

# Controles a los flujos de capital en economías emergentes: los casos de Chile y Argentina\*

JUAN MANUEL VEGA HEREDIA<sup>1</sup>  
juanmavega@hotmail.com

## RESUMEN

La preocupación con respecto a la vulnerabilidad de la economía ante los posibles efectos desestabilizadores de los flujos de capital internacionales, cambiantes según el contexto económico mundial, llevan a los países, principalmente a aquellos con economías emergentes por ser los más vulnerables, a plantearse la posibilidad de implementar controles a dichos flujos. Los casos específicos de Argentina y Chile, países en los que efectivamente se han implementado controles de capital serán estudiados; la comparación de los modelos de política aplicados en estos países nos permitirá llegar a importantes conclusiones sobre la efectividad de las medidas de control de capital en economías emergentes.

**Palabras clave:** Controles de capital, Casos chileno y argentino, Economías emergentes, Flujos de capital.

\* El contenido de este trabajo corresponde a un extracto de la tesis *La regulación de los flujos de capital en Colombia (1994-2009)*, presentada en el 2012 a la Universidad de Buenos Aires como requisito de grado para la Maestría en Relaciones Económicas Internacionales.

Fecha de recepción: 7 de marzo de 2013. Fecha de modificación: 27 de abril de 2013. Fecha de aceptación: 22 de abril de 2013.

1 Abogado especializado en Derecho económico de la Universidad Externado de Colombia y candidato a Máster de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires.

## CONTROLS TO CAPITAL FLOWS IN EMERGING ECONOMIES: THE CASES OF CHILE AND ARGENTINA

### ABSTRACT

The concern that countries with emerging economies have about the potentially destabilizing effects of international capital flows on their economies is leading many to consider implementing controls to these flows. Capital controls were implemented in Argentina and Chile. Analysing these policy models will allow us to compare them and draw conclusions about the effectiveness of implementing capital controls in other emerging economies.

**Keywords:** Capital controls, Chilean regulation, Argentinean regulation, Emerging Economies, Capital Flows.

### INTRODUCCIÓN

Respondiendo a la finalidad de controlar las variables fundamentales de sus economías y lograr objetivos macroeconómicos específicos tales como prevenir el descalce de plazos y/o el descalce cambiario, atraer determinado tipo de inversión extranjera deseable, reducir la fragilidad financiera y las presiones especulativas sobre la Economía, aislar la Economía del efecto contagio de las crisis financieras, así como también mejorar la autonomía económica y la política social (EPSTEIN *et. al*, 2003), los gobiernos implementan medidas de control a los flujos de capitales. Al momento de elegir las medidas a implementar, los gobernantes se debaten entre medidas estáticas o dinámicas, medidas directas consistentes principalmente en restricciones prohibitivas para desincentivar ciertos tipos de flujos de capital bien sea mediante la prohibición del ingreso o egreso de determinados flujos o restringiendo la participación de determinados individuos en las transacciones según calidades específicas; medidas indirectas consistentes en la intervención en el mecanismo de precio de las inversiones y/o endeudamientos, como es el caso de la instauración de encajes obligatorios con o sin remuneración, requisitos de permanencia mínima, etc.

El presente trabajo está dedicado a describir las políticas financieras adoptadas por Argentina y Chile, específicamente en lo que concierne a las técnicas de control de los flujos de capital internacionales. Así mismo, se analizará el contexto económico que impulsó la adopción de este tipo de políticas financieras, generando el consenso político que permitió la implementación de las mismas. Por último, se realizará una comparación entre ambos modelos y conjuntos de políticas, en Argentina y Chile, a fin de extraer algunas conclusiones sobre el impacto de la implementación de tales políticas.

## EL MODELO CHILENO

El contexto económico chileno en las décadas de los setenta y ochenta tuvo un papel protagónico en el diseño de políticas financieras destinadas al control de los flujos de capitales internacionales durante la década de los noventa, en la medida en que creó consenso en torno a la necesidad de aislar la economía de la volatilidad de los flujos de capital internacionales.

La década del setenta había sido, para Chile, signada por un boom de consumo interno y una fuerte presión hacia la apreciación de la moneda, producto del incremento repentino de inlfujos de capital extranjero, en el marco de lo que se denomina el "experimento neoliberal". La década del ochenta, en el contexto de la crisis de la deuda latinoamericana de 1982, presentó la situación inversa, caracterizada por la implosión financiera producto del excesivo endeudamiento externo, la reducción abrupta de los flujos de capitales internacionales hacia Chile y una profunda recesión económica. De tal forma, el fantasma de la "enfermedad holandesa"<sup>2</sup> en 1970 reforzó el compromiso de los hacedores de políticas orientado a prevenir las consecuencias negativas de los incrementos repentinos de inlfujos de capital extranjero; así como también la experiencia de recesión en los años ochenta desempeñó un rol central en el diseño de técnicas de control de los flujos de capitales durante la década de los noventa (ídem), a fin de proteger la economía doméstica de los altamente volátiles flujos de capitales de corto plazo.

En este contexto, y a partir del consenso formado en cuanto a la necesidad de prevenir las consecuencias negativas de los incrementos repentinos de inlfujos de capital extranjero, el gobierno chileno implementó una serie de medidas dinámicas durante el período financiero 1991-1999 denominada por la bibliografía en la materia como "el modelo chileno", con el fin de adaptar la regulación existente a las circunstancias económicas y a la vez resolver ambigüedades normativas en el marco de una estrategia económica orientada a promover la estabilidad, el desarrollo económico sustentable y el crecimiento de las exportaciones, intentando evitar experiencias pasadas de alta inflación, inestabilidad cambiaria y bancaria, crisis financieras, niveles elevados de deuda, fugas de capitales y bajos niveles de confianza de los inversores en el mercado chileno de capitales. Todo esto en un contexto en donde prevalecía un modelo de crecimiento económico orientado "hacia afuera", basado en las exportaciones de bienes y servicios como motor de crecimiento económico.

A comienzo de los años noventa, la política monetaria chilena comprendía un conjunto de políticas de ajuste vía incremento en la tasa de interés, a fin de limitar el déficit en cuenta corriente, intentando frenar el nivel de gasto interno. Consecuentemente, el aumento en la

- 2 El descubrimiento y desarrollo de la explotación de grandes yacimientos de petróleo y gas en las costas de Holanda, con posterioridad a la crisis del petróleo de la década del setenta, generó un gran ingreso de divisas que repercutió negativamente sobre la economía de ese país. La explicación de este fenómeno se conoce como "enfermedad holandesa" y se centra en el hecho de que esa avalancha de divisas impactó sobre el tipo de cambio apreciando la moneda y haciendo perder competitividad a la industria holandesa, generando quiebras, despidos y recesión en gran parte del sector industrial que no pudo adaptarse a la aparición repentina de recursos naturales.

tasa de interés motivó el ingreso de capitales externos por el aumento de la rentabilidad en el mercado financiero chileno, neutralizando el efecto deseado de controlar el gasto, a la vez que incrementando la exposición de este país a la volatilidad de los flujos de capitales internacionales.

El gobierno chileno utilizó básicamente tres tipos de políticas financieras: manejo del riesgo cambiario vía ajustes de la banda cambiaria, esterilización de la moneda y control de inlfujos de capital extranjero con el objeto de evitar una apreciación del tipo de cambio que pudiese poner en riesgo la cuenta corriente, así como también disminuir el riesgo de una repentina fuga de capitales que pudiese hacer colapsar la moneda. Todo esto acompañado de una activa política monetaria, vía ajustes en la tasa de interés, para controlar la demanda doméstica, estabilizar el déficit en cuenta corriente, contener la inflación y evitar la apreciación excesiva del tipo de cambio.

En primer lugar, la banda de tipo de cambio flotante adoptada tempranamente en los años ochenta, fue ensanchada y revaluada en los años noventa. Los efectos monetarios de la rápida acumulación de reservas internacionales producto de la fuerte entrada de capitales de corto plazo, fueron de esta forma esterilizados.

En segundo lugar, el gobierno chileno implementó un programa de manejo de inlfujos de capital extranjero que comprendía un conjunto de técnicas de control basadas en mecanismos de precios, a saber: establecimiento de una tasa de 1,2% anual para los préstamos extranjeros; requerimiento de residencia de un año para la inversión externa directa (IED) y las inversiones de portafolio (IP), y requisito de reserva no remunerado del 30% sobre todo tipo de créditos externos y todas las inversiones financieras extranjeras en el país durante el período 1992-1998.

Cabe destacar que dado el dinamismo de las políticas implementadas por el gobierno chileno, el *ratio* del requerimiento de reserva fue ajustado varias veces dentro del período analizado en respuesta a los cambios en el contexto económico y a los canales de evasión identificados aprovechando las ambigüedades normativas. Originalmente, las inversiones de portafolio estaban obligadas a un depósito de reserva no remunerado del 20% durante la duración del inlfujo para inversiones con un plazo menor a un año y durante un año para inversiones de mayor vencimiento; *ratio* que fue ajustado en 1992 e incrementado a 30% por un año, independientemente de la madurez o vencimiento de la obligación.

La cobertura de este requisito también fue ampliada para alcanzar los créditos comerciales y los préstamos relacionados con la Inversión Extranjera Directa (IED); y en 1995, se extendió a las acciones chilenas comerciadas en el New York Stock Exchange (ADRs), a la IED financiera y a los bonos. En julio de 1998, el requisito de reserva fue reducido al 10%, producto de la crisis financiera asiática y luego este requisito fue reducido a cero en septiembre de ese mismo año, desmantelando de esta manera el encaje.

Asimismo, el requisito de permanencia para el capital extranjero también fue ajustado durante el período analizado: se estableció en 1982 con un requisito de permanencia por un período mínimo de diez años. En 1991 fue reducido a tres y en 1993 a un año, independientemente de la madurez o vencimiento de la obligación.

Juntos, la tasa anual impuesta a los créditos externos, el requerimiento de reserva no remunerada sobre la deuda en moneda extranjera y el requisito de permanencia mínima para la inversión extranjera directa, encarecieron, según diversos autores, el costo de las inversiones de corto plazo, a la vez que alentaron las inversiones de largo plazo, reduciendo el riesgo cambiario, la posibilidad de una fuga de capitales externos y la vulnerabilidad de la economía frente a políticas fiscales imprudentes y estrategias de inversión de tipo especulativas, así como también el potencial efecto contagio de crisis financieras internacionales (ídem).

En particular, la exigencia de un encaje no remunerado sobre los créditos externos que alcanzaba a la mayor parte de los recibidos tanto por bancos residentes como por otras entidades no bancarias, es comparable con un impuesto Tobin en función de su modalidad ya que, a partir de 1992, consistía en un porcentaje constante del tamaño del crédito independientemente del vencimiento de la obligación, con lo cual la tasa del impuesto por unidad de tiempo era mayor para los créditos a plazo más corto. Asimismo, en la medida en que el requisito de permanencia de un año convertía a la tasa efectiva de impuesto por unidad de tiempo en una función del tiempo hasta el vencimiento del crédito, los créditos de más largo plazo, a una tasa constante, eran gravados por un período mucho menor que los créditos de corto plazo, desalentando de esta manera el ingreso de capitales de corto plazo y favoreciendo los de largo plazo (VALDÉS y SOTO, 1996).

En suma, las políticas financieras mencionadas parecen haber fomentado la estabilidad macroeconómica y, con ello, lograron reducir la fragilidad financiera y fortalecer la soberanía de las políticas económicas y sociales.

Otro de los impactos positivos que la mayor parte de los autores atribuyen al modelo chileno comprende la alteración en la composición y estructura de vencimientos de los influjos de capital, ampliándose la estructura de vencimientos de la deuda y provocando un cambio en la composición del financiamiento externo de deuda de corto plazo y alta liquidez e inversión de portfolio hacia la IED (EPSTEIN *et. al*, 2003; DE GREGORIO *et. al*, 1998). Sin embargo, los autores afirman que no se modificó el volumen de influjos de capital durante el período analizado producto de las políticas implementadas por el gobierno chileno (EPSTEIN *et. al*, 2003; DE GREGORIO *et. al*, 1998; (EDWARDS, 1999), y por ende el impacto sobre las presiones hacia la apreciación de la moneda no fue significativo.

Como uno de los efectos negativos del modelo, KRISTIN FORBES (2005) y SEBASTIAN EDWARDS (1999) señalan que las técnicas de control de capitales implementadas en Chile incrementaron los costos del capital para las pequeñas empresas que tenían dificultades para evadir los controles sobre los influjos de capital. Otros costos microeconómicos que los autores atribuyen al modelo comprenden: el incremento de la corrupción producto de la evasión de los controles, así como la reducción de la disciplina en los mercados financieros y el gobierno, generando ineficiencia en la asignación de capital y recursos (FORBES, 2005). Sin embargo, aún no se ha demostrado la importancia relativa de estos costos microeconómicos respecto de los beneficios macroeconómicos del modelo.

El modelo chileno descrito fue desmantelado en septiembre de 1998, eliminando el control sobre los influjos de capital y otros controles sobre los flujos de capitales inter-

nacionales. La decisión del gobierno chileno fue interpretada en diversos sentidos. Entre ellos, la radical reducción en los flujos de capital que experimentaba Chile en el contexto económico posterior a la crisis asiática, rusa y brasileña (EPSTEIN *et. al*, 2003). En este contexto, la necesidad de atraer flujos privados de capital extranjero superaba la preocupación por el riesgo de la volatilidad, más aún si sumamos elementos como el precio del cobre en declive y un déficit de cuenta corriente en aumento.

Los críticos del modelo chileno, por otro lado, vieron el dismantelamiento de estas medidas como prueba contundente del fracaso del modelo mismo. Por el contrario, otros autores vieron en el dismantelamiento del modelo chileno una evidencia de su éxito, en la medida en que la economía chilena ya no necesitaba protección contra la volatilidad de los flujos de capital internacionales ya que el sistema bancario se había robustecido en función de una serie de mejoras a la regulación bancaria implementadas durante la década de los noventa como complemento de las medidas de control de flujos de capitales externos (EICHENGREEN, 1999).

En la visión de GERALD EPSTEIN, ILENE GRABEL y K.S. JOMO (2003), la decisión de dismantelar el modelo y, con él, las medidas de control sobre los flujos de capital internacionales, fue imprudente dados los riesgos sustanciales de un futuro incremento en los flujos de capital, sumado al riesgo de que el país pudiera experimentar el efecto contagio de la inestabilidad financiera en Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay. Para estos autores, hubiera sido deseable mantener los controles en un nivel más bajo mientras se atendía la necesidad de combatir el déficit de la cuenta corriente y la necesidad de atraer capitales mediante otros medios, siguiendo un enfoque más consecuente con la característica dinámica de las medidas adoptadas inicialmente bajo el modelo chileno (EPSTEIN *et. al*, 2003).

En suma, en el caso chileno, es posible afirmar que fueron básicamente dos preocupaciones centrales las que motivaron la implementación de políticas financieras destinadas a controlar los flujos de capitales externos: en primer lugar, en el ámbito macroeconómico, la preocupación por el masivo ingreso de capitales que podría provocar una apreciación de la tasa de cambio y con ello reducir la competitividad del sector transable; en segundo lugar, y desde la perspectiva financiera, la preocupación porque la masiva entrada de capitales generara un excesivo endeudamiento externo y una excesiva exposición en moneda extranjera, incentivando la expansión del crédito interno y el aumento del gasto interno en sectores improductivos, a la vez que generando una burbuja de activos que podría verse agravada en caso de una reversión súbita de los flujos debido a un cambio de actitud de los inversionistas.

Ambos factores, sumados a las experiencias en el ámbito económico y financiero de las dos décadas anteriores en Chile, crearon consenso para la adopción de las medidas mencionadas en la década de los noventa. Siendo la principal característica del modelo chileno la adopción de medidas dinámicas que fueron ajustándose según el contexto macroeconómico, incrementando o aflojando los controles según las circunstancias económicas y los objetivos del gobierno chileno, hasta el dismantelamiento completo del modelo en 1998 en el contexto económico post crisis asiática.

## EL CASO ARGENTINO

En Argentina, al igual que en Chile, luego de una década de progresiva liberalización del mercado financiero, la crisis de la deuda en los años ochenta reinstaló el debate sobre la implementación de controles a los flujos de capitales internacionales. La situación macroeconómica caracterizada por un gran nivel de endeudamiento externo, alta inflación y devaluación continua de la moneda condujo a la implementación de controles de tipo cuantitativo sobre los flujos de capitales, específicamente sobre la venta de divisas, la cual fue prohibida, así como también respecto de la cancelación de deuda privada con el exterior, la cual fue sujeta a un requisito de autorización previa de la autoridad monetaria.

Sin embargo, estos controles al egreso de capitales se fueron flexibilizando con el paso del tiempo, no requiriendo su autorización previa en ciertas circunstancias, aunque sí debiendo cumplir con algunos requisitos de documentación exigidos por la autoridad monetaria. Hacia finales de la década de los años ochenta, y en consonancia con la implementación de políticas de corte neoliberal con baja intervención estatal en la economía, se produjo un abrupto desmantelamiento de los controles y, con ello, la completa liberalización de los mercados financieros. Dicho desmantelamiento de los controles a los flujos de capitales de forma abrupta explicaría, en parte, la fragilidad de la economía argentina frente a las crisis internacionales ocurridas durante los años noventa.

Tras la grave crisis que sufrió el país en 2001 y que determinó un completo reordenamiento del sistema financiero, bancario y del mercado de cambios, el gobierno tomó una serie de medidas de emergencia que comprendieron el abandono de la paridad cambiaria y la consecuente devaluación del peso argentino, el restablecimiento de los controles cambiarios afectando a la capacidad de comprar y vender moneda extranjera en el mercado de cambios y transferirla al país o al exterior, y la obligación de repatriar las divisas obtenidas como resultado de las exportaciones de bienes y servicios, así como de las financiaciones otorgadas a residentes en Argentina por no residentes.

Cabe mencionar que, tras el colapso del régimen de convertibilidad, el objetivo principal del gobierno argentino comprendía contener la salida de capitales y estabilizar el mercado financiero mediante la introducción de un régimen de tipo de cambio dual, manteniendo a la vez los controles de cambio y las restricciones a la salida de fondos del sistema bancario implementadas a fines de 2001 (FRENKEL y RAPETTI, 2007). En este sentido, la obligación de liquidar aquellas exportaciones superiores a 1 millón de dólares en el Banco Central desempeñó un importante rol de cara al objetivo del gobierno de estabilizar el mercado financiero y contener la salida de capitales.

Asimismo, a partir de 2005, asistimos a la reintroducción de los controles a los flujos de capitales a fin de desincentivar el ingreso de capitales de corto plazo y promover el ingreso de capitales de largo plazo, a la vez que disminuir la volatilidad de los flujos y la vulnerabilidad financiera de la economía argentina, previniendo el impacto negativo de potenciales efectos desestabilizadores de los flujos.

Todo lo anterior, en el contexto de un proceso de masivo ingreso de capitales desde las economías desarrolladas en busca de mayor rentabilidad en los mercados emergentes

mediante inversiones especulativas y de corto plazo, favorables a la ocurrencia de burbujas especulativas o sobrevaloración de activos con impacto negativo en el mercado local. Por último, el masivo ingreso de capitales externos presionaba sobre el tipo de cambio hacia la apreciación de la moneda restando competitividad al sector transable, configurándose la estabilidad cambiaria como otro de los objetivos principales del gobierno argentino.

De tal forma, en Argentina se configuró un régimen financiero donde coexisten medidas de control de cambios, que comprenden todas aquellas regulaciones que resultan aplicables a toda operación en moneda extranjera, así como medidas de control de capitales, comprendiendo todas las regulaciones relativas a la cuenta de capital de la balanza de pagos (NAYYAR, 2002). El control de cambios procura regular la demanda de divisas, mientras que el control de capitales pretende limitar o prohibir los movimientos internacionales de capital, a fin de evitar que fondos volátiles ingresen al país cuando las condiciones son favorables y desaparezcan súbitamente cuando las condiciones empeoran, agravando así la crisis financiera (BLECKER, 2002).

En particular, el control de cambios impuesto a partir del 2001 consistió en la obligación de ejecutar la compra y venta de divisas solo a través de entidades autorizadas. Asimismo, las divisas recibidas por residentes argentinos como resultado de algunas transacciones tales como exportaciones de bienes y servicios, anticipos y prefinanciaciones, venta de activos no financieros no producidos, desembolso de deuda extranjera, entre otros, deben ser ingresadas al mercado de cambio argentino y convertidas en pesos. Por último, ciertas transferencias de divisas al exterior están limitadas o sujetas a autorización previa o a determinadas exigencias y plazos.

Adicionalmente, en 2003 el gobierno dispuso que el ingreso y egreso de divisas al mercado local, así como la negociación de las mismas en dicho mercado debieran ser objeto de registro ante el Banco Central de la República Argentina. Asimismo, las divisas que ingresen al mercado local podrán ser transferidas fuera de dicho mercado, solo al vencimiento de un plazo de ciento ochenta (180) días corridos, a contar desde la fecha de toma de razón del ingreso de las divisas, con excepción de las que correspondan a operaciones de comercio exterior y a inversiones extranjeras directas<sup>3</sup>.

Asimismo, en el año 2002 se introdujeron controles al egreso de capitales, incluyendo un límite a la formación de activos externos de libre disponibilidad de residentes de US\$ 100.000, el cual luego fue ampliado a US\$ 2.000.000 por mes calendario en el conjunto de las entidades financieras a partir de 2004. Por encima de este límite los residentes requieren autorización previa del Banco Central (BCRA) para transferir fondos al exterior. Quedan excluidas de este régimen las repatriaciones de IED, las cuales no poseen límite alguno, y las de inversión de portafolio, cuyo límite es de US\$ 500.000, demostrando ingreso y permanencia mínima.

Asimismo, tal como ya mencionamos, en 2005 un nuevo régimen de restricciones al ingreso de capitales fue implementado por el gobierno nacional a través del Decreto 616 de 2005, ampliando los controles de cambios y a los flujos de capital. Los criterios utiliza-

3 Ministerio de Economía y Producción de la República Argentina, Decreto 285 de 2003.

dos en la regulación para medir la volatilidad de los fondos comprendieron la residencia, el plazo y el destino de la aplicación de fondos (ELESPE, 2005).

Esto explica el esquema o conjunto de medidas adoptado en 2005, así como también las operaciones alcanzadas por este régimen, a saber: los ingresos de fondos al mercado local de cambios originados en el endeudamiento con el exterior de personas físicas o jurídicas pertenecientes al sector privado; los ingresos de fondos de no residentes cursados por el mercado local de cambios destinados a tenencias de moneda local y/o la adquisición de activos o pasivos financieros de todo tipo del sector privado financiero o no financiero, e inversiones en valores emitidos por el sector público que sean adquiridos en mercados secundarios. Quedaron excluidos de este régimen los ingresos de fondos al mercado local referidos al financiamiento del comercio exterior, a la Inversión Extranjera Directa (IED) y a las emisiones primarias de títulos de deuda que cuenten con oferta pública y cotización en mercados auto-regulados.

De tal forma, los tres principales instrumentos utilizados bajo este régimen comprenden<sup>4</sup>:

- El registro en el Banco Central de las operaciones de endeudamiento con el exterior, así como los ingresos y egresos de divisas. Es decir, la obligación de registro se extiende más allá de lo vigente a partir de 2003 (ingreso y egreso de divisas al mercado local de cambios) para alcanzar también a las operaciones de endeudamiento de residentes locales que pueda implicar un futuro pago de divisas a no residentes.

- La fijación de un plazo mínimo obligatorio para la celebración de operaciones de endeudamiento con acreedores residentes en el exterior. De tal forma se establece un plazo mínimo de restitución de las deudas al exterior, el cual deberá ser no inferior a 365 días contados desde la fecha de liquidación de las divisas en el mercado de cambios o de la última renovación del préstamo.

Cabe destacar que, si bien la obligación de permanencia mínima de capitales ingresados a través del Mercado único y libre de cambios (MULC) es una medida que el gobierno ya había adoptado en el año 2003, mediante el Decreto 616 del 2005, se amplía dicha obligación a 365 días, así como también el universo de operaciones alcanzadas por esta obligación de permanencia mínima, representando prácticamente todo el universo de operaciones que puede liquidarse a través del MULC.

- La constitución de un depósito mínimo obligatorio para las operaciones de endeudamiento con el exterior e ingresos de fondos del exterior, consistente en una retención sobre los fondos ingresados equivalente al 30% por el plazo de un año mediante la constitución obligatoria de un depósito intransferible e indisponible, no remunerado, en dólares en el sistema financiero local. Dichos fondos solo podrán ser transferidos al exterior a los 365 días contados desde la fecha de toma de razón de su ingreso en el mercado local de cambios.

4 Ministerio de Economía y Producción de la República Argentina, Decreto 616 de 2005.

Los ingresos alcanzados comprenden: préstamos financieros externos (excepto de organismos internacionales u otros destinados a cancelar otras deudas externas o de largo plazo y destinados a inversión en activos no financieros), inversiones de portafolio de no residentes y ventas de activos externos de residentes que superen dos millones de dólares en el mes.

A través de estas medidas, en especial mediante la obligatoriedad de constituir un encaje por el 30% durante un año a tasa cero, el gobierno buscaba reducir la posibilidad de inversiones especulativas en el mercado financiero argentino por parte de agentes no residentes, a la vez que alterar la composición de los flujos disminuyendo el ingreso de capitales de corto plazo a favor de las inversiones de mediano y largo plazo.

Mediante el mecanismo de constitución del encaje, una vez que se ingresan los fondos en cualquier divisa extranjera al mercado local, el total del monto ingresado debe ser convertido a pesos argentinos y el 30% de estos pesos argentinos debe ser apartado y convertido nuevamente a dólares estadounidenses para la constitución del depósito. La doble conversión hace que el titular del depósito pierda una suma considerable por el margen y comisiones aplicables, además de asumir el titular el riesgo cambiario por la devaluación del dólar frente a otras monedas, así como también el riesgo país de mantener el depósito en el mercado financiero argentino, desincentivando las inversiones especulativas y de corto plazo. Por último, el hecho de que el depósito no genere intereses de ningún tipo ni pueda ser utilizado como garantía de ninguna operación genera una inmovilización de capital por un año que puede ser erosionado por la alta tasa de inflación existente en el país desde 2001.

En suma, podemos identificar en el caso de Argentina dos enfoques distintos en lo que respecta a la implementación de medidas de control de flujos de capitales internacionales. Si bien ambos estuvieron destinados a controlar los flujos de capitales internacionales, las técnicas utilizadas durante los ochenta fueron exclusivamente controles de tipo cuantitativo, mientras que luego del desmantelamiento de dichos controles, a mediados de la década del 2000, el gobierno optó por reintroducir una combinación de ambas, restricciones cuantitativas junto con mecanismos de control de precios, estos últimos tal como en el modelo chileno analizado antes.

Las restricciones cuantitativas se relacionan básicamente con la necesidad de autorización previa, generalmente de la autoridad monetaria, para ingresar capitales o para realizar determinadas inversiones, así como para transferir fondos al exterior. Incluso, en el caso de Argentina hubo transacciones que fueron completamente prohibidas.

Asimismo, estas restricciones cuantitativas son complementadas bajo el nuevo régimen con mecanismos de control de precios, a saber, la exigencia de constituir un depósito no remunerado equivalente al 30% del monto del capital ingresado. Sin embargo, cabe destacar que este tipo de controles en el caso de Argentina son selectivos, en la medida en que determinado tipo de inversiones tienen un tratamiento diferencial en la regulación local, tal como el financiamiento a través de deuda de proyectos mineros y/o el financiamiento de proyectos que amplíen la capacidad instalada de energía. Este tratamiento diferencial fue modificado en 2011, disponiendo que todas las divisas obtenidas por exportaciones de hidrocarburos y recursos mineros se liquiden en el mercado local.

Sin embargo, cabe destacar que el caso argentino, a pesar del conjunto de políticas de control del mercado de cambios y los flujos de capitales internacionales, presenta altas tasas de evasión de dichos controles, por ejemplo a través de la operatoria conocida como "contado con liquidación"<sup>5</sup>, desarrollada en el mercado financiero para eludir la aplicación del encaje obligatorio (PHYLAKTIS, 1998), y por medio de la cual bajo la forma de compra y venta de títulos o acciones, un inversor entrega en el mercado local sus pesos para recibir dólares en una cuenta en el exterior; así como también un alto grado de informalidad, existiendo un importante número de transacciones que se realizan por fuera del mercado oficial.

De tal forma, al existir excepciones al régimen de control de flujos de capitales, los inversores que desean ingresar fondos a Argentina pueden hacerlo aún a través de los vacíos normativos, burlando así la regulación existente en la materia. Por estos motivos, puede afirmarse que el impacto sobre el control de los inlfujos de capital externo ha sido menor en el caso argentino, no pudiéndose verificar una disminución significativa en el ingreso de capitales de corto plazo luego de la implementación de este tipo de políticas financieras.

#### COMPARACIÓN ENTRE LOS CASOS CHILENO Y EL ARGENTINO

Luego de haber analizado el modelo chileno y argentino respecto de los controles a los flujos de capitales internacionales implementados durante las décadas de los noventa y primera del siglo XXI, es posible realizar algunas comparaciones entre ambos modelos a fin de identificar similitudes y diferencias.

En primer lugar, ambos países aplicaron controles de tipo selectivo diseñados para gravar solo un componente del flujo total de capital (gravando más fuertemente a las obligaciones con menor plazo de vencimiento) a fin de favorecer las inversiones de largo y mediano plazo y desincentivar las de corto plazo, reduciendo la volatilidad de los flujos de capitales internacionales. Asimismo, ambos países adoptaron medidas dinámicas que fueron ajustando según el contexto económico. Por ejemplo, en el caso argentino, los controles durante los años ochenta se orientaron a limitar el egreso de capitales en el marco de la crisis de la deuda externa, mientras que en los años 2000 se reintrodujeron medidas mayormente orientadas a controlar los inlfujos de capitales internacionales, a fin de reducir la volatilidad financiera y minimizar los potenciales efectos de desestabilización de dichos flujos. En el caso chileno, por otro lado, los controles se fueron flexibilizando a medida que la situación macroeconómica lo permitía, conduciendo al total desmantelamiento del régimen en 1998.

Otra similitud podemos encontrarla en los objetivos de ambos gobiernos que motivaron la implementación de las políticas financieras descritas, especialmente la necesidad de resolver el denominado "trilema de la política monetaria", el cual implica la necesidad de conjugar políticas de control de flujos de capitales con objetivos macroeconómicos internos.

5 La operación de "contado con liquidación" consiste en comprar un bono nominado o acciones de una empresa extranjera en pesos en la plaza local, venderlos rápidamente en el exterior en dólares por medio de una sociedad de Bolsa u operador bursátil, reteniendo las divisas en una cuenta fuera del país. Con el objetivo de ingresar fondos al mercado local, es posible, realizando la operación inversa, comprar títulos argentinos en el mercado externo y venderlos en el mercado local.

De tal forma, si un gobierno pretende proteger su tipo de cambio de la apreciación producto del ingreso masivo de capitales externos, sin renunciar a la independencia de su política monetaria, debe forzosamente restringir los movimientos de capitales internacionales. Este camino fue el adoptado tanto por el gobierno chileno como por el argentino a pesar de las diferencias en lo que respecta a la política cambiaria de ambos países. El principal dilema consiste en contener la inflación interna vía ajuste de la tasa de interés a la vez que mantener el tipo de cambio competitivo, ya que ante la ausencia de restricciones al ingreso de capitales externos, el ingreso de capitales en busca de una mayor rentabilidad presiona a la apreciación del tipo de cambio, contrarrestando los efectos de la política monetaria.

Dentro de las principales diferencias encontradas entre ambos modelos, cabe destacar la utilización en el caso argentino de un conjunto de medidas de control tanto del mercado de cambios como del flujo de capitales internacionales, y la utilización de mecanismos de control de precios combinados con restricciones de tipo cuantitativas, tanto para controlar el ingreso como el egreso de capitales externos. El modelo chileno comprendía en especial medidas de control de flujos de capitales basadas en mecanismos de control de precios y enfocadas principalmente a contener el influjo de capitales especulativos y de corto plazo.

Si bien ambos países adoptaron el requisito de encaje no remunerado y obligatorio, en Chile este requisito cumplía solo la función de complementar la política macroeconómica y fiscal del gobierno y el ingresante de fondos aún disponía de la posibilidad de pagar al Banco Central el costo de oportunidad de constituir el depósito en lugar de constituirlo efectivamente. Dicha obligación de encaje formaba parte de un conjunto de políticas tendientes a evitar la sobrevaluación del peso chileno, manteniendo la austeridad fiscal, la competitividad internacional y el perfil exportador. En el caso argentino, por el contrario, no se evidencia la complementación plena de las políticas financieras con la política macroeconómica y fiscal del gobierno. Asimismo, no solo es obligatorio constituir el depósito del 30% del monto ingresado, sino que el mismo debe realizarse en moneda local, asumiendo el ingresante de los fondos el riesgo cambiario.

Otra de las diferencias encontradas entre ambos modelos consiste en el proceso de desmantelamiento del régimen de control, una vez que las condiciones macroeconómicas que lo motivaron desaparecen, así como el nivel de control establecido para el período posterior a la crisis. En el caso chileno, en 1998 se produjo el desmantelamiento total del modelo, optando por un posterior modelo de mercados liberalizados, solo con la exigencia de registros de las operaciones con el exterior. En el caso argentino, en cambio, los controles fueron abruptamente desmantelados en la década de los noventa para luego ser reintroducidos en los años 2000, manteniendo un control centralizado del cambio ejercido por el Banco Central, junto con controles a los flujos de capitales internacionales. La continuidad en este último caso parece ser menor y los cambios de políticas, más abruptos.

#### EL CASO COLOMBIANO FRENTE LOS CASOS DE CHILE Y ARGENTINA

Al comparar el caso colombiano con los casos chileno y argentino, se observa que en nuestro país se adoptó un modelo muy similar al chileno, esto es, un esquema basado en

la aplicación de medidas tendientes a la alteración de los flujos mediante el mecanismo de precios, mientras que en el caso argentino estas medidas se observaron en menor medida y combinadas además con restricciones de tipo cambiario y restricciones cuantitativas.

Otra diferencia que se puede observar entre el modelo implementado en Chile y en Colombia con respecto al implantado en Argentina, es la gradualidad con la que se implementaron, modificaron y desmantelaron los controles; en los casos de Chile y Colombia se dio un proceso de implementación de controles durante la década de los noventa, las medidas implementadas en estos dos países se modificaban ocasionalmente en lo referente a los porcentajes de encaje exigido, término mínimo de estadía del capital, etc., pero manteniendo siempre algún grado de control; por el contrario, en Argentina el proceso de liberalización fue mucho más acelerado y el levantamiento de cualquier tipo de control a los flujos fue realizado abruptamente a comienzo de la misma década. Es decir, mientras en Colombia y Chile se implementaba el modelo de regulación, en Argentina se liberalizaba súbitamente el mercado financiero.

Tras esta liberalización abrupta, Argentina sufrió una profunda crisis en el año 2001 mientras que Colombia, si bien había sufrido el efecto contagio de la crisis asiática, nunca se acercó al estado crítico en el cual se vio sumida Argentina; y no es sino una vez acaecida esta crisis que el gobierno argentino implementó de nuevo las medidas de control.

Otra similitud entre los casos de Chile y Colombia, que a su vez los diferencian del caso de Argentina, comprende la estabilidad institucional que se observa en ellos y que se refleja a través de la capacidad estatal de asegurar el cumplimiento de las medidas. Esta capacidad se deriva también de una tradición mucho más larga de regulación con respecto a Argentina, lo cual también influye notoriamente en la disposición de los agentes económicos a acatar las disposiciones implementadas por el gobierno de cada país.

## CONCLUSIONES

Tras analizar como casos representativos los de Chile y Argentina, se puede afirmar a partir de las diferencias observadas en ambos, la importancia de la institucionalidad y el control sobre el cumplimiento de las normativas implementadas como factor relevante a la hora de evaluar el mayor o menor impacto de dichas políticas sobre el volumen y composición de los flujos de capitales. En efecto, del análisis de estos dos casos podemos inferir que el éxito del modelo chileno descansa en gran medida en la capacidad de la autoridad monetaria para hacer cumplir las normas vigentes y mantener la efectividad de los controles a los flujos de capitales, así como también en una larga tradición de apego a la regulación por parte de los agentes económicos, bajos niveles de corrupción y un fuerte marco de regulación prudencial del sistema financiero.

El caso argentino, por el contrario, presenta vacíos normativos que dan lugar a un alto grado de evasión de los controles combinado con altos niveles de corrupción, una débil regulación prudencial y una fuerte propensión por parte de los agentes económicos a evadir las normas vigentes, lo cual explica en parte el menor impacto de dichas políticas sobre el volumen neto y la composición de los flujos de capitales hacia el mercado argentino.

Al contrastar el modelo aplicado en Colombia con los aplicados en Chile y Argentina, se observan más aspectos comunes entre Colombia y Chile, esto es, el diseño de las medidas de control sigue los mismos parámetros generales. Además, los dos países reflejan una mayor fuerza institucional con respecto a Argentina, lo cual a su vez ha contribuido a facilitar la implementación de las medidas, así como a asegurar su cumplimiento por parte de los agentes económicos.

En suma, si bien en ambos casos se adoptaron medidas selectivas (diseñadas para gravar solo un componente del flujo total de capital a fin de favorecer las inversiones de largo y mediano plazo) y dinámicas (las cuales fueron modificándose según el contexto económico), el impacto de los controles a los flujos de capital internacionales sobre el volumen neto y la composición de los flujos parece ser menor en el caso argentino, lo que podría explicarse en parte por las debilidades normativas e institucionales mencionadas. Sin embargo, en el caso chileno, la bibliografía existente tampoco pudo comprobar una modificación efectiva en el volumen neto de in-flujos de capital producto de las políticas implementadas por el gobierno chileno. Del análisis de las medidas implementadas en Chile y Argentina, se puede concluir que en los tres casos los controles se mostraron más efectivos en la alteración de la composición de los flujos que en la variación de su volumen neto, lo cual plantea la efectividad de las medidas aun tratándose de modelos muy diferentes entre sí.

El análisis de Colombia, al igual que en Argentina y Chile, refleja una mayor efectividad de los controles de capital en cuanto a la composición de los flujos que en cuanto a su volumen neto, en la medida en que el efecto de los controles sobre el volumen neto de los flujos de capital es ambiguo, mientras que se observa una clara variación en cuanto a la composición de dichos flujos en función de la imposición de medidas de control.

## BIBLIOGRAFÍA

- AGOSIN, MANUEL y RICARDO FRENCH-DAVIS (2001). *Managing Capital Inflows in Chile*. Nueva York: Oxford University Press/Universidad de las Naciones Unidas (UNU)/Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo (WIDER).
- BLECKER, ROBERT A. (2002). "International Capital Mobility, Macroeconomic Imbalances, and the Risk of Global Contraction", in JOHN EATWELL and LANCE TAYLOR (eds.). *International Capital Markets: Systems in Transitions*. Oxford University Press.
- BLECKER, ROBERT A. (1999). *Taming Global Finance, A Better Architecture for Growth and Equity*. Economic Policy Institute.
- DE GREGORIO, JOSÉ; SEBASTIAN EDWARDS y RODRIGO VALDÉS (1998). *Capital Controls in Chile: An Assessment*. Presentado en el 11° Seminario Interamericano de Economía. Río de Janeiro, Brasil.
- EDWARDS, SEBASTIAN (1999). "How effective are controls on Capital Inflows? An evaluation of Chile's experience", en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, n°. 4, junio 1999. Los Angeles: University of California and National Bureau of Economic Research.
- EICHENGREEN, BARRY (1999). *Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, febrero 1999.

- ELESPE, DOUGLAS R. (2005). *Análisis jurídico económico del encaje indisponible por ingreso de divisas-Decreto 616/2005 en La Ley 2005-D-949*.
- EPSTEIN, GERALD; ILENE GRABEL y K.S. JOMO (2003). "Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990's and Lessons for the Future", en *Working Paper Series* n°. 56. Political Economy Research Institute (PERI). University of Massachusetts Amherst.
- FALCONE, DAMIÁN (2010). *Estudio sobre el control de los flujos de capitales en Argentina entre los años 2005 y 2009*. Universidad Torcuato Di Tella, noviembre 2010.
- FORBES, KRISTIN (2005). "The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch", en *NBER Working Paper Series*. Working Paper 11372 National Bureau of Economic Research. Cambridge, mayo 2005.
- FRENKEL, ROBERTO y MARTÍN RAPETTI (2007). *Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad*. Center of Economic and Policy Research (CEPR) & Political Economy Research Institute (PERI). University of Massachusetts Amherst, abril 2007.
- GRABEL, ILENE (2002). *Capital account controls and related measures to avert financial crises*. Washington D.C.
- NAYYAR, DEEPAK (2002). "Capital controls and the world financial authority. What can we learn from the Indian experience?", en *International Capital Markets, Systems in Transition*. JOHN EATWELL y LANCE TAYLOR (comps.), Nueva York: Oxford University Press.
- PHYLAKTIS, KATE (1998). "Capital Controls: The Case of Argentina", en *Journal of International Money and Finance*, vol. 7, pp. 303-320.
- VALDÉS, SALVADOR y MARCELO SOTO (1996). "¿Es el control selectivo de capitales efectivo en Chile? Su efecto sobre el tipo de cambio real", en *Cuadernos de Economía*, año 33, n°. 98, pp. 77-108. Banco de Chile, abril 1996.