

Resumen

La crisis financiera de 2007-2008 tuvo su origen en las economías avanzadas. Las economías emergentes se han visto profundamente afectadas y han recibido *shocks* muy sustanciales, entre ellos una entrada masiva de flujos de capital, derivada en parte de la aplicación de políticas monetarias no convencionales por parte de las economías avanzadas en respuesta a la recesión. Muchos países emergentes, conscientes de los riesgos, actuaron contracíclicamente bajo el supuesto de que, a pesar de la persistencia de la entrada de flujos de capital, existía un componente transitorio. En la actualidad, el ciclo monetario mundial está cambiando y se espera que las políticas monetarias de los países avanzados comiencen a endurecerse. La cuestión que se plantea es si las medidas adoptadas en la fase de bonanza en muchas economías emergentes habrán contenido suficientemente la formación de desequilibrios como para sustentar ahora un ajuste suave. La crisis financiera global ha puesto de manifiesto el elevado grado de interconexión entre los sistemas financieros de las economías avanzadas y emergentes. Por ello se han producido avances en el terreno de la cooperación monetaria internacional (canalizada principalmente a través del G-20). La nueva fase de normalización de las condiciones monetarias permitirá comprobar en qué medida esos avances han sido suficientes.

Palabras clave: economías emergentes, política monetaria, políticas macroprudenciales, *spillovers* internacionales, cooperación monetaria internacional.

Abstract

The 2007-2008 financial crisis originated in advanced economies, but emerging economies have been deeply affected by it and have received substantial shocks including a massive influx of capital, in part due to the implementation of unconventional monetary policies by advanced economies in response to the recession. Many emerging markets, aware of the risks involved, acted countercyclically under the assumption that, despite the persistence of capital influx, there was a transitory component to it. Currently, the global monetary cycle is changing, and the monetary policies of advanced economies are expected to begin toughening. The question that arises, then, is whether the measures taken during the boom in many emerging economies have sufficiently controlled the formation of imbalances so as to sustain a smooth adjustment. The global financial crisis has highlighted the high degree of interconnectedness between the financial systems of advanced and emerging economies. Due to this, there have been advances in the field of international monetary cooperation, which have mainly been channeled through the G-20. The new phase of normalization of monetary conditions will verify to what extent these developments have been sufficient.

Key words: Emerging economies, monetary policy, macroprudential policy, international spillovers, international monetary cooperation.

JEL Classification: E52, E58, F21, F42.

LAS POLÍTICAS MONETARIAS EN LOS PAÍSES EMERGENTES: SPILLOVERS INTERNACIONALES Y COOPERACIÓN MONETARIA INTERNACIONAL (*)

Sonsoles GALLEGO

Pilar L'HOTELLERIE-FALLOIS

Banco de España

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera de 2007-2008 tuvo su origen en las economías avanzadas, que han tenido que introducir cambios importantes en la forma de conducir sus políticas monetarias, entre otros ajustes. Las economías emergentes —inicialmente más espectadoras que protagonistas— se han visto también profundamente afectadas por esos cambios y han recibido *shocks* muy sustanciales. Pero han afrontado esos impactos externos mejor preparadas que en el pasado.

Mirando hacia atrás, se observa una regularidad histórica asociada a liberalización financiera: los flujos de capital describen trayectorias en forma de «oleadas» (*surges*, según las denomina el FMI, 2007). Se trata de episodios prolongados de abundancia de capital que suelen coincidir con periodos de fuerte expansión del crédito y/o de aumento del precio de los activos, y que a menudo terminan abruptamente, en forma de crisis cambiarias, bancarias o incluso, aunque con menor frecuencia, en crisis soberanas.

En el caso de las economías emergentes, a lo largo de las cuatro últimas décadas pueden iden-

tificarse al menos tres episodios de grandes «oleadas»: una en los años setenta, que terminó con la crisis de la deuda externa latinoamericana; otra en los años noventa, que terminó con la crisis asiática, y una tercera de 2003 a 2007 que, tras la notable interrupción de 2008, se ha visto prolongada en una nueva fase, de 2009 a 2013, cuyo desenlace es aún incierto.

En principio, las economías que están en proceso de convergencia hacia estándares de vida más altos, como las emergentes, deberían atraer financiación exterior, dada la mayor rentabilidad del capital, y así complementar su ahorro doméstico, generar una mayor inversión y aumentar su productividad. Sin embargo, la experiencia de más de treinta años de liberalización financiera muestra que una intermediación financiera poco eficiente puede generar desequilibrios, burbujas o reversiones bruscas en los flujos de capital, que terminen siendo muy costosas en términos de caída del producto y de inestabilidad financiera.

En este sentido, la respuesta a la crisis financiera global de 2008 deparó algunas sorpresas. Una de ellas fue la capacidad de las economías emergentes para «resistir» frente a la recesión gene-

ralizada en las economías desarrolladas; en regiones como América Latina esto no había sucedido antes. Otro resultado inesperado, estrechamente relacionado, fue el rápido y masivo retorno de los flujos de capital hacia las economías emergentes pocos trimestres después de la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, a la vez que los países avanzados intensificaban la aplicación de políticas monetarias ultraexpansivas. En otras circunstancias, dado el contexto recesivo global, hubiera cabido esperar un ascenso significativo de la aversión al riesgo y una fuerte preferencia por los activos considerados tradicionalmente de elevada calidad crediticia, en detrimento de activos como los emergentes, asociados con mayores niveles de riesgo.

De hecho, ya desde finales de 2009, se planteó como interrogante si la afluencia de flujos de capital hacia las economías emergentes se correspondía con la fortaleza de sus fundamentos macroeconómicos, que habían mejorado claramente tras la crisis de finales de los noventa, o si eran más bien factores «globales» —el descenso de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos y en el resto de las economías avanzadas, junto con la extraordinaria expansión de la liquidez global— los causantes de la avalancha. En caso de ser esta segunda razón la causa principal, cabía poner en cuestión el carácter permanente de dichos flujos.

Desde el punto de vista de las economías emergentes, el retorno de los flujos de capital resultó positivo inicialmente, pues permitió la recomposición de las reservas, puso un suelo a la espiral bajista en los mercados financieros y actuó como factor dinamizador, facilitando el acceso a los

mercados. Sin embargo, también planteó una serie de retos, ya conocidos, para las políticas macroeconómicas, y una serie de riesgos para la estabilidad financiera, que ya habían aparecido antes de 2007 y que requirieron una adaptación importante de los marcos de política económica de muchos de estos países.

En particular, desde 2010 las políticas monetarias se enfrentaron al dilema derivado de la aparición de presiones inflacionistas (acompañadas de sobrevaloración de los precios de los activos), que exigían una mayor restricción monetaria. Al mismo tiempo, la entrada de flujos de capital presionaba hacia la apreciación cambiaria, lo que abogaba por una mayor laxitud para evitar, al menos, la entrada de flujos volátiles de corto plazo en busca de rentabilidades más elevadas. Además, esos flujos podían alimentar el crecimiento del crédito, acrecentando el dilema de política monetaria.

La reacción de las economías emergentes ante este dilema consistió en ampliar su abanico de medidas de política económica para mitigar los riesgos derivados de la entrada de capitales. La gestión de los tipos de cambio se hizo más flexible, se intensificó la acumulación de reservas y se redujeron los tipos de interés. En algunos casos, la política fiscal se hizo más restrictiva, se generalizó el uso de instrumentos macroprudenciales como complemento de la labor de la política monetaria y se liberalizaron parcialmente las salidas de capitales.

De hecho, la experiencia en la gestión de oleadas previas de flujos de capital, que terminaron generando crisis, hizo que en muchos países emergentes las autoridades económicas, cons-

cientes de los riesgos, actuaran contracíclicamente, dentro de ciertos márgenes. En la mayor parte de los casos, lo hicieron bajo el supuesto de que, a pesar de su persistencia, había un componente transitorio en la avalancha de flujos. El aspecto más problemático surgió después, cuando esta reacción inicial resultó insuficiente para hacer frente a la magnitud de los flujos recibidos, lo que llevó en ocasiones a justificar el establecimiento de controles a la entrada de capitales como medida de última instancia. Esta opción ha sido incluso aceptada por el FMI, como se recoge en el cuadro nº 2.

En la actualidad, el ciclo monetario mundial está cambiando y se espera que, de manera muy gradual, las políticas monetarias de los países avanzados comiencen a endurecerse, trasladando ese endurecimiento a las condiciones monetarias globales. La cuestión que se plantea ante este cambio es si las medidas «contracíclicas» adoptadas en la fase de bonanza por las autoridades de las economías emergentes habrán contenido suficientemente la formación de desequilibrios como para sustentar ahora un ajuste suave (sin recesión o crisis, y sin la necesidad de imponer controles a las salidas de capital) ante la inevitable normalización del ciclo monetario mundial. No cabe descartar, desde luego, que a pesar de la cautela con la que se aborda el inicio de la normalización puedan producirse reversiones bruscas de los flujos de capitales, aunque estas sean de carácter temporal y selectivo. De hecho, ya se han registrado episodios de este tipo entre mayo y agosto de 2013, y a comienzos de 2014.

En otra perspectiva, el fuerte impacto externo que ha supues-

to la afluencia de capitales internacionales asociados a las políticas monetarias expansivas que ejecutaron las economías avanzadas y el impacto que puede suponer la eventual retirada de esos capitales en la fase de normalización reflejan la intensidad que han alcanzado las interconexiones financieras a nivel global. En este contexto, las medidas de política monetaria adoptadas en unos países o grupos de países para afrontar sus propias dificultades internas pueden acabar teniendo consecuencias (*spillovers* o efectos derrame) importantes y no deseadas en países ajenos al problema inicial.

De hecho, también han surgido este tipo de externalidades entre las propias economías emergentes, derivadas, por ejemplo, de las medidas de gestión de los flujos de capitales adoptadas por las autoridades de grandes economías, como Brasil, que posiblemente hayan repercutido sobre las entradas en otras economías vecinas. Las dificultades encontradas por las autoridades de las economías emergentes para afrontar esos *shocks* externos y mantener su estabilidad macroeconómica y financiera apuntan a la necesidad de que existan mecanismos supranacionales de cooperación que apoyen a los países afectados por estos *shocks*.

En el contexto de la respuesta a la crisis financiera de 2008 se han producido avances en la cooperación internacional, que se han canalizado principalmente a través del G-20, que reúne a las principales economías avanzadas que estuvieron en el origen de la crisis y a las principales economías emergentes que han sufrido el impacto tanto de la

recesión como de las políticas aplicadas para hacerle frente. En el terreno de la cooperación monetaria, el G-20 ha servido básicamente de foro de discusión, comunicación y puesta en común de las preocupaciones, utilizando como instrumento más efectivo interpaíses (*peer pressure*) sin que haya existido una coordinación explícita de políticas, ni entre avanzados y emergentes, ni entre los propios emergentes.

En el terreno de la provisión de liquidez, frente a episodios de volatilidad de los flujos de capitales, se han producido algunos acuerdos significativos en el terreno bilateral (acuerdos *swap*) y en el multilateral (con el aumento de los recursos del FMI y el establecimiento de facilidades de aseguramiento). En qué medida estos esfuerzos han sido suficientes es un tema debatido y, en todo caso, será puesto a prueba en la fase de normalización que ahora comienza.

El resto de este artículo analiza con mayor detalle el impacto, las consecuencias y las reacciones de las economías emergentes frente a las políticas monetarias aplicadas en las economías avanzadas a raíz de la crisis (principalmente en sentido expansivo, dado que la fase de retirada de estímulos apenas se ha iniciado). En la sección II se describe el impacto sobre los flujos de capital y otras variables financieras y, en un recuadro, se repasa la literatura sobre *spillovers*. En la sección III se describe la reacción de políticas de los países emergentes, a través de diversos instrumentos, y en la sección IV se comentan los avances en cooperación internacional. La sección V incluye unas breves conclusiones.

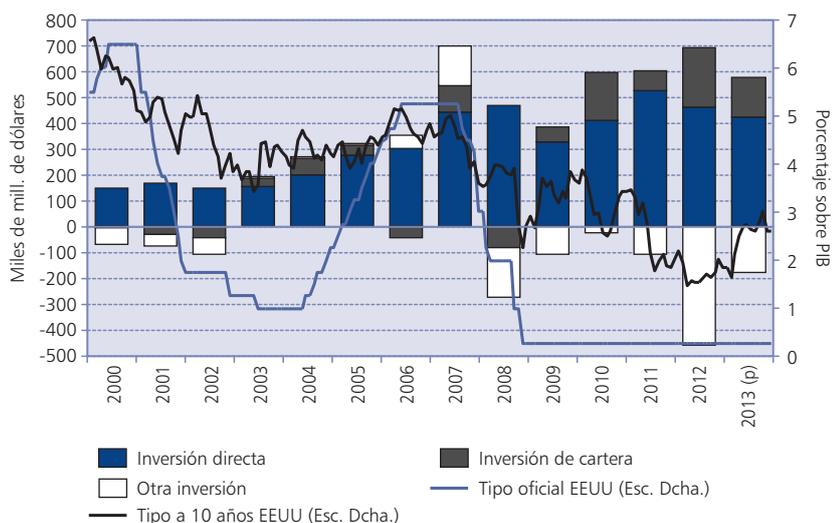
II. EL IMPACTO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS DE LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DURANTE LA CRISIS

En los cinco años transcurridos entre el inicio de la crisis financiera global, a finales de 2008, y el inicio de la reducción de los estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal estadounidense, a finales de 2013, las economías emergentes (Asia, Latinoamérica y Europa del Este) recibieron flujos netos privados de capital cercanos a los 2 billones de dólares, en términos acumulados (gráfico 1): una cifra muy superior a la registrada en las últimas décadas, que incluso supera el volumen de los flujos netos recibidos acumulados durante el lustro de bonanza transcurrido entre 2003 y 2007 (1,7 billones de dólares) (1). Y ello a pesar de que inmediatamente después de la crisis de Lehman Brothers los flujos de entrada de capitales se contrajeron durante algunos trimestres.

Por otra parte, si se consideran conjuntamente el periodo de expansión de los flujos de capital de los últimos cinco años y el que tuvo lugar en los años de bonanza previos a la crisis, la duración total de esta «oleada» de flujos de capital hacia las economías emergentes supera los diez años, siendo esta la fase de expansión más larga de la historia reciente.

La breve pero intensa caída de los flujos de capital que se produjo al final de 2008 e inicio de 2009 agravó la recesión, también corta pero intensa, experimentada por muchas de las economías emergentes en esos

GRÁFICO 1
FLUJOS NETOS DE CAPITAL. ECONOMÍAS EMERGENTES (*)



Nota: (*) Compuesto por 154 países: Afganistán, Albania, Angola, Antigua y Barbuda, Arabia Saudí, Argelia, Argentina, Armenia, Azerbaiyán, Bahamas, Bahréin, Bangladesh, Barbados, Belice, Benín, Bielorrusia, Bolivia, Bosnia y Herzegovina, Botsuana, Brasil, Brunei Darussalam, Bulgaria, Burkina Faso, Burundi, Bután, Cabo Verde, Camboya, Camerún, Colombia, Comoras, Costa de Marfil, Costa Rica, Croacia, Chad, Chile, China, Dominica, Ecuador, Egipto, El Salvador, Emiratos Árabes Unidos, Eritrea, Etiopía, Ex República Yugoslava de Macedonia, Filipinas, Fiyi, Gabón, Gambia, Georgia, Ghana, Granada, Guatemala, Guinea Ecuatorial, Guinea, Guinea-Bissau, Guyana, Haití, Honduras, Hungría, India, Indonesia, Irak, Irán, Islas Marshall, Islas Salomón, Jamaica, Jordania, Kazajistán, Kenia, Kirguistán, Kiribati, Kosovo, Kuwait, Lesoto, Letonia, Líbano, Liberia, Libia, Lituania, Madagascar, Malasia, Malawi, Maldivas, Mali, Marruecos, Mauricio, Mauritania, México, Micronesia, Moldavia, Mongolia, Montenegro, Mozambique, Myanmar, Namibia, Nepal, Nicaragua, Níger, Nigeria, Omán, Pakistán, Palaos, Panamá, Papúa Nueva Guinea, Paraguay, Perú, Polonia, Qatar, República Centroafricana, República del Congo, República Democrática del Congo, República Democrática Popular Lao, República Dominicana, Ruanda, Rumania, Rusia, Samoa, San Cristóbal y Nieves, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Serbia, Seychelles, Sierra Leona, Siria, Sri Lanka, Suazilandia, Sudáfrica, Sudán del Sur, Sudán, Surinam, Tailandia, Tanzania, Tayikistán, Timor-Leste, Togo, Tonga, Trinidad y Tobago, Túnez, Turkmenistán, Turquía, Tuvalu, Ucrania, Uganda, Uruguay, Uzbekistán, Vanuatu, Venezuela, Vietnam, Yemen, Yibuti, Zambia y Zimbabue.

Fuente: FMI (2013b).

económicas monetarias y fiscales contracíclicas (en muchos casos, por primera vez), como a la abundante liquidez que llegó a los mercados financieros con la aplicación de políticas monetarias muy expansivas en las economías industrializadas (2). Otros determinantes globales clave en el ciclo expansivo en las economías emergentes fueron el elevado crecimiento de China y su impacto alcista sobre el precio de las materias primas.

La recuperación de los flujos de capital en América Latina y Asia fue muy clara. Ya en 2010, los flujos se situaron en niveles en torno al 3,5-4 por 100 del PIB regional (gráficos 3 y 4). En Europa del Este, los flujos alcanzaron el 4,5 por 100 del PIB en 2010, pero quedaron muy por debajo de la media de las entradas recibidas en los años previos a la crisis (gráfico 5).

Un elemento interesante es discernir qué tipología de flujos de capital fue la que retornó a las economías emergentes tras 2008. Tanto a nivel agregado como para cada región, específicamente, se observó un aumento mayor y más rápido de los flujos de cartera (bonos y acciones), es decir, aquellos en los que influye de forma más directa el nivel de los tipos de interés globales. En cambio, y como era de esperar, la inversión extranjera directa mostró un comportamiento más estable y tendió a recuperarse con retraso. Finalmente, los flujos relacionados con «otra inversión» (fundamentalmente, flujos bancarios internacionales) registraron caídas, coherentes con los procesos de desapalancamiento bancario, a nivel global.

Los datos procedentes de encuestas micro (3) permiten ilus-

trimestres. Sin duda, esa caída del producto, asociada al mayor *shock* global experimentado por la economía mundial desde los años treinta, era esperable. El aspecto más destacable y sorprendente fue más bien la rápida y robusta recuperación experimentada posteriormente por esas economías, a diferencia de lo sucedido en las economías industrializadas, en las que la recuperación tardó más de cuatro años en llegar. De hecho, en 2010 Asia emergente lideraba la

expansión de la economía mundial con una tasa de crecimiento media del PIB del 9,8 por 100, América Latina había recuperado tasas de crecimiento del 6 por 100 y Europa del Este del 4,6 por 100, tras la breve recesión de 2009 (gráfico 2).

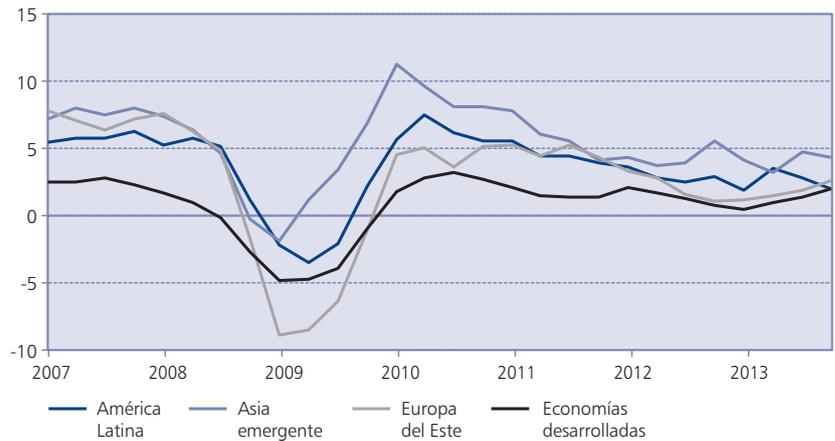
Este comportamiento inesperadamente positivo de las economías emergentes cabe asociarlo tanto a la solidez de sus fundamentos macroeconómicos y a su capacidad para hacer políticas

trar el impacto temporal que han tenido las diferentes medidas de tipo cuantitativo sobre los flujos netos acumulados en activos de renta fija y renta variable de economías emergentes, impacto que en ocasiones ha sido muy significativo. En el gráfico 6 se compara el impacto de los programas de *quantitative easing* de la Reserva federal (QE1 y QE2) y de las subastas a largo plazo del BCE (LTRO) con el impacto provocado por la comunicación realizada por la Reserva Federal, en mayo de 2013, de que estaba considerando el inicio de la retirada gradual del impulso monetario, una muestra del efecto que podría tener la normalización de las condiciones monetarias.

La afluencia de flujos de capitales entre 2009 y finales de 2011 provocó apreciaciones significativas de los tipos de cambio en buena parte de América Latina y Asia (gráficos 7 y 8). En América Latina, los tipos de cambio frente al dólar de las monedas de Chile y Colombia recuperaron niveles parecidos a los anteriores a la crisis en el transcurso de 2011, lo que supuso una apreciación de en torno al 30 por 100 desde el mínimo, mientras que el real brasileño se apreció por encima de los niveles previos (en torno a un 50 por 100 desde el mínimo).

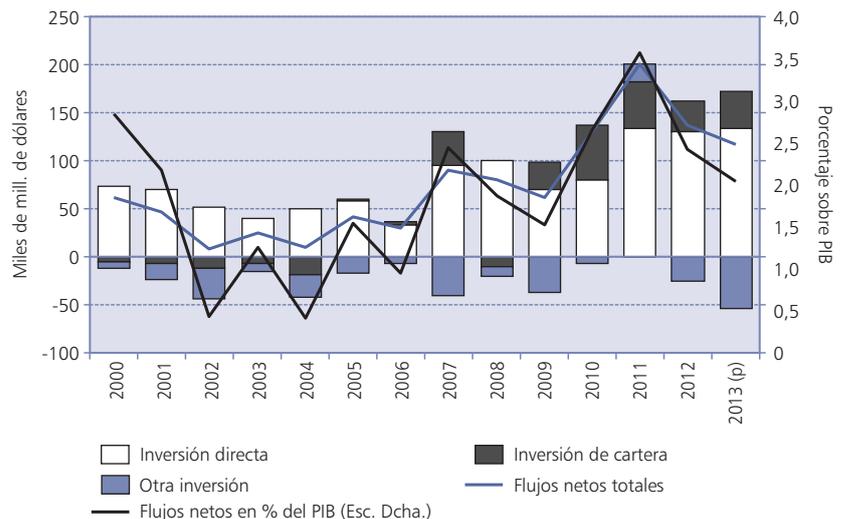
En Asia, los tipos de cambio también se recuperaron de la depreciación registrada a finales de 2008, aunque la tendencia a la apreciación frente al dólar fue por lo general más moderada que en América Latina, con la excepción del yuan chino, que se apreció de forma prácticamente constante a partir de 2010, y a finales de 2013 se situaba un 30 por 100 más apreciado que a comienzos de 2007. En contraste,

GRÁFICO 2
CRECIMIENTO DEL PIB
(Tasa interanual, en porcentaje)



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 3
FLUJOS NETOS DE CAPITAL. AMÉRICA LATINA (*)



Nota: (*) Compuesto por 32 países: Antigua y Barbuda, Argentina, Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Dominica, Ecuador, El Salvador, Granada, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, San Cristóbal y Nieves, San Vicente y las Granadinas, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

Fuente: FMI (2013b).

RECUADRO 1

REVISIÓN DE LA LITERATURA SOBRE SPILLOVERS

Existe una amplia literatura que explica cómo los flujos de capital hacia las economías emergentes no vienen determinados únicamente, ni siquiera principalmente, por los fundamentos económicos de estas economías. Por el contrario, los factores de naturaleza global, como el tipo de interés sin riesgo de Estados Unidos, la liquidez global o el denominado —y difícil de definir— «apetito por el riesgo», tienen una importancia elevada (4).

En el contexto específico que aborda este artículo, referido a los últimos cinco años y a los efectos internacionales de las políticas monetarias aplicadas por las economías industrializadas, puede pensarse, al menos, en cuatro canales por los cuales la expansión cuantitativa puede ocasionar efectos «derrame» (*spillover effects*) sobre las economías emergentes. En primer lugar, el canal de «reasignación de cartera», por el cual las compras de bonos del Estado por parte de un banco central, en este caso la Reserva Federal americana, al reducir su prima por plazo, aumentan la demanda y el rendimiento obtenido en activos con mayor riesgo, como son los bonos de las economías emergentes. En segundo lugar, el canal «señalización», por el cual el mero anuncio por parte de la Reserva Federal transmite al mercado una idea sobre la situación de la economía y la senda futura de tipos de interés que, en la medida en que indique que los tipos de interés en dólares van a seguir cercanos al cero durante mucho tiempo, puede incentivar la adquisición de activos con mayor riesgo, por su diferencial de rentabilidad y la reducida probabilidad de sufrir pérdidas de capital por la elevación de los tipos de interés. El tercer canal sería el del aumento de la liquidez en el mercado y consiguiente reducción de la prima de riesgo, derivado de la existencia de un comprador principal. Y el cuarto, los efectos «confianza». Aunque la literatura que evalúa específicamente la incidencia de cada uno de estos posibles canales sobre los flujos financieros hacia economías emergentes es limitada, hay algunos estudios que aportan evidencia sobre efectos derrame (5).

En este sentido, el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2010) estima que un 60 por 100 del aumento de los flujos de capital hacia las economías emergentes de 2009 a 2013 se explica por los llamados factores globales o *push factors*, incluidas las diversas rondas de expansión cuantitativa, cada una de ellas con un impacto decreciente. Se estima un modelo con el que se simula el impacto de una retirada ordenada de los estímulos monetarios en Estados Unidos y obtienen una moderada reducción de los flujos de capital hacia las economías emergentes. Sin embargo, escenarios más extremos de anticipación de la elevación de los tipos de interés, con cambios abruptos de su nivel, provocan efectos más sustanciales, de forma que la reducción de los flujos de capital hacia las economías emergentes alcanzaría entre un 30 y un 50 por 100.

Análisis posteriores del FMI (FMI, 2013) muestran que, tras años de políticas monetarias extraordinariamente acomodaticias en Estados Unidos, los flujos de capital hacia los mercados de bonos emergentes habrían alcanzado a finales de 2013 niveles que superan su tendencia estructural de largo plazo en más de 450.000 millones de dólares (350.000 millones de dólares si se corrigen efectos de valoración). Ello abre un interrogante sobre el impacto del proceso de normalización monetaria, si en ese contexto los flujos terminarían revirtiendo a su media de largo plazo.

Marco lo Duca *et al.* (2013) investigan el impacto de las sucesivas rondas de expansión cuantitativa en Estados Unidos sobre la emisión global de bonos corporativos, para concluir que tuvieron un impacto al alza importante sobre la emisión de bonos, incluso controlando por posibles efectos de sustitución entre préstamos bancarios y bonos, especialmente en el caso de emisores de economías emergentes. En concreto, cuantifican que, sin las medidas de expansión cuantitativa, la emisión de bonos corporativos de las economías emergentes se habría situado en torno a la mitad del volumen emitido entre 2009 y 2013, y especifican además que el principal canal de transmisión es a través de lo que denominan efectos «flujo» (las propias compras de activos por parte de la Reserva Federal) más que a través de efectos «stock», es decir, de la reducción de los tipos de interés y de las primas de riesgo.

Por su parte, Fraztscher *et al.* (2013) muestran empíricamente que tanto los «anuncios» como las operaciones efectivas que implicaron cada una de las expansiones cuantitativas tuvieron impacto en los mercados a través, principalmente, del canal de reasignación de carteras. Específicamente, el llamado QE2 de 2010 funcionó al reasignar carteras hacia activos de otros países. Una conclusión del trabajo es que, aunque el impacto acumulado de las medidas de la Reserva Federal logra explicar solo una parte de los flujos de capital a las economías emergentes, el principal efecto fue aumentar su prociclicidad. En cambio, no encuentran evidencia firme de que las medidas de política cambiaria o las orientadas a cerrar la cuenta de capital por parte de los países emergentes fueran efectivas, en general, a la hora de aislar a sus economías de los efectos derrame. (En este sentido, los autores argumentan que la efectividad de las medidas adoptadas fue mayor en los países con menor riesgo país: en principio, aquellos con fundamentos más sólidos y mayor credibilidad en sus políticas).

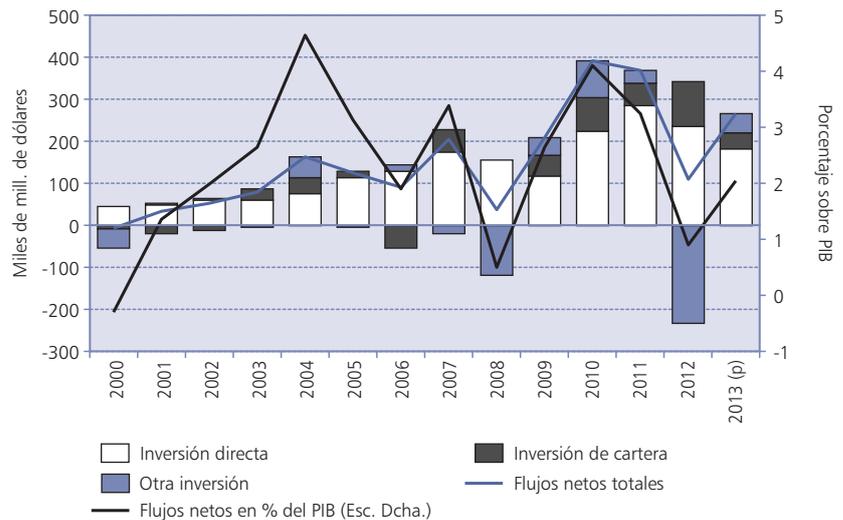
Otros estudios —por ejemplo, Chinn (2013)— concluyen con un mayor escepticismo en cuanto a la influencia de las expansiones cuantitativas sobre los flujos de capital a emergentes. En conclusión, aunque la correlación observada entre las diferentes rondas de estímulo cuantitativo en Estados Unidos y la recuperación de los flujos de capital sugiere la existencia de efectos derrame, probar la causalidad exige análisis mucho más cuidadosos. Esa causalidad se establece con mayor claridad en el caso del QE2 (6).

los tipos de cambio de otras economías emergentes, como Turquía o Rusia, nunca llegaron a apreciarse hasta los niveles previos a la crisis. En paralelo, entre comienzos de 2009 y mediados de 2011 se produjo una intensa compresión de los diferenciales soberanos, generalizada en las tres áreas emergentes, aunque más intensa en Asia y Europa del Este, que revirtió prácticamente por completo la ampliación ocurrida durante la crisis (gráfico 9). Finalmente, los índices bursátiles describieron una trayectoria similar, con una fuerte recuperación entre 2009 y 2011 y una estabilización posterior, hasta comienzos de 2013 (gráfico 10).

III. LA REACCIÓN DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS EN LOS PAÍSES EMERGENTES

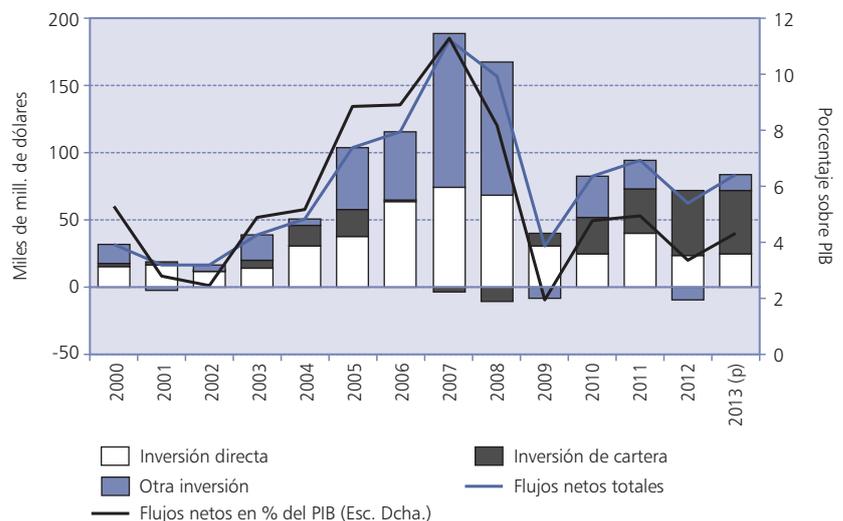
Como se mencionaba en la introducción, las autoridades monetarias de las economías emergentes afrontaron la expansión monetaria instrumentada por los bancos centrales de los países avanzados tras la crisis de Lehman, y la llegada masiva de flujos de capital que supuso, desde la mayor solidez de los marcos de política monetaria adoptados tras las crisis de los años noventa y los años 2000. Estos mejores fundamentos e instituciones —regímenes con objetivos de inflación más creíbles, tipos de cambio más flexibles, menor endeudamiento en moneda extranjera y menores descaldes de moneda— les permitieron desplegar una serie de medidas que se repasan con cierto detalle a continuación, con especial énfasis en Latinoamérica y, en menor medida, en Asia. Para facilitar el análisis se distinguen tres grupos de políticas (7):

GRÁFICO 4
FLUJOS NETOS DE CAPITAL. ASIA EMERGENTE (*)



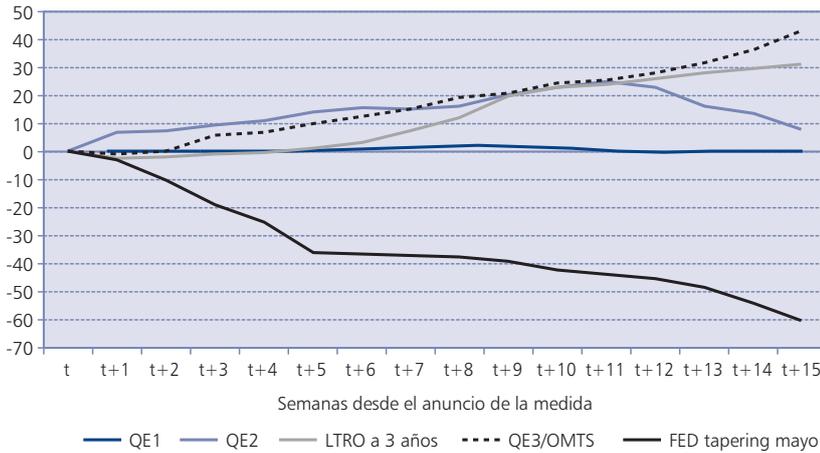
Nota: (*) Compuesto por 29 países: Bangladesh, Bután, Brunei Darussalam, Camboya, China, Filipinas, Fiji, India, Indonesia, Islas Marshall, Islas Salomón, Kiribati, Malasia, Maldivas, Micronesia, Mongolia, Myanmar, Nepal, Palaos, Papúa Nueva Guinea, República Democrática Popular Lao, Samoa, Sri Lanka, Tailandia, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu, Vanuatu y Vietnam.
Fuente: FMI (2013b).

GRÁFICO 5
FLUJOS NETOS DE CAPITAL. EUROPA DEL ESTE (*)



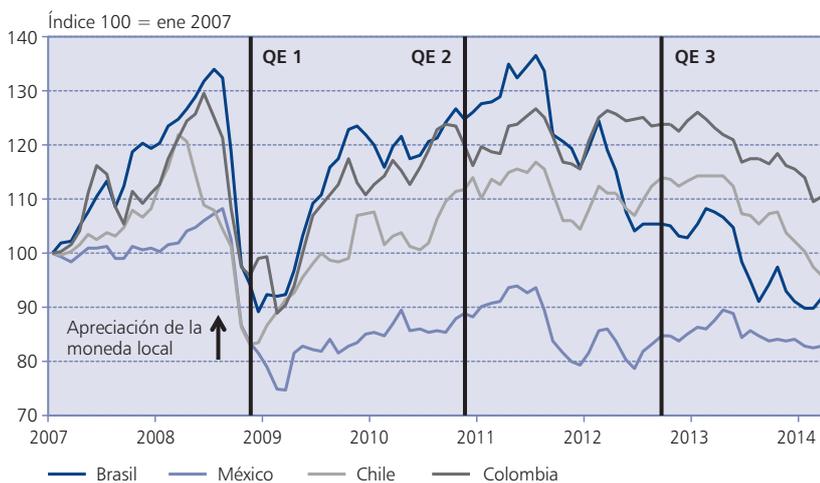
Nota: (*) Compuesto por 14 países: Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, Letonia, Lituania, Ex República Yugoslava de Macedonia, Montenegro, Polonia, Rumania, Serbia y Turquía.
Fuente: FMI (2013b).

GRÁFICO 6
FLUJOS NETOS ACUMULADOS DE CAPITALES A FONDOS DE ECONOMÍAS EMERGENTES (RENTA FIJA + RENTA VARIABLE)
(Miles de millones de dólares)



Nota: Expansión cuantitativa, OMT = Operaciones monetarias de compraventa.
 Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 7
TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR. AMÉRICA LATINA



Nota: QE = Expansión cuantitativa.
 Fuente: Datastream.

— La política de tipo de cambio y la gestión de las reservas internacionales.

— La política monetaria y los tipos de interés.

— Los controles de capital y las políticas macroprudenciales.

1. La política de tipo de cambio y la gestión de las reservas internacionales

Un rasgo común en la reacción de las políticas de la mayoría de las economías emergentes, tanto en Asia como en América Latina, una vez superados los peores momentos de la crisis entre finales de 2008 y principios de 2009, fue la decisión de continuar acumulando reservas internacionales de divisas. Dicha acumulación permitió la recomposición de los niveles de reservas que habían sido empleados durante la crisis para sostener los tipos de cambio y, posteriormente, su amplia superación, en paralelo con la recuperación de los flujos financieros. El aumento ha sido muy superior al ritmo de acumulación de reservas de las últimas décadas. En América Latina, se acumularon en ese periodo más de 300.000 millones de dólares, superando los 800.000 millones, una tendencia que se extendió también a los países exportadores de petróleo y a Asia emergente. En China, las reservas internacionales de divisas prácticamente se duplicaron entre 2008 y 2013 (alcanzando casi 4 billones de dólares), un aumento que ha obedecido más a motivos mercantilistas y de gestión del tipo de cambio que a razones de autoaseguramiento.

Aunque, en general, se reconoce que la acumulación de reservas es un mecanismo de

aseguramiento que puede ser poco eficiente y que genera distorsiones, tiene la gran ventaja de la autonomía respecto a su uso. Los países emergentes han constatado que durante una crisis el volumen de reservas necesario para dar confianza y evitar una huida de capitales es mucho mayor de lo que indicaban las ratios de idoneidad que se han venido utilizando habitualmente, y que es necesario mantener márgenes muy amplios (incluso para reemplazar por completo la financiación exterior durante un tiempo). Además, la acumulación de reservas ha sido resultado también de acciones orientadas a moderar la excesiva volatilidad (y/o la excesiva apreciación) del tipo de cambio, algo que no puede conseguirse con el recurso a otros mecanismos de aseguramiento, como las líneas del FMI.

A mediados de 2012, las reservas de divisas de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú se situaban en niveles que doblaban los anteriores a la crisis, resultado de una recuperación de las inversiones brutas de no residentes por más de 250.000 millones de dólares (el 5/7 por 100 del PIB agregado de los cinco países) y descontando inversiones de los residentes en el exterior por 160 mm. de dólares (8). Estos niveles de reservas están muy por encima de lo indicado por las ratios de idoneidad tradicionales, como la proporción sobre importaciones y sobre deuda externa a corto plazo, o incluso ratios más exigentes medidas sobre la oferta monetaria.

Sin embargo, la acumulación de reservas no fue suficiente para impedir que entre los años 2009 y 2011 se produjera una fuerte presión hacia la apreciación de los tipos de cambio, como resultado entre otros factores de unas perspectivas de crecimiento favo-

GRÁFICO 8
TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR. ASIA EMERGENTE

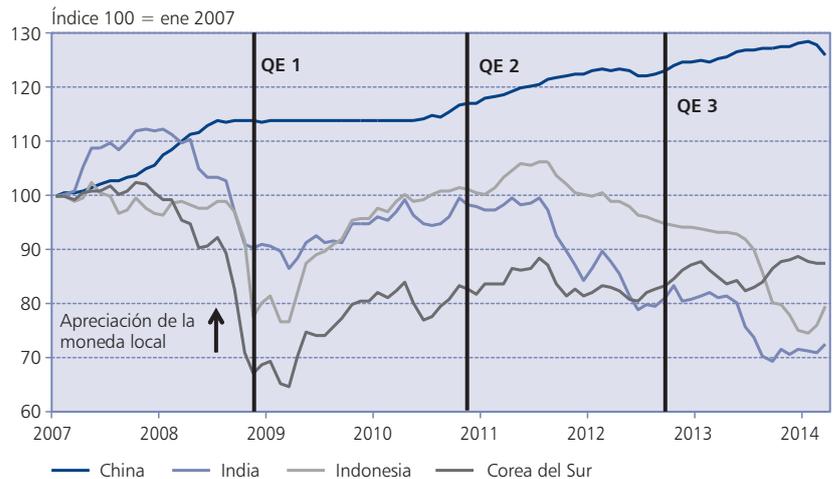


GRÁFICO 9
DIFERENCIALES SOBERANOS EN ECONOMÍAS EMERGENTES
Y TIPO A 10 AÑOS DE ESTADOS UNIDOS

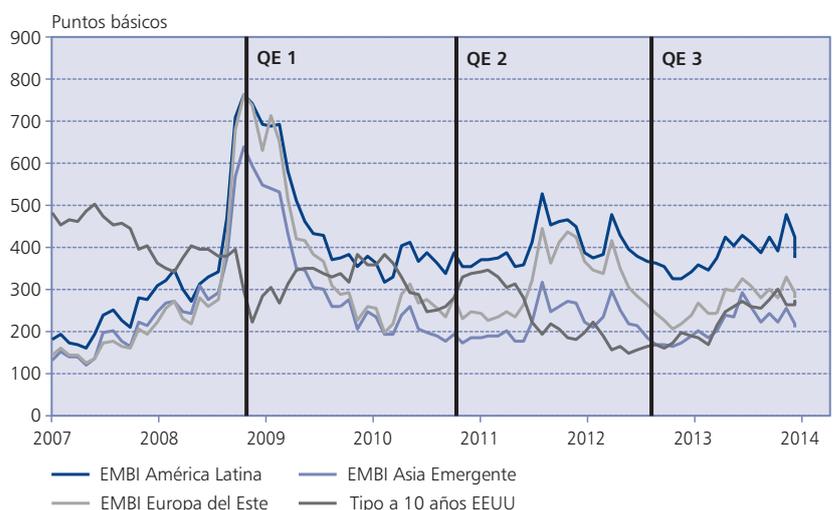


GRÁFICO 10
BOLSAS. ÍNDICES EN MONEDA LOCAL. ECONOMÍAS EMERGENTES



Fuente: Datastream.

rables asociadas al elevado precio de las materias primas. El caso más significativo en Latinoamérica es Brasil. Desde mediados de 2009, la economía brasileña registró una entrada neta de capitales elevada, que a mediados de 2011 alcanzó un máximo de 125.000 millones de dólares, el 5 por 100 del PIB, superando el nivel previo a la crisis. El auge se materializó principalmente en un aumento de los flujos de inversión de cartera, que llegaron a situarse en un 2 por 100 del PIB. Entre principios de 2009 y mediados de 2011, el real brasileño se apreció en más de un 40 por 100 frente al dólar, superando el máximo anterior a la crisis, a pesar de que el Banco Central de Brasil acumuló más de 130.000 millones de dólares en reservas.

En Chile, Perú y Colombia, economías eminentemente exportadoras de materias primas y menos diversificadas que la brasileña, la apreciación del tipo de

cambio a partir de 2009 estuvo ligada, en parte, a la mejora del saldo de la cuenta corriente por el aumento de los términos de intercambio. Esta evolución estuvo acompañada por un fuerte incremento de las entradas netas de capitales a lo largo de 2011, que empezaron a concentrarse en inversiones de cartera y préstamos exteriores, alcanzando valores muy elevados en Chile (8,2 por 100 del PIB), Colombia (4,5 por 100 del PIB) y Perú (9,1 por 100 del PIB). Como consecuencia de ello, hasta 2011 el peso chileno se apreció un 27 por 100, el peso colombiano un 20 por 100 y el sol peruano un 13 por 100. La reacción de las políticas cambiarias de los distintos países no fue homogénea. Mientras en Colombia y Perú se intensificó la acumulación de reservas, en Chile el banco central solo intervino ocasionalmente en el mercado de divisas (a lo que debió de contribuir la existencia de un amplio fondo de riqueza soberano),

y se liberalizaron las salidas de capitales.

México se enfrentó a una situación diferente y, en cierto modo, menos exigente en la gestión de la entrada de flujos de capital, puesto que sus perspectivas económicas estuvieron ligadas más directamente a las de Estados Unidos, dada su elevada integración comercial y financiera con ese país. En esos años, el tipo de cambio del peso mexicano se apreció mucho menos que el resto de las divisas de la región (en torno a un 8 por 100), en un contexto de reducción del déficit corriente y moderadas entradas netas de capitales en forma de inversión directa, principalmente (0,2 por 100 del PIB a finales de 2009), y la acumulación de reservas fue menor.

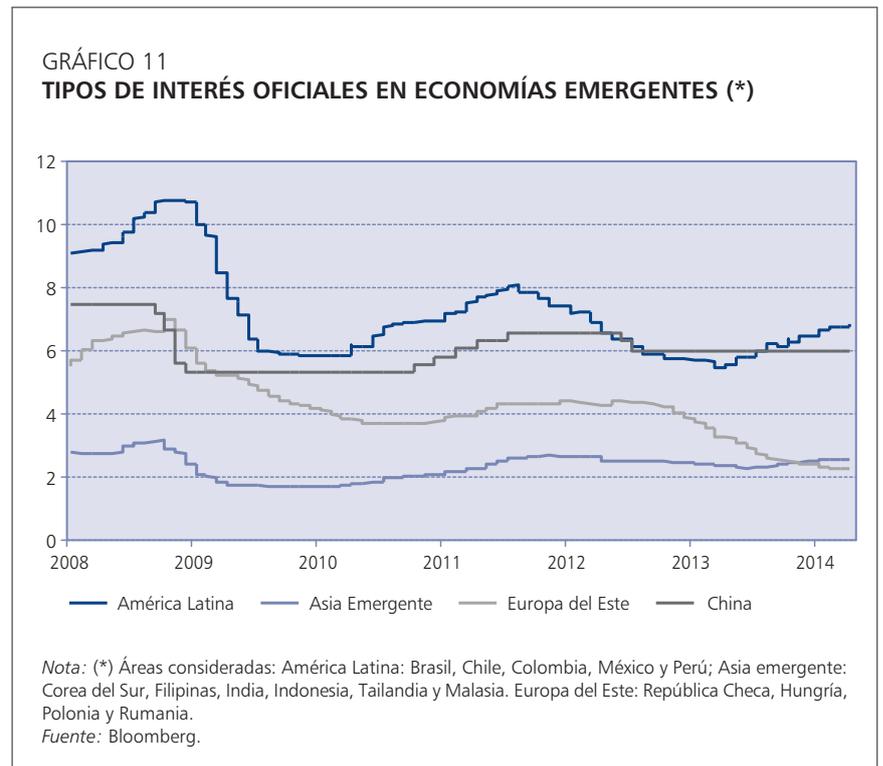
En Asia, la acumulación de reservas no evitó que la tendencia general de los tipos de cambio fuera hacia la apreciación. En general, la respuesta en términos de acumulación de reservas en ambas regiones puede ser interpretada como indicativa de que los bancos centrales otorgaban un cierto carácter temporal en las entradas de flujos de capital, razón por la cual, a pesar de la prevalencia de regímenes de tipo de cambio flexibles, solo toleraron en parte la apreciación de los tipos de cambio. En lugar de acomodar la entrada de flujos de capital y permitir que el mercado determinara el nivel del tipo de cambio (más apreciado, con toda probabilidad), invirtieron en acumulación de reservas.

2. La política monetaria y los tipos de interés

En paralelo con el retorno de los flujos de capital, la rápida recuperación del crecimiento en las economías emergentes en 2010

vino acompañada de la aparición de desequilibrios macroeconómicos (inflación, crecimiento del crédito, síntomas de sobrecalentamiento en los precios de los activos) (9), que propició un endurecimiento gradual de las políticas monetarias y llevó a revertir el fuerte descenso de los tipos de interés oficiales instrumentado entre finales de 2008 y 2009, a raíz de la crisis (gráfico 11). Así, en América Latina todos los países con objetivos de inflación, con la excepción de México, elevaron sus tipos de interés. En Brasil, la elevación de los tipos de interés oficiales fue de más de 4 puntos porcentuales, lo que realimentó las expectativas de apreciación del tipo de cambio, a pesar de ser una elevación moderada en términos históricos. También en Asia la inesperada fortaleza de la recuperación exigió el endurecimiento en las políticas monetarias desde principios de 2010. Ello permite hablar de cierto grado de sincronización en los ciclos monetarios de dos regiones, Asia y América Latina, muy diferentes entre sí.

No obstante, la elevación de los tipos de interés oficiales se vio fuertemente condicionada por la tendencia a la apreciación de los tipos de cambio. Así, el temor a una mayor apreciación y a sus consecuencias para la competitividad exterior y la estabilidad financiera hizo que los bancos centrales fueran reacios a subir los tipos de interés con anticipación o que lo hicieran limitadamente, lo que *a posteriori* pudo traducirse en mayor inflación. De hecho, el Banco Internacional de Pagos (BIS, 2014) y el FMI (FMI, 2010) estiman que los tipos de interés oficiales de las economías emergentes se situaron en los años de mayor afluencia de flujos de capital entre 75 y 150 puntos



básicos por debajo de lo que hubiera indicado una regla de Taylor con brecha de producto cerrada e inflación estable en el objetivo.

Un segundo reto para las políticas monetarias fue la preocupación por la estabilidad financiera, asociada al fuerte crecimiento del crédito, en unos países, y a la posible sobrevaloración de los precios de los activos, en otros. Dada la restricción que imponía la afluencia de flujos de capital para la política monetaria, y su posible falta de eficacia para resolver problemas de sobrevaloración en sectores específicos, varios países emergentes complementaron la gestión tradicional de sus políticas monetarias (vía tipos de interés) con el uso de medidas macroprudenciales (10). Este enfoque supone probablemente el principal cambio en la gestión de las políticas monetarias en los países emergentes en la última década.

3. Los controles de capital y las medidas macroprudenciales

Así como la transición desde regímenes de tipo de cambio fijo a regímenes de tipo de cambio flexible y hacia esquemas de objetivos de inflación fueron los principales cambios en las políticas monetarias tras la crisis asiática (11), posiblemente el principal giro tras la crisis financiera global ha sido la generalización del uso de instrumentos macroprudenciales, medidas de gestión de los flujos de capital e incluso el uso puntual de controles de capital a los flujos de entrada (cuadros n.ºs 1 y 2). En América Latina, las medidas estuvieron orientadas principalmente a mitigar la presión que ejercía la entrada de los flujos de capital y el riesgo de sobrevaloración cambiaria. En Asia, habiéndose tomado algunas medidas en el ámbito de la gestión de los flujos de capital, el foco parece haber estado más en la prevención de la

CUADRO N.º 1

ALGUNAS MEDIDAS DE GESTIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL (ASIA Y AMÉRICA LATINA)

INSTRUMENTO	PAÍS	OBJETIVO
Límites a la posición en divisas del sistema bancario y de las empresas	Corea	Reducción del endeudamiento externo
Techo al tipo de interés del endeudamiento en divisas	India	Limitación del endeudamiento en moneda extranjera
Periodo mínimo de tenencia de las letras del banco central	Indonesia	Mitigación de la volatilidad de los flujos de corto plazo
Liberalización parcial de la salida de flujos de capital	Malasia, Filipinas, Tailandia	Compensación de la presión a la apreciación del tipo de cambio
Aumento de coeficientes de reserva en moneda extranjera	Indonesia, Perú	Reducción de incentivos de los bancos a intermediar capitales de corto plazo
Retención sobre el pago de cupón de los bonos del Estado	Tailandia, Corea	Moderación de la entrada de flujos de corto plazo
Impuesto a las transacciones financieras con el exterior	Brasil	Limitación de la entrada de flujos de cartera y deuda y encarecer el endeudamiento en divisas
Límites a la posición en divisas	Brasil, India, Malasia	Limitación del riesgo de tipo de cambio

Fuentes: IMF Regional Economic Outlook: Asia and Pacific (2011); Medina y Roldos (2014), y elaboración propia.

CUADRO N.º 2

ALGUNAS MEDIDAS MACROPRUDENCIALES (ASIA Y AMÉRICA LATINA)

INSTRUMENTO	PAÍS	OBJETIVO
Ratios LTV	Hong Kong, Corea, Singapur, China, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia	Limitación del endeudamiento hipotecario
Impuesto de transmisiones patrimoniales	China	Limitación de la especulación en el mercado inmobiliario
Coefficientes de caja bancarios	Brasil, Perú, Colombia, Turquía, China, India	Limitación de la liquidez en moneda local y el crédito
Provisiones anticíclicas	China, India, Colombia, Perú	Limitación a la prociclicidad del crédito
Requerimientos de capital	India, Malasia	Limitación de la asunción de riesgos por el sistema bancario

Fuentes: IMF Regional Economic Outlook: Asia and Pacific (abril 2010); Medina y Roldos (2014); Morgan (2013), y elaboración propia.

sobrevaloración en los precios de los activos, principalmente reales, y del excesivo crecimiento del crédito (véanse, entre otros, FMI, 2013; Zhang y Zoli, 2014).

De hecho, a partir de 2010, varios países de América Latina

complementaron la elevación de los tipos de interés oficiales con subidas en los encajes bancarios (con el objeto de reducir la liquidez), mayores requerimientos de capital a las entidades financieras y controles de capitales a la entrada de flujos financieros. Entre

estos últimos, destaca el impuesto de transacciones financieras con el exterior de Brasil (un control de capital vía precios), que llegó a elevarse sucesivamente del 2 al 6 por 100 para prevenir una excesiva entrada de capitales en busca del amplio diferencial

de intereses existente entre el real brasileño y el dólar, y para desincentivar el endeudamiento de los residentes en moneda extranjera.

En parte como consecuencia de dicho control, y también, probablemente, del inicio del ciclo de descenso del tipo de interés ante la aparición de signos de agotamiento de la actividad, las entradas netas de capitales a Brasil fueron reduciéndose progresivamente desde mediados de 2011, situándose a finales de 2012 en 74.600 millones de dólares (3,5 por 100 del PIB). Especialmente destacable fue la disminución de las entradas de inversión de cartera, que se redujeron a menos de 20.000 millones de dólares desde el primer trimestre de 2012. Desde esa fecha, se ha producido una completa reversión de la apreciación previa del tipo de cambio (una depreciación del 40 por 100), una moderación muy significativa del ritmo de acumulación de reservas y la desaparición de los dilemas de política monetaria que habían condicionado la gestión macroeconómica en 2010 y 2011. Ello permitió la reducción progresiva del impuesto de operaciones financieras con el exterior, hasta su completa eliminación a comienzos de 2013, y de varias de las medidas macroprudenciales impuestas previamente (12).

Otros países como Perú pusieron en práctica diversas medidas macroprudenciales para limitar los riesgos para la estabilidad financiera derivados de la intensa entrada de capitales. Entre ellos, se aumentaron sucesivamente los encajes bancarios en moneda local y moneda extranjera, se aplicaron limitaciones a las posiciones en moneda extranjera y se liberalizaron de los límites a la salida de capitales. Ni Chile ni

Colombia utilizaron medidas de restricción a los flujos del exterior para gestionar las entradas de capital.

Por su parte, los países asiáticos recurrieron a un amplio número de medidas de carácter macroprudencial destinadas también a complementar la acción de la política monetaria, orientadas en su mayoría a mitigar los riesgos para la estabilidad financiera que podían representar unos mercados inmobiliarios con fuertes presiones alcistas en sus precios (FMI *Asia Regional Economic Outlook*, 2013). Corea limitó la financiación exterior en dólares por parte del sistema bancario y de las empresas. India puso límites a los tipos de interés para desincentivar la entrada de capitales a corto plazo buscando el diferencial de tipos de interés frente al dólar. Indonesia disuadió los flujos de capital a corto plazo a través de la exigencia de periodos temporales mínimos de tenencia de valores a los inversores extranjeros, o de la aplicación de retenciones sobre las compras de deuda pública (algo que también hicieron Tailandia o Corea). Varios países tomaron medidas de liberalización de los flujos de salida. La aplicación de ratios de préstamo exigentes sobre el valor de la vivienda en la concesión de préstamos hipotecarios fue relativamente generalizada. En este mismo sentido, países como China, Hong Kong o Singapur impusieron también límites al servicio de la deuda sobre renta disponible. Otras medidas para frenar el crecimiento del crédito fueron el endurecimiento de las provisiones en India, o la elevación de los coeficientes de caja en China o India.

Es difícil valorar si las medidas adoptadas para contener la apreciación del tipo de cambio en

algunos países, incluidos los controles de capital, han sido eficaces. Brasil consiguió revertir la intensa apreciación del real ocurrida tras la crisis y moderar el crecimiento del crédito privado. Sin embargo, en qué medida ello pueda atribuirse directamente a la utilización de medidas macroprudenciales y controles de capital es incierto. Baumann y Gallagher (2012) avalan una respuesta positiva; además, muestran que los controles en Brasil contribuyeron a desplazar los flujos de capitales hacia inversiones a más largo plazo.

Además, la introducción y retirada de los controles de capital en Brasil podría haber tenido efectos *spillover* en otros países. Forbes *et al.* (2011) encuentran que la imposición de controles en Brasil provocó cambios en las carteras de los inversores, con una reducción del peso de Brasil, y de otros países que, si bien no habían establecido controles, se consideraban proclives a imponerlos. Lambert *et al.* (2011) encuentran el mismo tipo de efecto y argumentan que la subida del impuesto de transacciones en Brasil explica gran parte del aumento de las entradas de cartera en México en el periodo subsiguiente, lo que sugiere la existencia de efectos desplazamiento y *spillovers* financieros dentro de la región.

En Asia, la percepción de las autoridades sobre las medidas adoptadas es en general favorable a su efectividad como complemento, no como sustituto, de la política monetaria. En Corea se limitaron las entradas de capitales y el sobreendeudamiento bancario, que en otras circunstancias podría haber originado un fuerte crecimiento del crédito. En China, las medidas se consideran un complemento para miti-

gar las presiones en el sector inmobiliario derivadas del enorme estímulo fiscal que se aplicó en respuesta a la crisis financiera global. En Singapur, también fueron eficaces en contener el sobrecalentamiento del mercado de la vivienda. Sin embargo, existen opiniones más críticas, que destacan su capacidad de alterar la composición pero no limitar el volumen total de los flujos de capital, y quizá mitigar la sobrevaloración en mercados específicos (Medina y Roldós, 2014).

IV. COOPERACIÓN MONETARIA INTERNACIONAL Y REDES DE SEGURIDAD GLOBALES

Hasta ahora se ha puesto de manifiesto cómo la crisis financiera internacional ha supuesto un *shock* externo de enorme magnitud para las economías emergentes, que se han visto afectadas por diferentes canales, y muy significativamente por la enorme afluencia y volatilidad de los flujos financieros internacionales asociados a las políticas monetarias expansivas que pusieron en marcha las economías avanzadas. La magnitud de estos flujos refleja la intensidad que han alcanzado las interconexiones financieras a nivel global, de forma que también los países que, en principio, eran ajenos a la causa original de la crisis (los emergentes, en este caso) se han visto fuertemente afectados por el desarrollo de la misma. En cierto sentido, puede decirse que la globalización ha originado un sistema financiero internacional integrado, del que los sistemas financieros nacionales son piezas interconectadas.

Desde este punto de vista, cabe plantearse en qué medida

existen y han funcionado mecanismos multilaterales de gestión adecuados a la naturaleza global del sistema financiero internacional (13). Surgen, en concreto, dos cuestiones. La primera es la de la coordinación o cooperación monetaria, es decir, si las respuestas de política monetaria de los bancos centrales han tenido en cuenta suficientemente sus repercusiones globales. La segunda se refiere a la existencia de instrumentos de aseguramiento y de gestión de crisis a nivel internacional que proporcionen a los países la liquidez necesaria para hacer frente a las consecuencias de los cambios en los flujos financieros internacionales, cuando los mecanismos de aseguramiento a nivel nacional resultan insuficientes o no son eficientes (14).

En relación con la coordinación de políticas monetarias, parece muy difícil que puedan establecerse mecanismos explícitos de coordinación (15). No obstante, hay un cierto acuerdo en que una cooperación más efectiva en el ámbito de las políticas monetarias tras la crisis hubiera permitido establecer unas condiciones monetarias más ajustadas a nivel global, al menos, en el sentido de mitigar el tono excesivamente laxo al que parece haber dado lugar la conjunción, por un lado, de las políticas de expansión cuantitativa y de *forward guidance* en las economías avanzadas y, por otro, de las medidas defensivas de los bancos centrales de las economías emergentes (Caruana, 2012b).

El hecho de que los tipos de cambio flexibles no siempre proporcionen un aislamiento suficiente frente a los *shocks* externos (por la importancia de la financiación en moneda extranjera en muchas economías emergentes) o que los mercados de

bonos estén altamente integrados internacionalmente y sean potentes canales de transmisión de las políticas monetarias de los principales bancos centrales ilustran las externalidades que generan dichas políticas. En consecuencia, la suma de las políticas más adecuadas a nivel nacional no da lugar, en general, a la política más apropiada a nivel global; es preciso adoptar una perspectiva agregada explícitamente (Caruana, 2012a).

Sin embargo, los marcos de decisión de los bancos centrales les llevan a fijar sus políticas monetarias con criterios básicamente nacionales. Es cierto que ha habido algunas excepciones. En los momentos más agudos de la crisis hubo algunos casos significativos de cooperación, como las líneas *swap* abiertas por la Reserva Federal y por el Banco Central Europeo en los primeros momentos de la crisis para la provisión de dólares y euros a otros bancos centrales (incluidos algunos de los principales emergentes). Asimismo, en octubre de 2008, los bancos centrales de las principales economías avanzadas redujeron simultáneamente sus tipos de interés, en un movimiento concertado. Pocas semanas después, el presidente norteamericano convocaba el G-20 a nivel de Jefes de Estado y de Gobierno, con el propósito de que se convirtiera en la palanca de la respuesta global ante la crisis.

Desde el punto de vista de la cooperación monetaria, el G-20, apoyado en un material analítico de creciente calidad por parte del FMI y otros organismos, ha funcionado como un foro de discusión, basado en la presión «entre pares», en el que han hallado eco las preocupaciones de los países emergentes ante los riesgos de inestabilidad financiera que, en

su opinión, suponían las políticas agresivamente expansivas llevadas a cabo por los bancos centrales de los principales países avanzados (16). Sin embargo, no ha sido un mecanismo genuino de coordinación monetaria, y es difícil establecer si su actividad ha tenido alguna implicación práctica sobre las políticas implementadas. En todo caso, los mecanismos de coordinación de políticas más formales que ha establecido el G-20 en ámbitos de política económica no monetarios, a través del Mutual Assessment Process y del Framework for Growth, no parecen haber resultado mucho más eficaces.

Sí hay que señalar los esfuerzos realizados en el seno del G-20 por alcanzar un acuerdo sobre los criterios a seguir para la aplicación de controles de capital. El recurso a estos instrumentos, considerados poco eficaces

en el pasado y con *spillovers* negativos sobre países vecinos, como ya se ha comentado, volvió a ser considerado como parte del arsenal de respuesta de los países emergentes ante la masiva afluencia de capitales, en el contexto de la expansión cuantitativa. Esto obligó al FMI a revisar su propia opinión sobre las condiciones de uso de los controles de capital y al G-20 a intentar establecer unos principios de utilización, dejando claro que deben ser un último recurso. En todo caso, estos criterios son solo orientativos (recuadro 2).

¿Qué factores impiden la coordinación de políticas o, más modestamente, frenan la cooperación entre autoridades monetarias? En términos generales, existen múltiples obstáculos a la coordinación de políticas que van desde la falta de acuerdo en el diagnóstico sobre cuáles son los impactos de las mismas (y por

tanto los beneficios de la coordinación), al reparto asimétrico de costes y beneficios entre países, la falta de visión por parte de las autoridades de cuál es la gama de opciones de políticas a las que se enfrentan, o los incentivos a no cumplir lo pactado (Ostry y Ghosh, 2013). Estos factores parecen afectar con especial intensidad en el ámbito de la cooperación monetaria internacional, en el que los bancos centrales se mueven guiados por mandatos orientados al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica a nivel doméstico. No obstante, de cara al futuro, cabe pensar que las interconexiones financieras seguirán intensificándose y que los *spillovers* externos de las políticas monetarias serán mayores, haciendo más relevante aún el tomar en consideración las consecuencias internacionales de las políticas y haciendo más necesaria la cooperación entre autoridades. En este contexto, instituciones

RECUADRO 2

EL CAMBIO DE OPINIÓN RESPECTO A LOS CONTROLES DE CAPITAL

El aumento de los flujos de capital hacia las economías emergentes en los últimos años ha tenido sin duda consecuencias positivas pero también ha supuesto retos difíciles de resolver, e importantes dilemas para las economías emergentes. La necesidad por parte del FMI de proporcionar asesoramiento claro y consistente a los países que se han enfrentado a esta problemática exigió, ya desde 2010, profundizar y ampliar el análisis de las implicaciones de la entrada de flujos de capital en las economías emergentes, análisis que se reflejó en diversos documentos de trabajo y publicaciones. Las conclusiones de este trabajo, complementado por el G-20 (G-20, 2011), se resumen en un documento (FMI, 2012) que sirve como toma de posición. En él, el FMI señala que las oleadas de entradas de flujos de capital, o las salidas desordenadas, pueden crear retos para las políticas económicas de los países. Las respuestas adecuadas de política económica afectan tanto a los países emisores de flujos de capital como a los países receptores. Para estos últimos, que son el objeto de este artículo, el FMI concluye que resulta clave la gestión de las políticas económicas —la política monetaria, la fiscal y la cambiaria—, así como la supervisión financiera, la regulación y el establecimiento de instituciones sólidas. No obstante, se reconoce que, en algunas circunstancias, las medidas de «gestión de los flujos de capital» (incluidos los controles de capital) pueden ser útiles, siempre que no sean vistos como sustitutivos del ajuste macroeconómico, cuando este sea necesario.

El documento proporciona detalles sobre qué tipo de respuestas de política económica podrían ser adecuadas, dependiendo de las circunstancias de cada país. En presencia de importantes entradas de flujos de capital, si no hay sobrecalentamiento o inflación de activos, la recomendación de política es bajar los tipos de interés. Se recomienda también permitir la apreciación de la moneda, si no está sobrevalorada respecto a los fundamentos. También se considera apropiada la intervención en los mercados de cambios para acumular reservas internacionales de divisas «cuando estas no sean más que adecuadas». Finalmente, las medidas de gestión de los flujos de capital pueden ser útiles cuando el margen para el ajuste de las políticas macroeconómicas sea escaso (por ejemplo, si todos los supuestos anteriores se producen a la vez), cuando sea preciso ganar tiempo para que las respuestas de política tengan efecto, o cuando las entradas de capitales pongan en peligro la estabilidad financiera.

Con todo, el FMI expresa dudas sobre la efectividad real de estas medidas de gestión de los flujos de capital, que deben ser transparentes, temporales y no discriminatorias.

como el FMI o el BIS deben jugar un papel fundamental proporcionando una base analítica sólida que incorpore explícitamente esas interconexiones y *spillovers*.

Hay que señalar que la cooperación entre bancos centrales no se restringe a la política monetaria, sino que se ha extendido a otros ámbitos de su actuación, como la regulación y la estabilidad financiera, en los que la coordinación ha funcionado de manera más eficaz (Caruana, 2012a). De hecho, los acuerdos en el ámbito regulatorio y de la estabilidad financiera han experimentado un impulso importante tras la crisis, también bajo el paraguas del G-20, y con el apoyo efectivo del FSB y el BCBS (17). Esta es una parte muy importante de la respuesta a la crisis financiera, encaminada a remediar los fallos que estuvieron en su origen y ayudaron a que se extendiera rápidamente a través de las interconexiones financieras entre países. Los acuerdos alcanzados en materia de requerimientos de capital (Basilea 3) y estándares de gestión de liquidez, cuya implementación será vigilada desde estos mismos foros, deben garantizar un sistema financiero más sólido y solvente a nivel global.

Un segundo ámbito en el que deben existir instrumentos adecuados para la gestión de episodios de crisis a nivel internacional es el de la constitución de mecanismos de aseguramiento, que garanticen la provisión de liquidez a terceros países que puedan verse afectados por movimientos bruscos en los flujos financieros internacionales. En este aspecto, que es fundamental para el manejo de un sistema financiero global integrado, se han observado avances sustanciales, al amparo principalmente del G-20, que

ha apoyado y aprobado iniciativas en varias direcciones. No obstante, también aquí hay margen para completar la red de instrumentos disponibles y hacerla más eficaz de cara a salvaguardar la estabilidad financiera global frente a una crisis sistémica, tanto en opinión del propio FMI (FMI, 2010c), como de las autoridades de los países emergentes (Rajan, 2014) y de la comunidad académica (Fahri, Gourinchas y Rey, 2013). Frente a ello, las elevadas necesidades de recursos y consideraciones de azar moral suelen ser los argumentos más utilizados por aquellos más cautos a la hora de hacer avances adicionales.

Los mecanismos de aseguramiento pueden construirse a diferentes niveles: desde el puramente nacional, las reservas internacionales, hasta el más global, constituido por los recursos del FMI y las facilidades que sirven para canalizarlos hacia los países que los necesitan (Moreno, 2013). Entre estas redes están también algunos mecanismos bilaterales (como los *swaps* entre bancos centrales) y las redes de aseguramiento regional (*Regional Financial Agreements*, RFA). Todos ellos han tenido un papel en la respuesta a la crisis, en su faceta preventiva, y también, en algunos casos, en la provisión efectiva de liquidez cuando esta ha sido necesaria. En cualquier caso, hay que señalar que estos mecanismos (18) solo proporcionan protección efectiva y ofrecen un margen a las autoridades para responder ante *shocks* transitorios si vienen respaldados por fundamentos económicos sólidos y marcos adecuados de implementación de las políticas económicas.

Las reservas internacionales son una protección fundamental

para los países emergentes, crecientemente integrados en términos comerciales y financieros (19). Como se ha señalado anteriormente, los *stocks* de reservas han crecido de manera muy significativa tras la crisis, en concordancia con la intensificación de esos vínculos, el desarrollo y profundización de los mercados financieros de esos países y la constatación de su utilidad durante la crisis. No obstante, aunque tienen la ventaja de estar disponibles sin restricciones, también dan lugar a costes fiscales y financieros significativos. Y es preciso diversificar las fuentes de protección.

Las líneas *swaps* bilaterales, aunque menos predecibles, pueden ser un colchón de protección complementario, especialmente si están coordinadas y hay un compromiso por parte del banco central que las abre (como fue el caso de las líneas abiertas por la Fed y el BCE en 2008). Asimismo, los acuerdos regionales de financiación han representado un papel importante en la crisis, sobre todo en Europa, si bien más como un instrumento de resolución que de aseguramiento (Garrido, Moreno y Serra, 2012).

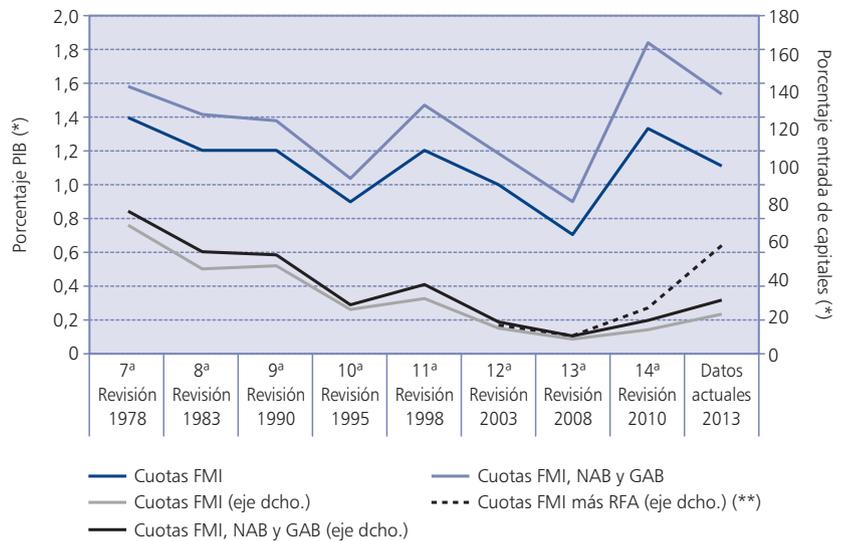
Por último, el FMI es el más importante *backstop* de liquidez a nivel multilateral, cuya labor se ha visto muy reforzada a raíz de la crisis. Bajo la dirección del G-20, los recursos del FMI se han cuadruplicado desde 2008, pasando a representar prácticamente 1 billón de DEG. Además, el FMI ha desarrollado facilidades precautorias (FCL, PLL) que permiten canalizar la liquidez de esta institución hacia los países con fundamentos muy sólidos, o razonablemente sólidos, que necesiten aseguramiento frente a *shocks* de liquidez externos. En particular, la línea FCL, que está

orientada a los países con mayores fortalezas, ha sido utilizada hasta el momento por tres países (México, Colombia y Polonia), y hay evidencia de que ha contribuido a fortalecer la posición de estos países en los mercados internacionales. No obstante, tanto el aumento de recursos del Fondo, como la apertura de líneas de aseguramiento están sujetos a problemas de azar moral (su existencia puede generar incentivos a un comportamiento menos cauteloso por los inversores internacionales y por los países perceptores). Además, en el caso de las facilidades hay problemas de estigma (20), que se añaden al elevado consumo de recursos del Fondo y a la falta de claridad sobre las condiciones de mantenimiento y de salida. En estas circunstancias, el Fondo ha revisado en dos ocasiones las líneas FCL y PLL, la última el pasado mes de febrero (FMI, 2014), y serán revisadas en el futuro para delimitar adecuadamente su funcionamiento.

En definitiva, las redes de aseguramiento global han experimentado un desarrollo importante a raíz de la crisis, pero su mantenimiento y forma de uso en tiempos normales están aún por definir. Existe también un debate sobre cuál debe ser el tamaño de esas redes, consideradas por separado o en su conjunto, de cara al futuro; algunos indicadores apuntarían a que resultan insuficientes dado no solo el tamaño del PIB mundial, sino el volumen que han alcanzado los activos externos a nivel global (gráfico 12). En particular, el tamaño de los recursos del FMI está sujeto a un debate casi permanente, vinculado además a cuestiones relativas a la gobernanza de esta institución (L'Hotellerie-Fallois y Moreno, 2014).

GRÁFICO 12

a) Indicadores del tamaño del FMI

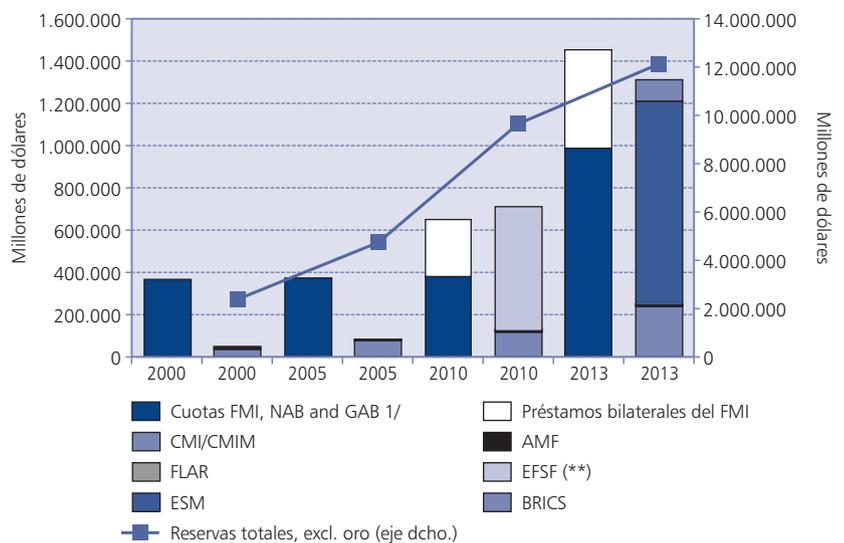


Notas:

(*) Las variables PIB y entradas de capitales están definidas como media de varios años, al igual que en el siguiente documento: FMI (2010d). Por ejemplo, el dato empleado para la 14ª Revisión es una media del rango de años (2004, 2008) y los datos actuales, de 2009 a 2012. La variable entrada de capitales está definida como la suma de inversión directa, de cartera y otras inversiones.

(**) RFA incluye los recursos de los siguientes acuerdos: CMIM, EFSF, ESM, fondo de los BRICS, AMF y FLAR. Fuentes: FMI (WEO para el PIB e IFS para la entrada de capitales); Informes Anuales del FMI, AMF y FLAR; datos de CMIM, EFSF, ESM y el fondo de los BRICS.

b) Recursos del FMI, recursos de los Acuerdos Regionales de Financiación y Reservas Internacionales (*)



Notas:

(*) Glosario: RFA (Regional Financing Arrangements), CMIM (Chiang Mai Initiative Multilateralisation), AMF (Arab Monetary Fund), FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas), EFSF (European Financial Stability Facility) y ESM (European Stabilization Mechanism).

(**) No concede nuevos programas desde julio de 2013.

Fuente: Informes anuales del FMI, AMF y FLAR, y también datos de CMIM, EFSF, ESM y fondo de reservas de los BRICS. El total de reservas, excluyendo el oro, proviene de IFS (FMI).

V. CONCLUSIONES

La crisis financiera ha supuesto un *shock* externo de gran magnitud para las economías emergentes, que han podido afrontarlo desde una posición de fortaleza de sus fundamentos y con marcos sólidos de políticas macroeconómicas. Esto ratifica que esta es la primera y más efectiva línea de defensa frente a un *shock* exterior.

En un contexto de globalización financiera, ese *shock* externo se ha materializado principalmente a través de las condiciones financieras globales y, en particular, a través de fuertes entradas de capitales, consecuencia de las políticas monetarias expansivas aplicadas en las principales economías avanzadas. La gestión de esos flujos ha puesto a prueba los marcos de política monetaria y de flexibilidad cambiaria establecidos por las economías emergentes, que han resultado ser mecanismos eficaces de defensa; además, dados los riesgos para la estabilidad financiera, sus autoridades han recurrido también al uso de medidas macroprudenciales y, en determinados casos, al establecimiento de controles de capital, cuya utilización ha sido rehabilitada por el FMI.

El origen externo del *shock* hacia emergentes y la magnitud del impacto ponen de manifiesto la necesidad de que existan mecanismos de cooperación monetaria internacional para apoyar a los *innocent bystanders* de las crisis financieras. En este sentido el G-20 ha sido el principal foro de desarrollo de esta cooperación que, en términos de coordinación de políticas monetarias no ha sido muy intenso; más bien el G-20 se ha limitado a canalizar la petición de los emergentes hacia los avanzados para que tuvieran

en cuenta las externalidades de sus políticas. En cuanto al establecimiento de mecanismos de aseguramiento multilateral para proporcionar liquidez en caso necesario, los avances han sido más evidentes, aunque la red de seguridad global está aún en construcción y no hay un acuerdo claro sobre su configuración final.

La próxima etapa de la salida de la crisis, con el retorno a condiciones monetarias más normalizadas a nivel global, y el previsible recorte de los flujos de financiación dirigidos a emergentes, va a suponer un nuevo banco de pruebas para los mecanismos de defensa frente a las crisis a nivel doméstico y multilateral.

NOTAS

(*) Las autoras pertenecen a las DGA de Asuntos Internacionales. Agradecen los valiosos comentarios de Ignacio Hernando, Pablo Moreno, Pedro del Río y Javier Vallés, así como la excelente asistencia técnica de Enrique Martínez Casillas. Todos los posibles errores son responsabilidad de las autoras. Este artículo no refleja necesariamente las opiniones del Banco de España.

(1) IMF WEO 2013 Database, octubre. Table A14. Emerging Market and Developing Economies: Private Financial Flows.

(2) Para un mayor detalle sobre las características y la instrumentación de estas políticas véase BERGANZA, HERNANDO Y VALLÉS (2014), en este mismo número de *Papeles de Economía Española*.

(3) Emerging Markets Portfolio Research (EPFR) es una base de datos de periodicidad diaria, semanal y mensual que recoge la inversión en cartera de una muestra amplia de Mutual Funds y Exchange Traded Funds (ETF). Su principal ventaja es su inmediatez. Se usa como indicador adelantado de los flujos de balanza de pagos, aunque por la composición de la muestra se pueden producir diferencias importantes entre ambos conjuntos de datos.

(4) La literatura suele referirse a estos como «push» o «pull» factors.

(5) Para una revisión del impacto global y los retos de las políticas monetarias no convencionales véase, entre otros, IMF (2013d), y para una revisión de los instrumentos de política macroprudencial véase IMF (2011b).

(6) Otros estudios obtienen resultados mixtos sobre las consecuencias de la expansión de la liquidez global sobre las bolsas y precios de la vivienda de países individuales, y una correlación entre la liquidez global y la apreciación de los tipos de cambio, el crecimiento del crédito y los precios de diversos activos.

(7) En la definición de esta tipología seguimos a OBSTFELD (2014), adaptándolo a la situación específica tras la crisis financiera global.

(8) Véase Recuadro 1 en «Informe Semestral de Economía Latinoamericana, Segundo Semestre 2012», *Boletín Económico del Banco de España*.

(9) CARUANA, FILARDO Y HOFFMAN (2014) hacen hincapié en la acumulación de desequilibrios (crédito y precio de la vivienda) en las economías emergentes como efecto indirecto de las políticas monetarias demasiado acomodatias en los desarrollados.

(10) Por «medidas macroprudenciales» se entiende, con carácter general, aquellas destinadas a limitar la acumulación de riesgos sistémicos que procedan de desequilibrios internos o de *shocks* externos en el sistema financiero. Muchos de estos instrumentos se habían utilizado en las economías emergentes desde los años noventa, pero recientemente han empezado a hacerlo con un carácter más generalizado, y de forma contracíclica. Se consideran medidas macroprudenciales las ratios de préstamo/valor de la vivienda, las ratios de servicio de deuda sobre renta disponible, los coeficientes de caja o de liquidez, y en ocasiones también las medidas que buscan influir sobre las transacciones financieras entre residentes y no residentes, o entre moneda local y extranjera. Existe cierta indefinición respecto a qué medidas pueden considerarse macroprudenciales estrictamente y cuáles no. Por ejemplo, las dos últimas mencionadas también suelen nombrarse como «medidas de gestión de los flujos de capital», entre las cuales estarían los controles de capital, que en cambio no suelen considerarse medidas macroprudenciales.

(11) Aunque siempre con una especial consideración del tipo de cambio como la variable financiera más relevante para las economías emergentes, de ahí la denominación de regímenes de *inflation targeting plus*.

(12) También se adoptaron una serie de medidas destinadas a abaratar el coste del crédito, como la modificación del límite inferior de los depósitos de ahorro (considerado como un suelo a los tipos de interés oficiales); una reducción (indirecta) de coeficientes de reservas bancarias y el recorte del tipo de interés a largo plazo al que presta el banco público hasta el 5,5 por 100.

(13) Esta idea la expresó Andrew Haldane en febrero de 2014 (HALDANE, 2014).

(14) La primera línea de defensa es en todo caso el desarrollo de unos marcos sólidos de políticas macroeconómicas y regulatorias, incluido el ajuste de los tipos de cambio,

y la acumulación de reservas internacionales, dentro de los límites marcados por criterios razonables.

(15) Y no está claro que sea deseable. La teoría tradicional nos dice que, en condiciones normales, si cada banco central sigue unas reglas bien definidas, orientadas a sus objetivos internos, el resultado alcanzado será cercano al óptimo y las ganancias que pueden obtenerse a través de la coordinación de políticas monetarias son de segundo orden (TAYLOR, 2013). Sin embargo, es probable que en el periodo post-crisis los bancos centrales de las principales economías desarrolladas se hayan apartado de sus reglas óptimas al implementar sus políticas monetarias no convencionales, incentivando que los bancos centrales de las economías emergentes hagan lo mismo (BULLARD, 2014; RAJAN, 2014).

(16) La «guerra de divisas» fue planteada por el ministro de Finanzas brasileño Guido Mantenga en este contexto.

(17) Financial Stability Board (FSB) y Basle Committee for Banking Supervision (BCBS).

(18) Que formarían parte de una red de aseguramiento global (Global Financial Safety Net, GFSN).

(19) Véase FMI (2013c).

(20) El estigma se refiere a las posibles implicaciones negativas sobre la valoración que los mercados hacen de un país que pueden derivarse de su acceso a una facilidad del FMI, lo que hace suponer que el país tiene dificultades, sin entrar a valorarlas explícitamente.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO DE ESPAÑA (2013), Informe Semestral de Economía Latinoamericana. Boletín Económico.

BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS (2014), BIS Quarterly Report, marzo 2014.

BAUMANN, B., y GALLAGHER, K.P. (2012), «Navigating Capital Flows in Brazil and Chile». Boston University Working Paper, junio.

BERGANZA, J.C.; HERNANDO, I., y VALLÉS, J. (2014), «Los desafíos de la política monetaria en las economías avanzadas tras la gran recesión», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, 140.

BULLARD, J. (2014), «Two views of International Monetary Policy Coordination». 17th Annual Asian Investment Conference, Hong Kong, marzo.

CARUANA, J. (2012a), «Policymaking in an Interconnected World». Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto.

— (2012b), «International monetary policy interactions: challenges and prospects». Conferencia CEMLA-SEACEN: *The role of central banks in macroeconomic and*

financial stability: the challenges in an uncertain and volatile world, noviembre.

CARUANA, J.; FILARDO, A., y HOFFMAN, B. (2014), «La política monetaria tras la crisis: balance de riesgos», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, 140.

CHINN, M. (2013), «Global spillovers and domestic monetary policy. The effects of conventional and unconventional measures». BIS Working Papers n.º 436.

DUDLEY, W.C. (2014), «US Monetary Policy and Emerging Market Economies». Roundtable discussion in honor of Terry Checki: *Three Decades of Crisis: What have we learned?*, FRB of New York, marzo.

FARHI, E.; GOURINCHAS, P.-O., y REY, H. (2011), «Reforming the International Monetary System», CEPR.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010a), «Global Liquidity Expansion: Effects of 'Receiving' Economies and Policy Response Options». Global Financial Stability Report, abril.

— (2010b), IMF Regional Outlook: Asia and Pacific, abril.

— (2010c), «Executive Board Progress Report to the IMFC on the Fund's Mandate», octubre.

— (2010d), «Fourteenth General Review Quotas – The size of the Fund». Initial Considerations and The Chairman's Concluding Remarks.

— (2011), IMF Regional Economic Outlook: Asia and Pacific.

— (2011b), «Macprudential Policy: What Instruments and How to Use Them». IMF Working Paper n.º 11/238.

— (2012), «The Liberalization and Management of Capital Flows».

— (2013a), IMF Regional Economic Outlook: Asia and Pacific. Box 1.5 Macprudential Measures and Capital Flow Measures: The Experience in Asia.

— (2013b), «Emerging Markets: Riding the Ebbing Tide of Capital Flows». Global Financial Stability Report, octubre.

— (2013c), «Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations». IMF Policy Paper, noviembre.

— (2013d), «Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies». IMF Policy Paper, octubre.

— (2014), «Review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and the Rapid Financing Instrument». IMF Policy Paper, enero.

FORBES, K.; FRATZSCHER, M.; KOSTKA, T., y STRAUB, R. (2011), «Bubble Thy Neighbor: Direct and

Spillover Effects of Capital Controls». 12th Jacques Polak Annual Research Conference, FMI, Washington DC, 10-11 de noviembre.

FRATZSCHER, M.; LO DUCA, M., y STRAUB, R. (2013), «On the International Spillovers of US Quantitative Easing». ECB Working Paper Series n.º 1557, junio.

G-20 (2011), «Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows».

GARRIDO, I.; MORENO, P., y SERRA, X. (2012), «El FMI y los acuerdos regionales de financiación», *Boletín Económico del Banco de España*, marzo.

HALDANE, A. (2014), «Bretton Woods @70: Regaining Control of the International Monetary System». Conferencia celebrada en Viena, febrero.

L'HOTELLERIE-FALLOIS, P., y MORENO, P. (2014), «¿Son suficientes los recursos del Fondo Monetario Internacional?», *Boletín Económico del Banco de España*, enero.

LAMBERT, F. *et al.* (2011), «Capital Controls and Spillover Effects: Evidence from Latin-American Countries». Bank of France Working Paper n.º 357, París.

LO DUCA, M. *et al.* (2013), «The 2009-2013 Corporate Bond Issuance Global Frenzy: what role for US Quantitative Easing?». Mimeo.

MEDINA, J.P., y ROLDOS, J. (2014), «Monetary and Macprudential Policies to Manage Capital Flows». IMF Working Paper n.º 14/30.

MORENO, P. (2013), «The Metamorphosis of the IMF (2009-2011)», *Estudios Económicos del Banco de España*, 78.

MORGAN, P. (2013), «Monetary Policy Frameworks in Asia: Experience, Lessons and Issues». ADBI Working Paper n.º 435.

OBSTFELD, M. (2014), «Never say never: commentary on a policy maker's reflections», CEPR Discussion Paper Series n.º 9802, febrero.

OSTRY, J.D.; GHOSH, A.R.; HABERMEIER, K.; LAEVEN, L.; CHAMON, M.; QURESHI, M.S., y KOKENYNE, A. (2011), «Managing Capital Inflows: What Tools to Use?». IMF Staff Discussion Note 11/06.

OSTRY, J.D., y GHOSH, A.R. (2013), «Obstacles to International Policy Coordination, and how to overcome them». IMF Staff Discussion Note, diciembre.

RAJAN, R. (2014), «Competitive monetary easing: Is it yesterday once more?». Conferencia en Brookings Institution, abril.

TAYLOR, J.B. (2013), «International monetary policy coordination: past, present and future». BIS Working Papers n.º 437, diciembre.

ZHANG, L., y ZOLI, E. (2014), «Leaning against the Wind: Macprudential Policy in Asia». IMF Working Paper n.º 14/22.