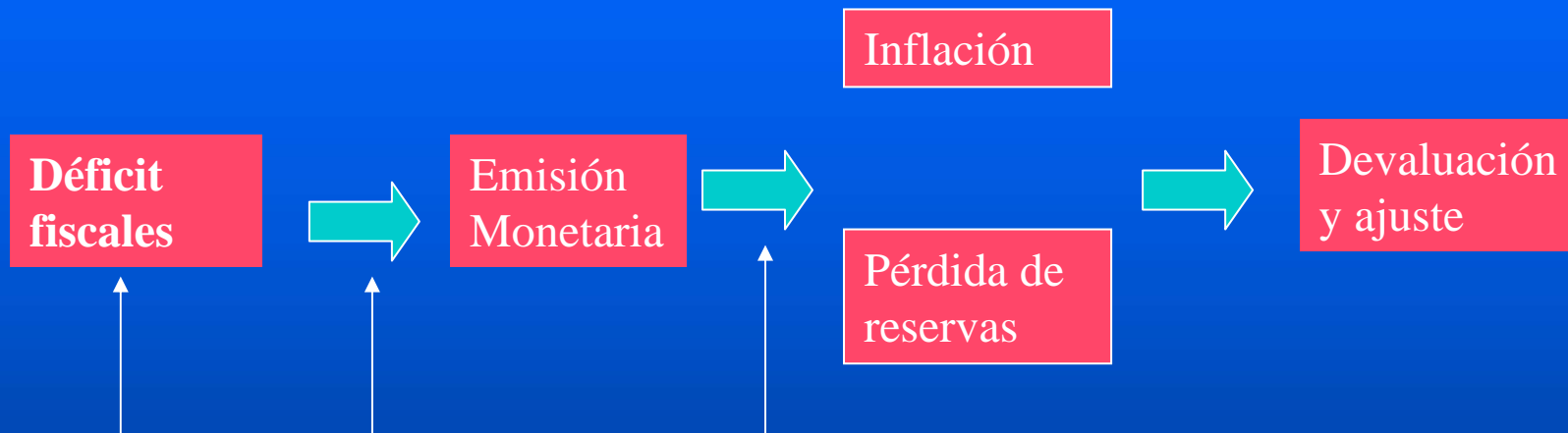


**XXV Encuentro de Economistas  
Gerencia de Estudios Económicos**

**Libre movilidad de capitales y el  
manejo macroeconómico: la  
experiencia reciente**

**Mauricio de la Cuba  
Departamento de Economía Mundial**



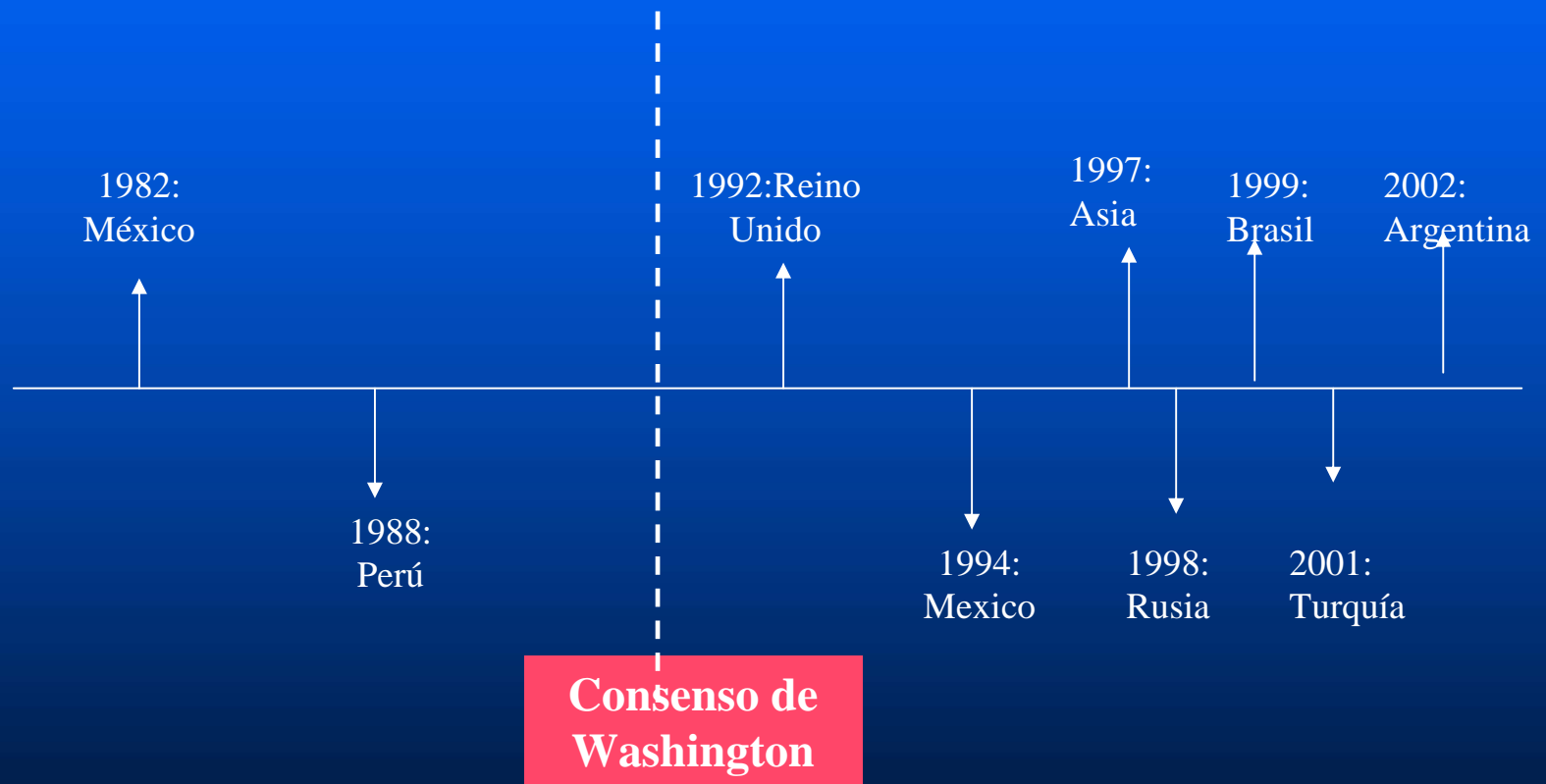
Disciplina fiscal  
Privatización

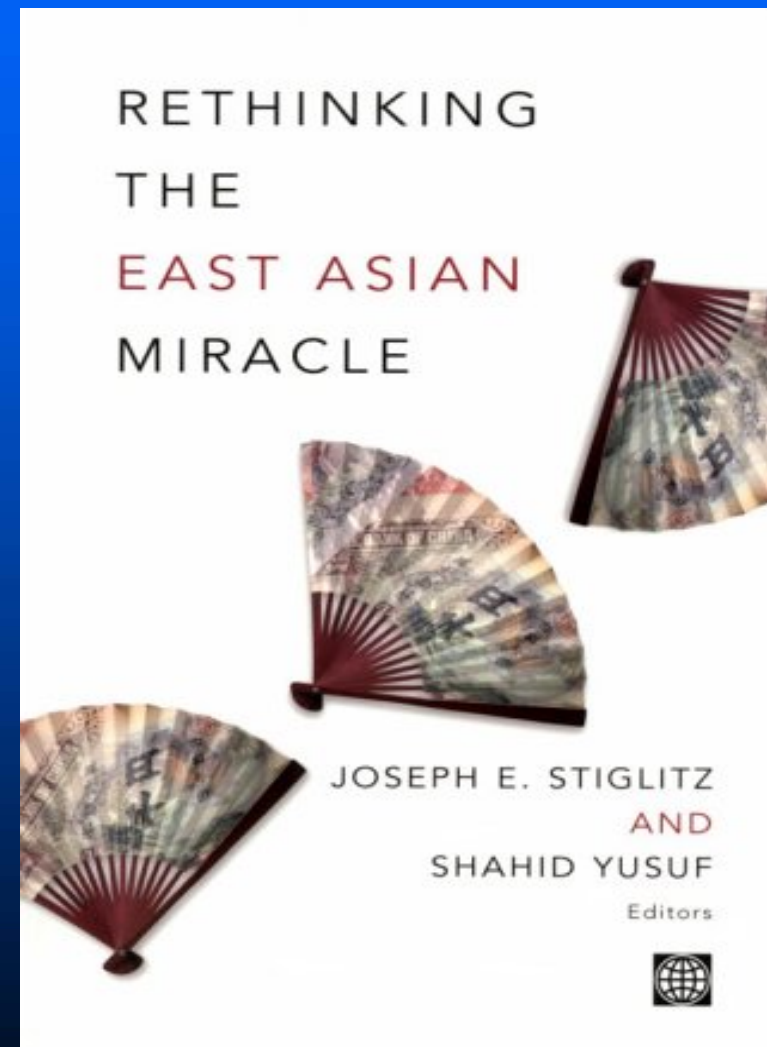
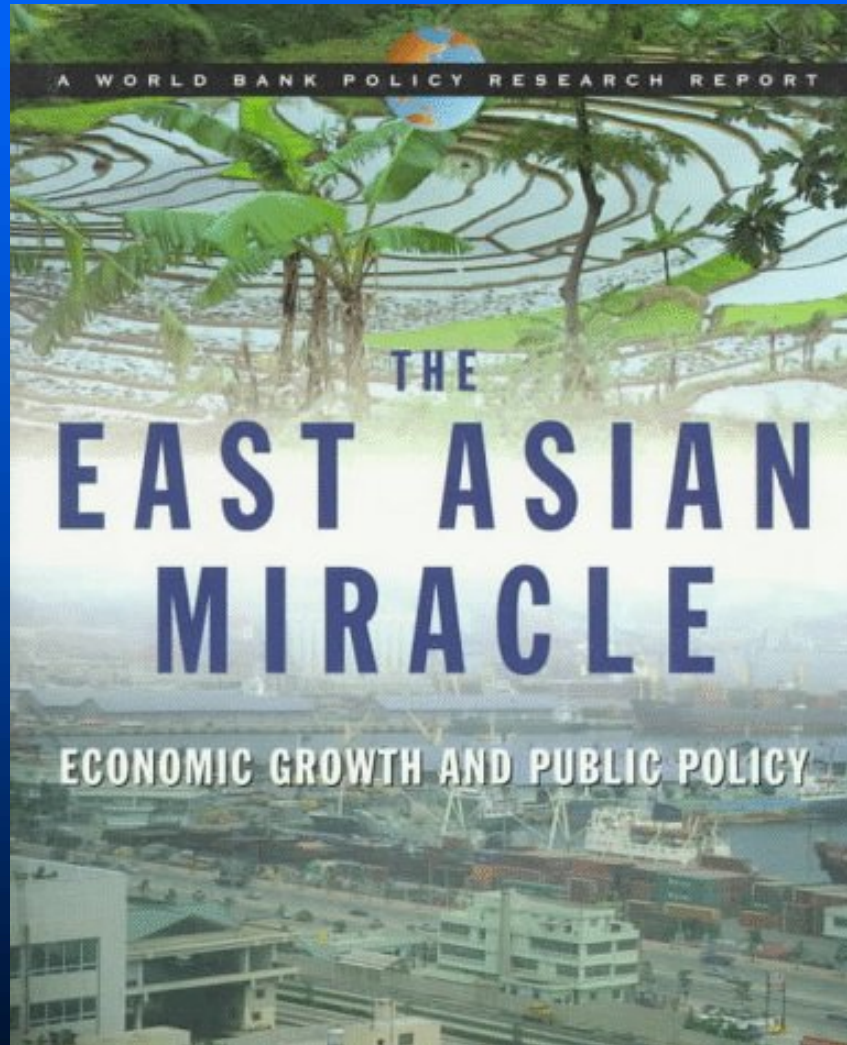
Autonomía del Banco Central  
No préstamos al fisco

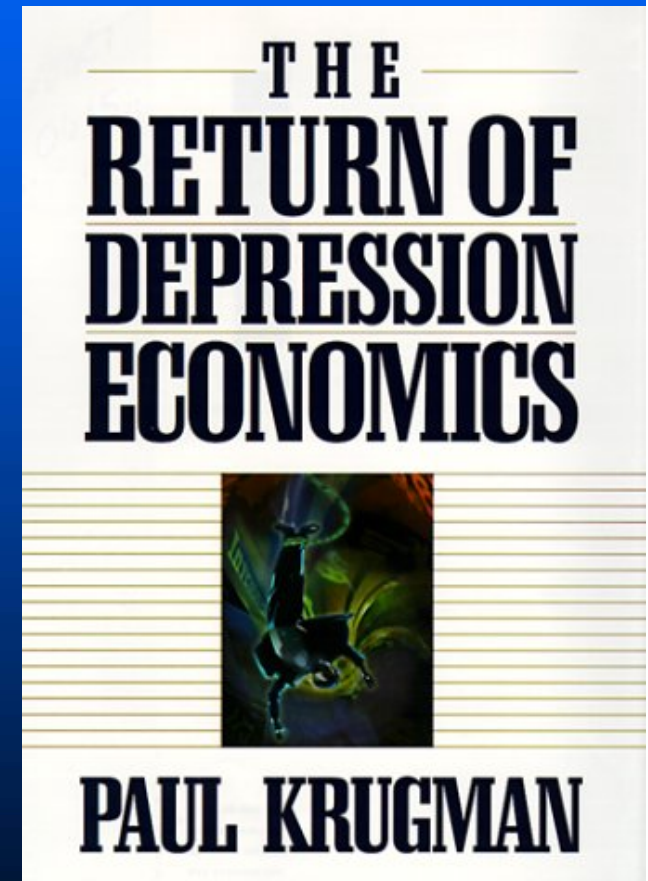
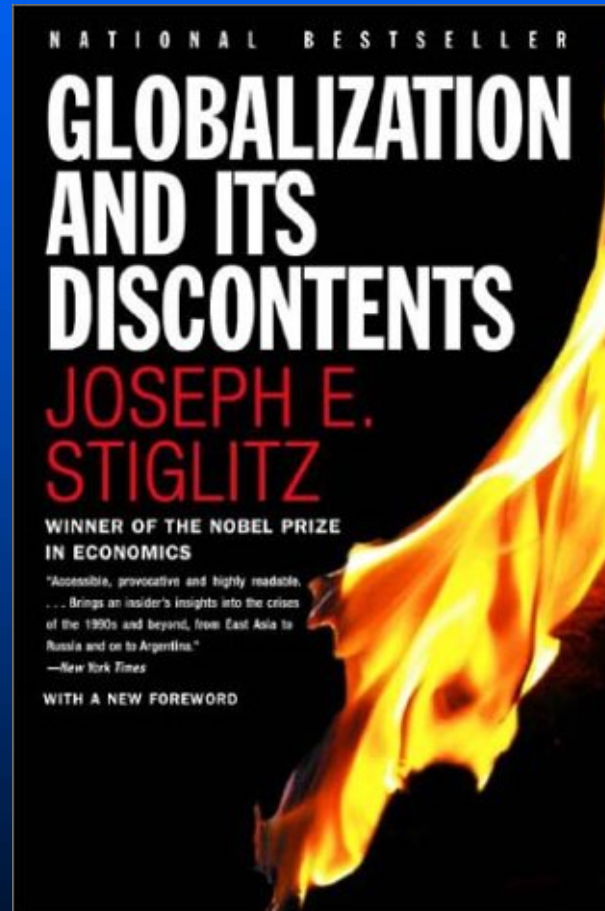
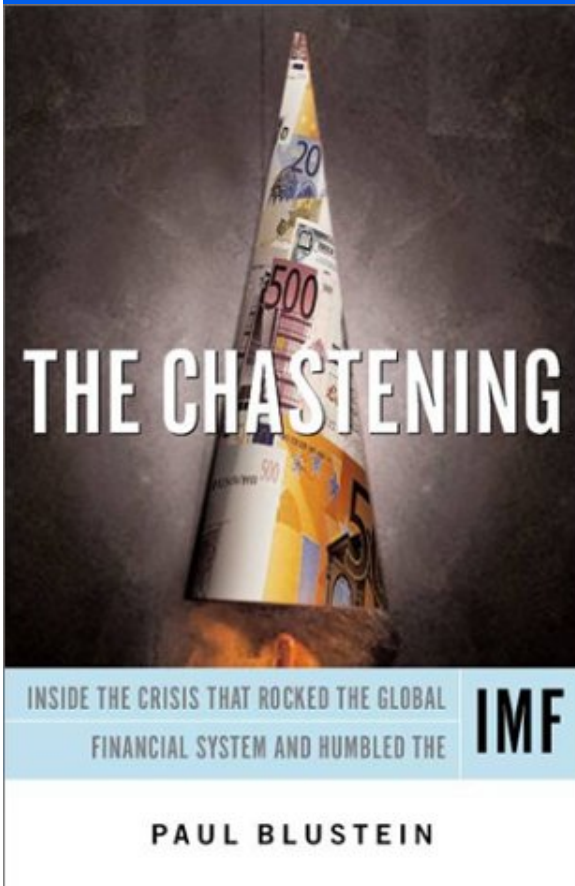
Tipo de cambio "competitivo"

- Disciplina presupuestaria
- Cambios en las prioridades del gasto público
- Liberalización financiera (especialmente en las tasas de interés)
- Búsqueda de tipos de cambio competitivos
- Liberalización comercial
- Apertura a la inversión extranjera
- Privatizaciones
- Desregulaciones
- Garantía de los derechos de propiedad

# Las crisis...a pesar del Consenso









JAGDISH BHAGWATI  
**In Defense of  
Globalization**

32%  
off

ta/stores/

IN DEFENSE OF  
GLOBAL  
CAPITALISM

JOHAN NOOR

20%  
off

## ¿Qué hay detrás de las crisis recientes?

- *International capital flows have increased dramatically in recent years, but their impact on developing countries has not been clear.*
- *Whereas capital flows have been associated with higher growth in some countries, they have also been associated with a higher incidence of crises. Do the benefits justify the costs?*

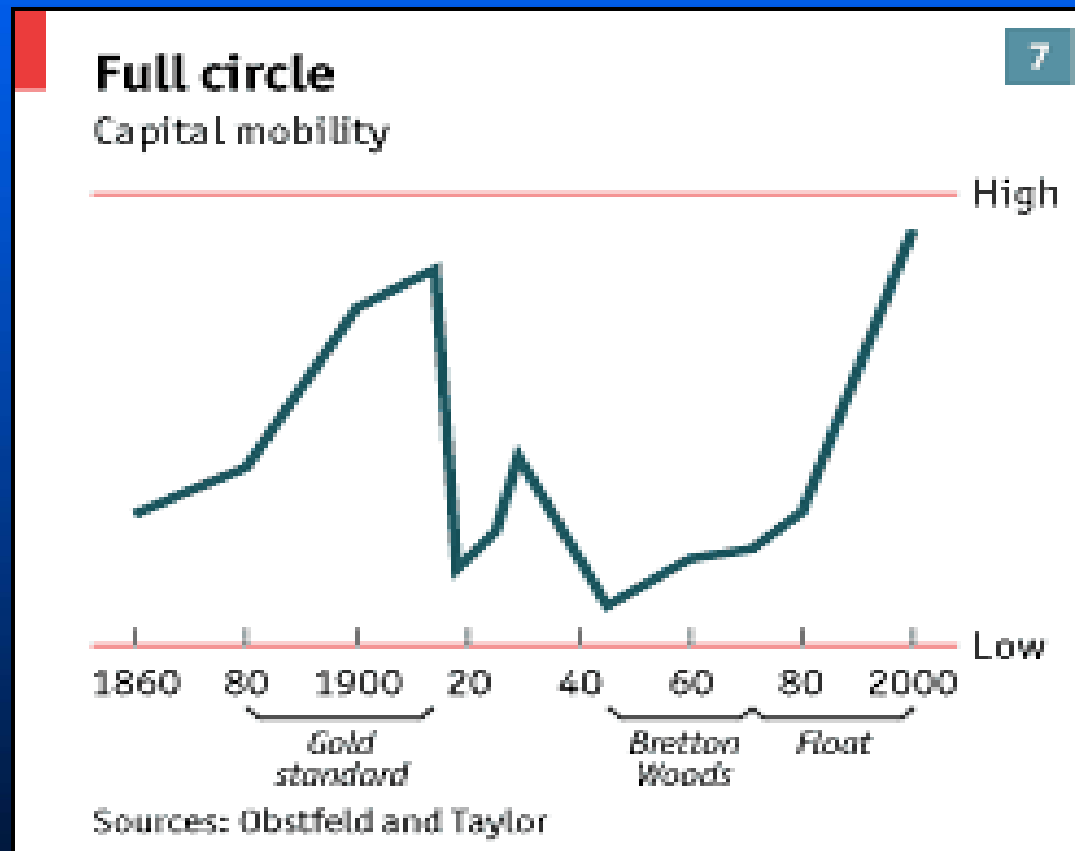
Deepak Mishra, Ashoka Mody, and Antu Panini  
Murshid *Private capital flows and growth*

- 1. Los flujos de capitales: tendencias recientes**
- 2. Los flujos de capitales y las crisis cambiarias**
  - a. Sobre las crisis cambiarias recientes
  - b. Repensando los flujos de capitales
  - c. Las respuestas ante las crisis
  - d. ¿Son culpables los flujos de capitales?
- 3. Los flujos de capitales en el contexto actual**
  - a. La entrada de capitales y el manejo macroeconómico: los dilemas recientes
- 4. Conclusiones**



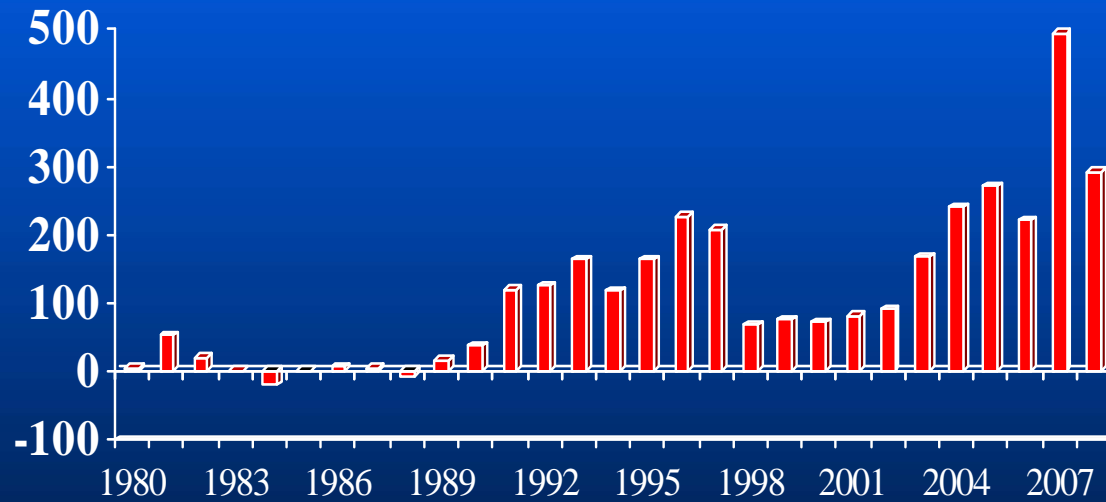
1. **Los flujos de capitales: tendencias recientes**
2. **Las flujos de capitales y las crisis cambiarias**
  - a. Sobre las crisis cambiarias recientes
  - b. Repensando los flujos de capitales
  - c. Las respuestas ante las crisis
  - d. ¿Son culpables los flujos de capitales?
3. **Los flujos de capitales en el contexto actual**
  - a. La entrada de capitales y el manejo macroeconómico: los dilemas recientes
4. **Conclusiones**

# Los noventas: Incremento en la libre movilidad de capitaaales



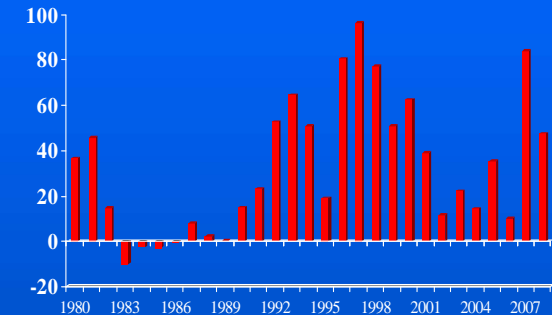
# Flujo de capitales a economías emergentes (Miles de millones de US\$)

Flujos de capitales a economías emergentes (miles de mil. de US\$)

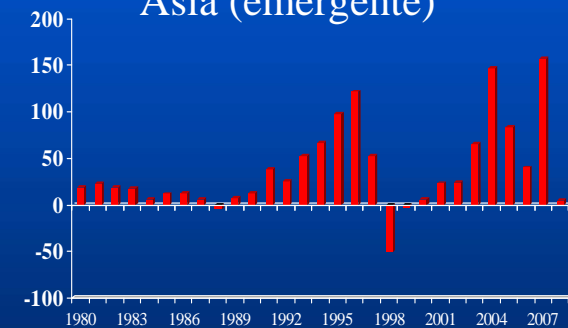


Fuente: FMI

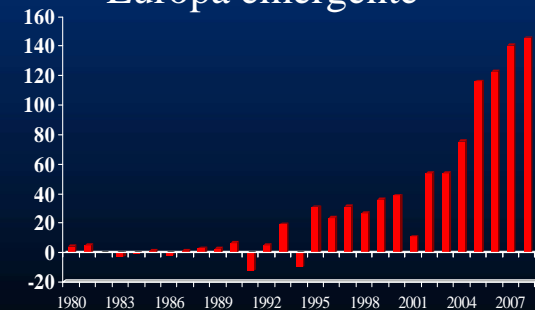
América Latina



Asia (emergente)



Europa emergente



# Factores “pull” y factores “push”

## ■ Factores específicos a los países prestamistas (push)

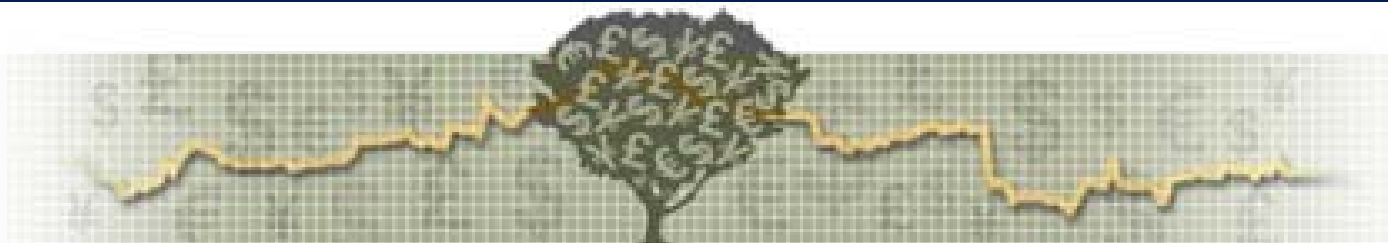
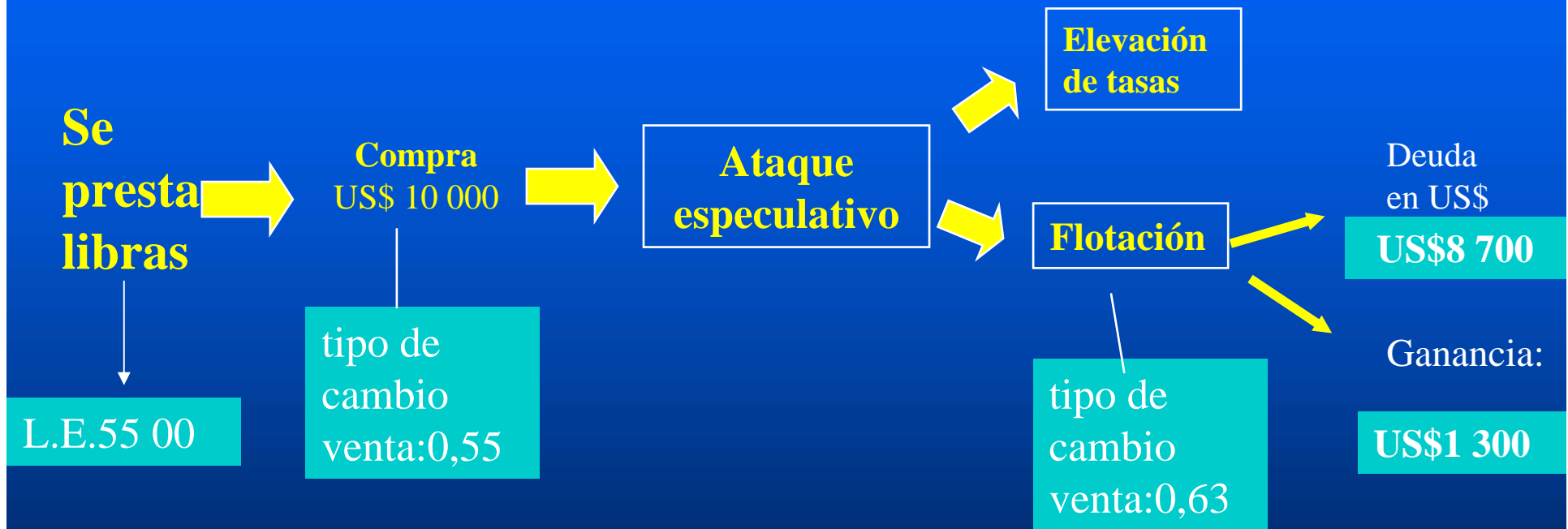
- Ciclo contractivo en los países desarrollados (inicios de los noventa).
- Reducción de tasas
- Menor aversión al riesgo
- Desregulación
- Innovaciones tecnológicas.

## ■ Factores específicos a los países prestatarios (pull)

- Reformas estructurales
- Necesidades de inversión
- Altos retornos esperados
- Liberalización financiera y eliminación de los controles de capitales.

1. **Los flujos de capitales: tendencias recientes**
2. **Las flujos de capitales y las crisis cambiarias**
  - a. **Sobre las crisis cambiarias recientes**
  - b. Repensando los flujos de capitales
  - c. Las respuestas ante las crisis
  - d. ¿Son culpables los flujos de capitales?
3. **Los flujos de capitales en el contexto actual**
  - a. La entrada de capitales y el manejo macroeconómico: los dilemas recientes
4. **Conclusiones**

# Flujos de capitales y los ataques especulativos de “segunda generación”: Reino Unido (1992)



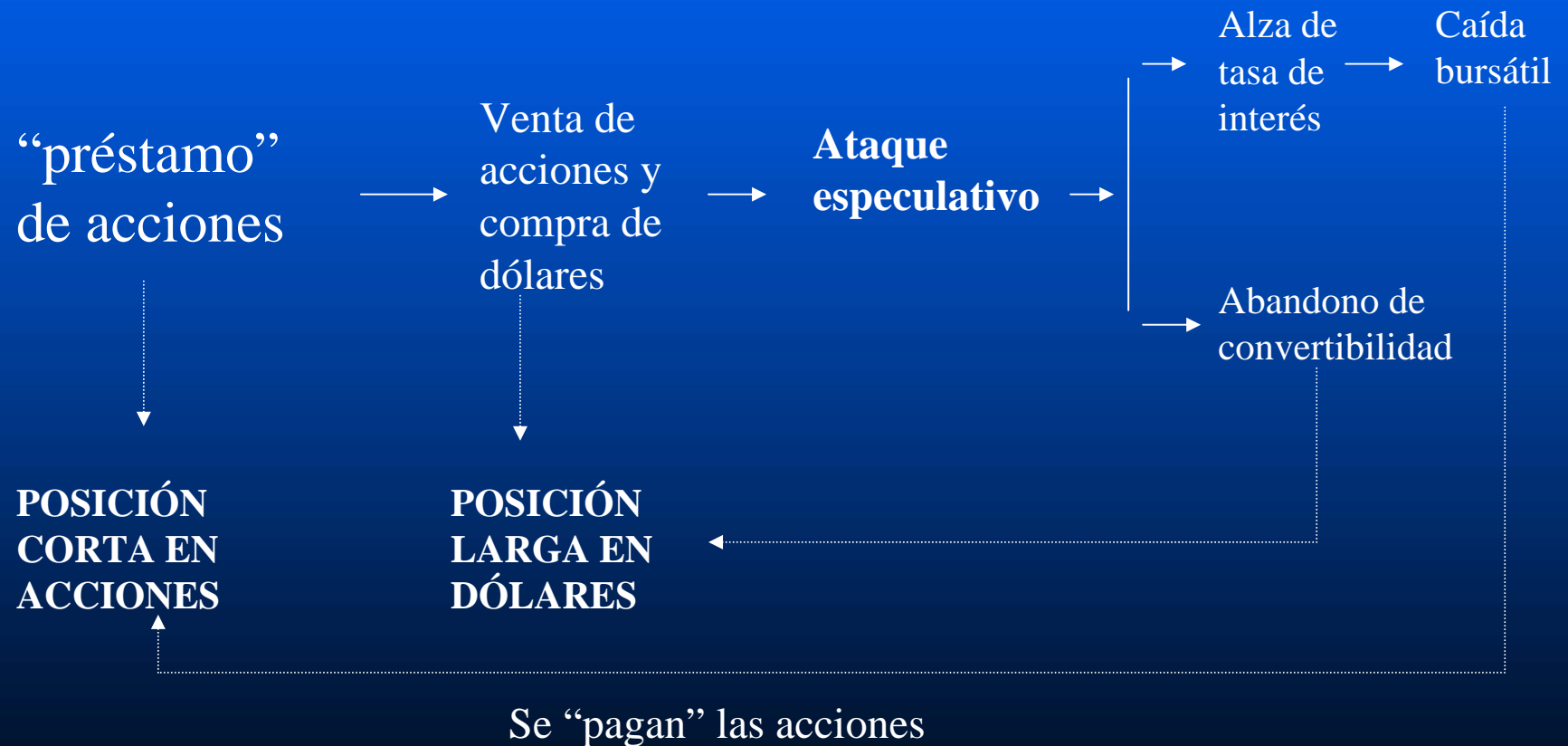
## ¿Por qué se dejó flotar la libra?

Gross Domestic Product Growth and Inflation in the ERM

	1990		1991		1992	
	GDP Growth	Inflation	GDP Growth	Inflation	GDP Growth	Inflation
Finland	0.0	6	-7.1	4.3	-3.6	3.0
France	2.5	3.4	0.8	3.2	1.2	2.4
Germany	5.7	2.7	4.5	3.6	2.1	5.1
Italy	2.1	6.0	1.1	6.5	0.6	5.3
Spain	3.7	6.7	2.3	5.9	0.7	5.9
Sweden	1.3	10.4	-1.1	9.7	-1.4	2.6
United Kingdom	0.4	9.5	-2.0	5.9	-0.5	3.6

Source: IMF, *International Financial Statistics*.

# Los ataques especulativos: Hong Kong





1. **Los flujos de capitales: tendencias recientes**
2. **Las flujos de capitales y las crisis cambiarias**
  - a. Sobre las crisis cambiarias recientes
  - b. **Repensando los flujos de capitales**
  - c. Las respuestas ante las crisis
  - d. ¿Son culpables los flujos de capitales?
3. **Los flujos de capitales en el contexto actual**
  - a. La entrada de capitales y el manejo macroeconómico: los dilemas recientes
4. **Conclusiones**

# Flujo de capitales a economías emergentes

## US\$ billones

Flujos de capitales a economías emergentes (miles de mil. de US\$)

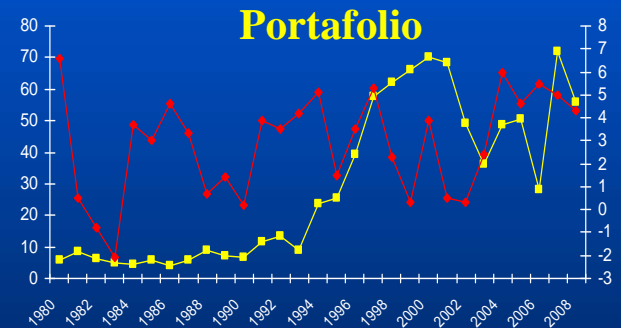
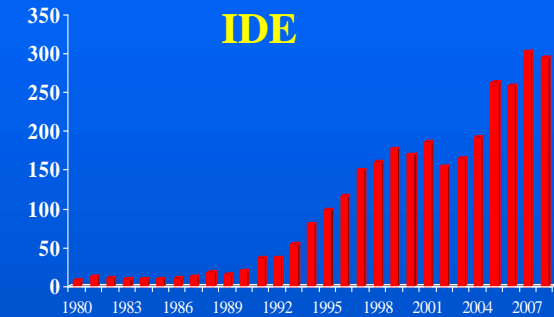
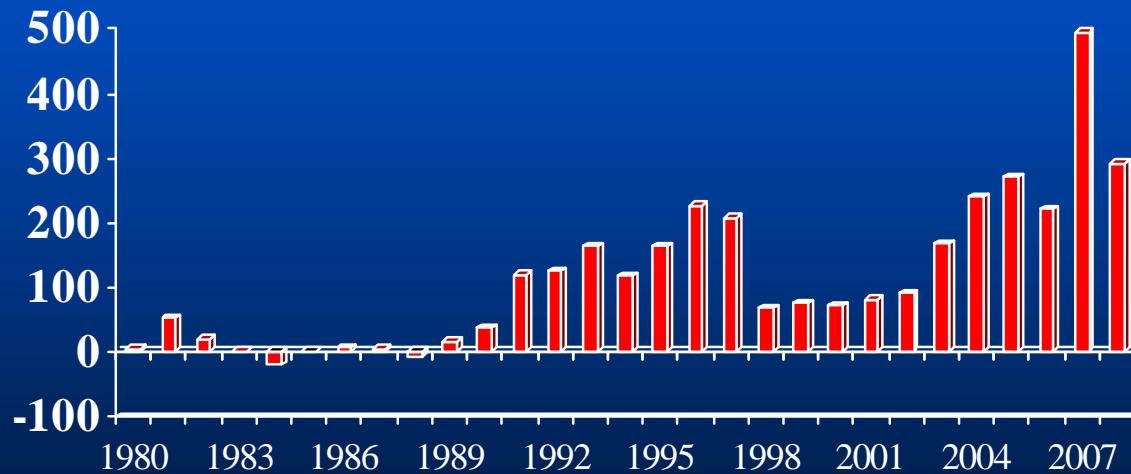


Table 1. Volatility of Different Types of Capital Inflows

	FDI/GDP	Loan/GDP	Portfolio/GDP
<b>Standard deviations</b> (median for each group)			
MFI economies	0.007	0.032	0.009
LFI economies	0.010	0.036	0.002
<b>Coefficients of variation</b> (median for each group)			
MFI economies	0.696	1.245	1.751
LFI economies	1.276	1.177	2.494
<b>Coefficients of variation</b> <b>for selected MFI economies</b>			
Indonesia	0.820	0.717	1.722
Korea	0.591	2.039	1.338
Malaysia	0.490	4.397	3.544
Mexico	0.452	2.048	2.088
Philippines	0.921	0.956	1.979
Thailand	0.571	0.629	1.137

Source: Wei (2001). Computed over the period 1980–96. Only countries with at least eight non-missing observations during the period for all three variables and with a population greater than or equal to one million in 1995 are kept in the sample. Total inward FDI flows, total bank loans, and total inward portfolio investments are from the IMF's *Balance of Payments Statistics*, various issues.

# Sobre el carácter procíclico de los capitales especulativos

NBER WORKING PAPER SERIES

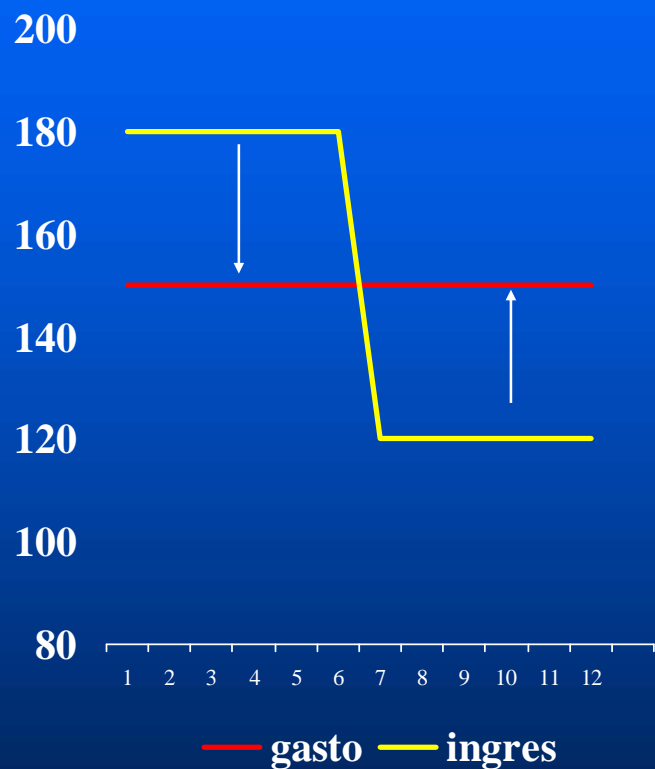
WHEN IT RAINS, IT POURS: PROCYCLICAL CAPITAL FLOWS  
AND MACROECONOMIC POLICIES

Graciela L. Kaminsky  
Carmen M. Reinhart  
Carlos A. Végh

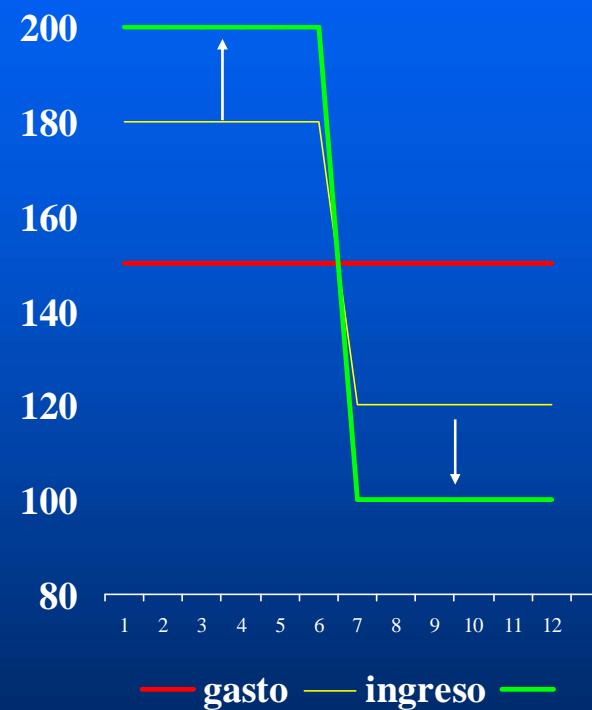
Working Paper 10780  
<http://www.nber.org/papers/w10780>

NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH  
1050 Massachusetts Avenue  
Cambridge, MA 02138  
September 2004

## Capitales anticíclicos

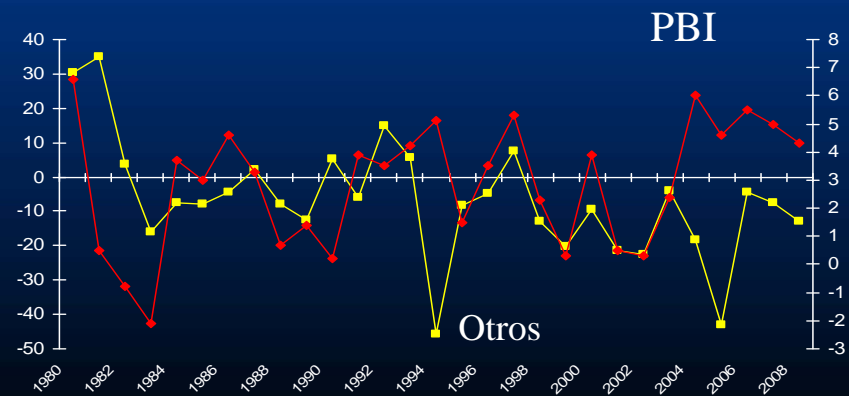
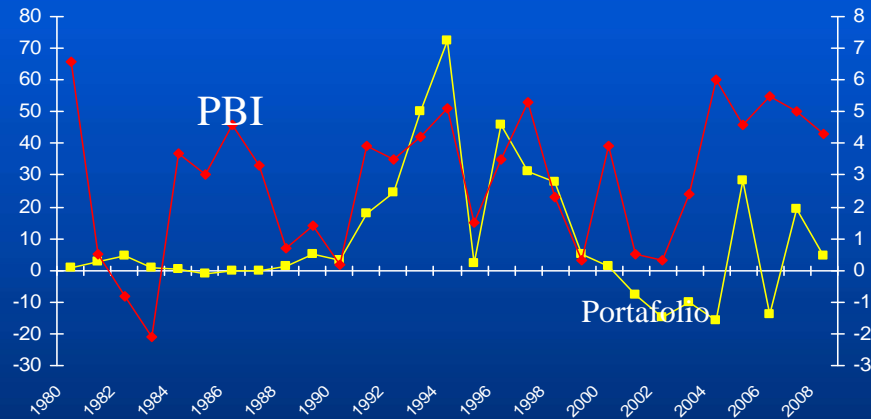
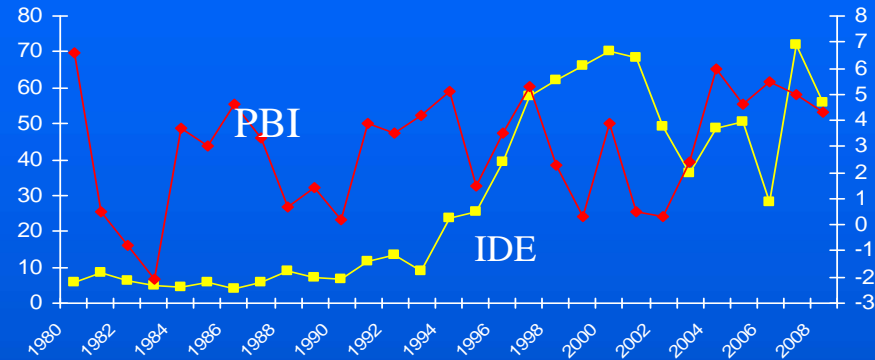


## Capitales procíclicos



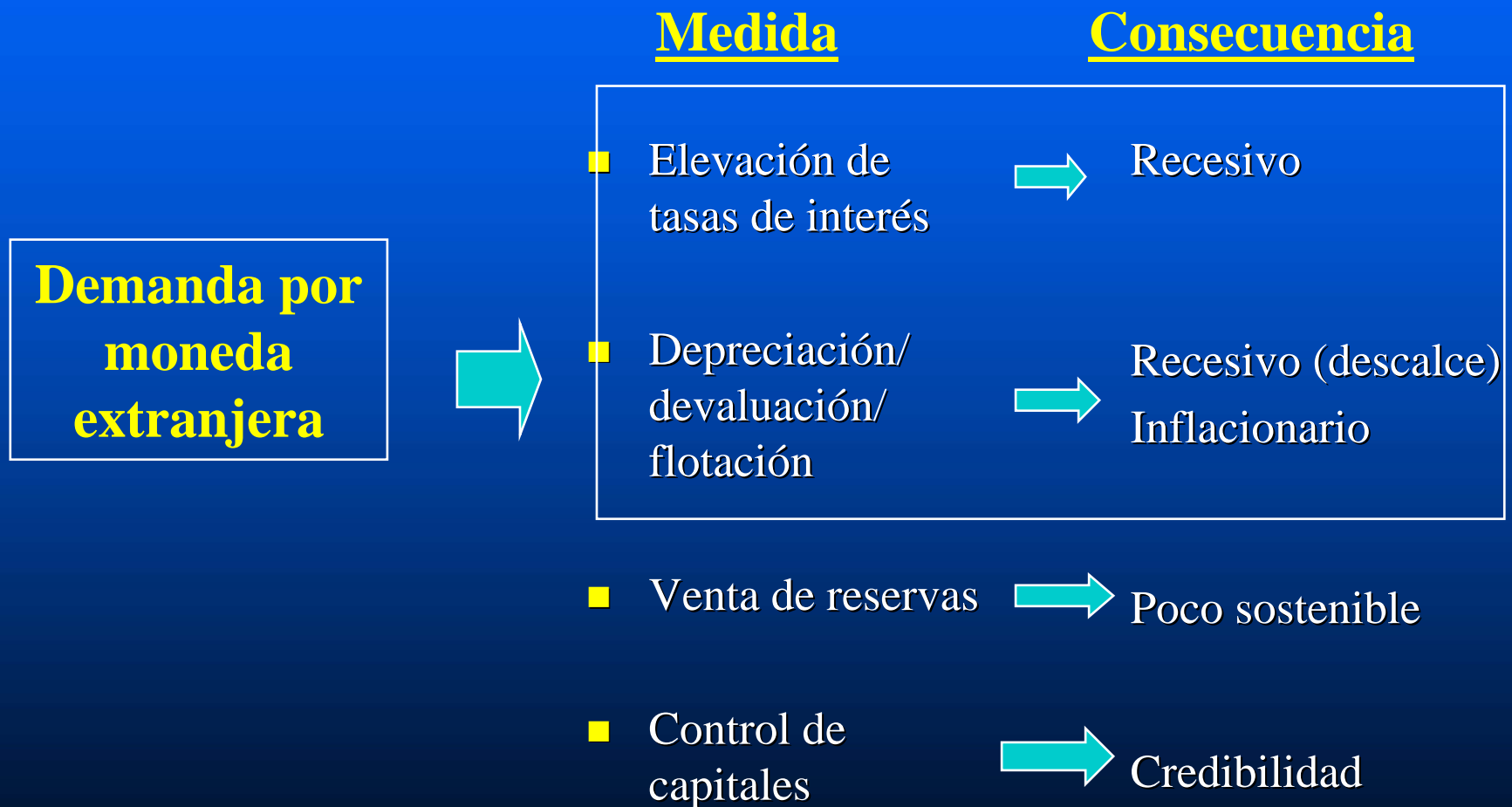
*Despite these ambiguities, private capital flows are generally found to have a significant impact on domestic investment, with the relationship being strongest for foreign direct investment and international bank lending and weaker for portfolio flows (Bosworth and Collins, 1999).*

# PBI y flujo de capitales: América Latina



1. **Los flujos de capitales: tendencias recientes**
2. **Las flujos de capitales y las crisis cambiarias**
  - a. Sobre las crisis cambiarias recientes
  - b. Repensando los flujos de capitales
  - c. **Las respuestas ante las crisis**
  - d. ¿Son culpables los flujos de capitales?
3. **Los flujos de capitales en el contexto actual**
  - a. La entrada de capitales y el manejo macroeconómico: los dilemas recientes
4. **Conclusiones**

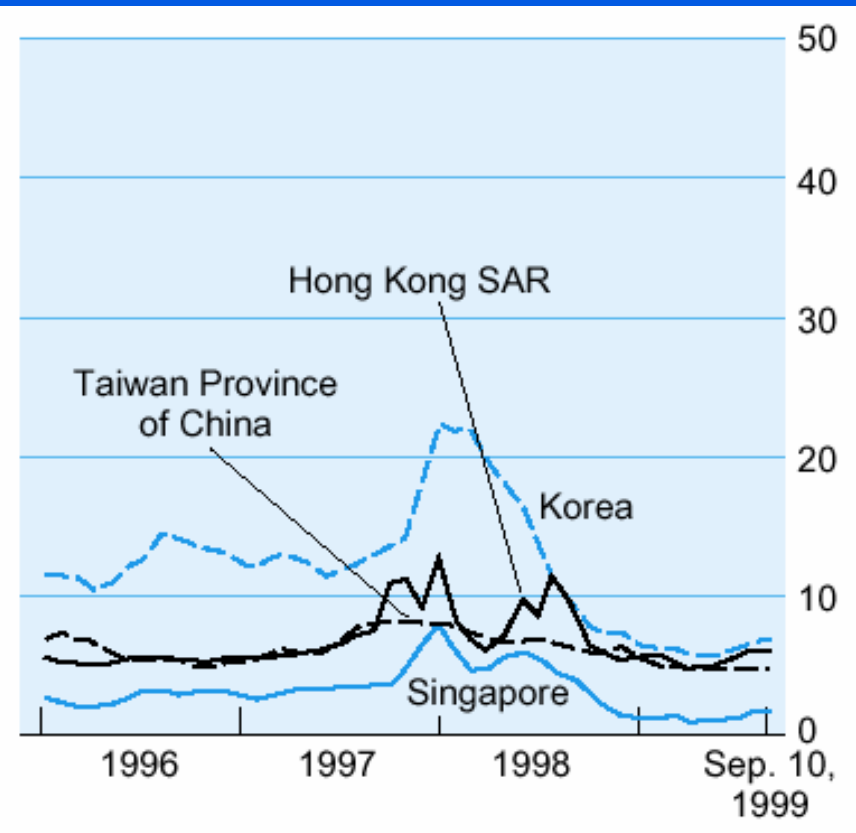
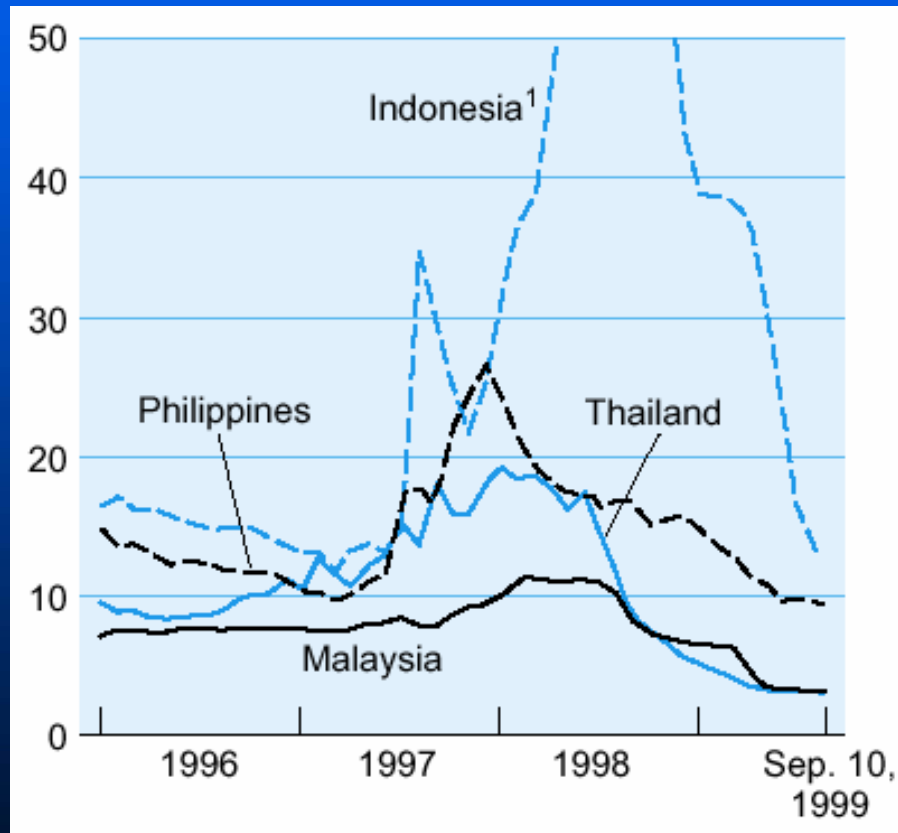
# Las opciones de política frente a un ataque especulativo





# Crisis asiática y el manejo de las tasas de interés

## Tasas de interés nominal



# Indonesia y los dilemas de política

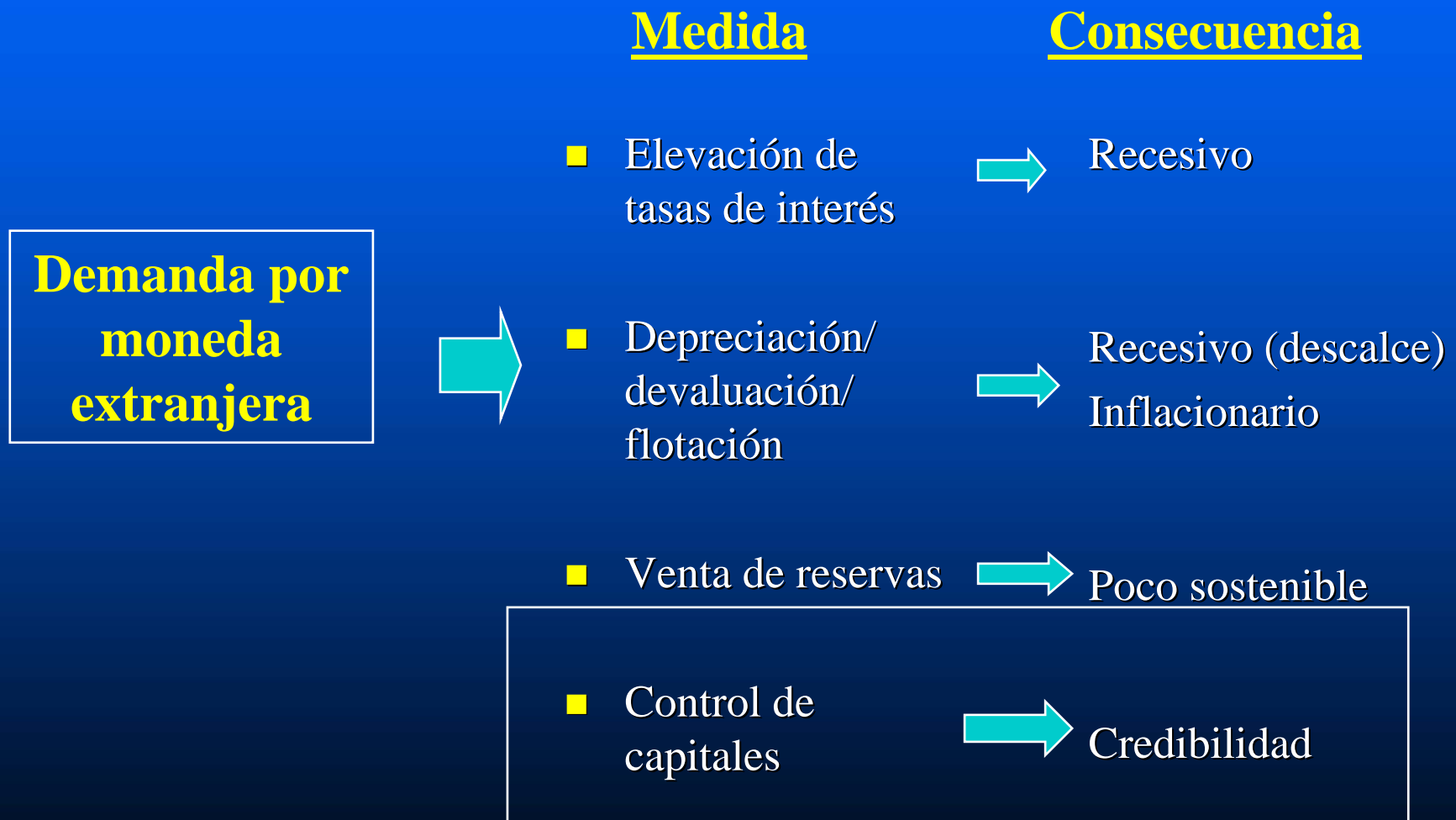
Elevación de tasas de interés → Recesión → Problemas financieros

Vs.

Depreciación → Problemas de pago → Problemas financieros

↑  
Dolarización de pasivos

# Las opciones de política frente a un ataque especulativo



## Malaysia

### The road less travelled

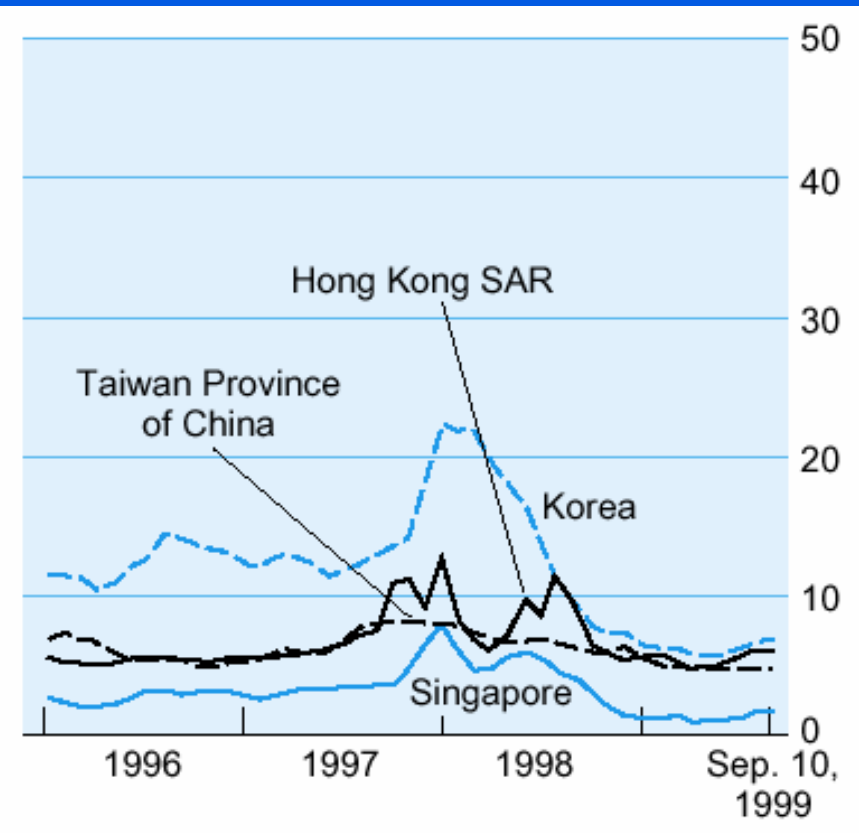
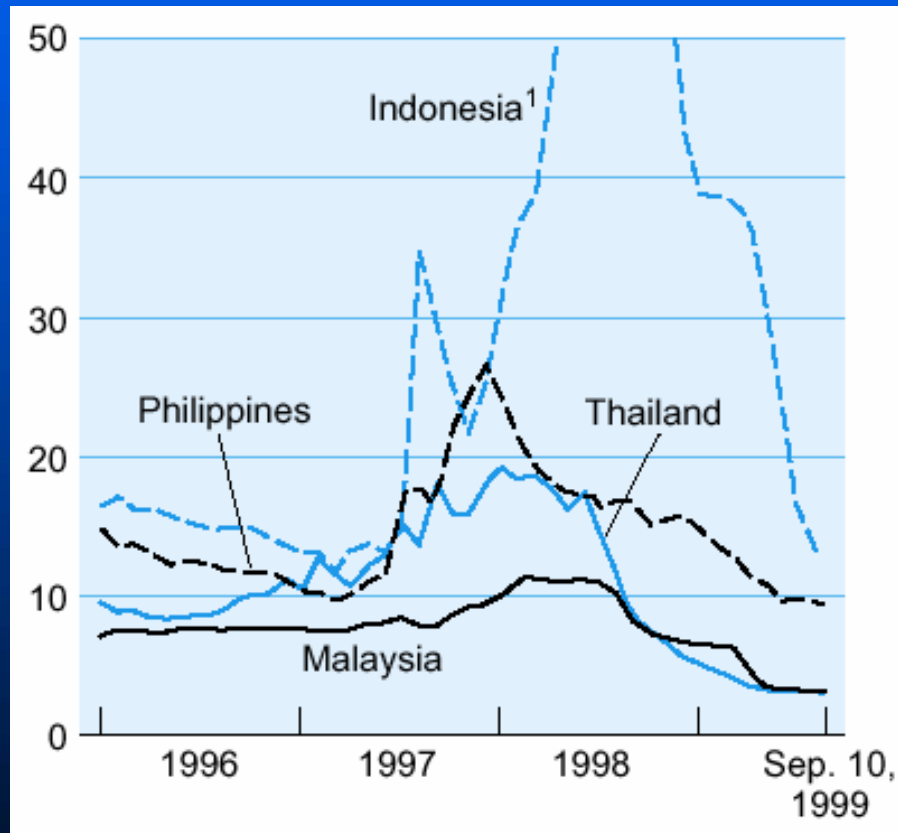
Apr 29th 1999 | KUALA LUMPUR  
From The Economist print edition

**Unlike its neighbours, Malaysia responded to Asia's downturn by blaming foreigners and imposing capital controls. Did they work?**



# Crisis asiática y el manejo de las tasas de interés

## Tasas de interés nominal



# ¿Cuándo son “buenos” los controles?: Krugman \*

- “The imposition of currency controls is, of course, a risky step, with no guarantees of success. It is, as many people have pointed out, a stopgap measure. There is no shame in that: **some gaps desperately need to be stopped**. For the new policy to succeed, however, the freedom of action achieved by your willingness to defy orthodoxy must be well used.(...)
- (...) That is why these controls must be **regarded as temporary measures**, designed to win **breathing room for an economic recovery**, not as a permanent secession of Malaysia from the international capital market

\* An open letter to Prime Minister Mahathir

- Finally, controls must serve as an aid to reform, not an alternative. **The purpose of currency controls is to allow adoption of more expansionary monetary and fiscal policies**, and hence to promote a recovery of the real economy.
- **Such a recovery will, if all goes well, reduce the problems of insolvency in the corporate sector and non-performing loans in the banking system.** However, it will by no means eliminate these problems; the breathing room given by controls should be used to accelerate, not slow, the pace of financial cleanup

- **What lessons should we get out of Malaysia and its apparent success with capital controls?**

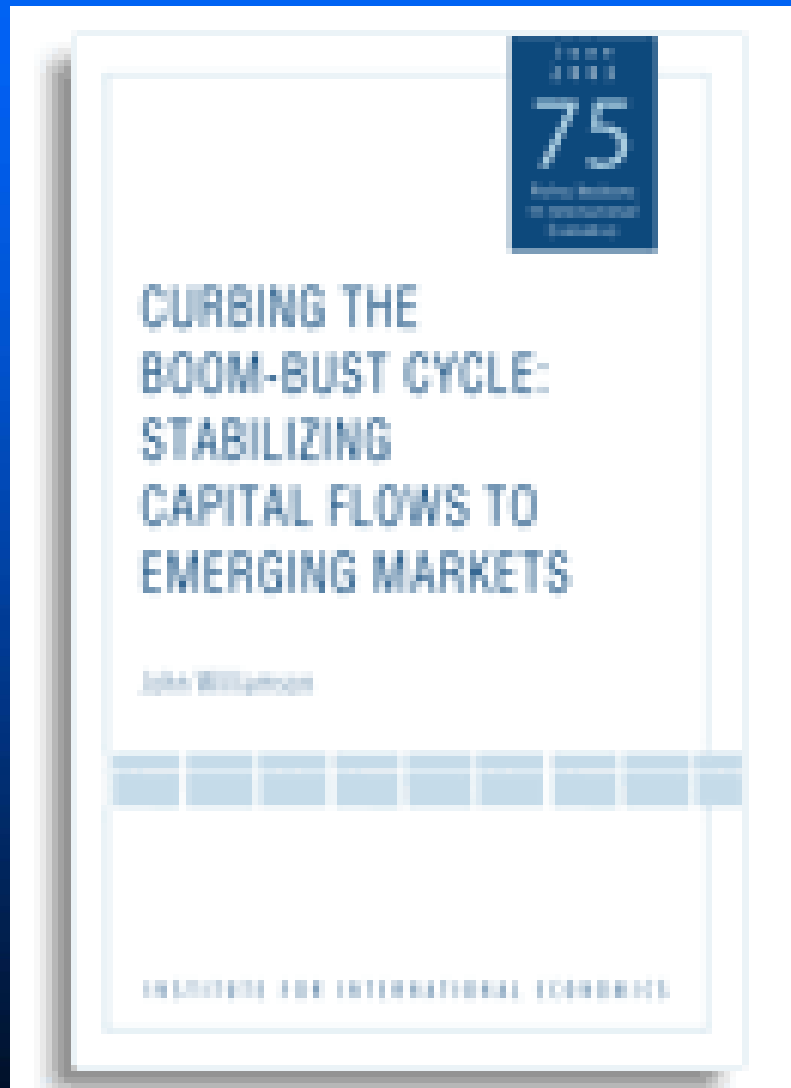
- The lesson I would personally draw is that exchange controls and capital controls played a minor role in the recovery process of Malaysia.

- Nevertheless, I think that countries should not necessarily jump to instituting controls but should keep open the possibility of putting in certain restraints if warranted.

- The Malaysian lesson is not that controls are always necessary to get the country out of the crisis. **Countries without controls have done just as well as Malaysia.** In fact, the Philippines has done even better. They hardly had a decline in output last year. So I wouldn't jump to conclusions.







- Un país no debe eliminar la posibilidad de aplicar controles para enfrentar situaciones de emergencia.
- Para el caso específico de los países asiáticos, su aplicación durante la crisis probablemente hubiese reducido los efectos severos que se dieron en esas economías (*Capítulo 7, What debtors could do?*).

1. **Los flujos de capitales: tendencias recientes**
2. **Las flujos de capitales y las crisis cambiarias**
  - a. Sobre las crisis cambiarias recientes
  - b. Repensando los flujos de capitales
  - c. Las respuestas ante las crisis
  - d. **¿Son culpables los flujos de capitales?**
3. **Los flujos de capitales en el contexto actual**
  - a. La entrada de capitales y el manejo macroeconómico: los dilemas recientes
4. **Conclusiones**



No es ninguna casualidad que los grandes países en desarrollo que escaparan de los azotes de la crisis económica global – **India y China** – tuvieran ambos controles de capitales. Mientras que los países del mundo subdesarrollado que liberalizaron sus mercados de capitales vieron caer sus rentas, la India creció a un ritmo superior al 5 por ciento, y China casi al 8 por ciento..



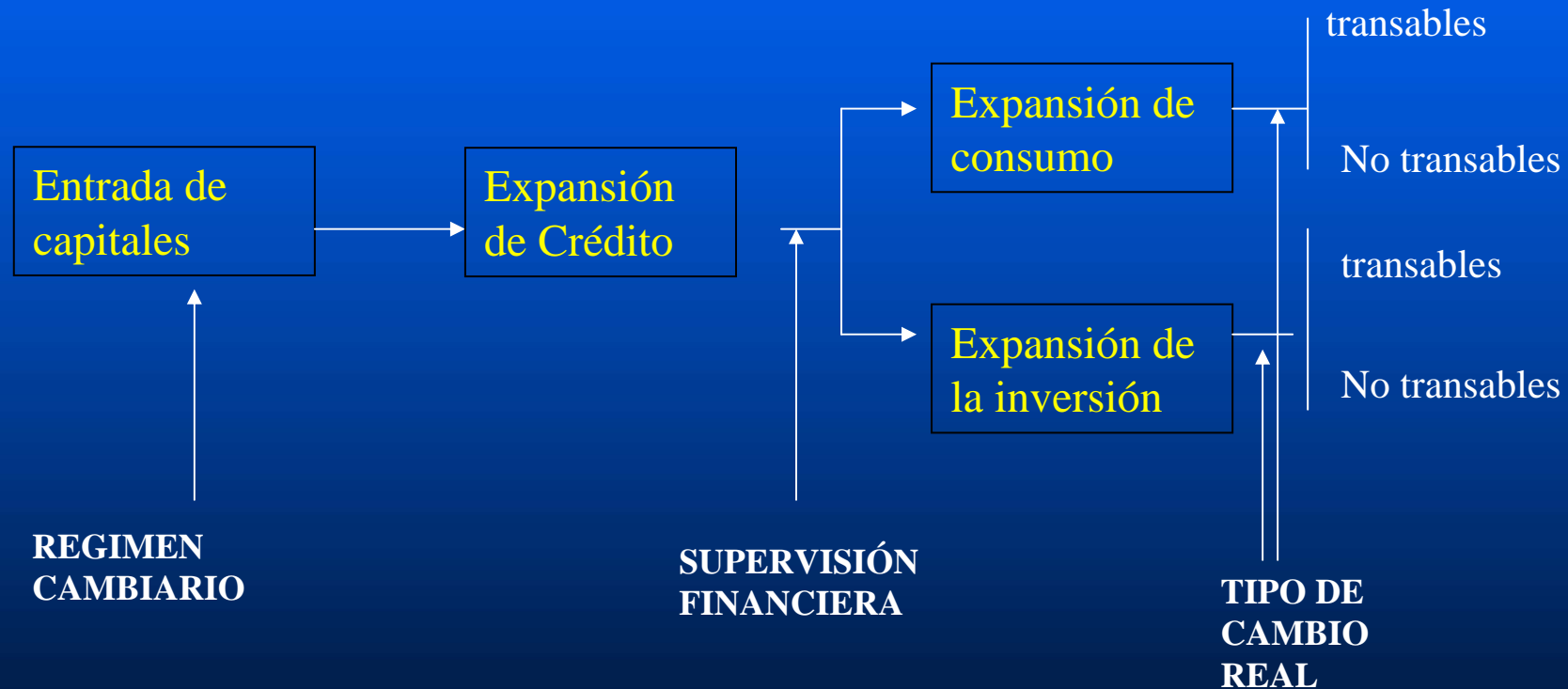
En primer lugar, es lisa y llanamente un error concluir que los países con mercados de capital cerrados estén en mejores condiciones para capear el temporal en los mercados financieros. Hay que reconocer que las economías relativamente cerradas de **China e India** no contrajeron la "gripe asiática", o por lo menos no se trató de casos especialmente graves.



Pero tampoco lo fueron los casos de **Australia y Nueva Zelanda**, países que se ufanan de haber liberalizado radicalmente sus mercados de capital. ¿Por qué? Porque los mercados financieros internos muy desarrollados de esos dos países estaban sometidos a una regulación sumamente adecuada. **El peligro más grave acecha en el término medio, especialmente en el caso de las economías —muchas de ellas de Asia oriental o América Latina—** en las que la debilidad y la falta de desarrollo de los mercados financieros se acompañan de una insuficiente regulación”

**El FMI contraataca**

# ¿Es la movilidad de capitales la causa de las crisis?: La crisis asiática: hechos estilizados



1. **Los flujos de capitales: tendencias recientes**
2. **Las flujos de capitales y las crisis cambiarias**
  - a. Sobre las crisis cambiarias recientes
  - b. Repensando los flujos de capitales
  - c. Las respuestas ante las crisis
  - d. ¿Son culpables los flujos de capitales?
3. **Los flujos de capitales en el contexto actual**
  - a. La entrada de capitales y el manejo macroeconómico: los dilemas recientes
4. **Conclusiones**



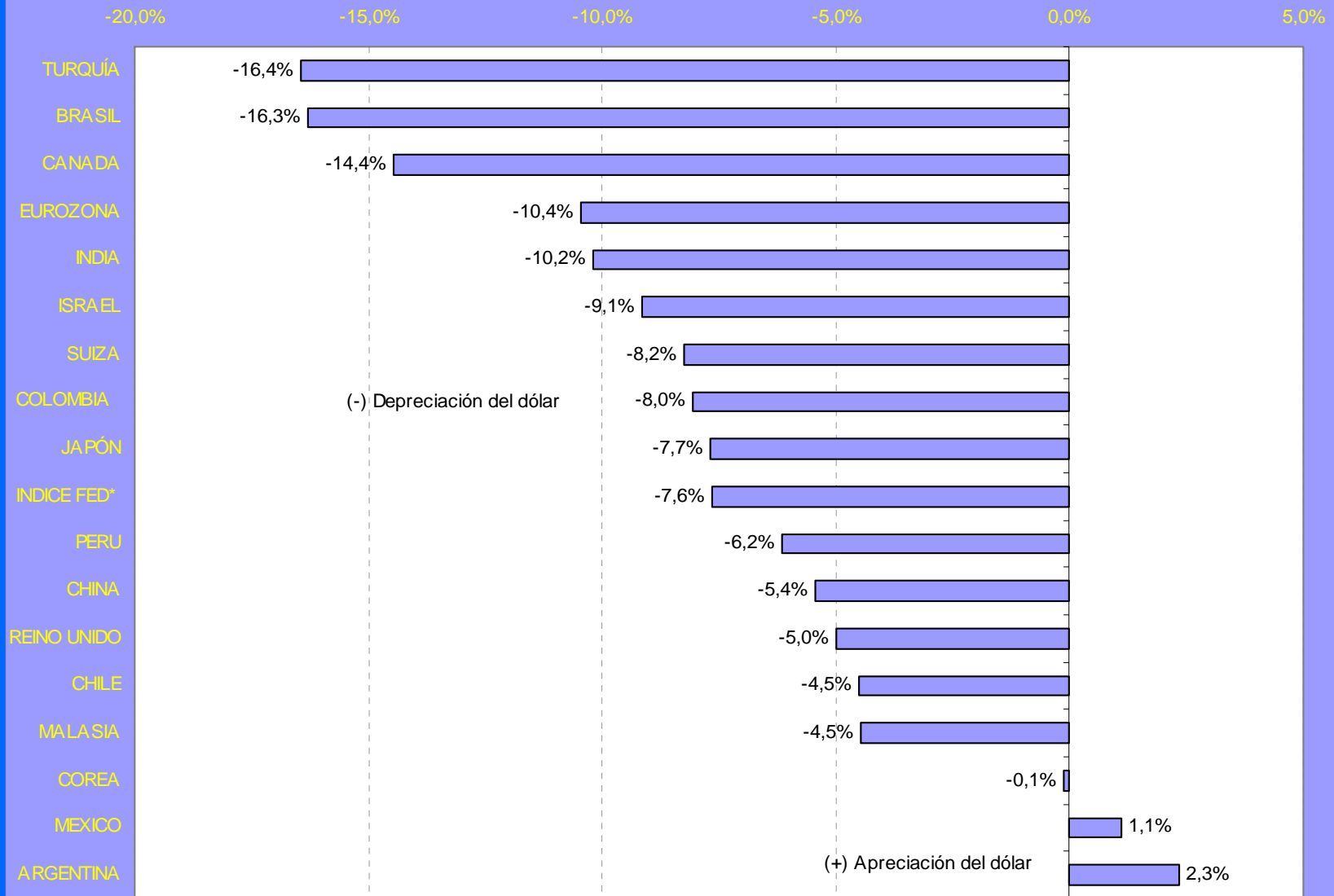
- **Lluvia de dinero**

En China luchan contra un ataque especulativo: el capital volátil no para de entrar al país a la espera de una valorización del yuan.

**Priscilla Murphy,**  
Santiago

*América Economía*

## Evolución Acumulada del Tipo de Cambio: Enero- Noviembre del 2007



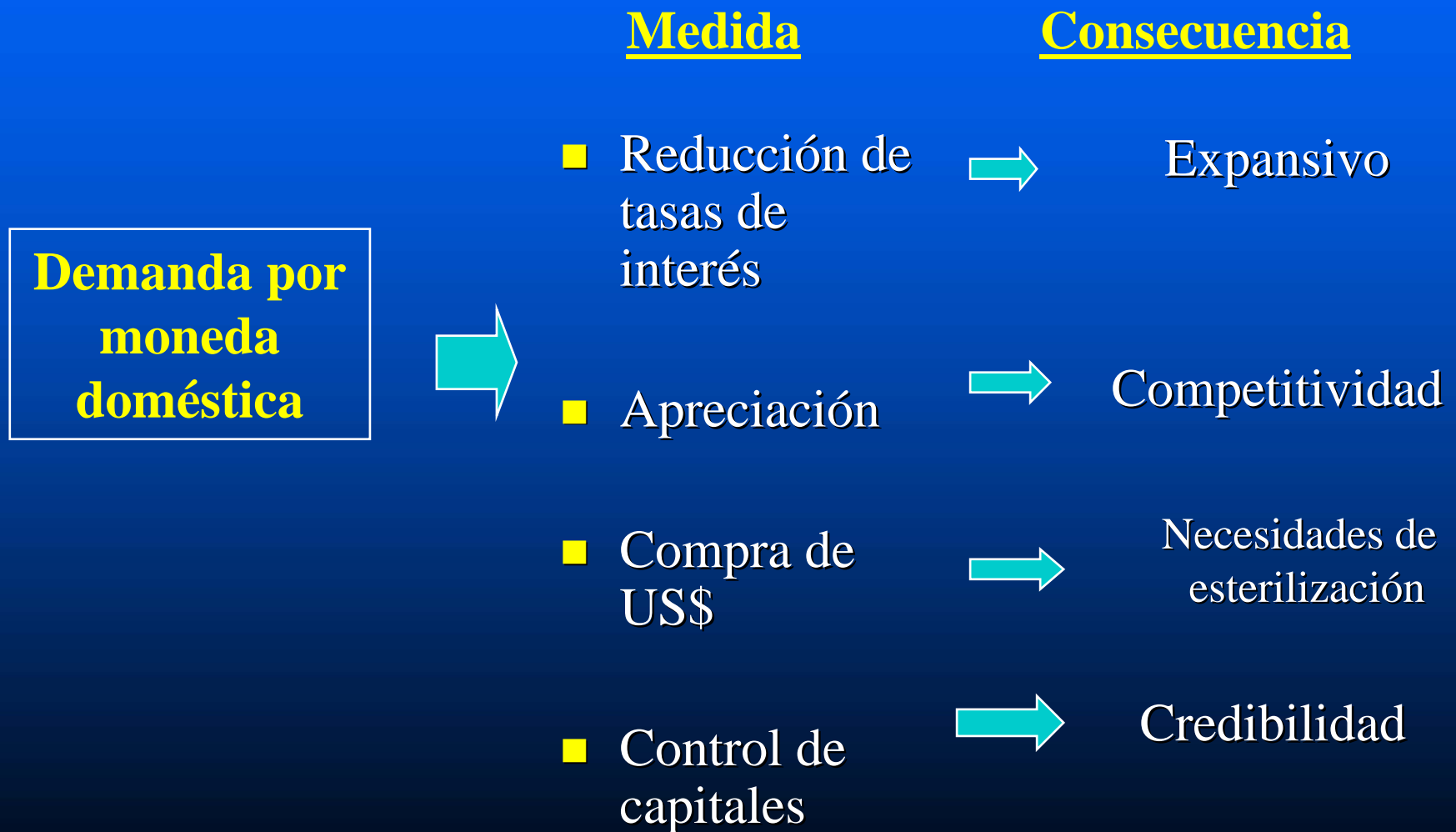


# Los determinantes de la apreciación cambiaria

País	Cuenta corriente		Diferencial de tasas y carry trade	Capitales de largo plazo
	Términos de intercambio	Otros (remesas, transferencias)		
Hungría	X	X	√√	X
Israel	X	√	X	√√
Nueva Zelanda	√√	X	√	X
Brasil	√√	X	√	√
Colombia	√	√	X	√
Indonesia	√	X	√	√
Australia	√	X	√	√
Tailandia	X	√√	√	√
India	X	X	√	√

X= no significativo √= significativo √√ =muy significativo

# Las opciones de política frente a las presiones apreciatorias



# Las presiones apreciatorias y las respuestas de políticas

	<b>Intervención cambiaria</b>	<b>Reducción de tasas</b>	<b>Controles</b>
<b>Hungría</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>
Israel	X	√	X
<b>Nueva Zelanda</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>
Brasil	√	√	X
Colombia	√	X	√
Indonesia	√	√	√
Australia	√	X	X
Tailandia	√	√	√
India	√	X	√

# Colombia: imposición de controles a los capitales de corto plazo

Presiones  
inflacionarias

Crecimiento  
de demanda  
agregada



Elevación  
de tasas



Entrada de  
capitales



**Apreciación**



**Dudas sobre efectividad** de medida: Flujos especulativos representan un monto poco significativo del flujo total de capitales

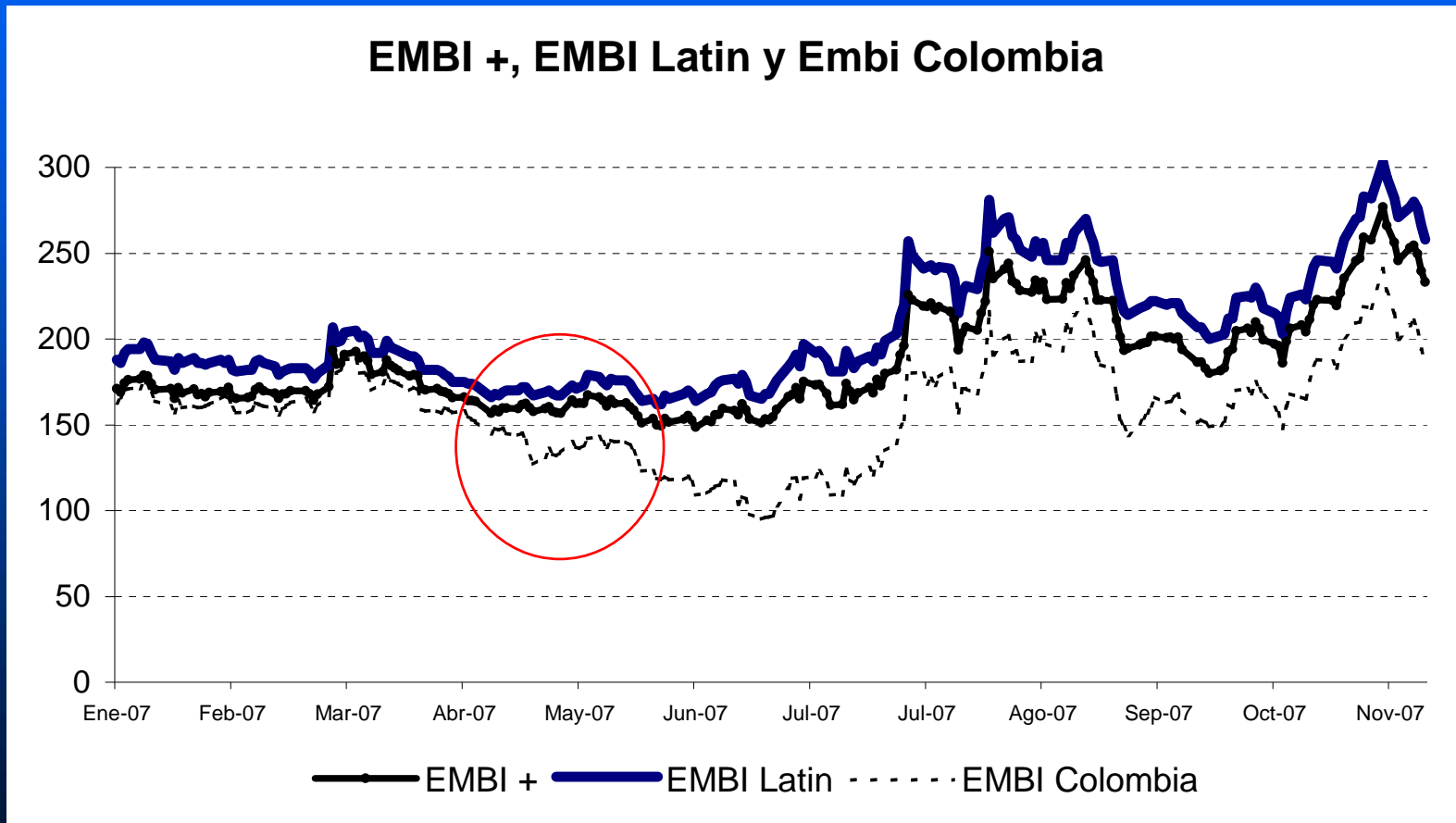


**Imposición de encaje a los capitales de corto plazo**



**Impacto pequeño en la credibilidad:** El día de imposición de la medida, el spread de Colombia no registró variaciones significativas

# Colombia: Control de capitales y credibilidad



# Colombia: Control de capitales y efectividad

- The Government is considering a gradual elimination of the current capitale controls on portfolio investment.
- Torres stressed that capital controls have not helped to contain the peso`s appreciation or limit inflows.

GMM (7 de diciembre 2007)



- Frente a la apuesta unánime del mercado de que todavía la nueva paridad cambiaria del país no se sostendrá, el Banco Popular de China sacó a relucir un arma clásica en ese tipo de duelo: la voz.
- Para asustar a los especuladores, el presidente del ente emisor, Zhou Xiaochuan, usó una metáfora particularmente angustiante. “Una tasa de cambio flotante es como un colchón de espuma”, dijo al periódico chino People’s Daily. “Si el especulador quiere entrar a la fuerza, reaccionaré con suavidad, pero sin dejar que me golpee. Y cuando quiera desistir, lo voy a pellizcar y sólo lo dejaré salir después que haya perdido una capa de su pellejo”.

1. **Los flujos de capitales: tendencias recientes**
2. **Las flujos de capitales y las crisis cambiarias**
  - a. Sobre las crisis cambiarias recientes
  - b. Repensando los flujos de capitales
  - c. Las respuestas ante las crisis
  - d. ¿Son culpables los flujos de capitales?
3. **Los flujos de capitales en el contexto actual**
  - a. La entrada de capitales y el manejo macroeconómico: los dilemas recientes
4. **Conclusiones**



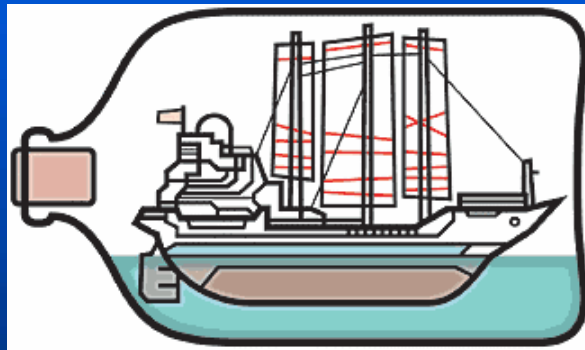
- En los años noventa, la economía mundial ha mostrado una mayor movilidad en los flujos de capitales por factores globales y por específicos a los países emergentes y desarrollados.
- La mayor movilidad de capitales ha supuesto cambios importantes para el manejo macroeconómico.
- Desde inicios de los noventa, las crisis cambiarias – en países con fundamentos macroeconómicos relativamente sólidos- resaltaron el efecto potencialmente desestabilizador de algunos flujos de capitales.

- Sin embargo, estos efectos se dieron especialmente en países con algunas debilidades no tomadas en cuenta hasta ese entonces (en particular la mala supervisión financiera).
- Dentro de las opciones de manejo económico, se ha reabierto la discusión en torno a los controles de capitales en contexto de crisis (control a la salida) o en contexto de fuerte entrada de capitales (encaje de carácter preventivo).
- Otro cambio importante es la mejora en los fundamentos (posición fiscal, reservas internacionales, menor vulnerabilidad externa) que pueden reducir los potenciales costos de una reversión en los flujos de capitales.

SURVEY: GLOBAL FINANCE

## A cruel sea of capital

May 1st 2003  
From The Economist print edition



Global financial integration is supposed to lift countries up. Sometimes sinks them. A guide to safer sailing

## Sudden storms

May 1st 2003

From The Economist print edition



Financial crises don't come from nowhere. With effort and luck, some can avoided.

**XXV Encuentro de Economistas  
Gerencia de Estudios Económicos**

**Libre movilidad de capitales y el  
manejo macroeconómico: la  
experiencia reciente**

**Mauricio de la Cuba  
Departamento de Economía Mundial**