

---

# LA CUENTA DE CAPITAL DURANTE UN PROCESO DE LIBERALIZACION ECONOMICA

Por: Miguel Urrutia M.\*

**P**arecería lógico que dentro de los procesos de reforma económica que se han llevado a cabo en América Latina, y que incluyen la liberalización del comercio internacional, la liberalización de la inversión extranjera, la liberalización de los precios administrados y de las tasas de interés, se liberalizarán también los movimientos en la cuenta de capital de la balanza de pagos. En esta presentación me propongo justificar el mantenimiento de algunos controles a los flujos de capital en una economía que está haciendo la transición desde el proteccionismo y mercados financieros reprimidos hacia una economía con libre comercio, libertad de precios y un sector financiero libre y competitivo.

## *I. LAS CONDICIONES INICIALES*

La larga historia de procesos de liberalización frustrados en América Latina enseñó que la liberalización comercial no se puede iniciar sin previamente haber eliminado el retraso cambiario. Dicho propósito no es sostenible si se inicia en una situación en que la tasa de cambio está sobrevaluada. En el caso colom-

biano, dos intentos de liberalización comercial, en 1965 y 1982 se reversaron debido a aumentos no financiados en el déficit en cuenta corriente.

En el cono sur, anteriores esquemas de liberalización también se reversaron al generar crisis cambiarias.

Estas experiencias determinaron que las reformas estructurales en los años noventa se iniciaran una vez se eliminó el retraso cambiario. Es más, en varios países se produjo un sobreajuste cambiario antes de la liberación del comercio. El proceso de reforma se inicia entonces con una tasa de cambio subvaluada, y es lógico, por lo tanto, esperar un proceso posterior de revaluación.

## *II. EFECTOS DE LAS REFORMAS SOBRE LA TASA DE CAMBIO*

Las reformas en Chile, México, Colombia y Perú, además de la liberación comercial, in-

---

fluyen apertura a la inversión extranjera, liberalización del sistema financiero, y privatizaciones. Todos los elementos del programa de reforma tienden a aumentar los flujos de capital hacia el país reformador, y, al mismo tiempo, a aumentar el nivel de endeudamiento externo.

El resultado es una presión hacia la revaluación de la tasa de cambio y un aumento en el peso de la deuda externa. Ambos fenómenos pueden poner en peligro el programa de liberalización. Mitigar ese peligro justifica el establecimiento de algunas barreras al libre flujo de capitales.

### *III. LIBERACION DEL COMERCIO Y DEUDA EXTERNA*

En países en que ha existido un régimen proteccionista por un período largo, la liberación comercial genera una bonanza temporal en las importaciones y el consumo. La reducción de aranceles aumenta fuertemente la demanda de importación de bienes de consumo durable, y en particular de automóviles. No sólo hay suministro de bienes cuya importación antes estaba prohibida, sino que los de consumo durable tienen fuertes disminuciones en precios. En el caso de ciertos automóviles, los aranceles pueden pasar de 300,0% a 35,0%, como ocurrió en Colombia. El resultado es un aumento grande en importaciones, pero también en deuda externa, pues los proveedores financian la importación de esos bienes durables. Así, durante unos años, aumenta la importación pero no la demanda por divisas para pagar esas importaciones. Esto puede llevar a un ciclo de revaluación-devaluación de la tasa de cambio.

Ese fenómeno se acentúa por el efecto de las reformas sobre la preferencia de los nacionales a tener parte de su portafolio en activos externos. Al bajar los precios de los bienes importados, muchos nacionales liquidan parte de su portafolio en moneda extranjera para comprar bienes durables<sup>1</sup>, generando entonces sumas cuantiosas de repatriación de capitales. Otro incentivo para repatriar capitales en la primera parte de la década de los años 90 fueron las bajas tasas de interés en los Estados Unidos. Dicho estímulo se fortaleció aún más por la tendencia a la revaluación de las monedas nacionales, lo cual aumentó el diferencial entre la tasa de interés equivalente en el país con relación a la de los Estados Unidos si se medía en términos de dólares a la tasa de cambio de mercado.

El proceso de revaluación generó la repatriación de capitales, y la inversión extranjera facilitó la revaluación. Los países eliminaron las trabas a la inversión extranjera (esto fue muy significativo en el caso de los países del Grupo Andino), y esta también aumentó debido a los procesos de privatización en los cuales la inversión extranjera directa y el crédito externo a compradores nacionales jugaron un papel muy importante. Se produjo entonces un aumento en la oferta de divisas que tiende a revaluar la tasa de cambio, debido a las privatizaciones y a la liberación de la entrada de inversión extranjera directa.

La tendencia a la revaluación aumenta el diferencial en las tasas de interés internas-externas, y esto puede incentivar flujos de capital de corto plazo que durante un tiempo, pueden aumentar las presiones revaluacionistas. El peligro es un deterioro en la balanza comercial que lleve a que esos flujos se reverseen



---

al producirse posteriormente presiones a la devaluación.

Este tipo de proceso de reforma parecería tener implícito un ciclo de revaluación-devaluación de la tasa de cambio que puede tener altos costos, particularmente cuando una parte del mayor endeudamiento no va a la inversión sino al consumo. La evidencia empírica sugiere que ese es el caso de América Latina.

Si el mayor endeudamiento y la inversión extranjera van a inversión en bienes transables, el proceso no tiene por qué desembocar en un déficit en la cuenta corriente, pues crecerá la producción para la exportación o sustitutiva de importaciones. Pero si el endeudamiento va al consumo o a la construcción de vivienda, entonces éste sí tiende a aumentar la relación futura entre pago de deuda y exportaciones, haciendo más probable el ciclo revaluación-devaluación.

#### *IV. LA LIBERACION FINANCIERA Y EL ENDEUDAMIENTO*

Las reformas que liberalizan el sistema financiero tienden también a aumentar el nivel de endeudamiento del país. La eliminación de las tasas de interés administradas y del crédito dirigido le dan acceso a nuevos actores al crédito. En particular, los consumidores acceden al crédito institucional, y esto puede aumentar el consumo. La disminución del ahorro aumenta la demanda agregada y la tasa de crecimiento después de la reforma, pero puede posteriormente crear problemas en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Si no hay control al endeudamiento externo, la liberalización financiera, puede acelerar el gasto por encima de lo deseable, con efectos nocivos sobre los precios y la cuenta corriente.

Es importante, entonces, que la liberación financiera no lleve a un aumento excesivo en el endeudamiento en divisas del sector financiero, ni a un crecimiento excesivo en el crédito de consumo.

#### *V. ¿QUE PUEDEN HACER LOS CONTROLES DE CAPITAL?*

Los controles al ingreso de capital pueden mitigar el ciclo de revaluación-devaluación. Los métodos que han ensayado Colombia y Chile tienen el propósito limitado de acelerar los pagos de importaciones y desestimular los flujos de capital de corto plazo. Esto se logra poniendo impuestos o depósitos forzosos sin remuneración a la deuda de corto plazo.

Los controles no desestiman la inversión extranjera directa ni el crédito de largo plazo para inversión, y tampoco la repatriación de capitales. Tampoco le cierran al capital extranjero o al crédito externo la participación en las privatizaciones. El resultado es que de todas maneras habrá una tendencia a la revaluación, pero esta será inferior a lo que existiría si adicionalmente hubiere flujos grandes de capital de corto plazo durante la época en que se produce esa revaluación.

#### *VI. EL CASO COLOMBIANO*

El caso colombiano se asemeja bastante a la descripción hecha de las características de las

reformas económicas de los años noventa y a los efectos de esas reformas sobre la tasa de cambio y la deuda externa.

de capitales, pues los flujos entran disfrazados como turismo, transferencias e ingresos personales.

En efecto, en preparación para la apertura comercial, en 1989-1990 se produjo una sobrevaluación de la tasa de cambio (véase Cuadro 1). La liberación comercial se inicia en 1989 y se profundiza en 1991. En 1991-1992 se producen grandes flujos de capital, probablemente en buena parte repatriación

En 1993 y 1994 aumenta significativamente el saldo total de la deuda externa privada, mientras que el saldo de la deuda pública externa decrece marginalmente en 1993 y aumenta muy levemente en 1994, como reflejo del esfuerzo por producir un superávit fiscal (véase Cuadro 2).

Cuadro 1  
Indice de la tasa de cambio real del peso colombiano 1/  
Comercio global sin café 2/  
Deflactada por precios del productor 3/  
(Diciembre de 1986 =100)

Años	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	Promedio	Var.% 4/
1975	86.35	87.28	87.29	87.77	88.55	89.00	88.37	87.56	87.04	87.16	87.18	86.92	87.54	-
1976	85.88	86.00	85.87	86.06	85.14	83.61	83.35	83.28	82.60	80.01	80.30	79.97	83.51	(8.0)
1977	80.13	78.65	78.09	75.01	73.12	72.12	72.02	73.25	73.99	74.44	74.72	75.22	75.06	(5.9)
1978	74.65	74.80	74.80	74.17	73.02	74.18	74.77	74.85	75.42	76.88	75.67	75.02	74.85	(0.3)
1979	74.00	73.58	72.90	72.28	71.29	71.04	71.33	70.20	70.41	70.46	70.20	70.64	71.53	(5.8)
1980	72.56	73.07	72.34	71.37	71.66	73.15	73.97	73.88	74.38	73.99	73.70	73.08	73.10	3.5
1981	74.47	73.07	73.16	72.10	71.07	70.38	70.00	70.01	70.58	70.83	70.69	70.66	71.42	(3.3)
1982	70.43	69.13	67.97	67.19	66.76	65.51	65.42	64.74	64.15	63.56	64.12	65.56	66.21	(7.2)
1983	65.78	65.72	63.81	62.83	62.02	62.02	62.64	63.62	64.88	65.91	66.35	67.30	64.41	2.7
1984	67.30	68.64	69.61	69.14	68.71	69.24	69.44	70.46	70.69	71.57	72.20	71.90	69.91	6.8
1985	71.37	70.43	71.69	75.12	76.38	77.55	80.50	83.00	83.81	88.06	89.85	92.38	80.01	28.5
1986	92.07	91.45	91.27	90.93	93.11	94.50	95.61	96.64	97.68	98.02	98.14	100.00	94.95	8.2
1987	94.91	94.99	95.60	96.32	96.92	96.70	96.85	98.31	98.74	98.68	100.09	99.70	97.32	(0.3)
1988	97.20	95.95	96.56	97.61	98.52	97.83	97.49	98.02	96.08	97.10	99.09	97.69	97.43	(2.0)
1989	95.64	95.93	95.73	97.23	96.76	96.86	100.75	100.91	101.83	102.97	102.74	105.02	99.37	7.5
1990	107.05	107.31	107.69	109.04	109.34	109.72	112.11	112.98	113.47	115.77	116.93	116.93	111.53	11.3
1991	113.70	113.69	110.86	108.37	108.16	106.99	103.55	101.93	108.19	109.91	107.80	106.25	108.28	(9.1)
1992	105.16	101.55	100.28	100.28	99.99	101.85	105.55	104.54	104.19	103.40	102.58	103.85	102.77	(2.3)
1993	102.11	101.22	102.67	103.70	104.13	103.68	103.13	103.89	105.06	105.55	103.82	101.59	103.38	(2.2)
1994p	100.57	98.94	97.56	97.14	96.62	95.23	93.39	92.47	94.45	95.11	93.50	92.15	95.59	(9.3)
1995p	93.75	92.83	93.61	94.10	93.86	92.75								(4.0)

(p) Provisional.

Nota: Las cifras de la serie anterior, base diciembre de 1985=100, se unificaron con la nueva serie a través de un empalme simple. (Véase nota metodológica en la revista de enero de 1988).

1/ Las tasas de cambio de cada uno de los países corresponden a las del promedio de cada mes. Para efecto de la devaluación interna, a partir de julio de 1991 se aplicó a la tasa de cambio oficial el descuento promedio ponderado de los certificados de cambio (Res.55 de la J.M. y Res.3 de la J.D.) con vencimiento entre 85 y 90 días. A partir de noviembre el descuento de los certificados de cambio (Res.10 de la J.D.) con vencimiento entre 345 y 360 días, negociados en la Bolsa de Bogotá y a partir de diciembre, la tasa representativa del mercado (Res.15/91 de la J.D.).

2/ A partir de diciembre de 1986, las ponderaciones corresponden a la participación de cada uno de los 18 países en el comercio global sin café de Colombia durante 1986. Incluye comercio colombo-venezolano.

3/ Hasta diciembre de 1990 deflactado por el Índice de Precios al por Mayor, a partir de enero de 1991 por el Índice de Precios del Productor.

4/ Corresponde a la variación porcentual anual del último mes disponible.

Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos.



**Cuadro 2**  
**Colombia - Deuda externa pública y privada**  
(Millones de US\$)

Años	Sector privado				Sector público				Deuda externa total		
	Corto plazo 1/		Largo plazo		Corto plazo 3/		Largo plazo 4/			Saldo total	
	Saldo	Desembolsos	Amortizaciones	Saldo 2/	Saldo	Desembolsos	Amortizaciones	Saldo			
1970	1,050	81	63	325	1,375	404	244	70	1,319	1,723	3,098
1971	1,213	87	68	344	1,557	405	224	82	1,472	1,877	3,434
1972	1,199	84	78	392	1,591	432	343	92	1,726	2,158	3,749
1973	1,140	43	58	365	1,505	470	406	114	2,022	2,492	3,997
1974	1,413	50	58	302	1,715	486	399	188	2,220	2,706	4,421
1975	1,235	72	81	367	1,602	479	394	115	2,470	2,949	4,551
1976	1,324	24	63	404	1,728	510	248	140	2,562	3,072	4,800
1977	1,075	55	61	389	1,464	511	366	170	2,779	3,290	4,754
1978	1,221	66	98	363	1,584	568	322	215	2,896	3,464	5,048
1979	1,348	151	47	473	1,821	565	977	411	3,456	4,021	5,842
1980	1,742	70	13	514	2,256	565	999	252	4,324	4,889	7,145
1981	2,036	690	287	865	2,901	733	1,247	268	5,232	5,965	8,866
1982	2,451	428	98	1,196	3,647	972	1,285	332	6,078	7,050	10,697
1983	2,504	308	235	1,285	3,789	1,185	1,342	401	6,876	8,061	11,850
1984	2,389	300	253	1,451	3,840	984	1,764	550	7,849	8,833	12,673
1985	2,038	379	186	1,576	3,614	1,326	1,793	646	9,595	10,921	14,535
1986	1,711	441	252	1,607	3,318	319	2,809	927	12,463	12,782	16,100
1987	1,905	81	140	1,539	3,444	226	1,202	1,245	13,842	14,068	17,512
1988	2,241	152	97	1,560	3,801	311	2,247	1,627	13,823	14,134	17,935
1989	2,032	155	451	1,280	3,312	440	2,109	1,706	13,835	14,275	17,587
1990	1,914	147	322	1,113	3,027	380	1,818	1,849	14,586	14,966	17,993
1991	1,551	159	170	981	2,532	339	1,715	1,993	14,464	14,803	17,335
1992	2,006	508	465	1,250	3,256	494	1,723	2,341	13,487	13,981	17,237
1993	3,009	1,297	501	2,046	5,056	553	1,858	1,984	13,258	13,811	18,867
1994 5/	3,684	2,600	841	3,905	7,589	657	2,320	2,511	13,567	14,224	21,813
1994 Mar.	3,100	577	171	2,553	5,652	419	553	764	13,268	13,687	19,340
Jun.	3,212	1,126	238	3,441	6,653	470	261	576	13,175	13,645	20,298
Sep.	3,484	387	271	3,557	7,041	533	587	664	13,222	13,755	20,796
Dic.	3,684	510	162	3,905	7,589	657	920	507	13,567	14,224	21,813

Nota: Los datos de 1993 y 1994 son preliminares.

1/ Hasta septiembre de 1993, comprende: artículo 132 del antiguo Estatuto Cambiario (Oficina de Cambios); líneas de corto plazo del sistema financiero, según información de las entidades, y estimación del crédito de proveedores. A partir de entonces incorpora la información de líneas de corto plazo del sistema financiero y estimaciones del endeudamiento directo y del otorgado por proveedores, efectuadas por la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE).

2/ Hasta septiembre de 1993 corresponde a información de la Oficina de Cambios. El saldo de 1993 es estimación de la SGEE y el Departamento de Cambios Internacionales. El saldo de 1994 corresponde a información del Departamento de Cambios Internacionales y el movimiento (desembolsos y amortizaciones), a estimaciones de la SGEE y el Departamento de Cambios Internacionales, según información de la balanza cambiaria y las cuentas de compensación en el exterior. Las cifras no incluyen arrendamiento financiero.

3/ Incluye los saldos de los pasivos de corto plazo del Banco de la República, de Entidades Descentralizadas y del Gobierno Nacional Central.

4/ Corresponde a las cifras procesadas por la Subgerencia de Estudios Económicos, a partir de información suministrada por las entidades, el Banco Mundial y el BID.

5/ Incluye US\$ 100 millones de deuda originalmente pública, transferidos al sector privado en un proceso de privatización.

Fuente: Subgerencia de Estudios Económicos y Departamento de Cambios Internacionales; Banco de la República.

El proceso de apertura comercial produjo un crecimiento acelerado de las importaciones medidas en dólares en 1992 (33,0%), 1993 (51,0%) y 1994 (21,5%). Los giros por importaciones, no aumentaron sino con un rezago (véase Cuadro 3). La inversión extranjera también aumentó significativamente, pasando de US\$484 y US\$433 en 1990 y 1991, a US\$740 en 1992, US\$754 en 1993 y US\$1,446 en 1994.

Cuadro 3			
Importaciones y pagos por Importaciones			
(US\$ millones FOB)			
	(1)	(2)	2/1
	Importaciones	Pagos Importaciones	%
	US\$ millones FOB	US\$ millones	
1990	5.108	3.754,3	73,5
1991	4.548	4.429,3	97,4
1992	6.029	5.715,7	94,8
1993	9.086	6.835,5	75,2
1994	11.040	7.800,5	70,6

Fuente: Banco de la República: Balanza de Pagos y Balanza Cambiaria

El aumento de la inversión directa tuvo que ver con los incentivos creados por las reformas económicas, por la liberalización del régimen de inversión extranjera, pero también con el desarrollo de los nuevos campos de petróleo encontrados durante la primera parte de la década. Este año se han comprobado nuevas reservas de petróleo, lo cual hace preveer la continuación de la inversión en desarrollos petroleros.

En el caso colombiano, entonces, la oferta de divisas no sólo aumentó por las reformas económicas y los flujos de capital que estas generaron, sino también por la inversión en el sec-

tor petrolero, y por la expectativa de una balanza de pagos muy sólida en la próxima década debido a nuevas exportaciones de hidrocarburos. En Colombia, entonces, los incentivos a los flujos de capital fueron aún mayores que en otros países de la región, debido a las perspectivas muy firmes de un aumento significativo en las exportaciones de hidrocarburos.

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. Se tuvo mayor éxito en la primera estrategia que en la segunda (Cuadro 2).

Los controles a los flujos de capital parecen haber tenido alguna efectividad. En primer lugar, no cabe duda que cambiaron el perfil de la deuda. La primera medida estableció depósitos bastante onerosos para la deuda de menos de 18 meses, y la mayoría de la deuda paso a ser de más de 18 meses. También se alargó el plazo de la deuda cuando la extensión de la obligación de constituir depósitos se aumentó a operaciones de más de 24 meses, y, cuando en 1994 se extendió a todas aquellas operaciones con plazo hasta de cinco años, disminuyó el ritmo de aumento de la deuda y los contratos nuevos casi en su totalidad se hicieron a más de cinco años (véase Cuadro 4).



Cuadro 4  
**Estructura por plazos de los registros de  
 Deuda Externa Privada**  
 (Flujo en millones de US\$)

Meses	0 - 6	7 - 18	19 - 24	25 - 36	37 - 60	61 y más	Total
<b>1994</b>							
Trim. I	156.4	6.3	1,210.9	71.7	416.8	55.4	1,917.5
Trim. II	181.7	96.7	271.2	27.4	313.4	130.2	1,020.7
Trim. III	235.0	126.4	16.7	35.7	1,025.7	283.1	1,722.5
Trim. IV	68.9	304.4	7.0	17.4	38.6	1,108.3	1,544.6
<b>1995</b>							
Trim. I	286.6	363.8	29.0	37.3	29.7	684.5	1,430.9

Fuente: DCIN. Preliminar.

Las medidas tuvieron entonces el efecto de mejorar el perfil de la deuda privada y de disminuir la vulnerabilidad de la economía a choques internos y externos. Con el perfil actual de la deuda no es probable una corrida abrupta contra el peso. La crisis mexicana sugiere que este tipo de seguro tiene algún valor.

El Cuadro 2 muestra que en 1993 y 1994 de todos modos creció el saldo de la deuda externa total del país. Esto pone en duda la efectividad de los controles para limitar el endeudamiento. Sin embargo, es posible que el aumento en la deuda hubiera sido mucho mayor en ausencia de los controles. Un indicio de esto es la oposición del sector privado a los controles y evidencia anecdótica de las dificultades de encontrar entidades externas que presen a plazos tan largos. Pero la mejor evidencia de que los controles sí disminuyeron el flujo de capital externo es que las tasas de interés en pesos aumentaron cada vez que se endureció el control al endeudamiento externo.

Otra medida de control al endeudamiento externo que se ha utilizado en Colombia es el requisito de que todas las entidades financie-

ras tienen que tener una posición propia neta positiva en divisas. Es decir, las entidades financieras no pueden endeudarse en divisas para prestar en pesos. Estas medidas no sólo disminuyen los incentivos al endeudamiento externo sino que limitan la vulnerabilidad del sistema financiero ante una posible futura devaluación. La posición propia positiva en divisas implica pérdidas en el sistema financiero durante los períodos de revaluación, pero en el período comentado otros factores compensaron con creces esas pérdidas y los altos niveles de utilidades hicieron posible una capitalización importante del sistema.

## *VII. EL FUTURO DE LOS CONTROLES DE CAPITAL*

He argumentado aquí que los procesos de reforma económica que incluyen liberación de comercio, liberación del sistema financiero, liberación de la inversión extranjera y privatización pueden llevar a un exceso temporal en el endeudamiento externo, y que parte de ese endeudamiento irá a consumo y no a inversión. En esas circunstancias se produce un ciclo revaluación-devaluación de la tasa de cambio que tiene costos y que puede poner en peligro el proceso de reforma. Por ello se justifican los controles al endeudamiento externo.

Pero todo el argumento se refiere a excesos temporales en el endeudamiento generados por la transición a una economía de mercado más libre. Después de algún tiempo ya no hay capital para repatriar, el pago de las importaciones no se puede seguir posponiendo, los flujos de capital directo extranjero se han normalizado y los procesos de privatización se han agotado.

---

En ese momento desaparece la justificación para los controles de capitales, aunque puede seguir siendo útil mantener algunos desincentivos a los flujos de muy corto plazo.

Adicionalmente, los controles de capitales con el tiempo pierden efectividad, pues los actores económicos encuentran maneras para evadirlos.

Por lo tanto, los controles de capitales pueden ser útiles durante el proceso de transi-

ción hacia una economía más libre, pero no tienen por qué mantenerse después de un período limitado. Si se mantienen, sus costos serán mayores que sus beneficios.

\* Conferencia presentada el 21 de agosto en Santiago de Chile, en el Seminario «70 Años del Banco Central de Chile».

<sup>1</sup> Este incentivo es particularmente fuerte si se cree que la liberalización comercial puede revertirse. En América Latina la historia favorecía esa hipótesis a comienzos de los años noventa.