciones de títulos del BCRA no se encuentran exceptuadas;
- ✓ Inversiones en valores emitidos por el sector público que sean adquiridos en mercados secundarios.

De las medidas adoptadas se desprenden importantes excepciones, como las vinculadas a la IED y al financiamiento del comercio exterior. Respecto de la IED se estableció un sistema de relevamiento de inversiones de no residentes en nuestro país y de residentes en el exterior para evitar que operaciones de naturaleza especulativa se disfracen de inversiones directas<sup>65</sup>. Por otro lado, es sabido que las operaciones de comercio exterior suelen ser utilizadas para saltar las restricciones (véase Recuadro No. 1)<sup>66</sup>. Algunas de las prácticas más conocidas consisten en la subfacturación de importaciones (sobrefacturación de exportaciones), las demoras en los pagos (aceleración de cobros) o la obtención de anticipos y prefinanciaciones de exportaciones. En cuanto a este último punto, ante la identificación concreta de una serie de maniobras que eludían el encaje, las autoridades establecieron límites referidos a su liquidación en el mercado de cambios<sup>67</sup>.

---

<sup>64</sup> Al respecto, el deudor deberá presentar ante las autoridades una declaración jurada que permita determinar el destino de los fondos ingresados.

<sup>65</sup> En esta línea se estipularon, por ejemplo, algunos requisitos para que el ingreso de fondos de no residentes destinados a la compra de inmuebles sea considerado IED (Comunicación “C” 43075 y “A” 4447 del BCRA).

<sup>66</sup> En caso de incumplimiento de las disposiciones, para todas las transacciones contempladas en la normativa cambiaria rige la aplicación del régimen penal correspondiente.

<sup>67</sup> Básicamente se establecieron requisitos de información sobre las operaciones de los exportadores y plazos para la materialización de los embarques respectivos. El incumplimiento de estos últimos determinará que, hasta tanto no regularice su situación, el exportador no podrá liquidar nuevas operaciones por los conceptos de anticipos y prefinanciaciones en el mercado local de cambios. A su vez, aquellas transacciones con el exterior que no sean canceladas con aplicación de cobros de exportaciones se registrarán para su cancelación por las

Por su parte, fundamentalmente explicada por las necesidades de financiamiento, la colocación de deuda primaria del gobierno constituye otra de las exenciones del esquema (no así los títulos emitidos por la Autoridad Monetaria). Este aspecto no debiera dejar de ponderarse en un futuro a la hora de evaluar la efectividad de las herramientas utilizadas. El atractivo de este tipo de colocaciones se verificó particularmente en las licitaciones de Boden 2014 en pesos ajustables por inflación de los días 7 y 11 de julio de 2005 (poco después de la implementación del encaje), con volúmenes ofertados por los inversores que superaron ampliamente los montos licitados (8,7 y 5,1 veces, respectivamente).

Las anteriores operaciones permiten ejemplificar algunas de las dificultades que en la práctica pueden presentarse para un adecuado manejo de la cuenta capital. De aquí la necesidad de que el enfoque a utilizar sea lo suficientemente dinámico como para ir llenando los vacíos de la regulación y, de esta forma, maximizar su efectividad. Como parte de esta lógica se incluye la decisión de las autoridades de incorporar dentro de la normativa del encaje y plazo mínimo de permanencia los ingresos cambiarios por ventas de activos externos de residentes del sector privado que superen los USD 2.000.000 por mes<sup>68</sup> y la obligatoriedad de declarar ante la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) los dólares que los residentes liquiden por dicho concepto en el mercado cambiario, cuando los montos sean mayores a los USD 50.000 por mes<sup>69</sup>.

Esta última disposición, que podría ser tratada como un aspecto estrictamente vinculado a la cuestión tributaria, ilustra otro de los atributos indispensables para la efectividad del esquema: el de la complementariedad entre las distintas esferas regulatorias. Ello incluye al Banco Central y la AFIP, pero también a otras instancias como, por ejemplo, la Comisión Nacional de Valores. La relevancia de este punto no es menor dada la existencia de una variedad de operaciones que permiten evitar legalmente las restricciones establecidas por las autoridades. Un ejemplo concreto de ello es el de la compra en el exterior de certificados en dólares de acciones de

---

normas que estén vigentes para la cancelación de préstamos financieros (Comunicación "A" 4443 del BCRA).

<sup>68</sup> Se presume que éstos habrían actuado como intermediarios de agentes radicados en el exterior.

<sup>69</sup> En esta línea, a mediados de noviembre se hizo extensivo el uso del encaje y requisito de permanencia a los fondos externos ingresados para invertir en fideicomisos financieros. Los mismos venían siendo utilizados como un vehículo para eludir el gravamen que recae, por ejemplo, sobre la compra de títulos públicos en los mercados secundarios (Resolución 637 del Ministerio de Economía).

empresas extranjeras (CEDEARs) que luego son vendidas en el mercado bursátil a cambio de pesos. Más allá que estas operaciones no afectan de manera directa la cotización del tipo de cambio, no debe perderse de vista que ellas influyen sobre el precio de los valores en el mercado doméstico y pueden exponer a la economía a un grado adicional de incertidumbre y volatilidad. El caso de Chile, que gravó con el encaje a los ADRs desde el año 1995, es una muestra de que los esquemas tienden a ser más efectivos cuanto mayor sea la participación de las instancias regulatorias involucradas<sup>70</sup>.

## **6. El manejo de la cuenta capital de cara al futuro**

En la sección 4 se analizaron algunas experiencias recientes en lo que respecta a la utilización de técnicas para el manejo de la cuenta capital. Si bien los impactos de las políticas específicas difieren de país en país —en función del contexto internacional prevaleciente en cada momento, de los objetivos perseguidos y de las particularidades del marco institucional y cultural, entre otros aspectos— su estudio constituye un aporte enriquecedor para evaluar las potencialidades de este tipo de herramientas en nuestra economía.

En Chile y Colombia, por ejemplo, tiende a concluirse que las técnicas utilizadas fueron efectivas en la esfera macroprudencial. Si bien la lógica seguida en estos casos no se apartó del enfoque de la liberalización financiera, ellas pudieron ser utilizadas durante un extenso período —recién se levantaron con la implementación de los regímenes de inflación objetivo— sin hallarse evidencia de que la evasión haya sido considerable. En ambos países el esquema se basó en la utilización de instrumentos indirectos sobre el ingreso de fondos, aunque en Chile, por ejemplo, también se establecieron límites de tipo directo, como el requisito mínimo de permanencia.

China ha venido utilizando las herramientas como parte de una estrategia de desarrollo más amplia tendiente a minimizar la dependencia de los flujos de corto plazo, incentivar el ingreso de los de más largo plazo hacia sectores considerados estratégicos, preservar a la economía (en particular al sistema financiero) de las crisis externas, mantener un tipo de cambio que favorezca las exportaciones y utilizar políticas monetarias y fiscales expansivas. Si bien hoy en día existen controversias

---

<sup>70</sup> La verificación del cumplimiento efectivo de las normas (*enforcement*) es otro de los puntos relevantes para el éxito del esquema. A modo de ejemplo, la AFIP habría detectado maniobras de evasión en un 10% de las operaciones vinculadas a capitales ingresados al país, calculadas en aproximadamente unos \$800 millones (Diario Clarín, 11-10-2005).

respecto del sendero de inserción adoptado por ese país, la experiencia muestra que el manejo de la cuenta capital ha sido un componente central para alcanzar elevados niveles de crecimiento y evitar los efectos más negativos de la crisis asiática. Aún con la utilización de técnicas de manejo de la cuenta capital, China continuó recibiendo cuantiosos volúmenes de IED, desmitificando, en cierta medida, el argumento de que las restricciones desincentivan el ingreso de los capitales más vinculados a la producción.

La experiencia de Malasia destierra la creencia de que un país que implementa restricciones a la salida (incluso habiendo sido considerado hasta entonces como uno de los regímenes más liberales) termina siendo excluido del concierto internacional. Además se presenta como un caso de eficacia en la utilización de dichos instrumentos en un contexto (como el de 1998) de fuerte desaceleración de la economía que requería de la aplicación de políticas expansivas. Respecto de las restricciones a la entrada (1994), una de las enseñanzas que se vinculan a su efectividad apunta al mantenimiento de tasas de interés (bajas) que resten incentivos para la especulación financiera. Conjuntamente con China, se trata de países que basaron su estrategia en medidas de tipo administrativo (directo) y en los que el entorno cultural e institucional contribuyó a reforzar la credibilidad y el respeto por las normas establecidas.

En Argentina, luego de una década de apertura financiera plena con el exterior, las herramientas de manejo de la cuenta capital reaparecieron como una respuesta a la crisis de 2001 y consistieron en la implementación de fuertes restricciones sobre el mercado cambiario. Con la estabilización del tipo de cambio y la posterior tendencia a la apreciación de la moneda las mismas comenzaron a ser relajadas y, ya en junio de 2005 (al finalizar el canje de deuda pública), se instauró un encaje similar al aplicado en Chile, que grava el ingreso de capitales y apunta —fundamentalmente— a la preservación de la paridad cambiaria. Esta regulación se sumó al requisito de permanencia mínima que regía con anterioridad.

El esquema vigente representa un aspecto sumamente positivo en la discusión doméstica actual y constituye un importante avance respecto de la postura pro liberalización irrestricta que prevaleció en la década del noventa. De todas formas, la utilización de las restricciones al ingreso de capitales de tipo indirecto no necesariamente implica una ruptura con el paradigma de la liberalización financiera irrestricta recomendado por los organismos internacionales de crédito (véase sección 3).

Desde nuestra perspectiva, un dispositivo adecuado para una economía como la Argentina requiere incorporar tanto la problemática del ingreso de fondos especulativos como la vinculada al egreso de capitales. El caso de las salidas es particularmente relevante dada la tendencia a la fuga de capitales verificada en nuestro país en épocas recientes —no sólo en las fases más turbulentas sino también en las de relativa normalidad<sup>71</sup>—. En este sentido, el desmantelamiento de las restricciones cambiarias no parece ser un camino recomendable<sup>72</sup>; no sólo por la existencia de dificultades para reestablecerlas más adelante (pueden actuar como una señalización de que se está en presencia de una crisis inminente y desencadenar profecías autocumplidas) sino porque incluso puede ocurrir que, como fuera comentado, una mayor flexibilización a los egresos redunde en un incremento de los ingresos de fondos netos del exterior.

A su vez, contemplar el caso de las salidas puede jugar como una suerte de advertencia para aquellos capitales “golondrina” que llegan para especular y salen de forma apresurada al cambiar las condiciones. También puede colaborar para evitar el contagio externo o sucesos de especulación desestabilizadora que tengan por finalidad desactivar la implementación de políticas expansivas o de carácter redistributivo.

El armazón del esquema deberá ser de carácter permanente. Su mayor o menor éxito dependerá de varios atributos, como su flexibilidad para adaptarse a las distintas coyunturas locales e internacionales, la claridad y transparencia en la aplicación y su coherencia con los objetivos perseguidos por las autoridades. En este sentido, si los inversores saben que se trata de un esquema dinámico no sobrerreaccionarán ante una medida determinada sobre la cuenta capital.

Además, un manejo macroeconómico adecuado resulta de vital importancia para el “éxito” de las herramientas. Ello incluye, por ejemplo, el mantenimiento de tasas de

---

<sup>71</sup> Cabe aclarar que el fenómeno de la “fuga de capitales” requiere de un abordaje más amplio que el de la simple utilización de medidas que restrinjan la salida. Ellas pueden colaborar en algún sentido pero no son suficientes en tanto se mantengan presentes los factores que impulsan la colocación de activos en el exterior por parte de los residentes locales, muchos de los cuales se vinculan a la inestabilidad que ha caracterizado a nuestra economía durante las últimas tres décadas, en un contexto de significativas reformas de tipo estructural.

<sup>72</sup> Una de las enseñanzas de la experiencia chilena nos muestra que la flexibilización para la salida de capitales destinada a atender un objetivo cambiario puede redundar en una fuga importante de capitales si no se reimplemantan restricciones al egreso en el momento oportuno.

interés que desincentiven la especulación financiera —es preciso tener presente que altas tasas de interés reducen el costo de oportunidad del encaje— y una política cambiaria que en el corto plazo genere algún grado de incertidumbre para el inversor especulativo<sup>73</sup>.

Complementariamente, para una mayor efectividad de las herramientas será de suma utilidad verificar el cumplimiento de las disposiciones y evitar los vacíos de la regulación (inexistencia de regulaciones sobre determinados productos e intermediarios) y el arbitraje de las normas (cuando se transfieren ciertas actividades a sectores que gozan de un menor control por parte del esquema regulatorio)<sup>74</sup>. En este sentido, es preciso incorporar un enfoque integral con un elevado nivel de coordinación entre las distintas instancias involucradas. Aquí se incluyen, entre otras, la Comisión Nacional de Valores, el Banco Central, la AFIP y el Ministerio de Economía.

El esquema a utilizar deberá incluir controles de capitales, cambiarios y regulaciones prudenciales, como parte de un enfoque complementario en el que las distintas técnicas se refuercen mutuamente (Epstein et al., 2003)<sup>75</sup>. En momentos de significativos ingresos de fondos puede resultar útil contar con restricciones de carácter preventivo basadas, fundamentalmente, en instrumentos indirectos<sup>76</sup>. Para el manejo de los pasivos en contextos de ingresos, además del encaje y el requisito mínimo de permanencia actuales (que incluye un plazo mínimo de endeudamiento financiero de un año), pueden concebirse, entre otras:

---

<sup>73</sup> Para un análisis de los aspectos cambiarios en un contexto de ingreso de capitales, véase Frenkel y Rapetti (2005).

<sup>74</sup> Véase Weitz (2005).

<sup>75</sup> De la experiencia de la Convertibilidad surge que la administración de pasivos no sólo debe enfocarse a las transacciones financieras entre residentes y no residentes sino que debe abarcar aspectos centrales que hacen a la regulación del sistema financiero, atendiendo a evitar el financiamiento de actividades que incrementen innecesariamente el riesgo de crédito y el descalce de plazos y monedas. Para un análisis de la experiencia de la liberalización financiera en nuestro país y de la regulación bancaria vigente durante los noventa, véase Bleger (2004) y Wierzba y Golla (2005), respectivamente.

<sup>76</sup> No debe perderse de vista que Chile utilizó, conjuntamente con el encaje, un impuesto del 1,2% sobre el endeudamiento externo inferior a un plazo de 12 meses. En esta línea, resulta interesante de explorar la propuesta de Zee (2003), quien propone la aplicación de un impuesto a la venta de divisas para desincentivar el ingreso de capitales financieros (reembolsable para los exportadores).

- Regulaciones del sistema financiero doméstico que afecten indirectamente la cuenta capital, como la obligatoriedad de que la capacidad prestable de los depósitos en dólares sea aplicada exclusivamente a la financiación de empresas que generen ingresos en dólares. De esta forma se busca evitar que el descalce de monedas se traduzca en una mayor inestabilidad financiera ante una pérdida de valor de la moneda local<sup>77</sup>;
- La prohibición de emitir deuda en el exterior por parte de empresas que no cuenten con una calificación de riesgo mínima (que puede ser realizada por agencias internacionales o por el propio Banco Central) o sean filiales de empresas con casas matrices en el exterior. Estas medidas pueden colaborar para mejorar el perfil de la deuda y evitar el sobreendeudamiento del sector privado;
- Medidas que desalienten el endeudamiento de corto plazo en el exterior. Al respecto se presenta como una opción interesante la eliminación de la deducibilidad impositiva de los intereses pagados por deudas de corto plazo contraídas en el exterior (Stiglitz, 2000)<sup>78</sup>.

Para contener las salidas es fundamental contar con herramientas que puedan ser activadas o profundizadas en aquellos momentos en que se registren fuertes presiones sobre el mercado de cambios o un incremento significativo en el apetito por los activos externos. Sin perder de vista que siempre es preferible adelantarse a este tipo de situaciones, resulta vital contar con un arsenal de emergencia como respuesta a determinadas coyunturas —en este sentido nuevamente pareciera ser particularmente desventajoso levantar las restricciones a la salida en momentos de ingreso de capitales—. Aquí se incluyen: prohibiciones (o endurecimiento de los límites) para la compra de moneda extranjera, disminución de las tenencias permitidas de divisas en poder de los bancos, restricciones para el otorgamiento de préstamos en pesos a no residentes que apunten a especular contra la moneda, mayores límites a la tenencia de activos externos de las AFJP, etc. Muchas de estas medidas, aunque flexibilizadas, aún continúan vigentes en nuestro país. En otro nivel, a los fines

---

<sup>77</sup> Este aspecto se encuentra contemplado en las normas vigentes, con excepción de los préstamos en moneda extranjera destinados a la compra de bienes de capital importados.

<sup>78</sup> Cabe recordar que Colombia restringió la obtención de créditos en moneda extranjera para el financiamiento del sector de la construcción de vivienda cuando el plazo para el pago del capital fuera inferior a los 24 meses.

estrictamente preventivos, es necesario mantener una postura de desdolarización contractual que disminuya los incentivos para la realización de corridas contra la moneda doméstica en los momentos de mayor incertidumbre.

Para finalizar, resulta conveniente recordar que en Malasia las medidas adoptadas colaboraron para la aplicación de políticas expansivas con posterioridad a la crisis asiática. Pensando en nuestro país, la existencia de un requisito mínimo de permanencia se presenta como una herramienta que puede ayudar a disminuir la injerencia de los mercados financieros, por ejemplo, en caso de que las autoridades deseen utilizar la política monetaria con fines expansivos. De todas maneras, para que ella sea efectiva, la baja de tasas puede requerir la aplicación de medidas complementarias que minimicen la salida de capitales. En la literatura aparecen algunas propuestas que siguen la línea de Malasia y apoyan la utilización de herramientas indirectas. A modo de ejemplo, sería interesante concebir (Paula et al., 2003) la implementación de un impuesto que permita gravar las ganancias financieras de no residentes (y residentes)<sup>79</sup> con una alícuota proporcional a la tenencia del activo, que se haga nula después de un período de años determinado. Un instrumento de este tipo puede colaborar para alterar la paridad de tasas de intereses (otorgando mayores grados de libertad a las autoridades económicas) y alargar el plazo de los pasivos externos. Más allá de que en el corto plazo las probabilidades de "éxito" no sean muy elevadas —ya que depende de la capacidad de control fiscal dentro y fuera de las fronteras nacionales y del intercambio efectivo de información entre los distintos países—, medidas como ésta debieran formar parte de una discusión más amplia de cara al futuro.

Complementariamente, no deben omitirse de la agenda ciertos tópicos sensibles relacionados a la soberanía jurídica. En este sentido, resulta imprescindible retomar una discusión crítica respecto de la firma de acuerdos de integración con el espíritu del demorado ALCA (Área de Libre Comercio de las Américas) y de los tratados bilaterales de inversión vigentes desde la década del noventa<sup>80</sup>, que podrían restringir severamente el ejercicio autónomo de las políticas públicas y, en particular, las posibilidades para un manejo adecuado de la cuenta capital.

---

<sup>79</sup> Una propuesta de reforma tributaria doméstica que trata la aplicación de un gravamen a la renta financiera puede ser consultada en Gaggero y Grasso (2005).

<sup>80</sup> Para un análisis de dichos tratados, véase Peyrou (2005).

## Referencias

- Ariyoshi, A., K. Habermeier, B. Laurens, I. Otker-Robe, I. Canales-Kriljenko, y A. Kirilenko (2000): "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization", *IMF Occasional Papers*, No. 190.
- Baker, D. (2002): "Making a Workable Tobin Tax: A Response to Helmut Reisen", *Center for Economic and Policy Research*, <[www.globalpolicy.org/socecon/glotax/currtax/2002/5tobincritique.htm](http://www.globalpolicy.org/socecon/glotax/currtax/2002/5tobincritique.htm)>.
- Banco de la República de Colombia (1993): Boletín No. 13 de la Junta Directiva, Septiembre.
- Basualdo, E. y M. Kulfas (2002): "La Fuga de Capitales en la Argentina", en Gambina, J. (comp.), *La Globalización Económico-Financiera*, CLACSO, Buenos Aires.
- Bleger, L. (2004): "Argentina, Laboratorio de la Financiarización de las Economías en Desarrollo", en Boyer, R. y J. Neffa (coord.), *La Economía Argentina y su Crisis (1976-2001): Visiones Institucionalistas y Regulacionistas*, Miño y Dávila, Buenos Aires.
- Bustelo, P. (2004): "Las Crisis Financieras en Asia y en la Argentina: un Análisis Comparado", *Revista Crisis Monetarias y Financieras Internacionales*, Julio-agosto.
- Carvalho, F. y J. Sicsú (2004a): "Controvérsias Recentes sobre Controles de Capitais", *Revista de Economia Política*, Vol. 24, No. 2, Abril-junio.
- Carvalho, F. y J. Sicsú (2004b): "Teorias e Experiências de Controles do Fluxo de Capitais: Focando o caso da Malásia". <[www.rls.org.br/publique/media/Controle\\_Sicsu\\_Cardim.pdf](http://www.rls.org.br/publique/media/Controle_Sicsu_Cardim.pdf)>.
- CEPAL (1999): "Hacia una Nueva Arquitectura Financiera Internacional", Informe del Comité de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas.
- Dornbush, R. (2001): "Malaysia: Was it Different?", *NBER Working Paper Series*, No. 8325.
- Eatwell, J. y L. Taylor (2000): "*Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*", The New Press, New York.

- Edison, H. y C. Reinhart (2000): "Capital Controls During Financial Crises: The Case of Malaysia and Thailand", Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, No. 662.
- Edwards, S. (1999): "How Effective are Capital Controls?", *NBER Working Papers Series*, No. 7413.
- Epstein, G., I. Grabel y K. Jomo (2003): "Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990's and Lessons for the Future", Political Economy Research Institute, *Working Paper Series*, No. 56.
- Fernald, J. y O. Babson (1999): "Why Has China Survived The Asian Crisis So Well? What Risks Remain?", Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*.
- Ffrench-Davis, R. (2004): *Entre el Neoliberalismo y el Crecimiento con Equidad*, Fundación OSDE y Siglo XXI Editores Argentina.
- Ffrench-Davis, R. y L. Villar (2004): "Real Macroeconomic Stability and the Capital Account in Chile and Colombia", *Borrador de Economía* No. 000854, Banco de la República.
- FIEL (1989): *El Control de Cambios en la Argentina. Liberación Cambiaria y Crecimiento*, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, Manantial, Buenos Aires.
- Forbes, K. (2003): "One Cost of the Chilean Capital Controls: Increased Financial Constrains for Smaller Trade Firms", *NBER Working Paper Series*, No. 9777.
- Frenkel, R. (2003): "Globalización y Crisis Financieras en América Latina", *Revista de la Cepal*, No. 80, Agosto.
- Frenkel, R. y M. Rapetti (2005): "*Recent Monetary and Exchange Rate Policies in Argentina*", Amherst UMASS/CEDES, Seminar on Alternatives to Inflation Targeting.
- Gaggero, J. y F. Grasso (2005): "*La Cuestión Tributaria en Argentina. La Historia, los Desafíos del Presente y una Propuesta de Reforma*", Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina, Documento de Trabajo No. 5.

-Gallego, F., L. Hernández y K. Schmidt-Hebbel (1999): "Capital Controls in Chile: Effective? Efficient?", Banco Central de Chile, *Working Paper* No. 59, Banco Central de Chile.

-Garber, P. (1998): "Derivates in International Capital Flows", *NBER Working Paper Series*, No. 6623.

-Grabel, I. (2003): "International Private Capital Flows and Developing Countries", en Ha-Joon Chang (ed.), *Rethinking Development Economics*, Anthem Press, Londres.

Haihong, G. (2000): "Liberalizing China's Capital Account: Lessons Drawn from Thailand's Experience", Institute of Southeast Asian Studies, *Visiting Researchers Series*, No. 6.

-IMF (2005): Report on the Evaluation of the IMF's Approach to Capital Account Liberalization, Independent Evaluation Office, Abril.

-Kaplan, E. y D. Rodrik (2001): "Did the Malaysian Capital Controls Work?", *NBER Working Paper Series*, No. 8142.

-Keynes, J. (1934): "La Auto-Suficiencia Nacional", *El Trimestre Económico*, Vol. 1, No. 2, México.

-La Marca, M. (2004): "Financial Integration, Growth and Macroeconomic Volatility: Evidence and Interpretations", *The New School Economic Review*, Vol. 1, No. 1.

-Laurens, B. y Cardoso, J. (1998): "Managing Capital Flows. Lessons from the Experience of Chile", *IMF Working Paper* No. 98/168.

-Le Fort, G. y C. Budnevich (1996): "Capital Account Regulation and Macroeconomic Policy: Two Latin American Experiences", Simposio sobre "Global Capital Flows in Economic Development", Marzo.

-Le Fort, G. y S. Lehmann (2003): "El Encaje y la Entrada Neta de Capitales: Chile en el Decenio de 1990", *Revista de la CEPAL*, No. 81, Diciembre.

-Massad, C. (2003): "*Políticas del Banco Central de Chile 1997-2003*", Publicaciones del Banco Central.

- Nayyar, D. (2000): "Capital Controls and the World Financial Authority: What can be We Learn from the Indian Experiencie?", en Eatwell, J. y L. Taylor (eds.), *International Capital Markets. Systems in Transition*, Oxford University Press Inc., New York.
- Neely, C. (1999): "An introduction to Capital Controls", *St Louis Federal Reserve Bank Review*, 81 (6), Noviembre-diciembre.
- Obstfeld, M. (1998): "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", *NBER Working Paper Series*, No. 6559.
- Ocampo, J. (2001): "International Asymmetries and the Design of the International Financial System", CEPAL, *Series Temas de Coyuntura*, No. 15.
- Ocampo, J. (2002): "Capital-Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries", World Institute for Development Economics Research, *Discussion Paper*, No. 2002/82.
- Ocampo, J. (2005): "Más Allá del Consenso de Washington: Una Agenda de Desarrollo para América Latina", en *El Consenso de Buenos Aires. Una Nueva Agenda para América Latina. Quince Años Después del Consenso de Washington*, Initiative for Policy Dialogue y Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires.
- Ocampo, J. y C. Tovar (2003): "La Experiencia Colombiana con los Encajes a los Flujos de Capital", *Revista de la CEPAL*, No. 81, Diciembre.
- Palma, G. (2000): "The Three Routes to Financial Crisis: The Need for Capital Controls", en Eatwell, J. y L. Taylor (eds.), *International Capital Markets. Systems in Transition*, Oxford University Press Inc., New York.
- Paula, L., J. Oreiro y G. Jonas (2003): "Fluxos e Controle de Capitais no Brasil: Avaliação e Proposição de Política", en Sicsú, J., L. Oreiro y L. Paula (org.), *Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços*, Manole, Barueri.
- Peyrou, A. (2005): "Los Tratados Bilaterales de Protección y Promoción de Inversiones (TBI) y el CIADI", Jornadas del Plan Fénix 2005.
- Prasad, E., K. Rogoff, S. Wei y M. Kose (2003): "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", International Monetary Fund.

- Prasad, E. y S. Wei (2005): "The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations", *IMF Working Paper*, No. 79.
- Prates, D. (2005): "As Assimetrias do Sistema Monetário e Financiero Internacional", en *Revista de Economía Contemporânea*, Vol. 9, No. 2.
- Prebisch, R. (1944): "El Control de Cambios en la República Argentina", en *La Creación del Banco Central*, Vol. 1, páginas 273-374, 1972.
- Rodrik, D. (1998): "Who Needs Capital Account Convertibility?", en Stanley Fischer y otros, *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Essays in International Finance N° 207, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- Rodrik, D. y A. Velasco (1999): "Short-Term Capital Flows", *NBER Working Paper Series*, No. 7364.
- Stiglitz, J. (2000): "Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability", *World Development*, 28 (6).
- Stiglitz, J. (2005): "Liberalización de los Mercados de Capitales, Globalización y el FMI", *Desarrollo Económico*, Vol. 45, No. 177, Abril-junio.
- Tobin, J. (1978): "A Proposal for International Monetary Reform", *Eastern Economic Journal*, 4 (3-4), 1978, Julio-octubre.
- UNCTAD (1998): *Trade & Development Report*, United Nations, New York and Geneva.
- UNCTAD (2003): *Management of Capital Flows: Comparative Experiences and Implications for Africa*, United Nations, New York and Geneva.
- Villar, L. y H. Rincón (2000): "The Colombian Economy in the Nineties: Capital Flows and Foreign Exchange Regimes", Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 149, Bogotá.
- Weitz, C. (2005): "*Hacia un Modelo Integrado de Regulación y Supervisión Financiera. Experiencia Internacional y el Caso Argentino*", Jornadas del Plan Fénix 2005.

-Wierzba, G y J. Golla (2005): "*La Regulación Bancaria en Argentina Durante la Década del Noventa*", Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina", Documento de Trabajo No. 3.

-Zee, Howell (2003): "Overcoming the Tobin Tax's Implementation Problems: Tax Cross-Border Capital Flows, Not Currency Exchanges", en Weaver, J., R. Dodd y J. Baker (eds.), *Debating the Tobin Tax: New Rules for Global Finance*, New Rules for Global Finance Coalition, Washington D.C.