



# *I* *ARTICULOS*

---

# CONTROLES VIGENTES AL ENDEUDAMIENTO EXTERNO<sup>1</sup>

*Por: Oscar Marulanda Gómez*

No habiendo estado de acuerdo en su oportunidad con la introducción y posteriores reformas al sistema vigente en materia de controles al endeudamiento externo, en la medida en que los mismos fueron aprobados en bases temporales como mecanismo transitorio de apoyo a la introducción de correctivos fundamentales a los desequilibrios que podrían estar explicando los excesivos<sup>2</sup> influjos de capital que se presentaron entre 1991 y 1994, considero necesario reexaminarlos con miras a su eliminación. El documento que se presenta a continuación busca sustentar dicha posición.

## *I. ANTECEDENTES*

**I.** En la discusión del asunto de la referencia es muy importante no perder de vista "de dónde venimos, dónde estamos y para dónde vamos". En el contexto de esta inquietud cabe resaltar que:

**a.** Venimos de una situación en la cual por razón de las discusiones que se sostuvieron previamente a la formulación original de la Resolución 21, hacia septiembre de 1993, motivados por las preocupaciones asociadas al efecto perverso que podrían

tener flujos de capital especulativo (en oposición al productivo) se acordó en Junta imponer un depósito no remunerado del 47% del monto del crédito a las operaciones crediticias de 18 meses o menos, exceptuando los créditos asociados a las importaciones de bienes de capital y los créditos de corto plazo asociados a operaciones de comercio exterior<sup>3</sup>. En el contexto de la discusión que se dio entonces fui de la idea (y lo sigo siendo), de que capital a más de tres meses (como máximo) ya no cabe considerarlo como especulativo; no obstante, finalmente se impuso la idea de los 18 meses, período este que para propósitos estrictamente de control a posibles ataques especulativos resulta a todas luces exagerado.

**b.** Posteriormente, hacia marzo de 1994, la Junta se encontraba dominada por preocupaciones asociadas con las muy fuertes presiones hacia la revaluación de la tasa de cambio<sup>4</sup> que seguían existiendo por concepto del influjo de capitales en un contexto en el que se había flexibilizado el manejo de dicha tasa con la introducción del mecanismo de bandas<sup>5</sup>. En este contexto, el Banco

---

había perdido control sobre su balance (por concepto de las emisiones autónomas a que daban origen los pasivos asociados con la activa política de esterilización llevada a cabo en 1991 y 1992, tanto con certificados de cambio como con operaciones de mercado abierto) y desde 1993 se venía promoviendo una estrategia orientada hacia lograr retomar dicho control para efectos de, a su vez, retomar con ello control sobre el crecimiento de los agregados monetarios, es decir, sobre la política monetaria que, entre otras cosas, por lo anterior, venía siendo muy laxa; se llegó así a que el requerimiento de depósito por concepto de créditos externos se extendiera de 18 meses a 36 meses<sup>6</sup>.

c. Más tarde, por preocupaciones asociadas con las presiones hacia la revaluación que se seguían presentando en el contexto anterior, aunadas al concomitante deterioro progresivo de la cuenta corriente que se venía registrando, hacia agosto de 1994 y a instancias del nuevo gobierno, la Junta decidió extender a 60 meses el requisito de depósito no remunerado al endeudamiento externo (con su correspondiente tabla de tasas de depósito y períodos de maduración del mismo), al tiempo que decidió reducir de 6 a 4 meses el período para cancelación de importaciones.

d. Finalmente, en agosto de 1995 y en el contexto ya de presiones devaluacionistas, la Junta optó por retornar a 6 meses el período para cancelación de importaciones sin obligación de depósito no remunerado.

2. Otro elemento que cabe destacar en el análisis es que la Junta decidió desde un principio que el control a los flujos de capital se hiciera no a través de restricciones cuantitativas al crédito externo, sino, a través del mecanismo de precios, actuando sobre la premisa no solo de que con ello se minimizaban las distorsiones (a pesar de que se introdujeron distorsiones con las excepciones que se permitieron al régimen originalmente, las cuales a su vez se fueron luego profundizando con criterios de "selectividad sobre lo selectivo"), sino de que una parte significativa de los flujos en cuestión se consideraba explicada por los diferenciales en tasas de interés internas *vis a vis* las externas. Con estas consideraciones en mente, el depósito se diseñó de tal manera que buscara igualar las tasas internas y las externas para el caso de créditos a un año de maduración.

## II. RAZONES QUE JUSTIFICAN LA ELIMINACION DE LOS CONTROLES VIGENTES

1. Son múltiples las razones que en virtud del acervo teórico y empírico disponible, sustentan de manera clara y a mi juicio contundente, la eliminación de controles al endeudamiento externo como los vigentes actualmente en Colombia. Algunas de ellas se exponen a continuación:

a. En general la literatura convencional sobre la materia considera que no es conducente introducir controles a los flujos de capital, no sólo por la ineficiencia que introducen en el proceso de asignación de recursos, (i.e.

---

segmentan el mercado de recursos de crédito dejando posibilidades mínimas de arbitraje entre mercados) sino porque es prácticamente imposible diseñar controles eficientes<sup>7</sup>, al tiempo que cualquiera que sea la eficiencia que logren originalmente, la misma se pierde en relativo corto tiempo<sup>8</sup>.

- b. No obstante experiencias relativamente recientes como lo son las de Chile, Colombia y Malasia, analizadas en la óptica de la crisis mexicana de finales de 1994, han dado pie a argumentos relacionados con la posible<sup>9</sup> validez que puede llegar a concedérsele a la introducción de controles a los flujos de capital analizados en el contexto de considerarlos *medidas transitorias*<sup>10</sup> de apoyo a la introducción y entrada en operación de correcciones significativas a los desajustes que a nivel de los fundamentales dan origen a los flujos objeto de la preocupación<sup>11</sup>. No obstante aún quienes concluyen de esta manera, alertan que con la introducción de los mismos, lo que se corre es ante todo con el peligro de que las autoridades pospongan de manera inconducente la introducción de los correctivos fundamentales requeridos, entrando así en un círculo vicioso que conduce a fases progresivas de reforzamiento de los controles vigentes, con lo cual, lo que originalmente ha debido tener una transitoriedad de muy corto plazo, adquiere una permanencia inconducente (hasta cierto punto esto es lo que ha ocurrido en el caso colombiano, donde la vigencia de los controles en cuestión ya va para dos años y medio habiéndose intensificado progresivamente).
- c. En la medida en que la tasa de referencia del mercado cambiario no difiere significativamente<sup>12</sup> de la tasa de cambio del mercado paralelo, como de hecho viene siendo el caso en el país, se tiene lo que se conoce como un sistema cambiario con convertibilidad de facto, hecho este que a todas luces evidencia la inoperatividad de los controles en las circunstancias corrientes y hace que los mismos esencialmente lo que tengan es un efecto de quitarle transparencia al mercado, deteriorar la calidad de la política económica e inducir distorsiones en la asignación de recursos. En este tipo de circunstancia casi que cabe afirmar que la eliminación de los controles al tiempo que no conlleva costo alguno para la economía<sup>13</sup>, sí puede traer muchos beneficios, entre ellos el de dar más confianza a los agentes económicos en la política macroeconómica general y en la política cambiaria en particular.
- d. Experiencias de introducción de controles a los flujos de capital que han sido analizadas en distintos países, incluido Colombia, registran todas como denominador común un alza en los niveles generales de tasas de interés, tanto reales como nominales, que, si bien en la mayoría de los casos no resulta exclusivamente atribuible a los controles en cuestión o al hecho de que en general la introducción de éstos va acompañada de otras medidas susceptibles de afectar las tasas de interés, las mismas sí son responsables de una porción significativa del alza<sup>14</sup>. Así, entonces, una medida diseñada para controlar un problema que se concibió fundamentalmente como originado en diferenciales

---

significativos entre las tasas de interés internas y las externas<sup>15</sup>, conlleva una dinámica que en sí misma tiende a autopropetuar la existencia de dichos diferenciales, con el agravante de que lo hace a niveles cada vez más altos de tasas de interés, los cuales, a su vez, determinan una pérdida en la competitividad de costos de la economía.

e. En parte, lo anterior tiene que ver con la importancia de internacionalizar el sector financiero local, a través de someterlo a la competencia externa, particularmente cuando, como es el caso en Colombia, el mismo ha tenido oportunidad de capitalizarse adecuadamente y, a través del proceso de liberalización del sector, someterse a un incremento significativo de la competencia interna en un marco regulatorio y de control adecuado, que aborda incluso normativa moderna para el manejo de riesgo. Claro está que ello debe estar acompañado de un proceso de reducción del nivel promedio de encajes del sector financiero<sup>16</sup>, tal que este elemento de costo no mine la competitividad del mismo de una manera inconducente, al tiempo que se conserva este instrumento no solo con carácter prudencial (i.e. garantía en favor de sus propios cuentahabientes<sup>17</sup>, y respaldo al acceso a recursos del Banco Central que se concede a los intermediarios), sino, más importante aún, con el carácter de mecanismo para el control de liquidez (es decir, como instrumento de política monetaria)<sup>18</sup>. La internacionalización del sector financiero cabe esperar que se traduzca tanto en una reducción del nivel general de las tasas de interés, como de la ampli-

tud de los márgenes de intermediación, todo ello en el contexto de la respuesta que a la mayor competencia debe producirse tanto en la eficiencia técnica de las instituciones que integran el sector financiero local, como en su eficiencia de costos.

f. El origen y naturaleza de los controles vigentes. Al respecto cabe señalar que:

- 1) Una medida *transitoria* que dure cerca de dos años y medio hace mucho rato que dejó de ser transitoria y, algo *de naturaleza transitoria* que se vuelve permanente, es a todas luces contraproducente<sup>19</sup>;
- 2) En la coyuntura actual y ya por más de un año, por razones de diferente índole (i.e. alza en las tasas de interés internacionales, crisis de México, crisis de Venezuela, crisis política colombiana, crisis cafetera y política de retención asociada a la misma, cambios percibidos como negativos en las reglas del juego que han afectado a la inversión extranjera<sup>20</sup>, eventual disminución de flujos asociados al narcotráfico), ha disminuido significativamente la presión de los flujos externos de capital sobre la economía<sup>21</sup>;
- 3) Asociado con lo anterior, entre otros motivos, se ha pasado de una situación de presiones hacia la revaluación del peso, a una situación de presiones hacia una devaluación

---

inconveniente del mismo, especialmente si se analiza a la luz de sus efectos en el ámbito de las presiones inflacionarias a que da lugar<sup>22</sup>;

- 4) La crisis política que viene afectando al país desde mediados de 1995 y el deterioro en las condiciones generales de seguridad que la acompaña, incrementan la percepción de riesgo que tienen los agentes económicos con respecto a la economía local, lo cual de hecho se traduce en un incremento en la prima de riesgo asociada a las tasas de interés que harían competitivas las inversiones en el país con respecto al resto del mundo, y por ende, que serían determinantes de flujos externos hacia el mismo. Es decir, el efecto real de los diferenciales vigentes entre la tasa de interés local y la externa en lo que hace a promover flujos de capital, en el umbral de tasas como las que se vienen registrando desde hace ya más de un año, prácticamente ha desaparecido y cabría incluso señalar que el país se encuentra con diferenciales insuficientes para desestimular efectivamente eventuales fugas de capitales, al tiempo que no escasean razones para estimularlas<sup>23</sup>;
- g. A la altura de la coyuntura actual el Banco ha logrado retomar total control sobre su balance y por ende sobre el crecimiento de los agregados monetarios, como lo evidencia el prácticamente insignificante nivel remanente de certificados de cambio en poder del públi-

co y un nivel de OMA que estuvo fluctuando hacia finales de 1995 alrededor del equivalente a aproximadamente US\$300 millones; lo anterior hace que aún ante la presencia de un incremento futuro de los flujos de capital existiría un amplio margen (del orden de por lo menos US\$1,000 millones<sup>24</sup>) para llevar a cabo operaciones de esterilización que, como instrumento de política económica, son menos sub-óptimas que los controles a los flujos, así ellos sean hechos a través de mecanismos que afectan el precio, y no la cantidad, como es el caso de los depósitos no remunerados a los flujos de crédito externo;

- h. Los flujos externos de capital, particularmente los asociados a crédito externo, en el caso colombiano han estado históricamente dominados por el componente de transacciones oficiales (i.e. créditos a la Nación, a los entes descentralizados del orden nacional, a entes del orden departamental y municipal), a tal punto que hasta muy recientemente, prácticamente hasta principios de 1994, la deuda externa pública representaba alrededor del 80% del total de la deuda externa del país; con una relativa aceleración del endeudamiento externo privado ocurrida especialmente en el curso de 1994 (estimulada, entre otras cosas, por los anuncios hechos por el entonces Presidente electo y sus más cercanos colaboradores, en el sentido de que se extremarían los controles del acceso al crédito externo)<sup>25</sup>, la cual modificó dicho porcentaje hacia alrededor del 65%. Adicionalmente, por razones asociadas con las característi-

---

cas de las fuentes y los usos, la casi totalidad del endeudamiento público se contrata con períodos de maduración superiores a los cinco años, al tiempo que la mayor parte del endeudamiento privado, bajo condiciones normales, se contrata con períodos de maduración inferiores a los cinco años. De lo anterior cabe concluir que mientras las principales presiones consideradas inconvenientes en asocio con los flujos de endeudamiento externo (i.e. presiones revaluacionistas, presiones hacia la generación de excesos de liquidez en la economía, costos asociados a la esterilización, etc.) provienen de créditos al sector público, los mecanismos diseñados para controlarlos conllevan un sesgo en contra del crédito al sector privado no solo por el tipo de períodos de maduración que afectan, sino por el tipo de excepciones que contemplan. A la luz de lo anterior cabe decir que si a las autoridades, particularmente al gobierno, le preocupan los flujos de crédito externo, antes que caer en el uso de un mecanismo ineficiente y distorsionador como lo son los controles, debería recurrir a decisiones que son de su propio resorte y autonomía, cuales son las de reducir las contrataciones de crédito externo a volúmenes que no sean inconvenientes y que no hagan necesario limitar el acceso del sector privado a este recurso<sup>26</sup>; lo anterior obviamente conlleva reducir el gasto público pues de lo contrario si la presión se transfiere al mercado financiero interno, se presionan indebidamente las tasas de interés con resultados que a su vez pueden llegar a conllevar más flujo de crédito externo privado.

- i. Finalmente, en la medida en que las condiciones preferenciales de acceso que permite el régimen vigente (i.e. no constitución de depósito para créditos de más de cinco (5) años), favorecen por su naturaleza a los actores económicos más desarrollados (i.e. discriminando contra los pequeños y medianos productores) se constituyen en un instrumento regresivo de distribución del ingreso. Lo anterior se ve adicionalmente agravado por el sesgo que en contra de la producción para consumo doméstico introduce el régimen de excepciones (i.e. Bancoldex, Ecopetrol, FNC), sesgo éste que a su vez aplica a productores que por su eficiencia podrían ser competitivos (i.e. exportadores potenciales).
2. De lo anterior queda claro que en las actuales circunstancias han desaparecido totalmente las razones que eventualmente pudieron justificar la introducción de los controles a los flujos de capital asociados con crédito externo y que, por el contrario, no solo existen razones para justificar su total eliminación, sino también para crear condiciones que estimulen hacia el país el ingreso de un mayor volumen de ahorro externo vinculado a los que se llaman "*non debt creating flows*"<sup>27</sup> (primordialmente flujos de inversión), lo cual contribuiría positivamente al restablecimiento de un sano equilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos y a crear condiciones que eleven el crecimiento potencial de la economía, a través de complementar los esfuerzos que se hagan para incrementar de manera significativa y permanente el nivel de ahorro interno.

---

### III. OTRAS CONSIDERACIONES

1. Con relación a los anteriores argumentos y a la conclusión hacia la cual convergen (eliminación de los controles) quedarían por analizar los siguientes aspectos:

a. El de la valoración que se le dé a la contribución que hayan hecho los controles en lo que se conoce como "mejorar el perfil de la deuda externa", por considerar que ha favorecido un proceso de sustitución en el interior de la estructura de la misma que aumenta su período promedio de maduración de una manera que se considera contribuye a proteger de eventuales estampidas que puedan llegar a presentarse a nivel del conjunto de recursos de ahorro externo que concurren a la economía bajo condiciones corrientes<sup>28</sup>. En esencia, lo anterior equivale a decir que algunos consideran más estables los flujos de largo plazo que los de corto plazo, no obstante, a nivel de la literatura especializada en la materia, prima la idea de que los flujos de activos financieros cada vez son más fungibles en función de realidades de modernización, ampliación y profundización de los mercados como son, entre otros, la existencia de derivados (asociados por ejemplo, con "swaps", "options", "calls", "puts", "forwards", "receivables", ADR's etc.) y el desarrollo de cada vez más amplios y profundos mercados secundarios entre los cuales para el efecto cabe destacar el de papeles de deuda externa. Dicha fungibilidad, complementada con las facilidades que siempre han existido para sacar o entrar recursos ex-

ternos a la economía a través de "operaciones fantasma" de comercio exterior (subfacturación y sobrefacturación, respectivamente) y/o transformar términos y condiciones a nivel del financiamiento del comercio exterior, hace que, particularmente en los períodos de crisis o incluso de ataques especulativos, la potencia neutralizadora de los controles a los flujos de capital sea prácticamente nula y con ello la seguridad que brindan a quien en ellos creen es en realidad puramente ilusoria, al tiempo que las distorsiones que originan y la carga burocrática y de trámites a que dan lugar, no dejan de ser reales y significativas<sup>29</sup>.

b. El de valorar la contribución que puedan hacer los controles vigentes (operacionalizados a través de requisitos de encaje no remunerado a cierto tipo de créditos externos), a evitar ataques a través de capitales que se vinculen a la economía tan solo esporádicamente y con el propósito de concretar operaciones financieras de índole especulativa a través de ágiles y calculados movimientos de entrada y salida dirigidos a sacar ventajas especiales de situaciones particulares del mercado. Con respecto a este tipo de valoración cabe señalar que, además de que también es en gran parte válido todo lo señalado en el numeral anterior, son tan grandes normalmente las utilidades que se generan en el contexto de operaciones financieras de carácter puramente especulativo que, con respecto a las mismas, los controles a flujos de capital, especialmente aquellos de características similares o iguales a las que tienen los actualmen-

---

te vigentes en el país (i.e. basados en el mecanismo de precio), resultan totalmente inoperantes. Adicionalmente, este tipo de ataques se producen en lapsos de tiempo significativamente inferiores a los tres meses y en este sentido los controles vigentes no les son para nada relevantes<sup>30</sup>. El mejor antídoto para los ataques especulativos es el no permitir que se presenten desequilibrios en los mercados monetario, cambiario y crediticio que los hagan propicios, lo cual debe complementarse con un cierto nivel de armonización de las políticas internas en estos tres campos, con las políticas dominantes a nivel internacional en dichos mismos campos, con todo lo cual se minimizan tanto los estímulos a la especulación como los estímulos al arbitraje entre mercados<sup>31</sup>. De todas maneras, un mecanismo de control a flujos especulativos que parece haberse demostrado menos subóptimo que el tipo de controles vía sobretasas o encajes a los flujos de capital de corto plazo, es establecer un mecanismo de permanencia mínima (de tres a seis meses) a las inversiones de portafolio.

#### *IV. CONCLUSIONES*

**I.** Del conjunto de la argumentación anterior cabe esencialmente concluir que:

a. En el análisis de los flujos de capital resulta ante todo importante no perder el foco en lo que hace a dar prioridad por sobre toda las condiciones que hacen a los determinantes fundamentales de dichos flujos, teniendo claro en todo

momento que ningún control forma parte del conjunto de dichos determinantes y mal se haría en buscar hacerlo parte integral de este conjunto a través de buscar cambiar su naturaleza de transitoria a permanente, es decir, a través de buscar cambiar su carácter de circunstancial a estructural.

b. Para el caso colombiano, en lo que hace al ámbito de los flujos de capital y sus determinantes fundamentales, para efectos de evitar fenómenos perversos y/o sorpresas especulativas, cabe, ante todo, llamar la atención hacia la urgente necesidad de operar efectivamente sobre:

- 1) La introducción de correctivos a las fuerzas subyacentes en la determinación del desequilibrio estructural existente a nivel fiscal, particularmente en el ámbito del gobierno central;
- 2) Lo requerido para lograr a relativo corto plazo un incremento estructural de por lo menos 10% del PIB en el nivel de ahorro corriente de la economía, a lo cual tienen que contribuir tanto el sector público como el privado, pero, particularmente, el público;
- 3) Lo requerido para corregir el déficit estructural que viene registrando la cuenta corriente de la balanza de pagos, a lo cual entre otras cosas debe contribuir significativamente el incremento del ahorro

---

nacional. Este, a su vez, está determinado de manera significativa por lo que se logre en el marco de un proceso de fortalecimiento de la posición fiscal y debe expresarse a través de la generación sostenida de superávit en las cuentas oficiales<sup>52</sup>.

- c. Todo lo anterior debe verse complementado al máximo posible por medidas que apunten a hacer más flexibles los mercados tanto de productos como de factores, en forma tal de propiciar que la tendencia hacia la apreciación de la tasa de cambio real inherente a los choques de distinta índole que normalmente afectan la economía del país, pueda verse compensada ventajosamente (i.e. sin pérdidas, e incluso con ganancias en la competitividad) a través de reducciones progresivas tanto de los costos como de los precios domésticos, tales que afecten positivamente las condiciones determinantes de la competitividad del sector productivo y las condiciones determinantes de la inflación.
- d. De igual manera, para efectos de minimizar las posibilidades de arbitraje entre los mercados internos y externos, especialmente en lo que hace a recursos de capital, al igual que para no crear condiciones que propicien o estimulen la especulación, es esencial que las políticas monetaria, cambiaria y crediticia del país sean lo más consistentes posible con las dominantes a nivel internacional en estos mismos ámbitos (i.e. tasas de interés reales que no difieran significativamente).
- e. Con respecto a todo lo anterior es importante señalar que la política fiscal es

clave para efectos de no sobrecargar y eventualmente agotar, las políticas monetaria, cambiaria y crediticia en lo relativo a, por ejemplo, reducir los diferenciales en tasa de interés entre el mercado interno y el externo; mal se haría en buscar sustituir los esfuerzos que se requieren en el ámbito fiscal a través de mecanismos como los controles a los flujos de capital.

- f. Los controles cuentan entre las principales ineficiencias a que dan lugar, su capacidad de inducir amplios y profundos fenómenos de desintermediación financiera, además de que a través de la "tramitología" y burocracia que conllevan encarecen indebidamente los costos de transacción.
- g. Además de que por haber permanecido por mucho más tiempo del indicado, los controles establecidos al crédito externo ya se han agotado como tales, las condiciones económicas que en su momento se argumentaron para justificar su introducción no solo han desaparecido sino que en muchos casos se han tornado contrarias. En razón de ello solamente, es decir aún haciendo abstracción de los muchos otros argumentos que se han expuesto, se hace necesaria y conducente su eliminación total.
- h. La forma en que se establecieron los controles originalmente y peor aún la forma en que se han venido administrando los mecanismos de excepción, no solo conllevan grandes distorsiones e ineficiencias, sino un injustificable "moral hazard", en virtud de las discriminaciones a que da origen. Entre las distorsiones e ineficiencias cabe desta-

---

car el sesgo muy evidente que en la práctica generan en favor del endeudamiento público y por ende en favor del gasto público y de la indisciplina fiscal, al tiempo que conllevan a una discriminación principalmente contra los pequeños y medianos productores.

- i. Los controles establecidos han dado origen en dos años de existencia a mucho más "tramitología" burocrática y por ende a más costos de transacción, que las que dio en sus cerca de 25 años de existencia, el régimen de control de cambios asociado al Decreto-Ley 444.

## V. RECOMENDACIONES

- I. Tomando como referencia las anteriores conclusiones, me permito recomendar a la Junta:

- a. Desmontar en su totalidad el régimen vigente en materia de requerimientos de encaje no remunerado a los flujos de endeudamiento externo, acción esta que contribuiría a reducir significativamente la segmentación vigente en el mercado de crédito, al tiempo que eliminaría el impuesto ciertamente muy regresivo y discriminatorio en que de hecho se constituyen dichos requerimientos para aquellos a quienes margina del acceso al ahorro externo. Igualmente, con dicho desmonte, al tiempo que se eliminan las ineficiencias y distorsiones que en el proceso de asignación de recursos introduce el régimen en cuestión, se eliminaría también uno de los mecanismos más efectivos para el "crowding out" que el sector público le viene haciendo al

sector privado en la economía colombiana.

- b. Acompañar lo anterior con un agresivo programa de reducción de los encajes bancarios llevado a cabo en forma tal que sin incrementar por encima de lo previsto en la programación monetaria la liquidez de la economía (i.e. manteniendo, en principio, el nivel del encaje promedio vigente en la actualidad y esterilizando con operaciones de mercado abierto reducciones posteriores que incrementan la liquidez por sobre lo programado), se tienda a homogeneizar la estructura de encajes. Para efectos de lo anterior, el programa de reducción de los encajes debería encuadrarse, con carácter prioritario, en el programa de provisión de requerimientos de liquidez del primer semestre del año en curso, sujeto ello a la limitante de que por razones prudentiales el encaje promedio se ubique en el rango del 10% al 14%. Paralelamente, debe continuarse con el desmonte definitivo de las inversiones forzosas, el crédito dirigido y las tasas de interés subsidiadas, en la medida en que aún persisten. Con lo anterior se tendería a homologar con potenciales competidores internacionales, los costos que la política monetaria impone al sector financiero local, de manera tal que la misma no afecte negativamente sus condiciones de competitividad.
- c. Establecer un requisito de permanencia mínima de tres meses para las inversiones de portafolio, con el propósito de, a través del mismo, tomar en cuenta preocupaciones relacionadas con el

---

---

accionar de potenciales capitales especulativos de corto plazo.

- d. Reducir a 20% del patrimonio técnico, la posición neta de cambios (i.e. incluyendo opciones, inversiones permanentes en moneda extranjera, futuros, etc.) permisible en moneda extranjera para el caso de los intermediarios financieros; acompañar lo anterior con la autorización de utilizar el endeudamiento externo como fuente para el financiamiento de sus operaciones crediticias en moneda local. Con lo anterior, al tiempo que se limita con criterio prudencial el riesgo de cambio que puede asumir cada intermediario financiero local, en el marco de dicha limitación se le dan las posibilidades de fondear sus operaciones en pesos con la misma fuente que podría hacerlo un competidor extranjero.
- e. Hacer exigible que toda colocación de papel colombiano en el exterior, sea ella de agentes públicos o privados, tenga como requisito la calificación de su emisor hecha por lo menos por dos agencias calificadoras de riesgo, de reconocida prestancia internacional. Con lo anterior se buscaría minimizar la posibilidad de que acudan al mercado internacional de capitales en busca de financiamiento, emisores locales que potencialmente puedan llegar a deteriorar la posición crediticia del país.
- f. Recomendar al DNP que en el régimen vigente sobre inversión extranjera elimine provisiones como las que limitan la vinculación de la misma al mercado de propiedad raíz, medida ésta que complementaría de manera ade-

cuada la medida de eliminación del depósito no remunerado que aplica al endeudamiento externo, en lo que hace a facilitar una integración más fluida del mercado local de capitales al mercado internacional.

- g. Para una eventual consideración futura del tema de reintroducir controles a los flujos de capital, resulta conveniente que:

- 1) Se hayan hecho esfuerzos serios por corregir desequilibrios en los fundamentales que determinan la existencia de dichos flujos, de forma tal que los controles no se constituyan en un sustituto, de por sí bastante imperfecto, de los ajustes en cuestión; especial exigencia debe hacerse en materia de lo requerido para elevar significativamente el nivel de ahorro interno, particularmente a través del esfuerzo fiscal (i.e. una precondition al restablecimiento de controles debería ser que el "stance" de la política fiscal conlleve la generación de un superávit sostenible de por lo menos el 3% del PIB a nivel del sector público no financiero, consolidado).
- 2) Se haya controlado previamente los flujos de endeudamiento público externo con prioridad absoluta sobre los privados.
- 3) Se hayan agotado antes otros mecanismos que a pesar de ser también

---

sub-óptimos, son más eficientes y no deterioran tanto y tan visiblemente la calidad de la política macroeconómica como de hecho lo hacen los controles (i.e. la esterilización de flujos que no conlleve una pérdida de control sobre el balance del Banco Central tal que dificulte la posibilidad de poder adelantar una adecuada política de control de los agregados monetarios).

- 4) Se acuerde previamente el período máximo de vigencia de los controles, el cual en ningún caso de-

bería ser superior a los seis (6) meses y estaría ante todo definido por el tiempo requerido para adoptar correctivos conducentes en el ámbito de los fundamentales que determinan los flujos de capital. Adicionalmente, debe existir un compromiso firme y referido a indicadores específicos previamente determinados, en relación con la eliminación anticipada de los controles en el evento de que se registren cambios significativos en las condiciones que les hayan dado origen.

---

## NOTAS

- <sup>1</sup> Documento que con fecha 8 de febrero de 1996 fue sometido a consideración de la Junta Directiva del Banco de la República por el Director Oscar Marulanda Gómez, a propósito del análisis a que ha estado sometido el tema para efectos de adopción de políticas.
- <sup>2</sup> Excesivos en el sentido de la capacidad de absorción a corto plazo de la economía local, tanto en su ámbito monetario como en su ámbito real (i.e. inversión productiva).
- <sup>3</sup> Lo cual se complementó con una provisión para que los pagos por importaciones tuvieran que hacerse antes de 6 meses o de lo contrario, se considerarían créditos sujetos al requisito de depósito. De otra parte, el depósito era opcionalmente redimible a un día con el 13% de descuento en el propio Banco de la República.
- <sup>4</sup> En su trabajo "La Cuenta de Capital Durante un Proceso de Liberalización Económica" (1995), Miguel Urrutia señala: "En esas circunstancias facilitar el flujo de capitales de corto plazo habría generado un proceso de revaluación muy marcado, y un caso agudo de Enfermedad Holandesa. Esto llevó a la Junta del Banco de la República a tomar medidas que interponen barreras a los flujos de capital de corto plazo y a recomendarle al Gobierno una política de superávit fiscal que hiciera posible compensar parte del flujo de capitales al sector privado con prepagos de deuda pública".
- <sup>5</sup> Al respecto, Roberto Junguito, en su trabajo "On The Effectiveness of Capital Controls in Colombia: Comments" (1995), señala: "... the deposit was not a reversal in terms of the opening of the capital account, as suggested in the paper, but the substitution of quantitative controls (in fact, the existing prohibition of undertaking external loans for working capital purposes through the domestic financial sector) by price oriented controls (a way to match the domestic and international interest rates, as well as discouraging short-term "hot money lending"), in the light of the Chilean experience."
- <sup>6</sup> Pudiendo escoger el prestatario hacer el depósito por un año al 93%, por 18 meses al 64% o por dos años al 53% del monto del préstamo.
- <sup>7</sup> Son fácilmente evadibles aún en el caso de mercados muy poco sofisticados financieramente (véase Carkovic, Bennett y Khan (1993)) y en la práctica, totalmente inefectivos en mercados de cierta complejidad y desarrollo (véase Salvador Valdés - Prieto y Marcelo Soto, "New Selective Capital Controls in Chile: Are they effective?" (1995)). Según Suescún (1995) el rápido crecimiento de los registros de inversión extranjera (excluida la del sector petrolero) puede sugerir que éste es un posible canal a través del cual se deteriora la efectividad del régimen vigente de depósitos no remunerados al endeudamiento externo.
- <sup>8</sup> A su vez, la eficiencia original del control está asociada a lo comprensivo que sea el mismo; a este respecto, refiriéndose a los controles basados en el mecanismo de requerimientos de depósito, señala Rudi Dornbusch en su trabajo "Cross-Border Payment Taxes and Alternative Capital Account Regimes" (1995): "The trouble here is that these deposits must be fully comprehensive not only for all forms of inward-bound financial transactions but also including reserves on of nonfinancial agents' borrowing offshore. A clean reserve requirement system is effectively the same as a cross border transaction tax. The only difference is that across border payments tax is more comprehensive and involves less administrative complication".
- <sup>9</sup> Posible, en el sentido de que en prácticamente todos los análisis la evidencia de la eficacia si bien surge al menos parcialmente, no surge de manera contundente (i.e. no es claro que los efectos benéficos que se registran sean claramente atribuibles a los controles).
- <sup>10</sup> Combinando criterios de tiempo prudencial para introducir correctivos fundamentales y periodos en que se desgasta significativamente cualquiera que sea la eficiencia original del control, llegan a concluir que los mismos no se justifica que permanezcan por más de seis meses. En su trabajo "On The Effectiveness of Capital Controls in Colombia" (1995), Mauricio Cárdenas y Felipe Barrera concluyen: "The evidence presented points towards a relative inability of the measures adopted to reduce capital inflows. At best the affects are temporary as in the case of with holding taxes aimed at reducing the entry of speculative capital through the current account. At worst, capital controls are completely unable to discourage capital inflows, as in the case of non-remunerated deposits held at the Central Bank". Por su parte, Urrutia (1995), concluye: "... los controles de capitales pueden ser útiles durante el proceso de transición hacia una economía más libre, pero no tienen por qué mantenerse después de un periodo limitado. Si se mantienen, sus costos serán mayores que sus beneficios".
- <sup>11</sup> En efecto, cuando en la literatura especializada se le abre un espacio favorable de consideración al ajuste de desbalances externos a través de controles de capital, ello se hace para considerarlos con-

ducentes tan solo en bases transitorias, dirigidas a *neutralizar momentáneamente situaciones de crisis*, mientras se logra introducir cambios estructurales de política a nivel de los determinantes fundamentales de la posición de cambios. Cabe al respecto, no perder de vista el hecho de que la existencia de flujos de capital (y "contrarius sensus", las restricciones a los mismos) facilita el financiamiento de desbalances de la cuenta corriente disminuyendo así el grado de ajuste requerido a nivel de la tasa de cambio que sería necesario llevar a cabo de no existir los mismos.

12 "...when transfers are made at rates of exchange other than those prevailing in the official market, it is considered restrictive if exchange rate differentials exceed 2 percent for several months" Capital Account Convertibility. Review of Experience and Implications for IMF Policies (1995).

13 Para quienes creen en los controles, el máximo costo en estas circunstancias es el asociado con la reintroducción de los mismos que puede hacerse en cualquier momento en que se consideren necesarios por el hecho de que eventuales flujos de capital que se presenten en una coyuntura específica, amenacen con desestabilizar la economía en virtud de las variaciones significativas en la liquidez a que pueden dar lugar y en asocio con ella, la expansión indeseable del crédito.

14 Al respecto, señala Roberto Junguito (1995) "... the establishment of the restriction in 1993 led later on to an increase in domestic interest rates, which is indicative of the partial effectiveness of the instrument, since it reflects a tendency to reduce loans, although showing a self-defeating nature of the control (Suescún, 1995)". Mientras para los cálculos que se hicieron en 1994 para diseñar y expedir el régimen de que trata la Resolución 22 de dicho año, se utilizó una tasa de interés doméstica del 35%, en la actualidad, el promedio de dicha tasa es cercano al 42% - 44%, estando parte de dicho incremento explicado por los controles en cuestión.

15 En trabajos como el de Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) los influjos de capital y por ende las presiones monetarias y cambiarias a que dan lugar, se originan en factores exógenos tales como la recesión internacional, el déficit comercial de USA y las bajas tasas de interés internacionales.

16 A este respecto, de mantenerse esquema de encajes no remunerados, a muy corto plazo se debería estar en capacidad de, utilizando la reducción del encaje bancario como principal instrumento para proveer la liquidez requerida por la economía en el inmediato futuro, llegar a un encaje promedio del orden del 12%. Con respecto a ello sería preferible que fuera un encaje único para todo tipo de pasivos,

no obstante, si esto no es compartido ampliamente (lo del encaje único), habría que diseñar una estructura que generando un promedio de alrededor del 12% , dé como máximo 14% para las cuentas corrientes y como mínimo 10% para cualquier otro pasivo.

17 Concepto este que pierde importancia a la luz no solo de la existencia de conceptos complementarios como lo es el de los seguros de depósito (valga la oportunidad para recabar sobre la urgencia en materia de reestructurar FOGAFIN) y dentro de éste el de conferirlo tan solo a depósitos en intermediarios financieros calificados como de bajo riesgo en función de las restricciones que se les imponen en lo que hace al tipo de activos financieros en que pueden mantener invertido su portafolio (i.e. papeles del gobierno y del Banco Central).

No sobra también señalar que cada vez es más extendida en el mundo financiero internacional la idea de que en un contexto de transparencia y adecuada provisión de información, complementado por un adecuado desarrollo de los distintos tipos de servicio que en materia de asesoría financiera son comunes en la actualidad, los cuentahabientes deben ser quienes busquen cubrirse de sus propios riesgos, lo cual, dicho sea de paso, debe estar implícitamente cubierto por la tasa de interés con que se remuneran sus depósitos (a su vez, los depósitos no remunerados hoy en día casi que son una excentricidad).

18 Igualmente será necesario seguir avanzando en la eliminación de lo que quede vigente en materia de los que vulgarmente se conocen como "instrumentos de represión financiera" (i.e. crédito dirigido, inversiones forzosas, tasas de interés subsidiadas).

19 En relación con ello, cabe señalar que no resultan conducentes planteamientos en el sentido de hacer permanente el mecanismo de control a los flujos de capital en aras de que una vez que se inicien de manera significativa los flujos de Cusiana y Cupiagua, habrá un rebrote de presiones revaluacionistas acompañado de condiciones de exceso de liquidez en el mercado monetario tales que dificultarán el manejo económico. A este respecto cabe decir que no solo se está en oportunidad de introducir ajustes preventivos en la política macroeconómica, particularmente en el "stance" de la política fiscal, en el sentido de generar un incremento significativo en el ahorro público a través de superávit fiscales sostenidos de como mínimo el 3% del PIB, sino que también, la responsabilidad de neutralizar las presiones cambiarias y monetarias asociadas con estos flujos es, por sobre cualquier cosa, una responsabilidad de manejo adecuado del así llamado Fondo de Estabilización Petrolero creado precisamente para tal efecto (i.e. la incorpora-

ción de recursos de dicho Fondo a la economía nacional debe guardar correspondencia en el tiempo con la capacidad efectiva de absorción de la misma, no solo en términos de proyectos de inversión con rentabilidad esperada que resulte competitiva con el costo de oportunidad de mantener bien manejados dichos recursos en el exterior, sino también en términos de que no generen perturbaciones inconducentes en los mercados cambiario y monetario).

20 Cambio en las reglas del juego que perciben algunos en asocio con la eliminación de exenciones tributarias vinculadas a negociaciones de la telefonía celular y eventos vinculados a la subasta de Cementos Paz del Río.

21 Al respecto, señala Junguito (1995): "The overall situation in Latin America, specially as result of the Mexican crisis, indicates that the pressure of capital flows has receded. On the domestic front, one could also argue that the possible negative impact of trade opening is far behind and that the conflicts in sequencing are no longer valid. Besides, whatever positive impact the capital controls had at the start, they have been gradually losing ground given the learning process in scape clauses".

22 Cabe aquí llamar la atención sobre el hecho de que las mayores expectativas de devaluación corrientes, actúan en el sentido de desestimular la contratación de crédito externo por parte de los agentes económicos, dada la mayor percepción de riesgo cambiario que conllevan.

23 Entre ellas una que cabe no ignorar tiene que ver con la potencial descertificación del país por parte del gobierno de los Estados Unidos de América.

24 Cifra esta que en el contexto de un régimen flexible del tipo de cambio como es el existente en la actualidad, compara favorablemente con la requerida en un momento de presión externa relativamente alta asociada al choque de la liberalización llevada a cabo tanto en el ámbito de la cuenta corriente como en el ámbito de la cuenta de capital, a la altura de 1990-1992.

25 Al respecto, señalan Mauricio Cárdenas y Felipe Barrera (1995): "Quite the contrary, announcements regarding such measures generate speculative behavior. Agents effectively anticipate controls and hedge against them by registering records at the Central Bank for future use". Por su parte Junguito (1995) señala: "It is worthwhile to add that the accumulation of registrations (and potential disbursements) was the signal for the authorities to change the maturity period... As to the fact that disbursements increased after the policy changes, it simply indicates the use up of registrations, and

not a lack of effectiveness by itself". Refiriéndose a lo mismo en el trabajo "Capital Account Convertibility", IMF (1995), se señala: "... the evidence concerning the effectiveness of the capital controls in Colombia is inconclusive. While recorded short-term flows dropped after the controls were introduced, this drop was more than offset by increased long-term inflows, contributing to further strong growth in monetary aggregates, while the real effective exchange rate appreciated further... If the goal was to alter the structure of inflows toward long-term maturities, then they appear to have had some impact. However, simultaneous changes in exchange rate and monetary policies make it difficult to attribute the impact conclusively to capital controls". A lo anterior cabría añadirle que queda aún por comprobar si efectivamente el endeudamiento privado de más largo plazo se muestra menos volátil (más estable) que el de corto plazo, en presencia de circunstancias críticas del mercado cambiario.

26 Esto por su parte tiene la ventaja de que mientras el crédito al sector privado es riesgo privado que asumen los acreedores generalmente como riesgo de proyecto, el crédito al sector público es riesgo soberano que se afecta más significativamente por lo que se conoce como riesgo país, al tiempo que se ampara más directamente en el acervo de capital de la Nación.

27 A tal efecto sería conducente que los órganos competentes avanzaran el proceso de liberalización de las transacciones subyacentes a la cuenta corriente (i.e. por ejemplo en lo relativo al comercio internacional de bienes y servicios) y al componente de inversión de la cuenta de capital (i.e. eliminando las restricciones vigentes a las transacciones en propiedad raíz).

28 Al respecto señalan Cárdenas y Barrera (1995): "... preliminary evidence suggests that non-remunerated deposits have been successful in inducing a recomposition of foreign liabilities in favor of long-term maturities. It is likely that this is a positive result as it has made the country less vulnerable to a reversal in capital flows". Al respecto comenta Junguito (1995): "... the deposit scheme, deliberately, sought to obtain a longer-term structure in private flows... ignoring trade finance, from 1994 to 1995 there was an improvement in the term structure of lending and even a reduction in its volume. However, both the Mexican and Colombian crisis would have led, in any case to expect reduced lending".

29 Esta percepción de cierta manera se contrapone a lo dicho con cierto escepticismo por Cárdenas y Barrera (1995), cuando señalan: "...cost of capital controls should be compared with the benefits of a

---

recomposition of foreign liabilities. The benefits are positively related to the probability of a run against the country. If that is perceived as a likely event then controls may be justified".

30 Podría añadirse que no solo no son relevantes, sino que podrían incluso llegar a ser perversos en la medida en que, generalmente y por obvias razones, los mercados, particularmente los mercados externos, interpretan los controles a los flujos de capital como protecciones a una balanza de pagos bajo presión o con serios desequilibrios, razón por la cual se constituyen en un estímulo permanente a la especulación.

31 Bajo ciertas circunstancias el estímulo al arbitraje, sobre todo si es significativo, puede llegar a convertirse en una plataforma básica para los estímulos a la especulación.

32 Tal y como ya se señaló, ante un determinado déficit de cuenta corriente y un nivel dado de ahorro interno, es mayor el ajuste que se requiere en la tasa de cambio en presencia de controles de capital, que el requerido en ausencia de los mismos. En este sentido, no resulta válido el argumento de que es importante mantener controles a los flujos de capital hacia la economía, hasta tanto no se logren niveles adecuados de ahorro interno; por el contrario, en la medida en que el nivel de ahorro interno es bajo para efectos de poder mantener niveles adecuados de inversión productiva hay que maximizar las posibilidades de acceder al ahorro externo y ello no se logra con controles a los flujos de capital.

---

## CONSTANCIA EXTRACTADA DEL ACTA 4082 DE LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPUBLICA, CORRESPONDIENTE A LA REUNION REALIZADA EL 15 DE FEBRERO DE 1996

on respecto al acuerdo alcanzado en Junta sobre racionalización a los controles vigentes en materia de endeudamiento externo, el Director Oscar Marulanda expresó que no lo comparte por razones como las consignadas en el documento que sobre el tema sometió a la consideración de sus colegas del cuerpo decisorio, no resultándole para nada convincentes las razones expuestas para sustentar lo acordado. De otra parte, no habiendo sido partidario de la introducción de los controles cuando se establecieron originalmente o cuando se ampliaron y profundizaron, mal podría estar de acuerdo hoy en día con limitarse a una tímida racionalización de los mismos que a todas luces encuentra anacrónica, inconsistente, inconducente y sesgada en favor de otorgar privilegios especiales que van contra el mandato legal que tiene la Junta de normar por la vía general. Es anacrónica la medida adoptada porque existiendo prácticamente un consenso en la literatura especializada sobre la ineficiencia y distorsiones asociadas a los controles de capital, respaldada a su vez por estudios empíricos de casos que incluyen el caso colombiano, existe también el consenso de que en la mejor de las situaciones, si dichos controles desempeñan alguna función, la misma es de una temporalidad muy corta, justificable tan solo para que las autoridades, en el marco de una situación de emergencia, introduzcan correctivos en las variables fundamentales que

determinan los flujos de capital, tendientes a corregir los desequilibrios que se percibe que existen; en el caso colombiano esa temporalidad ya va a cumplir tres (3) años (a todas luces excesiva) y con la medida adoptada se va a prolongar por quién sabe cuanto más, especialmente si se tiene en cuenta que entre los argumentos dados para sustentarla, no faltó el de la necesidad de convivir con dichos controles de manera estructural, para con ello hacer sostenibles expectativas de devaluación aún en el contexto de una sólida posición externa de mediano y largo plazo como la que cabe esperar en el país por razones conocidas, ligadas entre otras al futuro petrolero.

Es inconsistente la medida adoptada porque resulta totalmente incompresible que unos controles que en el momento mismo de su introducción fueron defendidos fundamentalmente en virtud de su capacidad para neutralizar presiones revaluacionistas vigentes, se mantengan con las mismas características originales, aún en presencia de claras expectativas de devaluación que vienen creando inconvenientes presiones inflacionarias y que, como es natural, antes que conducentes a estimular el influjo de capitales lo desestimulan, particularmente en el contexto de una crisis política de la magnitud y profundidad de la que vive el país. Son igualmente inconducentes los controles en el marco

---

de una coyuntura en la que al tiempo que existen razones para que las tasas de interés se encuentren altas (i.e. el comportamiento de los indicadores de inflación y la coyuntura cambiaria), la presión sobre las mismas cabría aliviarla a través de la eliminación de éstos; en adición de ello, los costos de transacción a que dan origen y el engendro burocrático que conllevan, conducen a un entramamiento inconveniente de la actividad productiva y del curso normal de los negocios. La introducción y mantenimiento de los controles es inequitativa y por ende impone un "moral hazard" en la medida en que, ante todo, discrimina en favor del endeudamiento público que además de representar alrededor del 70% del endeudamiento externo del país, es el que por condiciones de la oferta de crédito representa la mayoría de los recursos conseguibles a plazos no afectados por el depósito no remunerado a través del cual se viene llevando a cabo el control; además, de esta clara discriminación contra el sector productivo privado, al interior de este último los controles discriminan en favor de las empresas multinacionales que operan en el país, a las cuales se les facilita más el acceso a crédito externo en términos y condiciones que permiten que no se vean afectadas por el control; igual cosa ocurre con las grandes empresas nacionales, todo lo cual concurre en una discriminación contra las empresas de tamaño mediano y

pequeñas que eventualmente puedan tener acceso a la contratación de crédito en moneda extranjera, así sea a través de los intermediarios financieros nacionales. Adicionalmente, en la medida en que los controles presionan al alza las tasas de interés nominales y reales del mercado interno, acaban por esta vía discriminando contra los pequeños y medianos productores que no tienen acceso al crédito en moneda extranjera. No obstante, lo más aberrante en materia de los controles de capital vigentes y de la dinámica con que se han venido redefiniendo los mismos, todo lo cual se modifica parcialmente en la resolución aprobada, son las excepciones que se confieren a entidades como ECOPETROL, Federación Nacional de Cafeteros, firmas exportadoras de café y exportadores usuarios de créditos en moneda extranjera canalizados a través de BANCOLDEX. Estas excepciones, además de introducir claras y poco defensables distorsiones en el proceso de asignación de recursos escasos, al tiempo que atentan contra la eventual eficiencia que pueden llegar a tener en la medida que violan el requisito mínimo de integralidad requerido en el diseño de controles, a mi juicio, claramente constituyen una flagrante violación al mandato legal que tiene la Junta en materia de normar por la vía general, introduciendo sesgos por lo demás perversos, en especial por su regresividad...".