

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES



TESIS DOCTORAL

El G-20 y la reforma del Fondo Monetario Internacional:
una nueva política de préstamo para el fondo

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Pablo Moreno García

DIRECTOR

Francisco Javier Casares Ripol

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
Departamento de Economía Aplicada III

**EL G-20 Y LA REFORMA DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL:
UNA NUEVA POLÍTICA DE PRÉSTAMO PARA EL FONDO**

Tesis para la obtención del grado de Doctor

Autor: D. Pablo Moreno García

Director: Prof. Dr. D. Francisco Javier Casares Ripol



Madrid, marzo de 2011

ÍNDICE

ÍNDICES DE CUADROS Y DE GRÁFICOS	5
LISTA DE ACRÓNIMOS	7
JUSTIFICACIÓN Y NOTA METODOLÓGICA	9
CAPÍTULO 1. MARCO DE ANÁLISIS: LAS POLÍTICAS INTERNACIONALES DE RESPUESTA A LA CRISIS	17
1.1. Anatomía de la crisis financiera global: secuencia y contagio global	17
A. La secuencia de la crisis	
B. Contagio global	
1.2. Respuestas de Política Económica	28
A. Reforma del orden económico internacional	
B. La respuesta macroeconómica a la crisis	
C. Políticas de regulación y supervisión financiera	
CAPÍTULO 2. LA EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA DE PRÉSTAMO Y DE LOS RECURSOS DEL FMI: UNA HISTORIA DE ADAPTACIÓN A LAS NECESIDADES DE SUS MIEMBROS	57
2.1. 1945-1963: Los primeros pasos en el diseño de una política de préstamo, los acuerdos de derechos de giro (acuerdos Stand-by, SBA)	58
2.2. 1963-1995: la diversificación de facilidades para cubrir necesidades específicas de balanza de pagos y una política de apoyo a los países de renta baja	63
A. La sucesión de facilidades de préstamo del Fondo Monetario Internacional: 1963-1995	
B. Dos grandes tendencias en la política de préstamos del FMI: 1963-1995	
C. El aumento paralelo de los recursos	
D. Principales tendencias regionales en los préstamos concedidos por el FMI	
2.3. 1995 –2008: las crisis por cuenta de capital y la financiación a gran escala	81
A. Facilidades ante dificultades por cuenta de capital: Servicio de Complementación de Reservas (SRF) y Líneas de Crédito Contingente (CCL).	
B. El marco de acceso excepcional	
2.4. El aumento de recursos que acompaña a la reforma de la política de préstamo de 2009	85
A. La suficiencia de recursos del FMI	
B. Las nuevas dotaciones de recursos en 2009 y 2010: préstamos bilaterales, NAB y cuotas	

CAPÍTULO 3. LOS DETERMINANTES ECONÓMICOS DE LA FUNCIÓN ASEGURADORA DEL FMI	99
3.1. Acumulación de reservas (autoaseguramiento)	100
A. La creciente acumulación de reservas y las ineficiencias que introduce	
B. Los determinantes de la acumulación de reservas y las opciones de política económica	
C. Opciones de política económica para frenar una excesiva acumulación: el papel del FMI	
3.2. Redes de seguridad financiera bilaterales y regionales	116
A. Instrumentos bilaterales	
B. Fondos regionales	
3.3. Redes de seguridad financiera: el FMI	122
A. Riesgo moral	
B. Estigma: la función señalizadora del FMI	
3.4. La ventajas comparativas de la función aseguradora del FMI	133
 CAPÍTULO 4. LOS DETERMINANTES POLÍTICOS DE LA POLÍTICA DE PRÉSTAMO DEL FMI	 137
4.1. Cambios en la estructura informal de toma de decisiones	139
A. Un nuevo principal: del G7 al G-20	
B. Cultura institucional: del consenso de Washington a la nueva síntesis keynesiana	
4.2. Cambios en la estructura formal de toma de decisiones: cuotas y directorio	147
A. El poder de voto: las cuotas	
B. Reordenación del Directorio Ejecutivo del FMI	
 CAPÍTULO 5. UNA NUEVA POLÍTICA DE PRÉSTAMO PARA EL FMI	 181
5.2. La nueva política de préstamo del FMI	181
A. Flexibilización de los préstamos para resolución de crisis: menor condicionalidad y mayor acceso	
B. Creación de facilidades de aseguramiento: FCL, PCL (y HAPA)	
C. Préstamos concedidos desde 2008	
5.3. Los retos de la política de préstamo del FMI	198
A. Suficiencia	
B. Sostenibilidad	
C. Predictibilidad	
 NOTAS FINALES	 221
 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	 227

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1.1. Anatomía de la crisis: secuencia, contagio global y respuesta de política económica	18
Cuadro 1.2. Las respuestas de política económica a la crisis	29
Cuadro 1.3. Nueva arquitectura financiera internacional	30
Cuadro 1.4. Aumento de préstamos en los Bancos de Desarrollo	34
Cuadro 1.5. Actuaciones no convencionales de política monetaria	37
Cuadro 1.6. Marco de supervisión y vigilancia financiera global	51
Cuadro 2.1. Principales Facilidades Financieras del Fondo Monetario internacional: aparición cronológica 1952-2010	64
Cuadro 2.2. El marco de apoyo del FMI a los países en desarrollo (1986-2008)	69
Cuadro 2.3. Préstamos con acceso excepcional 1995-2002	85
Cuadro 2.4. Acuerdos bilaterales suscritos por el FMI (a 31 de dic. de 2010)	92
Anejo al capítulo 2. Participación en los Nuevos Acuerdos de Préstamo, NAB	98
Cuadro 3.1. Ineficiencias derivadas de una excesiva acumulación de reservas	105
Cuadro 3.2. Políticas del FMI para contener la excesiva acumulación de reservas	111
Cuadro 3.3. Principales fondos regionales	119
Cuadro 3.4. Problemas de señalización y facilidades de aseguramiento	130
Cuadro 3.5. Comparativa de fuentes de aseguramiento ante shocks exógenos de balanza de pagos	133
Cuadro 4.1. La estructura de toma de decisiones en el FMI	138
Cuadro 4.2. Cuota calculada de los países miembros del FMI: 1944-2008	152
Cuadro 4.3. Fórmula 2008 para la cuota calculada	154
Cuadro 4.4. Ampliaciones generales de cuota en el FMI	157
Cuadro 4.5. Ampliaciones ad hoc de cuota en el FMI	160
Cuadro 4.6. Distribución de la XIV revisión general de cuota	161
Cuadro 4.7. Cambios en cuota efectiva y en poder de voto: pre-Singapur (2006) vs. post-Seúl (2010)	164
Cuadro 4.8. Ranking de infra y sobre representación: 2006 vs. 2010	166
Cuadro 4.9. Rankings de poder de voto: 2006 vs. 2010	167
Cuadro 4.10. Países con silla no compartida en el FMI	171
Cuadro 4.11. Directorio del FMI: 2006 vs. 2010	173
Cuadro 4.12. Estructura regional del Directorio	175
Cuadro 4.13. Estructura del Directorio por nivel de desarrollo del país	176
Cuadro 4.14. Composición comparada del G-20 y del Directorio FMI	178
Cuadro 5.1. Condicionalidad tipo de los programas del FMI	183
Cuadro 5.2. Reforma de las facilidades para los países de renta baja	189
Cuadro 5.3. FCL y PCL concedidas por el FMI (1.2.2011)	194
Cuadro 5.4. Facilidades de préstamo del FMI de la Cuenta de Recursos Generales (a 1-1-2011)	195
Cuadro 5.5. Préstamos vivos del FMI con cargo a la CRG(otoño 2008 a 31 enero 2011)	197
Cuadro 5.6. Retos para la política de préstamo del FMI	199
Cuadro 5.7. El continuo de la facilidades con cargo a la GRC	217

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1. El creciente peso de las economías emergentes en la economía global	32
Gráfico 2.1. Evolución del volumen de préstamos concedidos por el FMI: programas SBA y otros programas	62
Gráfico 2.2. Distribución regional de los préstamos: 1960-2005	80
Gráfico 2.6. Tamaño del FMI medido por su cuota total: 1978-2010	87
Gráfico 2.7. Volumen de préstamos concedidos por el FMI 2008-2010	89
Gráfico 2.9. Evolución de la capacidad de préstamo a 1 año del FMI (millones de DEG)	93
Gráfico 2.10. Contribuciones al NAB y NAB ampliado	96
Gráfico 3.1. Crecimiento comparado de la acumulación de reservas	101
Gráfico 3.2.a. Acumulación relativa de reservas por grupos de países, 3.2.b. Distribución de reservas a finales de 2009	102
Gráfico 3.3. Evolución del coste de los CDS en las economías emergentes	123
Gráfico 3.4. Ventajas comparativas del aseguramiento del FMI	134

LISTA DE ACRÓNIMOS*

ASEAN:	Association of Southeast Asian Nations Asociación de Naciones del Sureste Asiático	ESM:	European Stabilization Mechanism Mecanismo de Estabilización Europeo
BCBS:	Basel Committee on Banking Supervision Comité de Supervisión Bancaria de Basilea	ESRB:	European Systemic Risk Board Consejo Europeo de Riesgo Sistémico
BCE:	Banco Central Europeo	EURIMF:	Group of European Representatives before the IMF
BIS:	Bank for International Settlements Banco de Pagos Internacionales	EWE:	Early Warning Exercise
BRIC:	Brasil, Rusia, India y China	FAR:	Fondo Andino de Reservas
BSFF:	Buffer Stock Financial Facility Financiamiento de Existencias Reguladoras	FCL:	Flexible Credit Line Línea de Crédito Flexible
CCFF:	Compensatory and Contingency Financing Facility Servicio de Financiamiento Compensatorio y para Contingencias	FED:	Federal Reserve System
CCL:	Contingent Credit Lines Líneas de Crédito Contingente	FLAR:	Fondo Latinoamericano de Reservas
CDS:	Credit Default Swaps	FMI:	Fondo Monetario Internacional
CFF:	Compensatory Financing Facility Servicio de Financiamiento Compensatorio	FSA:	Financial Stability Assessment Análisis de Estabilidad Financiera
CGFS:	Committee in the Global Financial System Comité sobre el Sistema Financiero Global	FSAP:	Financial Sector Assessment Program Programa de Evaluación del Sector Financiero
CMI:	Chiang Mai Initiative	FSB:	Financial Stability Board Consejo de Estabilidad Financiera
CMIM:	Chiang Mai Initiative Multilateralization	FSN:	Financial Safety Nets Redes de Seguridad Financiera
CRG:	Cuenta de Recursos Generales	G-20:	Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Estados Unidos, Francia, Italia, India, Indonesia, Japón, México, Reino Unido, República de Corea, Rusia, Sudáfrica, Turquía y Unión Europea
CSF:	Currency Stabilization Funds Fondo de Estabilización Cambiaria	G-7:	Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido
DDSR:	Debt and Debt Service Reduction Reducción del Saldo y del Servicio de la Deuda	GAB:	General Arrangements to Borrow Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos
DEG:	Derechos Especiales de Giro	GAFI:	Grupo de Acción Financiera
ECOFIN:	Consejo de Asuntos Económicos y Financieros	GFSN:	Global Financial Safety Nets Redes de Seguridad Financiera Global
EFF:	Extended Fund Facility Servicio Ampliado del FMI	GFSR:	Global Financial Stability Report Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial
EFM:	Emergency Financing Mechanism Mecanismo de Financiamiento de Emergencia	GSE:	Government Sponsored Enterprises
EFMF:	European Financial Stability Fund Fondo Europeo de Estabilidad Financiera	GSM:	Global Stabilization Mechanism Mecanismo de estabilización Global
EMBI:	Emerging Markets Bond Index	HAPA:	High Access Precautionary Arrangements Acuerdo Precautorio de Acceso Elevado
ENDA:	Emergency Natural Disaster Assistance Asistencia de Emergencia para Desastres Naturales	HIPC:	Highly Indebted Poor Countries Países Pobres Altamente Endeudados
EPCA:	Emergency Post-Conflict Assistance Asistencia de Emergencia a países en etapa de postguerra	IEO:	Independent Evaluation Office Oficina de Evaluación Independiente
ESAF:	Enhanced Structural Adjustment Facility Servicio Reforzado de Ajuste Estructural		
ESF:	Exogenous Shocks Facility Facilidad para Shocks Exógenos		

* Se utilizan acrónimos en inglés porque son de uso habitual en los textos en castellano cuando se hace referencia a las facilidades, recursos o políticas del FMI.

IFIs:	Instituciones Financieras Internacionales	PTF:	Plan de transacciones Financieras
IMFC:	International Monetary and Financial Committee Comité Monetario y Financiero Internacional	RCF:	Rapid Credit Facility Servicio de Crédito Rápido
JERS:	Junta Europea de Riesgos Sistémicos	SAF:	Structural Adjustment Facility Servicio de Ajuste Estructural
LIA:	Lending into Arreas Política de préstamos a países con atrasos	SBA:	Stand By Arrangement Acuerdo de Derecho de Giro
MAP:	Mutual Assesment Process Proceso de Evaluación Mutua	SCF:	Stand By Credit Facility Servicio de Crédito Stand-By
MBS:	Mortgage-backed Securities	SDRM:	Sovereign Debt Restructuring Mechanism Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana
MCM:	Monetary and Capital Markets Department Departamento de Mercados Monetarios y de Capital	SFF:	Supplementary Financial Facility Servicio de Financiamiento Suplementario
MDRI:	Multilateral Debt Relief Initiative Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral	SIFI:	Systemecally Important Financial Institutions Instituciones Financieras de Importancia Sistémica
NAB:	New Arrangements to Borrow Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos	SIV:	Structured Investment Vehicle Vehículos de Inversión Estructurada
NAFI:	Nueva Arquitectura Financiera Internacional	SLF:	Short term Liquidity Facility Servicio de Liquidez a Corto Plazo
OCDE:	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico	SMI:	Sistema Monetario Internacional
OEI:	Orden Económico Internacional	SPR:	Strategy, Policy, and Review Department Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación
OMC:	Organización Mundial del Comercio	SRF:	Supplemental Reserve Facility Servicio de Complementación de Reservas
PCL:	Precautionary Credit Line Línea de Crédito Precautorio	STF:	Systemic Transformation Facility Servicio para la Transformación Sistémica
PRGF:	Poverty Reduction and Growth Facility Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza	TARP:	Troubled Assets Relief Program
PRGT:	Poverty Reduction and Growth Trust Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza	WEO:	World Economic Outlook Informe sobre las Perspectivas Económicas Mundiales.

JUSTIFICACIÓN Y NOTA METODOLÓGICA

En 2009 se ha producido un punto de inflexión en las políticas del Fondo Monetario Internacional (Fondo o FMI) marcado por tres grandes cambios: una nueva estructura de gobernabilidad, que da un mayor peso a las economías emergentes; una nueva política de supervisión, más enfocada en las relaciones económicas entre países (y no tanto en el análisis de país) y con un mayor seguimiento del sistema financiero; y en tercer lugar, una nueva política de préstamo, más flexible en los préstamos de resolución de crisis y complementada con una nueva función de aseguramiento. Si bien los procesos de reforma del Fondo no son nuevos, sí lo ha sido su intensidad. La reorientación de las políticas y de la gobernabilidad del Fondo marcan un nuevo papel para el FMI en el Orden Económico Internacional (OEI).

Esta investigación analiza los principales elementos y actores de las reformas llevadas a cabo – los países miembros, el G-20, y la propia institución–, que explican el porqué de este punto de inflexión, así como los retos que plantea; con especial énfasis en la reforma de la política de préstamo. El trabajo se desarrolla en cinco capítulos.

El Capítulo 1 contextualiza la reforma del Fondo como parte de un conjunto más amplio de respuestas internacionales a la crisis financiera global impulsadas por el G-20, delimitando así el objeto de la investigación. A partir de la primera cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno de los países del G-20 el 15 de Noviembre de 2008, se ha puesto en marcha un proceso acelerado para dar una respuesta internacional a la crisis, que se ha materializado en tres grandes frentes, cada uno de los cuales ha incluido elementos que han afectado al FMI:

- (i) La reforma del Orden Económico Internacional (OEI); con el G-20 como nuevo foro del coordinación económica internacional; y el fortalecimiento del sistema de “Bretton Woods” con sus tres pilares básicos: Banco Mundial, FMI, y Organización

Mundial del Comercio (OMC)¹; incorporando un nuevo pilar financiero, el Consejo de Estabilidad Financiera

- (ii) las respuestas macroeconómicas a la crisis; a través de políticas expansivas y de rescate del sistema financiero y del posterior diseño de estrategias de salida; así como el apoyo financiero a través de las instituciones financieras internacionales (IFIs), y del Fondo en particular
- (iii) la reforma de la regulación y supervisión financiera internacional; a través de la creación de nuevas reglas prudenciales y macro prudenciales, y la activación de nuevas iniciativas y organismos de vigilancia y supervisión financiera internacional, incluyendo en el FMI

El capítulo 2 realiza un breve análisis histórico de la evolución de la política de préstamo y de los recursos del Fondo. La crisis financiera global y el nuevo OEI liderado por el G-20 permiten impulsar y acelerar la reforma del FMI, pero los elementos específicos de la reforma de la política de préstamo responden a una lógica histórica en su propia evolución. Por otro lado, los progresos en la política de préstamo no pueden llevarse a cabo si no se produce paralelamente un aumento de los recursos del Fondo, que constituyen su restricción presupuestaria.

El capítulo 3 se centra en la nueva función aseguradora del FMI. Una de las principales manifestaciones de la crisis financiera global fue el congelamiento de los mercados internacionales de capital en el otoño de 2008 como consecuencia de la pérdida de confianza de los mercados, lo que creó una grave crisis de iliquidez internacional en divisas. La respuesta internacional vino marcada por inyecciones de liquidez y swaps en divisas por parte de los

¹ Se conoce como sistema de Bretton Woods al conjunto de instituciones y acuerdos establecidos a finales de la Segunda Guerra Mundial para organizar las relaciones económicas internacionales. Su núcleo básico estaba constituido por el FMI y el Banco Mundial, nacidos en la Conferencia que se celebró en Bretton Woods en julio de 1944; y por el Acuerdo general Sobre Aranceles y Comercio (GATT), creado en la Conferencia de la Habana en 1947, que vino a tomar el lugar de lo que iba a ser la Organización Internacional del Comercio. Finalmente en 1995, el GATT pasó a convertirse en la OMC.

bancos centrales, además del recurso a las reservas. El FMI reaccionará introduciendo en su parrilla de facilidades dos nuevas de aseguramiento, la Línea de Crédito Flexible y la Línea de Crédito Precautorio, que cubre el riesgo de iliquidez en el país ante un shock exógeno de balanza de pagos.

De cara al futuro, se plantea un debate sobre la oportunidad de que el Fondo apuntale o no su función aseguradora a largo plazo. Esta función debe analizarse a partir de sus condicionantes económicos (además de los presupuestarios vistos en el capítulo 2), valorando si es o no más eficiente que otras alternativas. Para ello, son especialmente relevantes dos tipos de análisis que se abordan en este capítulo: (i) el de los sustitutos próximos al FMI (las reservas y los acuerdos bilaterales y regionales, que constituyen –junto con el FMI– lo que se ha venido a denominar Redes de Seguridad Financiera Global); y (ii) el de los fallos de mercado que introduce la intervención del FMI, en particular, el riesgo moral y el estigma. Este análisis permitirá delimitar las ventajas comparativas de la función aseguradora del FMI.

El capítulo 4 desarrolla los condicionantes políticos de la reforma del Fondo. La toma de decisiones en el FMI se articula en una doble estructura formal e informal. Formalmente la toma de decisiones descansa en el Directorio, que representa a los países miembros y sanciona las decisiones; y en la gerencia y el staff, que ostentan el poder de iniciativa. El peso de los países en el Directorio está determinado por su cuota en el Fondo. Desde 2006 se inicia un profundo cambio en la Gobernabilidad del FMI en la dirección de un mayor peso de las economías emergentes, corrigiendo su infrarrepresentación histórica en el Fondo. Este proceso se intensificará en octubre de 2010, con la decisión del G-20 de duplicar las cuotas del FMI y de variar la composición del Directorio.

Existe además un entramado informal de influencia directa sobre la gerencia y el staff y su poder de iniciativa. Los propios países ejercen presión, bien de manera bilateral, bien vía grupos de países. En el pasado el principal grupo de influencia era el G-7 (especialmente EEUU), pero a partir de 2008 será sustituido por el G-20. Otro aspecto importante es la propia orientación ideológica y académica del staff y de la gerencia. En este sentido, la crisis está

impulsando en el Fondo un cambio de paradigma desde una aproximación neoclásica, hacia la nueva síntesis keynesiana.

Por último, el capítulo 5 analiza la nueva política de préstamo del FMI desde 2009 a partir de los elementos desarrollados en los capítulos 1 a 4. La nueva política queda marcada por dos grandes tendencias: (i) la flexibilización de los préstamos para resolución de crisis, con una menor condicionalidad y mayores límites de acceso; y (ii) la creación de las nuevas facilidades de aseguramiento en el marco de la prevención de crisis, que, a diferencia de los programas tradicionales, no incorporarán condicionalidad ex post. El apartado final analiza los retos a los que se enfrenta la política de préstamo del FMI.

NOTA METODOLÓGICA

En relación a la metodología utilizada, se propone un trabajo de carácter analítico-interpretativo enmarcada dentro de un enfoque metodológico de economía artística. Como plantea Javier Casares (2002) la economía artística constituye una tercera dimensión metodológica en relación a la dicotomía positivo–normativa en política económica, que se puede remontar a 1917 con la introducción del arte en economía por J. Neville Keynes:

- La economía positiva se ocupa de los hechos (de lo que “es”) y se sustenta en las relaciones causa-efecto. El método es empírico deductivo, se centra en desarrollar un modelo formal, establecer hipótesis y contrastarlas empíricamente con el apoyo de técnicas econométricas.
- La economía normativa se ocupa de los valores (lo que “debe ser”) y su método se basa en establecer pautas sobre los objetivos sociales y económicos deseables y razonadas a partir de los valores. El método puede adquirir un carácter informal y siempre incorporará implicaciones filosóficas.
- La economía artística se ocupa de analizar la realidad económica a partir de un conjunto de reglas tratando de incorporar elementos estéticos en la visión abstracta del

mundo real que produce. Se centra en aplicar teorías teniendo en cuenta las instituciones del mundo real, más que en el desarrollo de teorías.

Casares (2007) resume las reglas metodológicas básicas de la economía artística en las siguientes: (i) no violar la ley de los dígitos significativos, lo que implica incorporar variables cualitativas y evitar alejarse de la realidad por vía de excesivo énfasis en los resultados precisos; (ii) utilizar criterios personales con la mayor objetividad posible para analizar las políticas; (iii) utilizar las mejores teorías disponibles; (iv) analizar las distintas dimensiones de los problemas y utilizar trabajos empíricos; (v) aceptar la interdisciplinariedad; y (vi) utilizar la retórica.

A partir de este esquema, el enfoque de esta tesis es de tipo analítico–interpretativo, en el que el objetivo es analizar un proceso vivo –la reforma del Fondo Monetario Internacional, centrándose en uno de sus principales elementos, la política de préstamo– a partir de los condicionantes que afectan a los principales agentes que la determinan –los países miembros, el G-20, y la propia institución. Siguiendo un criterio personal como observador informado², el análisis selecciona los elementos de la realidad que se consideran más relevantes para explicar la reforma del FMI. De igual manera las referencias utilizadas, se centran en los principales documentos que han informado la reforma y que por tanto constituyen parte de la misma (los producidos por el FMI, por el G-20 y por académicos que han influido en los decisores de política económica).

Por tanto, el principal objeto de análisis es la reforma de la política de préstamo del FMI, en particular, en la política de préstamo financiada con cargo a la Cuenta de Recursos Generales (CRG), que concentra más del 95% de los préstamos del Fondo, si bien se harán referencias a

² Desde septiembre de 2008, mis responsabilidades al frente de la División de Organismos Financieros Internacionales del Banco de España me han permitido un seguimiento privilegiado de los cambios que se han producido en el FMI en estos años y ser partícipe en la posición española ante el Directorio Ejecutivo del FMI y el G-20. Previamente, entre 2002 y 2006, como miembro del Directorio Ejecutivo participé en las reformas que anteceden y permiten explicar las iniciadas a partir de 2008.

la financiación concesional con cargo al Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza.

Los cambios en la política de préstamo del Fondo sólo se pueden explicar como parte de un contexto más amplio de los cambios en el orden económico internacional (OEI). El primer capítulo se dedica a delimitar la reforma insertándola en este contexto más amplio. Por otro lado, la reforma de la política de préstamo no se puede entender sin aproximar otros cambios institucionales, fundamentalmente la reforma de la gobernabilidad del FMI que se aborda en el capítulo 4, pero también de la reforma de la supervisión del FMI (abordada en su relación con la política de préstamo en los capítulos 1 y 5).

La política de préstamo tiene también condicionantes e inercias propias que son centrales para explicar sus cambios. Son condicionantes históricos (la evolución de la política de préstamo), presupuestarios (en cuanto que suponen una restricción presupuestaria); y económicos (la política de préstamo debe justificarse en términos económicos, ser más eficiente que otras alternativas). Los condicionantes históricos y presupuestarios se analizan en el capítulo 2 y los económicos en el 3.

Por último, en relación al espacio temporal, la tesis se sitúa entre 2008 y principios de 2011. El inicio es el otoño de 2008³, período en el que se produce un punto de inflexión en el OEI. Dos acontecimientos marcan esta transición:

- (i) la primera cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno del G-20 el 15 de noviembre en Washington que marcará el paso desde el G-7 hacia el G-20 como principal foro de coordinación económica internacional, y por consiguiente, desde un orden guiado por las principales economías avanzadas a otro compartido con las economías emergentes;
- (ii) dos meses antes, el anuncio de quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, que marca el inicio de la profundización y globalización de la crisis financiera

³ Sin perjuicio del análisis de los condicionantes históricos de la propia política de préstamo en el capítulo 2.

que se había iniciado en EEUU en 2007, y que exigirá por tanto una solución política global. El nuevo papel para la política de préstamo del FMI será parte de esta respuesta.

CAPÍTULO 1.

MARCO DE ANÁLISIS: LAS POLÍTICAS INTERNACIONALES DE RESPUESTA A LA CRISIS

La reforma del FMI que se inicia a partir del otoño de 2008 forma parte de un conjunto más amplio de respuestas internacionales a la crisis financiera global impulsadas por el G-20. El carácter global de la crisis global ha exigido respuestas internacionales que se han articulado en torno a tres grandes ejes: la reforma del orden económico internacional; las políticas de respuesta macroeconómica; y las reformas de regulación y supervisión financiera. Este capítulo analiza los principales elementos de estas políticas, lo que permitirá contextualizar la reforma del FMI en el marco más amplio en el que se desarrolla.

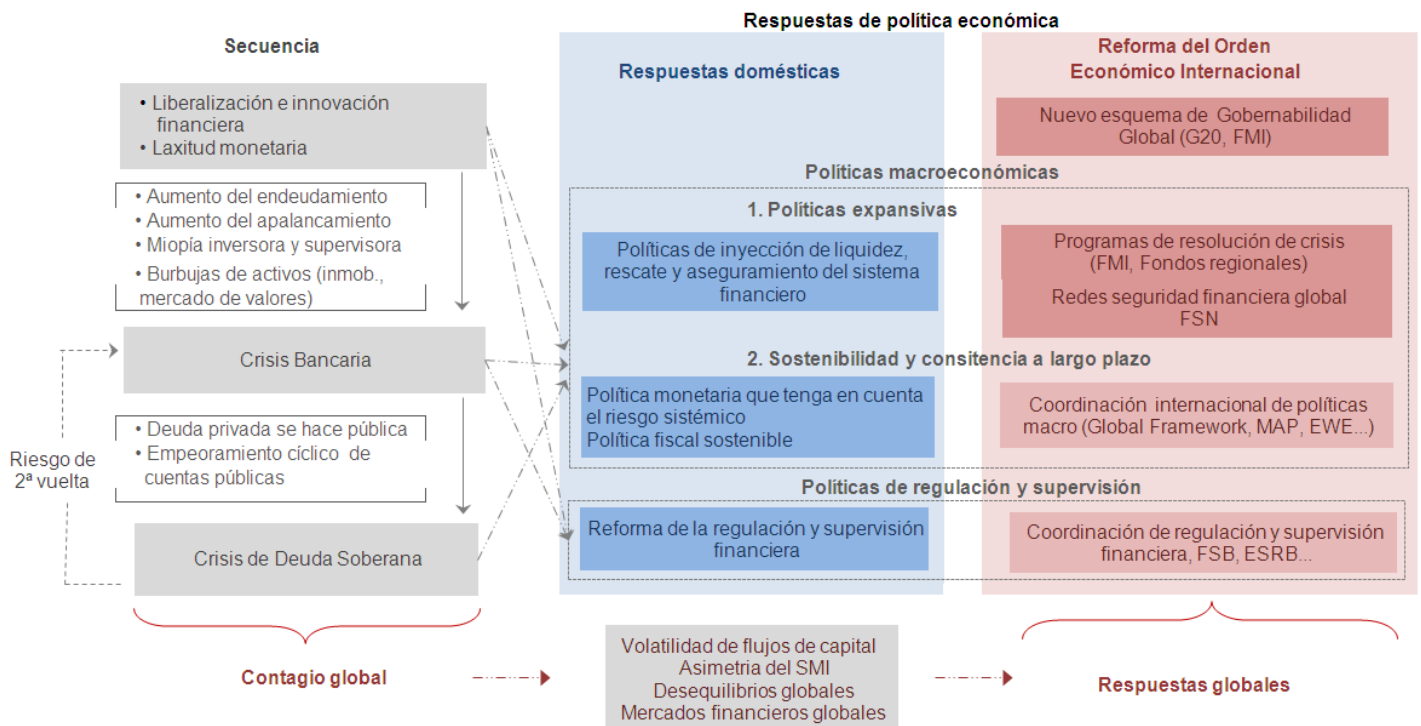
- 1.1. El primer apartado analiza la anatomía de la crisis centrándose en los elementos de contagio global y los principales desequilibrios que revela sobre el sistema económico internacional.
- 1.2. El segundo apartado se centra en las respuestas de política económica internacional, lo que permitirá delimitar el objeto de la tesis: la reforma del FMI y de su política de préstamo.

1.1 ANATOMÍA DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL: SECUENCIA Y CONTAGIO GLOBAL

El cuadro 1.1 sintetiza la anatomía de la crisis financiera global que se inicia en 2007 centrándose en dos aspectos: (a) secuencia y contagio global (sombreado gris), lo que permite analizar los problemas revelados y por tanto el tipo de respuestas necesarias; y (b) las respuestas de política económica que se han dado tanto domésticamente (sombreado azul), como las respuestas internacionales (sombreado rojo). Como veremos, dentro de este conjunto

amplio de respuestas esta investigación se centra en la respuesta dada a través de la política de préstamo del FMI que se desarrolla en los capítulos 2 a 5 (sombreado rojo oscuro).

Cuadro 1.1. Anatomía de la crisis: secuencia, contagio global y respuesta de política económica



Fuente: elaboración propia.

Los principales elementos de la crisis no son nuevos. En su artículo seminal de 2008 sobre las crisis financieras, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff (2008) realizan un análisis histórico de la sucesión de crisis financieras registradas en las dos últimos siglos⁴ que ampliarán en su artículo de 2010 sobre el vínculo entre las crisis financieras y las de deuda soberana (Reinhart y Rogoff, 2010). En estas investigaciones observan que a lo largo de la historia se producen una serie de patrones en las crisis financieras y de deuda soberana que se han reproducido una

⁴ Se centran en episodios de crisis a partir del año 1800 si bien documentan sucesos que se remontan al siglo XIV (el impago del Rey Eduardo II de Inglaterra a sus acreedores italianos en 1340 tras una invasión fallida de Francia que daría lugar a la guerra de los 100 años).

vez más en la crisis financiera global iniciada por la crisis de las subprime en EEUU. Así, en la sucesión de crisis desde 1800 observan una serie de patrones que en efecto son fáciles de identificar en la crisis actual como los siguientes:

- Factores económicos globales como los elevados precios de las materias primas o los bajos tipos de interés en el país central del sistema juegan un papel central en la precipitación de las crisis financieras.
- Los episodios de crisis internacional en el sistema financiero suelen estar precedidos de períodos de elevada movilidad internacional de capitales.
- Las crisis afectan a varios países a la vez y no solo a uno, por tanto tienen un cierto carácter sistémico.
- El rápido crecimiento del endeudamiento privado (y público) suele ser un antecedente recurrente de las crisis bancarias; y el rápido endeudamiento público de las crisis de deuda soberana.
- La elevada correlación entre las crisis bancarias y las crisis de deuda soberana, normalmente (no siempre) las primeras preceden (o acompañan) a las segundas, tanto en economías emergentes como en economías avanzadas.

Los autores plantean que los episodios de crisis suelen espaciarse en el tiempo de forma que la miopía de los decisores de política económica y de los inversores hace que se instale la ilusión del síndrome que denominan “esta vez no es lo mismo”⁵, desencadenando una etapa de euforia que precipita y acentúa la crisis⁶.

⁵ Traducción de “this time is different”.

⁶ Un ejemplo reciente es la creencia de que el elevado componente doméstico de deuda soberana es una característica nueva del sistema actual que actúa de colchón minimizando el riesgo de crisis de deuda –bajo la asunción de que el acreedor doméstico puede ser tratado como deuda junior y su deuda reducida vía inflación. Sin embargo del análisis histórico se observa que la probabilidad de crisis de deuda se correlaciona mucho más con el nivel de deuda que con su composición. De hecho, desde 1900 la deuda doméstica suele estar por encima del 50% de media.

A. La secuencia de la crisis

En relación a la secuencia, se ha producido un debate en el mundo académico y político sobre cuál ha sido el desencadenante de la crisis que enfrenta, por un lado, a los que sostienen que la laxitud de la política monetaria en EEUU es el precedente necesario que explica e impulsa los desequilibrios financieros y, por otro, a los que ven el origen de la crisis en la desregulación financiera. Catte et al (2010) realizan un análisis detallado de la literatura al respecto, que se puede resumir en las posiciones de Taylor (2007) y Bernanke (2010).

Taylor señala a los tipos excesivamente bajos de la Reserva Federal estadounidense (FED) como origen de la crisis y señala que de haber seguido una regla de Taylor⁷ estándar entre 2002 y 2005, los tipos habrían sido más elevados y se habría mitigado el boom inmobiliario. Por otro lado, Bernanke, observa que los vínculos entre la expansión monetaria y el rápido crecimiento de los precios de la vivienda en EEUU son débiles. Además con la información disponible en el momento, había causas para temer en EEUU un caída en una trampa deflacionaria como la japonesa que justificaba una política monetaria expansiva, si bien el riesgo de deflación pudo resultar sobrevalorado ex post, no se podía saber ex ante. La política monetaria jugó un papel modesto en la burbuja inmobiliaria y, en todo caso, secundario a la política de regulación financiera.

Hoy existe cierto consenso en que el origen y magnitud de la crisis solo puede explicarse a partir de la combinación de múltiples factores que incluyen, tanto disfunciones en el sistema financiero, como desequilibrios macroeconómicos en EEUU –particularmente la laxitud de la política monetaria– y en el resto del mundo. El debate se centra en el grado de importancia que se da a cada una de ellos. En este sentido, Bean (2009) señala que no se puede apuntar a una

⁷ La regla de Taylor de política monetaria determina el tipo de interés nominal de referencia en función cuatro variables: la inflación nominal medida por el deflactor del PIB; el tipo de interés real de equilibrio a largo plazo; la desviación de la inflación respecto al objetivo inflacionario; y la desviación del PIB respecto a su senda potencial. La regla preconiza aumento de tipos nominales (y reales) cuando la inflación aumenta y supera el objetivo del banco central, o cuando el PIB supera su nivel de pleno empleo; y viceversa. En caso de conflicto, como en situaciones de estanflación (inflación por encima del objetivo y PIB por debajo del potencial), la regla pondera el peso a dar a los objetivos de reducción de la inflación y aumento del producto (Taylor, 1993).

única causa y propone la combinación de varios factores, incluyendo la infravaloración del riesgo durante la Gran Moderación⁸, la laxitud monetaria en EEUU, o los patrones internacionales de flujos de capital.

En la misma línea multi-causal y siguiendo el patrón histórico descrito por Reinhart y Rogoff (2008), en la crisis financiera global se suceden una serie de factores que están en el centro de la crisis: un intenso proceso de innovación financiera que va por delante de la regulación; políticas monetarias laxas en las economías avanzadas –sobre todo en EEUU– y en general bajos tipos de interés globales; acumulación de desequilibrios globales alimentados por la excesiva acumulación de reservas –sobre todo en China– que contribuyen indirectamente a la crisis al sostener artificialmente la capacidad de endeudamiento de EEUU. La combinación de estos procesos impulsa sucesivamente: un aumento de la inversión; un elevado endeudamiento privado y público; un aumento del apalancamiento del sector financiero para hacer frente a la creciente demanda; una infravaloración del riesgo en el mercado; y una miopía inversora que llevará a la acumulación burbujas de activos en los mercados de valores e inmobiliarios.

Los primeros síntomas de las burbujas de activos se remontan al año 2007 cuando adquieren notoriedad las hipotecas subprime, aunque puede decirse que hasta la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 no se revela la gravedad y amplitud de la crisis. A partir del otoño de 2008, la crisis se propaga rápidamente a escala global a través del congelamiento de los flujos internacionales de capital, que venían registrando tasas de crecimiento históricamente elevadas. El resultado es una crisis bancaria generalizada que se extiende a lo largo de 2009. En su informe sobre la estabilidad financiera mundial de octubre de 2009 (IMF, 2009), el Fondo estima las pérdidas de valor de los activos del sistema bancario global en 2.8 billones de dólares, concentradas en EEUU (1 billón), Reino Unido (600.000 millones) y la zona del euro (800.000).

⁸ La Gran Moderación se refiere al largo periodo de estabilidad macroeconómica, con crecimiento sostenido y baja y estable inflación que se registra en la mayoría de países avanzados a partir de principios de los 90 (situado en mediados de los 80 en el caso de EEUU), coincidente con la integración de las economías emergentes en la economía global y los frutos de reformas estructurales de los años 80. La larga duración creó la percepción de permanencia en los mercados y la consiguiente reducción de la valoración del riesgo (Bean, 2009).

La secuencia continua en 2010 con el paso de una crisis financiera a una crisis de deuda soberana –de nuevo en línea con el patrón Reinhart-Rogoff. En general, la política fiscal no había jugado un papel importante en el desencadenamiento de la crisis, que tuvo más bien su origen en el sobreendeudamiento del sector privado. Pero pasa a tener un papel central en el riesgo de segunda vuelta por la crisis de la deuda soberana. Las sucesivas políticas de rescate y las medidas de impulso macroeconómico como respuesta inicial a la crisis junto con el juego de los estabilizadores automáticos en un momento de recesión, empiezan a abultar los déficit públicos. El resultado es el desencadenamiento en una crisis soberana cuyo inicio puede situarse en la crisis de la deuda griega en octubre de 2009 (si bien hubo algún otro episodio en 2009, como el caso islandés y países de Europa Central y del Este) cuando el nuevo gobierno griego revisa sus datos de deuda pública al alza. La revisión disparará en los mercados una creciente preocupación por la sostenibilidad de la deuda en los países de la zona del euro, que afecta sobre todo a los países periféricos con baja productividad. En mayo de 2010 la presión de los mercados obligó a profundos ajustes fiscales en todos los grandes países de la zona euro.

B. Contagio global

La rápida propagación global de la crisis revela la gravedad de una serie de desequilibrios que venía acumulando el sistema económico internacional y que exigirán que haya también una respuesta internacional coordinada a la crisis. Cabe destacar tres grandes riesgos que han centrado las discusiones sobre las vulnerabilidades del sistema económico internacional: (b.1) la volatilidad de los movimientos internacionales de capital; (b.2) la dependencia del dólar del Sistema Monetario Internacional (SMI); (b.3) los desequilibrios globales.

b.1. La volatilidad de los movimientos internacionales de capital: el riesgo de congelación de los flujos

En los años previos a la crisis, los movimientos de capital habían experimentado un rápido crecimiento. Entre 2002 y 2007 los flujos de capital privado hacia economías emergentes se habían elevado desde 90.000 millones de dólares hasta los 600.000 millones. Sin embargo, en el último trimestre de 2008, tras la caída de Lehman Brothers en septiembre, se produjo un

parón abrupto de los flujos (un fenómeno de *sudden stop*) con salidas masivas de capitales de las economías emergentes, el congelamiento del mercado interbancario, la caída de la financiación del comercio y un deterioro generalizado de la confianza en los mercados⁹.

En las economías emergentes, en el último trimestre de 2008 se observan salidas netas de capital por encima de los 140.000 millones de dólares, tras haber registrado tasas positivas durante los tres primeros trimestres, con entradas de capitales por encima de los 100.000 millones. Igualmente, en los mercados de bonos, se registran recompras netas por 27.000 millones de dólares en el último trimestre (tras préstamos netos de 28,000 millones en los tres primeros trimestres); y los préstamos bancarios a emergentes también caen en 205.000 millones de dólares en el cuarto trimestre (BIS 2009).

El informe de marzo de 2010 del Comité del Sistema Financiero Internacional del BIS (CGFS por sus siglas en inglés)¹⁰, realizado por encargo del G-20, explica los mecanismos de transmisión desde la crisis financiera iniciada en las subprime en EEUU a una dislocación del sistema financiero global, que se puede resumir en los siguientes pasos (BIS, 2010):

- Caída de la liquidez en dólares en EEUU. La crisis de la subprime reduce el tamaño y los plazos de los préstamos en dólares en EEUU a medida que los bancos americanos empiezan a aplicar una política de desapalancamiento y de mayor exigencia de calidad del colateral. Se reduce así la liquidez de dólares en EEUU que, tras la caída de Lehman en septiembre de 2008, se verá exacerbada con la congelación de los préstamos en un momento de elevada incertidumbre en el que los bancos no quieren asumir riesgos de terceros y optan por aumentar su demanda precautoria de liquidez. En octubre de 2008 se interrumpirán los swaps del interbancario contra dólares que alcanzaron un coste de 400 puntos básicos. Otras monedas de reserva como el euro estuvieron también sujetas al mismo tipo de presiones aunque en menor medida.

⁹ Para un análisis de la medición y determinantes de la volatilidad de los flujos de capitales en economías emergentes ver Broto, Erce y Diaz-Casou (2011).

¹⁰ CGFS: Committee on the Global Financial System.

- Presión sobre la demanda de dólares en Europa. La escasez de dólares en el mercado americano tiene efectos inmediatos en terceros países con necesidades de financiación en dólares sobre todo en el sistema financiero europeo. Los bancos europeos habían acumulado activos por valor de 8 billones de dólares antes de la crisis, fundamentalmente en activos a largo plazo financiados con instrumentos a corto plazo (depósitos) o swaps de divisas. Ante las dificultades para vender sus inversiones en un mercado ilíquido (y la escasa voluntad de asumir pérdidas), aumentarán la demanda de dólares en terceros mercados fuera de EEUU, fundamentalmente en Asia por las ventajas horarias de apertura de los mercados¹¹.

- La escasez de dólares afectará a la liquidez interna y la estabilidad cambiaria de las economías emergentes. La mayor presión sobre la demanda de dólares afectará también a las economías emergentes que tenían una menor exposición en dólares que las economías avanzadas porque se habían financiado fundamentalmente en sus mercados domésticos. Se produce contagio por varias vías: (i) el aumento de la aversión al riesgo lleva a huidas de capitales y una caída de los préstamos bancarios internacionales a emergentes y de las inversiones en cartera –los índices de los mercados de valores caen hasta el 60% en Europa del Este. (ii) Las empresas que si se financiaban en terceros mercados se ven obligadas a volver al mercado doméstico y aumentan la presión sobre la liquidez interna. (iii) La escasez de dólares afecta a actividades normales de financiación como el crédito a corto plazo al comercio que sube entre 25 y 300 puntos básicos, contribuyendo a una significativa caída del comercio internacional. Como consecuencia, se produce una presión a la depreciación de las monedas de países emergentes e importantes pérdidas en los mercados de derivados de divisas que exigirán intervenciones para sostener el tipo de cambio y contrarrestar sus efectos desestabilizadores. Además del impacto directo sobre las economías y la financiación, el aumento de los costes de financiación dificultaban la capacidad de los gobiernos para financiarse para llevar a cabo políticas anticíclicas.

¹¹ Los bancos europeos se aseguran dólares obtenidos en Asia durante la mañana europea. Un aspecto importante es que en la apertura del mercado americano (tarde europea) los bancos americanos no quieren vender dólares hasta tener segura su propia posición de liquidez.

Por tanto, el resultado es que una crisis iniciada en el mercado financiero de EEUU se propaga rápidamente a través de los mercados financieros internacionales –en gran medida, por la exposición en dólares de las economías avanzadas europeas– y acaba afectando a economías emergentes y en desarrollo, que había tenido una política de endeudamiento más equilibrada. A diferencia de las crisis de la cuenta de capital de los años 90, no se producen por vulnerabilidades en la balanza de pagos de las economías emergentes sino por crisis en los mercados financieros de las economías avanzadas. El impacto no será igual en todas las economías emergentes, se verán especialmente afectadas las que tenían mayores déficits por cuenta corriente (como los países CEE o Sudáfrica) y aquellas cuyos superávits caen por las caídas en los precios internacionales del petróleo y las materias primas (como Argentina, Rusia o Venezuela). También se ven especialmente afectados los sectores con elevada exposición al tipo de cambio¹².

b.2. La dependencia del dólar del SMI

Un segundo aspecto riesgo es el que se refiere a la elevada dependencia del dólar del sistema monetario internacional. El peso del dólar como moneda de reserva internacional durante la década 2000-2009 se sitúa en entre el 60 y el 70 % de las reservas globales, muy por encima del peso de la economía de EEUU en el PIB mundial (un 24%) o del uso del dólar en mercados financieros como: transacciones diarias en el mercado de divisas (45%); depósitos transfronterizos (57%), o préstamos bancarios transfronterizos (54%). El euro es la segunda moneda de reserva a una larga distancia suponiendo alrededor de un 27% de las reservas globales en 2009 (frente a un 18 % en 2000).

En 2009, las reservas en dólares suponen alrededor de un 10% del PIB de EEUU, duplicando los niveles del 5% registrados a mediados de los años 80. El FMI estima que aun suponiendo unos ritmos de crecimiento moderado de acumulación del 8.5% anual –consistente con un proceso de maduración de las economías emergentes– las reservas alcanzarían niveles

¹² En México, por ejemplo, las presiones sobre el mercado de divisas llevarán a situación de quiebra no tanto al sistema financiero sino de importantes empresas comerciales (como Comercial Mexicana), con elevada exposición en el mercado de divisas.

extremadamente elevados en relación a la oferta, con niveles superiores al 600% del PIB de EEUU en el año 2035 (IMF 2010).

El papel central del dólar plantea una asimetría en el SMI de manera similar al dilema de Triffin planteado para el sistema de Bretton Woods (Mateos y Lago et al, 2009), i.e., una economía (la estadounidense) no podía crear liquidez internacional si no era mediante el endeudamiento con otros países, es decir, creando y manteniendo un déficit en la balanza de pagos. En el sistema actual, la demanda global de reservas se sustenta en el doble déficit fiscal y exterior EEUU. Se produce, por tanto, una asimetría en el SMI que otorga a EEUU lo que se ha denominado un “privilegio exorbitante”, porque goza de un mayor espacio de política macroeconómica dada la mayor liquidez –vía demanda de reservas– de sus mercados, y porque la posibilidad de endeudarse en su propia moneda le otorga ganancias de capital cuando su moneda se deprecia, en la medida en que detenta activos denominados en moneda extranjera, frente a pasivos en dólares.

Al mismo tiempo, la demanda de reservas presiona a la baja los tipos de interés de EEUU en relación al tipo de autarquía, incentivando el desahorro en el sector público y privado y aumentando el riesgo de patrones de crecimiento insostenibles en el país centro. Esto introduce en el SMI un doble riesgo ya sea por exceso o por defecto de emisión de dólares. Por un lado, un riesgo deflacionario, si no se emite suficiente moneda de reserva global.

Pero por otro lado, también aparece un riesgo de insostenibilidad de la deuda en el país centro, si se proveen demasiadas reservas. Así, la demanda creciente de activos de reserva seguros – bonos del tesoro de EEUU–, sólo se puede producir a través del endeudamiento creciente del Tesoro americano, lo que a su vez mina la confianza en el propio activo que sustenta el estatus como moneda de reserva. Por tanto, en el SMI, las expectativas de inflación globales y el riesgo sistémico dependen de la política macroeconómica de la economía central, que tiene que equilibrar las balanzas equilibrio fiscal y exterior, y proveer un activo seguro al resto del mundo.

b.3. Los desequilibrios globales

Una tercera fuente de inestabilidad del sistema económico internacional son lo que se denominan los “desequilibrios globales”, que se refieren fundamentalmente al elevado déficit por cuenta corriente de EEUU, y al exceso de ahorro y de acumulación de reservas de los países asiáticos (especialmente China) y de las economías exportadoras de petróleo, que financian el déficit americano. A partir de 2002, tras la crisis de las dot-com, se observa un cambio en la financiación del creciente déficit por cuenta corriente americano, desde flujos de capital privados (inversión directa y en cartera), hacia flujos públicos originados en economías emergentes con fuerte acumulación de reservas y escasa flexibilidad cambiaria.

Los desequilibrios han jugado un papel importante en la acumulación de riesgo sistémico, en la medida en que contribuyen de manera decisiva a mantener los flujos de capital hacia EEUU y los bancos europeos, y, por tanto, a mantener los tipos de interés bajos y a sostener el valor del dólar por encima de su teórico valor de equilibrio o autarquía¹³. Por otro lado, para mantener la política de acumulación de reservas, el país emergente tiene que mantener elevados superávits por cuenta corriente o atraer inyecciones de capital. Esto exige políticas monetarias o fiscales contractivas, lo que comprime la demanda doméstica resultando en escasez inversora en el país, y en un sesgo deflacionario a escala internacional.

Si bien es cierto que como consecuencia de la crisis se ha reducido el tamaño de los desequilibrios globales, no está claro que se está produciendo el escenario ideal de ajuste que pasaría por: un ajuste gradual del déficit americano; menor ahorro y superávit en China con un renminbi más apreciado; un reequilibrio del crecimiento en las economías emergentes hacia la demanda doméstica; y una menor demanda global de reservas. Junto a este escenario central se plantean otros de riesgo, como un insuficiente ajuste fiscal en EEUU –o al contrario, un excesivo ajuste fiscal que limite el crecimiento americano y global–, o el escaso ajuste del tipo

¹³ Craine y Martin (2009), estiman que las entradas de capital entre 2004 y 2006 explican una caída del 0.5% de los tipos a largo plazo de EEUU.

de cambio y del ahorro en China, que impide también ajustes del tipo de cambio otras economías emergentes (Blanchard y Milesi Ferretti, 2009).

En definitiva, una crisis que tiene su origen en los sistemas financieros de las economías avanzadas, acaba teniendo un impacto global. En este contexto, cobran especial relevancia los dos “pecados originales” que Joaquín Muns achaca al sistema de Bretton Woods: la falta de un esquema claro sobre cómo se iba a crear la liquidez internacional, que acaba descansando en los Estados; y la ausencia de un esquema de supervisión sobre los flujos internacionales de capital, salvo un débil y ambiguo papel para el FMI (Muns, 2008).

1.2 RESPUESTAS DE POLÍTICA ECONÓMICA

En un contexto de crisis global, las soluciones domésticas de las propias economías avanzadas no resultarán suficientes y hará falta un esfuerzo internacional que se ha asentado sobre tres pilares: (a) reforma del orden económico internacional; (b) una respuesta macroeconómica coordinada; y (c) la reforma de la regulación y supervisión financiera. El cuadro 1.2 resume las principales iniciativas en cada uno de estos pilares, distinguiendo las reformas que se han realizado en el ámbito del FMI y que se abordan en los capítulos 2 a 5.

Cuadro 1.2. Las respuestas de política económica a la crisis

Política	Capítulo
A. La reforma del orden económico internacional	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reequilibrios de poderes a favor de países emergentes ▪ Reforma de los tres pilares del sistema de Bretton Woods: FMI, Banco Mundial, OMC ▪ Nuevo pilar financiero: Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) 	El capítulo 4 analiza los cambios de gobernabilidad en el FMI.
B. La respuesta macroeconómica a la crisis	
b.1. Políticas macroeconómicas	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Respuesta inicial: de políticas monetaria y fiscal expansivas y operaciones de rescate del sistema financiero. Desde mayo de 2010: creciente énfasis en la sostenibilidad y consistencia de las políticas macroeconómicas. 	El capítulo 4 aproxima la doctrina del FMI al respecto.
b.2. La coordinación internacional	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Coordinación internacional en el G-20: marco para un crecimiento equilibrado y sostenible, proceso de evaluación mutua (MAP) ▪ Actuaciones de tipo bilateral y regional: SWAPS bilaterales, Fondos Regionales 	El capítulo 3 analiza las respuestas bilaterales y regionales en su relación con la política de préstamo del FMI.
La respuesta de las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs)	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Se articula un aumento del préstamo ofrecido por las IFIs, especialmente a través del FMI. 	Los capítulos 2 a 5 abordan la reforma de la política de préstamo del FMI
C. Políticas Regulación y Supervisión Financiera	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Coordinación de la regulación y vigilancia financiera global: creación del FSB ▪ Reforzamiento de la vigilancia financiera del FMI 	Los capítulos 1 y 5 analizan los cambios de supervisión en el FMI en su relación con la política de préstamo.

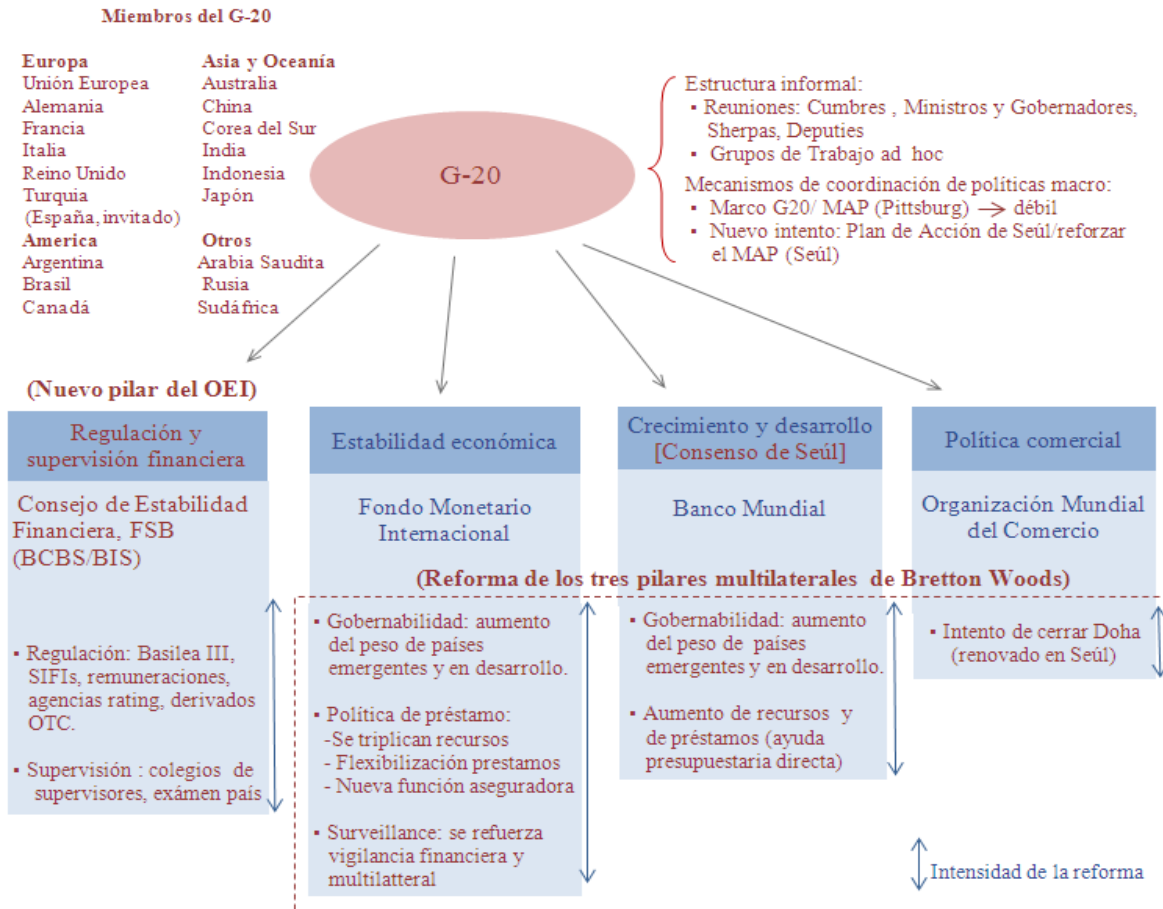
Fuente: elaboración propia.

A. Reforma del orden económico internacional

El G-20 ha impulsado cambios muy significativos en el OEI. El primer paso es la propia constitución del G-20 como el primer foro para la cooperación económica internacional, sustituyendo al G-7, y su configuración al más alto nivel político en las cumbres de Jefes de Estado y de Gobierno de los países miembros. Se produce por tanto un reequilibrio de poder en la toma de decisiones sumando la perspectiva de las economías emergentes. Pero el G-20 también ha promovido reformas en los tres pilares multilaterales del OEI diseñados en Bretton

Woods, al tiempo que añade uno nuevo sobre la regulación y supervisión financiera global, que se sintetizan en el cuadro 1.3¹⁴.

Cuadro 1.3. Nueva arquitectura financiera internacional



Fuente: elaboración propia.

Cabe resaltar varios elementos principales de la reforma del OEI reflejados en el cuadro 1.3: (a.1) la sustitución del G-7 por el G-20; (a.2) la reforma de tres pilares de Bretton Woods; y (a.3) la creación de un nuevo pilar de regulación y supervisión financiera.

¹⁴ Este apartado recoge ideas expresadas en el artículo del autor, Moreno (2010), en el que se ha publicado el cuadro 1.3.

a.1. La sustitución del G-7 por el G-20

El 15 de noviembre de de 2008 se celebra la primera cumbre de Jefes de Estado y Gobierno del G-20 que, hasta entonces, sólo se había configurado como una reunión de Ministros y Gobernadores¹⁵. Un año más tarde, el comunicado de la cumbre de Pittsburg de 24, 25 de septiembre de 2009, formaliza el traspaso de poderes sobre la coordinación internacional de políticas económicas desde el G-7 al G-20. Más allá de que el la respuestas a la crisis exigían una aproximación global, este traspaso supone el reconocimiento del peso de las economías emergentes y, en particular, de los cuatro países identificados como BRIC, Brasil, Rusia, China e India¹⁶. Como se observa en el gráfico 1.1, a partir de la entrada en el siglo XXI, las economías emergentes toman el relevo de las avanzadas en el impulso al crecimiento mundial.

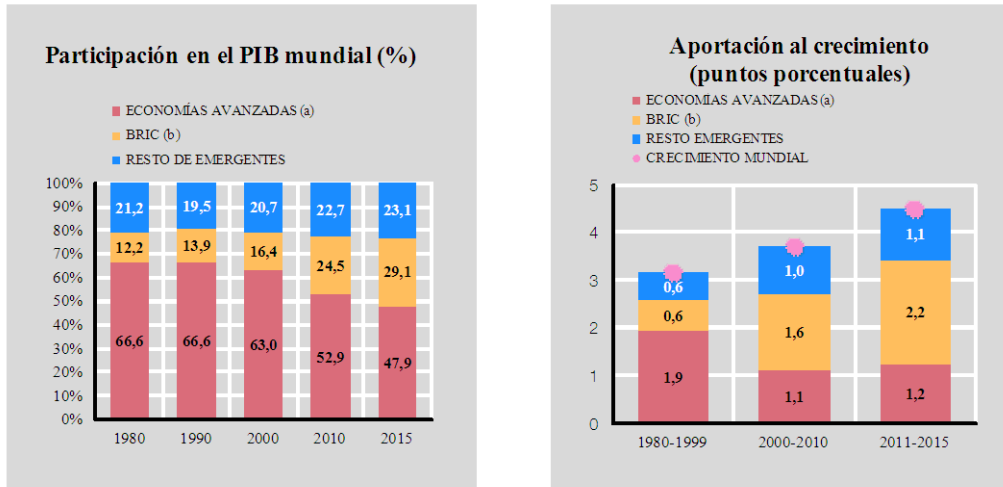
Ya en el año 2000 se empieza a observar una caída en el peso relativo de las economías avanzadas en el PIB mundial. A partir de entonces, la tendencia es claramente decreciente y, con las proyecciones de crecimiento actuales, las economías avanzadas supondrán menos de la mitad del PIB mundial en el año 2015 (el 48% cuando suponían $\frac{2}{3}$ del PIB mundial en 1990). En tasas de crecimiento, a partir de la década 2000-2010, las economías emergentes y en desarrollo superan en 1,5 puntos porcentuales a las avanzadas. Los datos son especialmente significativos para los cuatro países BRIC, los más dinámicos entre los emergentes, con un peso en la economía global que se duplica entre 1990 y 2010 alcanzando el 24,5% del PIB mundial¹⁷.

¹⁵ El G-20 se establece formalmente en la reunión de Ministros de Economía del G-7 en septiembre de 1999, como foro de diálogo ampliado sobre asuntos económicos internacionales a nivel de Ministros y Gobernadores.

¹⁶ La emergencia del G-20 probablemente responde a que era el foro existente que combinaba economías emergentes y avanzadas. De hecho, ya antes de la crisis, la gobernabilidad del OEI se estaba orientando más bien hacia un G8 ampliado a los BRIC.

¹⁷ Para un análisis detallado del nuevo peso reformado de las economías emergentes en el contexto internacional ver Carrasco, Molina, y Orgaz (2010).

Gráfico 1.1. El creciente peso de las economías emergentes en la economía global



Fuente: Carrasco, Molina, y Orgaz (2010).

En relación al funcionamiento del G-20 interesa resaltar dos aspectos: por un lado, (i) carece de una estructura permanente. La actuación del G-20 se sustenta en una estructura institucional informal a partir de grupos de trabajo sobre temas específicos y la multiplicación de reuniones de segundos niveles políticos (*deputies* y *sherpas*)¹⁸ que permiten avanzar en las propuestas. Ahora bien como señalan Solbes y Westendorp (2010), el G-20 no es la ONU. Esta estructura es eficaz en la toma de decisiones pero plantea problemas de falta de legitimidad porque no todos los países están involucrados –si bien el G-20 agrupa el 85% del PIB mundial y el 62% de la población, es notoria la ausencia de los países en desarrollo– y porque se imponen criterios de arriba hacia abajo eludiendo los procedimientos de decisión multilaterales. La presidencia francesa del G-20 en 2011 ya ha avanzado que uno de sus objetivos es dotar de una estructura más formal al G-20.

Por otro lado, (ii) el G-20 pone de manifiesto la relevancia que todavía tiene en las relaciones internacionales, el Estado-nación, pero al mismo tiempo, tiende a favorecer alianzas entre países para alcanzar el pulso suficiente que permita orientar las decisiones globales. Es el caso

¹⁸ Los *deputies* son los alternos de los Ministros (normalmente Secretarios de Estado), y los *sherpas*, los alternos de los Jefes de Estado y de Gobierno (normalmente responsables del área económica del gabinete del Presidente).

de los cuatro países BRIC (Brasil, Rusia, India y China) que han reforzado su cooperación a partir de 2009 a través de cumbres del Grupo BRIC anuales, y han consolidado un peso específico dentro del G-20 manteniendo posiciones comunes en muchos temas (sin perjuicio de geometrías variables en asuntos como el de la guerra de divisas por ejemplo, que ha enfrentado intereses de China y Brasil). En el caso de la Unión Europea, existen una serie de procedimientos internos en el marco de comités y subcomités ligados al ECOFIN en los que fluye la información sobre los temas G-20 y se intenta coordinar líneas comunes para ser defendidas por la Comisión y el banco Central europeo (miembros del G-20) y los cinco países europeos que están asistiendo al G-20 (Alemania, Francia, Italia, España¹⁹ y Reino Unido).

a.2. La reforma de los pilares de Bretton Woods

El G-20 acomete una reforma de los tres pilares que nacen de Bretton Woods: el FMI, el Banco Mundial (y bancos de desarrollo regionales); y la Organización Mundial del Comercio (OMC). Los capítulos 2 a 5 se ocupan de la reforma del FMI, que afecta a toda la institución, desde sus estructuras de gobernabilidad y de recursos (que se triplican), a sus políticas de supervisión y de préstamo. Como veremos, entre otoño de 2008 y finales de 2010, el FMI ha concedido préstamos por valor cercano a los 250.000 millones de dólares

En relación al Banco Mundial, se impulsa también un cambio en su gobernabilidad en la dirección de aumentar el peso de las economías emergentes y en desarrollo, y se aumentan sus recursos para préstamos, lo que también se extiende a los bancos de desarrollo regionales. Como se refleja en el cuadro 1.4, en conjunto las Bancos Multilaterales de Desarrollo aumentan su capital en un 85% (350.000 millones de dólares) y casi duplican el volumen de préstamos anuales de 37.000 millones a 71.000 millones (G-20, 2010^a). En cuanto a los instrumentos, se potencian los préstamos de apoyo presupuestario directo desvinculados de proyectos específicos y amplían también los programas cofinanciados entre sí.

¹⁹ España no es miembro formal del G-20, pero ha participado en todas las reuniones del G-20 desde la cumbre de 2008 como invitado de carácter permanente.

Cuadro 1.4. Aumento de préstamos en los Bancos de Desarrollo

Banco de desarrollo	Aumento de capital (porcentaje)	préstamos anuales pre-crisis 2000-2008 (millones de dólares)	Nuevo volumen de préstamos^b 2012-2020 (millones de dólares)
Banco Africano de Desarrollo	200%	1.800	6.000
Banco Asiático de Desarrollo	200%	5.800	10.000
Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo	50%	5.300	11.000
Banco interamericano de Desarrollo c	70%	6.700	12000
Grupo Banco Mundial			
- Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento	30%	12.100	15000
- Corporación Financiera Internacional	200 M*	5.400	17000
Total	85%	37.000	71.000

Fuente: G-20 (2010^a). *Aumento de 200 millones de dólares.

Por otro lado, en la cumbre de Seúl de noviembre de 2010, el G-20 consolida una nueva estrategia para el desarrollo. La agenda de desarrollo del G-20 se había centrado en el apoyo genérico a los Objetivos del Milenio y el impulso de medidas concretas como la inclusión financiera a través de un marco para la mejora del acceso a los servicios financieros de las pequeñas y medianas empresas y de los más pobres (microcréditos). En Seúl se aprueba una nueva estrategia para el desarrollo complementaria a los Objetivos, el Consenso de Seúl, que fija una serie de áreas prioritarias en un plan de acción multi-anual y seis principios para la política de desarrollo: centralidad del crecimiento como condición necesaria, ausencia de fórmulas únicas (cada país debe desarrollar su propia estrategia), priorización por parte del G-20 de asuntos sistémicos globales y regionales, criticidad de la participación del sector privado, resultados tangibles, y adicionalidad de los esfuerzos del G-20 a los de los principales actores internacionales en política de desarrollo (G-20, 2010b). De momento el Consenso de Seúl es un plan incipiente; será especialmente importante que, en efecto, se inserte en los esfuerzos multilaterales para el desarrollo, en particular los liderados por los organismos de la ONU, para evitar duplicidades.

Por último, con respecto a la política comercial y la OMC, el G-20 ha sido más preventivo que activo. La crisis financiera llevó a una dramática contracción del comercio internacional en el año 2009 (12%), como consecuencia de la caída en la demanda agregada. Se temía que la situación podría agravarse aún más si los países recurrían a la adopción de medidas comerciales proteccionistas generando una reacción en cadena. Los países del G-20 se comprometieron a no adoptar este tipo de medidas y encomendaron a la OMC la vigilancia de su aplicación. Según la OMC las tensiones proteccionistas se han contenido, de forma que las medidas adoptadas desde el inicio de la crisis solamente afectan a un 1,5 % de los flujos comerciales, y se espera que en el año 2010 se supere el volumen de comercio anterior a la crisis (OMC, 2010). El riesgo del proteccionismo parece venir ahora desde el frente monetario con el recurso a las devaluaciones competitivas. En el frente activo, no se ha conseguido dar un impulso definitivo a las negociaciones de la ronda Doha que languidecen después de casi 10 años desde su inicio. En el comunicado de Seúl se vuelve insistir en la importancia de concluir la Ronda Doha con un lenguaje algo más asertivo que el utilizado en anteriores declaraciones.

a.3. La creación de un nuevo pilar de regulación y supervisión financiera

Como veremos en el apartado C, el G-20 impulsa una reforma de la regulación y supervisión financiera global, lo que supone la activación de un nuevo pilar financiero en el OEI. Este pilar se asienta institucionalmente en el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB por sus siglas en inglés²⁰), que se crea en la cumbre del G-20 de abril de 2009 (G-20, 2009^a). El FSB se constituye a partir del Foro de Estabilidad Financiera (FSF), que se eleva de rango configurándose como Consejo y se amplía a los países del G-20 que no eran miembros, más España.

B. La respuesta macroeconómica a la crisis

La respuesta inicial a la crisis han sido políticas macroeconómicas expansivas y de rescate del sistema financiero, generalizadas en la mayoría de los países G-20. En parte extrapolando las

²⁰ FSB: Financial Stability Board.

lecciones aprendidas de la Gran Depresión del 29, se instala cierto consenso en que la salida de la crisis exige políticas monetarias y fiscales expansivas. En el G-20 los sucesivos comunicados de las cumbres desde noviembre de 2008 hasta noviembre de 2010 reiteran la necesidad de mantener el impulso fiscal y monetario. Este impulso no es sólo nacional sino que también es apoyado por financiación internacional a través de los programas de las instituciones financieras internacionales (IFIs), especialmente del FMI. En diciembre de 2008, Dominique Strauss-Kahn apunta a la necesidad del impulso macroeconómico para salir de la crisis y la disposición del FMI para apoyar a los países que lo necesiten (Strauss-Kahn, 2008).

Ahora bien, especialmente a partir de la cumbre de Toronto en junio de 2010 –y tras las crisis de la deuda en la UE de mayo de 2009–, se empieza a enfatizar la importancia de ir diseñando estrategias de salida coordinadas para las políticas macroeconómicas, una vez se consolide la recuperación. A continuación se analizan las principales líneas de actuación en las políticas macroeconómicas y de rescate (b.1), y los esfuerzos de coordinación internacional (b.2).

b.1. Políticas macroeconómicas

El coste de la crisis

A partir de 2007, los Bancos Centrales de las economías avanzadas han respondido con una política masiva de inyección de liquidez en sus sistemas domésticos utilizando instrumentos convencionales. Los tipos se bajaron hasta niveles cercanos a cero, se ampliaron los plazos en los créditos concedidos al sector privado y en algunos casos, se amplió el tipo de colateral aceptado en las operaciones de provisión de liquidez o el número de contrapartidas (como hicieron la FED y el Banco de Inglaterra).

A medida que la crisis se intensifica a finales de 2008, los bancos centrales de las principales economías avanzadas van agotando su arsenal convencional y recurren adicionalmente a otro tipo de operaciones no convencionales de intervención directa en segmentos específicos de los mercados financieros o incluso apoyo directo a instituciones específicas. El cuadro 1.5 refleja las principales actuaciones de los Bancos Centrales:

Cuadro 1.5. Actuaciones no convencionales de política monetaria

Banco Central	Mercados o instituciones específicas en los que se interviene
Reserva Federal	Pagarés comerciales, activos titulizados, titulización hipotecaria (MBS) y deuda de agencias (GSE), compras de bonos del Tesoro, apoyo a instituciones específicas (Bear Stearns, AIG)
Banco de Inglaterra	Pagarés comerciales, deuda corporativa, compras de bonos del Tesoro, apoyo a instituciones específicas (Northern Rock, RboS, HBOS)
Banco Central Europeo	Deuda corporativa, bonos garantizados (cédulas hipotecarias, entre otros), compras de bonos del Tesoro.
Banco de Japón	Pagarés comerciales, deuda corporativa, acciones en poder de los bancos, compras de bonos del Tesoro.
Banco de Suecia	Apoyo a instituciones específicas (Kaupthing Bank, Carnegie Investment Bank)
Banco Nacional de Suiza	Deuda corporativa, apoyo a instituciones específicas (UBS)

Fuente. Banco de España (2009).

La FED fue especialmente activa en la compra de activos específicos del sector privado (principalmente, pagarés comerciales y determinadas titulizaciones, de los que llega a hacer adquisiciones por un importe equivalente al 2,5% del PIB), y la compra de otros activos, como titulizaciones y deuda de las agencias hipotecarias con apoyo público (hasta representar el 8,8% del PIB). El Banco de Inglaterra también realizó compras directas de algunos activos financieros privados, pero en una magnitud muy poco significativa. Por último, ambos bancos centrales —al igual que el sueco y el suizo— apoyaron directamente a algunas instituciones específicas, como en el caso de Bear Stearns y AIG en Estados Unidos y Northern Rock en Reino Unido.

A partir del primer trimestre de 2009 se observan primeras compras en firme de bonos del tesoro en la FED (300.000 millones de dólares, aproximadamente el 2,1% del PIB) y el Banco de Inglaterra (200.000 millones libras, 13,7% del PIB), y su aceleración en el Banco de Japón (que ya venía haciéndolo). En octubre de 2010 la FED anuncia una segunda ronda de *quantitative easing* con la compra planificada de 600.000 millones de dólares en bonos del tesoro americano. Por su parte, el BCE había descartado esta opción; sin embargo, en mayo de 2010, ante las tensiones financieras derivadas de los problemas fiscales en el área del euro,

decidió intervenir en los mercados de deuda pública y privada, con el objetivo de asegurar su buen funcionamiento como mecanismo de transmisión de la política monetaria (Banco de España, 2009).

Además del apoyo de los bancos centrales, la mayor parte de las economías avanzadas, y algunas de las principales economías emergentes, han desarrollado distintos programas de rescate de los sistemas financieros nacionales que también incorporan apoyo fiscal. Entre las medidas de rescate financiero que se han articulado están: el establecimiento de garantías, inyecciones de capital o recapitalizaciones, compra de activos (incluyendo los denominados TARP²¹), préstamos públicos, o nacionalizaciones de bancos. El FMI (IMF-G-20, 2010) ha estimado que a finales de 2009, para el conjunto de economías avanzadas del G-20, los recursos puestos a disposición del sistema financiero supone de media un 6.2 % del PIB, que se eleva al 17% si se incluyen las garantías a las operaciones del sistema financiero.

Sin embargo, la mayoría de este apoyo comprometido no ha sido utilizado. El apoyo efectivo se ha concentrado en las economías avanzadas, donde se estima que ha sido de alrededor del 3.5 % del PIB (2.2% para el conjunto del G-20), de los cuales se calcula que cerca de 0.8 puntos ya se han recuperado a finales de 2009 (fundamentalmente a través de recompras de capital y gravámenes sobre el sector financiero). Por tanto, el coste fiscal neto en las economías avanzadas se cifra en alrededor del 2.8% del PIB (unos 900.000 millones de dólares), si bien con grandes diferencias entre países. La mayor parte del coste fiscal del rescate se concentra en seis países: Reino Unido (coste 6.1% de su PIB), Alemania (4.9%), EEUU (4.8%), Canadá (4.4%), Rusia (3.1%) y Francia (1.1%).

En definitiva, los gobiernos articulan una amplia y costosa gama de instrumentos monetarios y fiscales en respuesta a la crisis. Ahora bien, Laeven y Valencia (2010) señalan que no se trata cifras especialmente significativas en términos históricos. Comparan el esfuerzo relativo medio de las respuestas entre 2007 y 2009, con episodios de crisis bancarias sistémicas entre 1970 y

²¹ TARP: Troubled Asset Relief Program.

2009 que también han requerido intervenciones significativas²², y concluyen que las respuestas a la crisis financiera global han sido equivalentes a las de crisis financieras previas.

Observan que de media, el apoyo de liquidez directo, un 5.5% de los depósitos y pasivos en el sistema, es menor que la media histórica (del 10%), lo que explican por el mayor tamaño del sistema financiero. Sin embargo la expansión monetaria multiplica por 6 la media de episodios previos (que se situaba en un 1%, medido como ratio base monetaria/PIB), lo que se explica porque las crisis previas se han centrado en economías emergentes y en desarrollo con menor margen para practicar una política monetaria expansiva.

En relación a los costes fiscales, el aumento medio de la deuda pública del 24% supera con creces la mediana histórica (16%), sin embargo el apoyo fiscal directo a los bancos del 5% del PIB²³ es menor (10% de media en crisis previas). Esto es un reflejo de la concentración de la crisis actual en las economías avanzadas, donde hay un mayor margen para aplicar políticas fiscales expansivas a través de estabilizadores automáticos; y por otro lado, del uso paralelo de la política monetaria y de la articulación de esquemas de garantías (sin coste) para el rescate bancario.

Los retos para la política monetaria y la política fiscal

Tras el potente impulso expansivo en respuesta a la crisis, la política monetaria se enfrenta a un doble reto: por un lado (i) la estrategia de salida o desapalancamiento de los instrumentos no convencionales que han empeorado sus balances y, por otro, (ii) la incorporación del objetivo

²² Definen que hay crisis sistémica en un país si coinciden situaciones de inestabilidad significativa (pérdidas elevadas, quiebras o huida de depositantes), e intervenciones públicas en el sistema bancario. Las intervenciones se consideran significativas si se dan al menos 3 de los siguientes 6 tipos de intervenciones: al menos 5% de inyección de liquidez; al menos un coste del 3% del PIB de los procesos de reestructuración de bancos; nacionalizaciones significativas de bancos; ampliación de esquema de garantías significativo; compra de activos bancarios por valor de al menos 5% PIB; y congelamiento de depósitos.

²³ Estas cifras no coinciden con las previas de IMF 2009 referidas al G-20. En su análisis Laeven y Valencia identifican 23 países con crisis financieras sistémicas, muchos de los cuales no pertenecen al G-20 y tienen respuestas monetarias y/o fiscales relativas a su PIB superiores a las de los países avanzados del G-20, como Bélgica, Grecia, Irlanda, Islandia, Rusia, Suecia, Suiza o Ucrania.

de estabilidad macro-financiera en el diseño de la política monetaria junto con el de la estabilidad de precios.

- (i) En relación a los instrumentos no convencionales, algunos cambios operacionales como la expansión del tipo de colateral o del número de contrapartidas utilizables, probablemente se pueden mantener en la medida en que permiten una instrumentación más flexible para la provisión de liquidez. Sin embargo, en relación a los activos, el objetivo debería ser su transferencia a las autoridades fiscales o compañías de gestión de activos. El principal reto para las autoridades monetarias está en el desapalancamiento de activos públicos por el impacto que pueda tener su venta sobre los tipos de interés a largo plazo y el manejo futuro de la política monetaria (Banco de España 2009)²⁴.

- (ii) Por otro lado, la crisis plantea la revisión de la ortodoxia pre-crisis sobre la política monetaria marcada por el objetivo de la estabilidad de precios²⁵. Se reabre así un debate sobre la oportunidad de recuperar una política monetaria multivectorial que tenga en cuenta no sólo la inflación, sino también la actividad económica y la estabilidad macro-financiera²⁶. Es decir, una política monetaria que responda al apalancamiento y a la asunción global de riesgos en el sistema financiero para contrarrestar posibles crisis sistémicas. El reto político y académico está en diseñar una instrumentación de la política monetaria que consiga gestionar y equilibrar los *trade-offs* que se producen entre los distintos objetivos²⁷. Desde el FMI se contribuye a este debate a través de su política de

²⁴ De hecho, muchas de estas facilidades han caducado en Estados Unidos a finales de 2009 e inicios de 2010, según lo programado, con escasa repercusión en los mercados. Asimismo, la compra en firme de activos del sector privado (especialmente importante en el caso de la Fed, que llegó a adquirir pagarés comerciales por un importe equivalente al 2,5% del PIB), se ha revertido casi por completo y esta facilidad también ha expirado según lo programado.

²⁵ Si bien en la práctica las políticas monetarias antes de la crisis persiguen distintos objetivos en distintos países como el crecimiento o la estabilidad cambiaria, la pauta que marca la ortodoxia en el diseño de las políticas monetarias antes del estallido de la crisis está determinada por el objetivo inflacionario.

²⁶ Para un análisis de los retos que plantea la estabilidad financiera ver Caruana (2010).

²⁷ Por ejemplo, unos tipos de interés elevados pueden frenar la aparición de burbujas en el sistema financiero, sin embargo, pueden chocar con el objetivo de crecimiento –porque reducen la senda de crecimiento y de creación de

supervisión y desarrollando informes sobre retos y mejores prácticas para la política monetaria²⁸.

En cuanto al desarrollo de la política fiscal, entre abril y mayo de 2010 se produce un punto de inflexión como consecuencia de la crisis de la deuda griega. La presión de los mercados sobre la deuda europea obliga al cambio de política y a preconizar la sostenibilidad fiscal. En tan solo dos semanas el FMI pasa de recomendar una salida fiscal ordenada a exigir el ajuste fiscal inmediato en determinados países. En junio, el comunicado del G-20 de Toronto pone el acento en el diseño de estrategias de salida fiscales, con un nuevo consenso en torno a distintas velocidades de ajuste en función de la inestabilidad fiscal del país. Toronto fija incluso objetivos de reducción del déficit a la mitad y estabilizar la deuda para el año 2013, con la excepción de Japón.

b.2. Establecimiento de un nuevo marco de coordinación internacional de políticas macroeconómicas

Como veíamos en el primer apartado del capítulo, un reto importante para las políticas macroeconómicas tiene que ver con los desequilibrios globales y la asimetría del SMI que favorecen el sostenimiento de tipos de interés bajos a escala global. Existe cierto consenso académico en que los costes de la crisis hubieran sido menores de haberse dado una solución cooperativa internacional a favor de un patrón de crecimiento más equilibrado y menos dependiente de EEUU. Esto se hubiera alcanzado con una combinación de políticas monetaria y de supervisión más restrictivas en EEUU, cuyo efecto contractivo sobre el crecimiento mundial se hubiera compensado con reformas estructurales que potenciaran el crecimiento potencial en Europa y Japón, y con políticas de reequilibrio hacia el crecimiento doméstico y la flexibilidad cambiaria en Asia (Catte et al, 2010).

empleo– pero también con el objetivo inflacionario, porque la vinculación de los tipos a la estabilidad financiera altera las expectativas de inflación de los agentes.

²⁸ Como informe de referencia sobre el análisis del FMI ver IMF (2010a).

Como señalan Ceña y Hernández, el Fondo ha participado en la coordinación internacional de políticas macroeconómicas desde sus inicios. La coordinación empieza a adquirir una atención creciente tras la ruptura del sistema de Bretton Woods en los años 70, se acelera a partir de los años 80, en los que se asiste a los acuerdos del Louvre y del Plaza, y continúa en la década de los 90 con el debate sobre las zonas meta para los tipos de cambio (Ceña y Hernández, 1995). Desde el punto de vista teórico la coordinación se puede aproximar desde el enfoque de la teoría de juegos. La coordinación se enfrenta un problema de equilibrio de Nash no cooperativo donde los países no coordinan, bien por la disparidad de intereses nacionales, bien porque parten de un diagnóstico y una modelización de la situación económica distinta y, con ello, tienen una diferente valoración de los efectos de las políticas²⁹.

En 2006, el FMI ya había intentado aproximar el problema de los desequilibrios globales a través del proceso de Consulta Multilateral. Estas consultas pretendían constituirse en una suerte de consultas o Gs ad hoc en función del tipo de problema que se tratara de afrontar. En 2006 se trató de buscar un consenso sobre el análisis de los desequilibrios globales involucrando a sus principales actores (Arabia Saudita, China, EEUU, Japón y Zona del Euro) para buscar posibles soluciones coordinadas. Sin embargo el proceso dio pocos resultados, y las consultas multilaterales se discontinuaron tras un único informe (IMF, 2007).

La crisis ha impulsado el establecimiento de un nuevo esquema de coordinación de políticas macroeconómicas en el seno del G-20³⁰ a través del Marco para un Crecimiento Robusto Sostenible y Equilibrado activado en la cumbre de Pittsburg en 2009 (G-20, 2009b). El Marco pretende coordinar las políticas macroeconómicas a favor del objetivo común del crecimiento y

²⁹ Fisher (1987) lo planteaba para el caso de coordinación de políticas fiscales expansivas en los años 80. Si bien las ventajas de la coordinación son claras –un impulso coordinado evita los problemas de déficit por cuenta corriente que se generan en el país expansivo cuando es el único que emprende el impulso fiscal– en la práctica el equilibrio cooperativo es difícil por varias distintas posibles razones: las diferentes modelizaciones entre países que dificultan llegar a un acuerdo sobre los resultados de la coordinación, las diferencias en los objetivos de política económica entre las principales economías sistémicas, o los escasos efectos en las políticas de un país sobre el resto.

³⁰ En 2010, en la UE también se inician nuevos procedimientos para reforzar el seguimiento de las políticas fiscales de los países miembros en el marco del pacto de estabilidad, incluyendo nueva regulación para el procedimiento de déficit excesivo, y nuevas directivas sobre los marcos presupuestarios de los países miembros.

a la corrección de los desequilibrios globales. Se trata de un ejercicio que permite un análisis conjunto de las políticas económicas de los países que viene a complementar las realizadas por muchos organismos internacionales como el FMI, la OCDE el Banco Mundial, pero con el valor añadido de ser un análisis inter-pares, lo que aumenta la capacidad de incidir en las políticas nacionales.

El FMI juega un papel central en el Marco al elaborar los documentos analíticos de base para la posterior toma de decisiones del G-20, ejerciendo una suerte de secretaría técnica. En particular, el FMI elabora el principal informe de referencia, el Proceso de Evaluación Mutua (MAP, por sus siglas en inglés³¹), que se elabora a partir de la valoración por parte del país de sus propias políticas respondiendo a un cuestionario (*template*). El MAP valora las perspectivas económicas globales y las políticas económicas de los países poniendo el énfasis en sus efectos sobre el resto del mundo y proponiendo escenarios de política económica alternativos para tratar de evitar inconsistencias de política económica.

Ahora bien, la efectividad de este nuevo mecanismo de coordinación está aún por determinar. En los dos primeros años tras la caída de Lehman, la coordinación de políticas macroeconómicas en el seno del G-20 ha resultado fácil. Realmente, ha consistido en poco más que en un *laissez-faire* en el que cada país ha aplicado las políticas que ha estimado oportunas a partir de un consenso generalizado de que era necesario un impulso keynesiano para evitar los errores de la Gran Depresión del 29.³²

El problema empieza a emerger a la hora de coordinar las estrategias de salida. Como veíamos, la cumbre de Toronto de junio de 2010 empieza a demostrar las disensiones entre las

³¹ MAP: Mutual Assessment Process.

³² De hecho, inicialmente hubo más bien poca coordinación. Así fue, por ejemplo, en las estrategias de rescate del sistema financiero en las que los países optaron por establecer sus propios sistemas de protección a bancos y depositantes –como el aumento unilateral de Países Bajos de la cobertura a depositantes a 100.000 euros que luego sí se coordinaría a nivel europeo- con el riesgo de se produjeran corridas bancarias en terceros países. Lo mismo puede decirse de la preocupación inicial de EEUU para proveer liquidez a su propio sistema financiero cuando la escasez de dólares era global, si bien la FED en una segunda fase estableció una serie de swap bilaterales.

principales economías sobre el diagnóstico de los problemas, el alcance y el ritmo que debe seguirse en estas estrategias de salida fiscal, o la falta de consenso para establecer un impuesto al sistema financiero para financiar los costes de su propio rescate³³. En la cumbre de Seúl de noviembre de 2010, el debate se centra en las políticas monetarias y de tipo de cambio, encendido con la segunda ronda de *quantitative easing* de la FED anunciada en octubre. Se trata de una reedición del debate sobre los desequilibrios globales, que en Seúl se aproxima en su vertiente de tipos de cambio, en términos de lo que se ha denominado “guerra de divisas”.

En este sentido, si bien como consecuencia de la propia crisis se ha reducido el tamaño de los desequilibrios, como veíamos, no está claro que se produzca el escenario ideal de corrección gradual del déficit exterior estadounidense y reequilibrio del crecimiento en China (y economías emergentes en general) hacia una mayor demanda doméstica con un renminbi más apreciado y una menor demanda global de reservas (Blanchard y Milesi-Ferretti, 2009). El reto para el G-20 –y en gran medida todo para el G-2, EEUU-China– es conciliar los objetivos internos con los efectos externos de unas políticas macroeconómicas que lógicamente están determinadas en primer lugar por condicionantes económicos y políticos domésticos³⁴.

De cara a la efectividad futura del Marco, existen una serie de elementos que invitan al optimismo y que mejoran esquemas como las fallidas consultas multilaterales del FMI:

- (i) el G-20 insiste en activar un marco de análisis común. En Seúl, al no alcanzarse un acuerdo sobre la coordinación cambiaria, se activó el Plan de Acción de Seúl, cuyo principal elemento es el refuerzo del MAP en 2011 para alcanzar un marco de análisis y diagnóstico común para determinar qué constituye un gran desequilibrio y cómo debe

³³El coste del rescate del sistema financiero ha introducido un intenso debate sobre los mecanismos para que la banca contribuya a pagar el coste de su propio rescate. La cumbre del G-20 de Toronto en junio de 2010 puso de manifiesto la imposibilidad de llegar a un acuerdo internacional al respecto (países como Canadá o Australia se negaban a gravar sus sectores financieros cuando no habían experimentado crisis) de forma que se ha optado por una solución no coordinada en la que cada país está fijando sus propios gravámenes. El énfasis de la coordinación en el G-20 se ha centrado en reducir y prevenir los costes de futuras crisis a través de la reforma.

³⁴ Para un análisis de los condicionantes políticos internos que explican la posición de los principales países en relación a los tipos de cambio ver Steinberg (2010).

corregirse. En febrero de 2011 los Ministros y Gobernadores del G-20 ya han anunciado un acuerdo sobre un conjunto de indicadores de referencia;

- (ii) existe un observador independiente, el FMI, que evalúa las políticas;
- (iii) en el proceso participan todos los actores globales relevantes (el G-7 por ejemplo excluía a los emergentes) y al más alto nivel porque se involucra a los jefes de Estado y de gobierno de los países del G-20;
- (iv) ha habido síntomas de que, ante problemas graves como el abierto por la crisis de la deuda griega, se ha reaccionado tomando medidas inmediatas de consolidación fiscal y acordando objetivos de reducción del déficit y estabilización de la deuda para el año 2013 (cumbre de Toronto). Por otro lado, la presión inter pares, aunque levemente, ha dado algunos síntomas positivos, como en el caso de China, que llegó a las dos cumbres de 2010 permitiendo una ligera apreciación del renminbi como símbolo de buena voluntad.

El Marco constituye un punto de partida sobre el que se podrá ir reforzando en el tiempo la coordinación económica internacional. Si bien se trata de esquemas con mecanismos blandos de sanción, como la mención explícita de infractores o el requerimiento de explicar o revertir ciertas actuaciones, probablemente representan un primer paso necesario en un proceso de creciente vigilancia global que debe ser gradual.

C. Políticas de regulación y supervisión Financiera

La reforma del sector financiero ha sido un elemento central en la agenda del G-20 desde el primer plan de acción en Washington que se ha ido enriqueciendo en los planes subsiguientes de las cumbres de Londres, Pittsburgh y Toronto. Como veíamos, en Londres se da un paso especialmente relevante con la creación del FSB como principal foro para coordinación de la

regulación y la supervisión financiera global, configurándose como un nuevo pilar del OEI³⁵. El esquema institucional internacional para la reforma del sistema financiero global se completa con el Banco internacional de Pagos de Basilea (BIS) y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS)³⁶.

En este pilar, junto a las reformas domésticas adquiere especial importancia los esfuerzos de coordinación internacional en un contexto de mercados financieros globalizados donde la efectividad de las políticas dependen en gran medida de una aplicación amplia para evitar el arbitraje de las instituciones y mercados financieros entre las distintas jurisdicciones.

Se analizan a continuación las principales reformas introducidas distinguiendo entre (c.1) la revisión los esquemas de regulación, y (c.2) las reformas en la vigilancia y supervisión de los sistemas financieros. Ambas reformas son necesarias, la crisis ha sido en su origen financiera y se ha debido tanto a problemas de ausencia de normas (tarea regulatoria), como a deficiencias en su aplicación o en el control sobre su implementación (tarea supervisora).

c.1 Ampliación de la regulación financiera³⁷

En el ámbito regulatorio, la cumbre del G-20 de Londres en abril de 2009, emitió una Declaración sobre fortalecimiento del sistema financiero (G-20, 2009b), en la que destacan iniciativas en tres áreas: (i) perímetro de la regulación, (ii) regulación prudencial, y (iii) regulación macro-prudencial.

- (i) En relación al perímetro, la crisis ha revelado que no todas las instituciones con potenciales efectos sistémicos estaban reguladas, o en algunas que sí lo estaban, la regulación era insuficiente, como es el caso de los bancos de inversión norteamericanos.

³⁵ Fernández y Estella (2011) plantean la posibilidad de elevar aun más el rango del nuevo pilar creando una Organización Mundial Monetaria y Financiera gemela a la OMC.

³⁶ Para un análisis de los principales retos a los que se enfrenta el sector financiero ver Viñals et al. (2010).

³⁷ Este apartado recoge ideas expresadas en los artículos del autor: Moreno (2009) y Moreno (2010).

La regulación pre-crisis no ha calibrado bien la importancia del riesgo sistémico derivado de la actividad de un amplio grupo de intermediarios no regulados –que son, por otro lado, un motor importante de la intermediación financiera– en la confianza de que entre sus clientes, los bancos, que sí estaban en el ámbito regulatorio, velarían por su solvencia. En la práctica no ha existido ese control del mercado y se ha generado además un arbitraje regulatorio de forma que muchos de los derivados financieros asociados a los procesos de titulización han permitido a los bancos regulados participar en actividades de intermediación no reguladas.

- (ii) La crisis también ha destapado algunas deficiencias en la regulación prudencial de determinados riesgos que han estado en el centro de la crisis, como los asociados con los productos fuera de balance, o los riesgos de eventos extremos. En este terreno se ha impulsado el establecimiento de nuevas medidas de gestión prudencial de los recursos, incluyendo iniciativas como la generación de colchones de liquidez, o requerimientos vinculados a la exposición fuera de balance y a la protección del capital frente al ciclo³⁸. El resultado ha sido la aprobación de unas nuevas normas prudenciales.
- (iii) Tradicionalmente la regulación se ha centrado en la solidez de las entidades individuales, pero la crisis ha demostrado que la suma del riesgo de las entidades no es equivalente a la del sistema, de forma que la regulación y supervisión de cada entidad por separado no es suficiente para controlar el apalancamiento y las interconexiones entre entidades. El G-20 ha impulsado mecanismos para incorporar un enfoque macro-prudencial de la regulación y la supervisión de forma que se tenga en cuenta, por un lado, el posible riesgo sistémico que pueda producir la entidad (más allá de su posición financiera y contable) y, por otro, los puntos de presión macroeconómicos y canales de transmisión entre países que se estén acumulando en el sistema (asociados, por ejemplo, a excesos de liquidez, desequilibrios sectoriales, riesgos cambiarios o caídas en los precios de los activos)³⁹.

³⁸ En estas áreas, la experiencia regulatoria del Banco de España ha recabado especial atención, en particular, las provisiones dinámicas y el requerimiento a las instituciones financieras a consolidar en el balance los vehículos de inversión estructurada (SIVs).

³⁹ Para un análisis del enfoque macroeconómico de la regulación financiera ver Hinarejos y Varela (2010).

Junto a la tarea regulatoria, el G-20 también impulsa medidas específicas en el marco de la disciplina de mercado. Entre ellas, destaca la llamada a revisar los estándares de contabilidad para mejorar la contabilidad de actividades de fuera de balance y avanzar hacia un marco unificado de estándares internacionales.

A partir de 2010 se empiezan a recoger los primeros frutos de los trabajos encargados por el G-20 al FSB, BIS y BCS. El principal elemento es la aprobación de las nuevas normas de regulación bancaria de Basilea III. Las nuevas normas mejoran la transparencia y consistencia a nivel internacional y establecen requisitos más estrictos de liquidez y calidad de capital, elevando los requerimientos mínimos de capital del 2% al 4.5%. Se establece, además, un colchón adicional de conservación del capital del 2.5% y estándares de liquidez (tanto a corto como a largo plazo) para contener el apalancamiento excesivo en el sistema. Estas medidas entrarán en vigor paulatinamente, desde 2013 hasta 2018. FSB y BCBS también han elaborado nuevas normas sobre gestión de riesgos y supervisión incluyendo la estandarización de contratos de derivados OTC y guías sobre la remuneración de directivos, sobre información pública y disciplina de mercado, o sobre la menor dependencia de las agencias de calificación de riesgos.

Otras iniciativas incluyen medidas para reforzar o incluir en el marco regulatorio a las agencias de calificación de riesgos o los *hedge funds*, o la elaboración de principios para los esquemas de remuneración de los directivos, de forma que se adapten mejor al horizonte temporal de los riesgos asumidos. Los supervisores nacionales evaluarán las políticas de remuneración como parte de la solidez global de la entidad.

Quedan pendientes dos temas principales que se abordarán en 2011, el desarrollo de los estándares internacionales de contabilidad y, sobre todo, la definición y establecimiento de los requisitos adicionales (por encima de Basilea III) que se exigirán a las instituciones financieras de importancia sistémica (o SIFIs, por sus siglas en inglés⁴⁰). El G-20 ha llamado al FSB a continuar con su agenda de trabajo en 2011 y a alcanzar un acuerdo para que las G-SIFIs

⁴⁰ SIFIs: Systemically Important Financial Institutions.

tengan una mayor capacidad de absorción de pérdidas, estén sujetas a una supervisión más intensiva y a planes de resolución que reduzcan la probabilidad y el impacto de su quiebra. La dificultad que deberá resolver el FSB será evitar normas homogéneas y calibrar el grado de sistemicidad y, por tanto, graduar los requerimientos en función de los distintos tipos de SIFIs.

En la Cumbre de Seúl, el G-20 también ha apuntado a los próximos pasos en los que se deberá seguir trabajando en 2011 incluyendo: la consideración de los riesgos específicos de los países emergentes –con menor desarrollo supervisor y más sujetos a riesgos externos–; reforzar la regulación de los sectores no bancarios, para evitar que las actividades migren a partes no reguladas del sistema financiero (*shadow banking*); o reforzar la dimensión sistémica de la regulación y supervisión prudencial (regulación macro-prudencial), ámbito en el que será especialmente importante coordinar la labor paralela que se está realizando en distintas instituciones como el FMI, el FSB o el BIS. Por último, será necesario reforzar la supervisión global, que se está sustentando en la labor de los colegios de supervisores (para las SIFIs), los examen-país del FSB, y la labor de vigilancia financiera del FMI, que ha hecho obligatorias las evaluaciones de estabilidad del sistema financiero para países sistémicos.

El principal reto que se plantea para la regulación está en establecer los límites para no caer en la sobrerregulación. Un exceso de regulación puede introducir ineficiencias en términos de limitar la capacidad de innovación del sistema financiero o de de arbitraje regulador⁴¹. También puede dificultar la implementación y con ello la credibilidad y legitimidad de las medidas. Por tanto, para los reguladores, el problema es –partiendo de un análisis de coste-beneficio⁴²– generar los incentivos adecuados en el mercado y minimizar las consecuencias no intencionadas de la regulación. La respuesta debe ser seguir siendo doble, regulación más disciplina de mercado, buscando la complementariedad entre ambas y manteniendo la

⁴¹ La propia regulación puede generar incentivos a la creación de nuevos instrumentos para soslayarla que automáticamente amplían el potencial perímetro regulatorio. Se desencadena, así, una carrera entre el regulador y los agentes financieros en la que el primero tiende a quedarse atrás.

⁴² El armazón teórico para el análisis del coste-beneficio no es nuevo. Los fallos de mercado que se están observando se inscriben en problemas bien conocidos de la teoría económica como los de principal y agente, las externalidades o los comportamientos erráticos (*mood swings*), si bien los académicos deberán trabajar en el perfeccionamiento de los modelos para los mercados financieros tras las lecciones aprendidas con la crisis.

confianza en que las políticas regulatorias que apuntalan la disciplina de mercado pueden funcionar mejor que las que restringen la actividad de las instituciones financieras. La regulación deberá acompañarse además de una estrecha y efectiva supervisión. En este sentido como señalan Varela y Varela (2008), el origen de la crisis no es tanto un problema de falta de regulación, sino de una supervisión inadecuada de la regulación existente.

c.2. Un nuevo esquema para la supervisión y vigilancia financiera⁴³

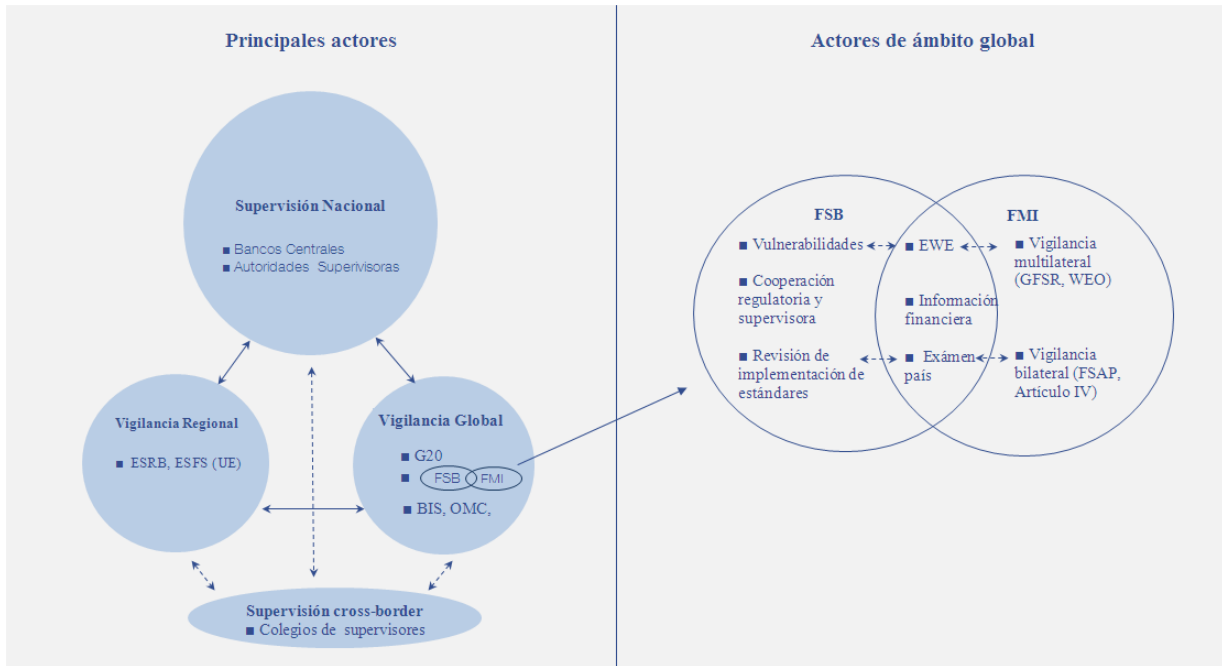
La vigilancia financiera global se enmarca dentro de un esquema más amplio de supervisión y vigilancia financiera que incluye actores nacionales, regionales y globales. El punto de partida de este esquema (reflejado en la parte izquierda del cuadro 1. 6) es la supervisión nacional. El supervisor doméstico es el primer responsable y el único con capacidad para velar por la vigilancia micro-prudencial de sus instituciones y para imponer sanciones en caso de incumplimiento.

Sin embargo, el ámbito de actuación de las autoridades nacionales es limitado en, al menos, dos sentidos. En primer lugar, porque los supervisores nacionales no tienen los instrumentos ni la información necesaria para controlar la actuación de los grupos financieros cuando estos actúan también fuera de sus fronteras. En este caso, la supervisión se cubre con otro actor del sistema, los colegios de supervisores, que aglutinan a los supervisores de los países en los que actúa la institución en cuestión. La crisis financiera global está suponiendo una revisión de ambos esquemas de supervisión (nacional y colegios) a través de la redefinición y puesta en práctica de los estándares y buenas prácticas de supervisión internacionales⁴⁴.

⁴³ Este apartado recoge ideas expresadas en el artículo conjunto del autor, Field y Moreno 2010, en el que se ha publicado el cuadro 1.6.

⁴⁴ En este sentido, conviene señalar la atención que está recibiendo el modelo español por las prácticas de supervisión continua in situ, en las grandes instituciones; y también, por recomendar la autonomía financiera de las filiales de las instituciones con matriz en España, que están sujetas a la supervisión del supervisor de acogida.

Cuadro 1.6. Marco de supervisión y vigilancia financiera global



Fuente: Field y Moreno (2010).

En segundo lugar, porque las autoridades nacionales tampoco cuentan con suficientes elementos de presión (menos aún de sanción) para velar por la estabilidad macro-financiera global para lo que es necesario fortalecer los esquemas de coordinación, supervisión y vigilancia financiera transnacionales. A partir de 2009, se han sucedido múltiples iniciativas para reforzar la supervisión financiera, tanto en el ámbito global como regional⁴⁵. A escala internacional, el G-20 ha impulsado un nuevo esquema de vigilancia financiera que se sustenta en dos instituciones centrales: el FSB; y el FMI. Otros organismos internacionales también han impulsado sus políticas de vigilancia en sus respectivos ámbitos. Es el caso de la Organización

⁴⁵ Destaca en Europa la articulación de un Sistema Europeo de Supervisores Financieros que gira en torno a dos nuevos grupos de instituciones; por un lado, en el ámbito de la supervisión macro-prudencial, la Junta Europea de Riesgos Sistémicos (JERS) con funciones de identificación y priorización de riesgos macro-prudenciales, y, en su caso, fijar recomendaciones de actuación. Por otro lado una serie de Autoridades que velan por la coordinación de normativas y prácticas de supervisión micro-prudencial comunes en los distintos mercados financieros: Autoridad Bancaria Europea, Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, y Autoridad Europea de Valores y Mercados. Estas tres Autoridades, sustituyen a los antiguos Comités para cada uno de los tres sectores, que ven elevado su rango y competencias. Para un análisis más detallado de las reformas en Europa ver Field y Pérez (2009). Para un análisis de las reformas del sistema financiero en EEUU ver Gonzalez-Mota y Marqués (2010).

Mundial del Comercio (OMC), con respecto al cumplimiento de los compromisos internacionales del comercio de servicios financieros; o del Grupo de Acción Financiera (GAFI) en relación al proceso de evaluación y cumplimiento de los estándares sobre blanqueo de capitales y financiación del terrorismo. En el ámbito del Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS), el Comité del Sistema Financiero Internacional (CGFS) y el Comité de Mercados han incorporado entre sus tareas regulares un seguimiento de los programas de rescate financiero. Se analizan a continuación los principales elementos de la supervisión de FSB y FMI.

FSB

Como veíamos, el FSB se constituye como la institución de referencia para la coordinación internacional de la regulación financiera, pero también asume entre sus competencias las siguientes funciones principales en el ámbito de la vigilancia financiera global:

- (i) Vigilancia del sector financiero internacional. Evaluación y supervisión de las vulnerabilidades que afectan al sistema financiero global, e identificar y aplicar medidas para hacerles frente, para lo que se crea un comité de seguimiento ad hoc. Esta vigilancia se suma a la del FMI en un ejercicio conjunto de vigilancia internacional, el denominado EWE⁴⁶.
- (ii) Coordinación de la supervisión financiera transfronteriza. El FSB coordina los esfuerzos de distintos o de supervisión de los grupos financieros transfronterizos⁴⁷ en tres frentes:
 - Colegios de supervisores. El FSB promueve el establecimiento de colegios de supervisores para grupos transfronterizos. Sin perjuicio de que cada colegio tiene que

⁴⁶ EWE: Early Warning Exercise.

⁴⁷ Nótese que no se entra en detalle en lo referente a los trabajos actualmente en marcha dedicados a la reforma regulatoria internacional, sobre lo que se ha escrito mucho, sino sobre los temas de supervisión.

adaptarse al grupo, se desarrollan principios sectoriales (bancarios, seguros) para el funcionamiento de los mismos, para garantizar consistencia entre los colegios.

- Supervisión nacional. Se está trabajando en recopilar las lecciones y los factores críticos de éxito que se obtienen de los diferentes modelos nacionales de supervisión que se aplican a SIFIs. Se identificarán las áreas donde podría ser aconsejable aumentar la intensidad y eficacia de la supervisión.
- Gestión de crisis. Elaboración de principios de actuación en situaciones de estrés y crisis del sistema financiero. El FSB ha promovido el establecimiento de grupos de gestión de crisis, que agrupan a representantes de las autoridades supervisoras, los bancos centrales, los ministerios y las autoridades de resolución de los grupos financieros internacionales.

(iii) Examen país. Se trata de ejercicios periódicos de revisión del cumplimiento de los estándares internacionales en materia de regulación y supervisión y analiza el sistema financiero del país. Se realizan por un equipo de expertos y sus conclusiones se discuten en el FSB. Este ejercicio presenta problemas de duplicaciones con los Programas de Evaluación del Sector Financiero (FSAP por sus siglas en inglés⁴⁸) elaborados por el FMI (de hecho la propia revisión parte de las conclusiones del FSAP) lo que exigirá mejorar la coordinación entre ambos.

FMI

La experiencia del FMI con la supervisión o vigilancia⁴⁹ del sistema financiero es muy reciente, no empieza a adquirir un carácter más formal hasta la segunda mitad de los años 90

⁴⁸ FSAP: Financial Sector Assessment Program.

⁴⁹ Se utilizan indistintamente los términos “supervisión” y “vigilancia” para referirse a la política de “surveillance” (en inglés) del FMI. El término “supervisión” es de uso más común al referirse a esta política del Fondo; si bien, en el caso del sistema financiero, la palabra supervisión se vincula a un seguimiento micro del balance de las instituciones financieras que el FMI no realiza.

como consecuencia de la crisis asiática⁵⁰. Entonces, se optó por reforzar la cobertura del sector financiero en los informes realizados bajo el Artículo IV⁵¹ de cada país y se introdujeron dos nuevos informes en el instrumental de vigilancia del Fondo: el mencionado FSAP y el GFSR⁵². El FSAP es un instrumento de vigilancia bilateral que se crea en 1999 conjuntamente con el Banco Mundial con el objetivo de analizar con detalle los sectores financieros de cada país y evaluar sus riesgos. El GFSR se crea en el ámbito de la vigilancia multilateral en 2002 para analizar los mercados financieros globales y complementa al WEO⁵³, analizando las ramificaciones financieras de los desequilibrios macroeconómicos⁵⁴.

En la última década el FMI también ha reforzado su *expertise* y su estructura departamental en temas financieros. En 2001 se creó el Departamento de Mercado de Capitales que más tarde, en 2006, se fusionaría con el Departamento de Asuntos Monetarios y Financieros, elevando al Director del nuevo Departamento de Asuntos Monetarios y de Mercado de Capitales (MCM) al rango de Consejero Financiero⁵⁵.

Sin embargo, la crisis financiera global ha revelado que este reforzamiento de la vigilancia financiera ha sido insuficiente, y el FMI ha impulsado las siguientes reformas principales en su vigilancia financiera bilateral⁵⁶:

⁵⁰ Gola y Spadafora (2009) remontan el inicio de la vigilancia del sistema financiero a finales de los años 80 con las actividades de investigación y asistencia técnica vinculadas a procesos de desregulación financiera.

⁵¹ El Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI es el que contempla la vigilancia bilateral de sus miembros.

⁵² GFSR: Global Financial Stability Report o Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial.

⁵³ WEO: World Economic Outlook o Informe sobre las Perspectivas Económicas Mundiales.

⁵⁴ El GFSR nace con periodicidad trimestral en 2002 pero pronto pasa a periodicidad semestral a partir de 2003 coincidiendo temporalmente con la publicación del WEO en marzo/abril y septiembre/octubre.

⁵⁵ Por tanto con rango equivalente al Consejero Económico, que ostenta el Director del Departamento de Estudios del Fondo. Desde su creación en 2006, MCM ha sido dirigido por dos españoles: Jaime Caruana (2006-2009) y José Viñals (desde 2009), respectivamente, ex-Gobernador y ex-Subgobernador del Banco de España.

⁵⁶ En el capítulo 5 se repasan los cambios en la supervisión multilateral desde su vínculo con la política de préstamo. Ver IMF (2010b) y IMF-World Bank (2009) para un análisis más detallado sobre los cambios en la supervisión Financiera del FMI y IMF 2010c para los cambios en el marco supervisor general.

- (i) Revisión del programa FSAP. Los FSAP no han permitido alertar con efectividad sobre los riesgos en los que estaba inmerso el sistema financiero mundial. Resulta sintomático que el país en el que se origina la crisis, EEUU, no había llevado a cabo un FSAP pese a la insistencia del Fondo. En cualquier caso, tampoco está claro que hubiera sido efectivo, porque en países en los que sí se habían hecho FSAP como Reino Unido o Bélgica, no se apuntaron los importantes riesgos a los que estaba sometido sus respectivos sistemas financieros, probablemente debido a unos informes FSAP que se han quedado obsoletos y de naturaleza excesivamente mecánica –centrados en comprobar si el país cumple o no unos determinados estándares internacionales.

El FMI ha reaccionado con cierta rapidez a estas deficiencias, revisando los FSAP para hacerlos más flexibles e incluyendo módulos específicos de estabilidad financiera y actualizaciones más periódicas y enfocadas en las debilidades específicas del país. Por otro lado, se ha formalizado el compromiso de realización de FSAP para todos los países con economías de importancia sistémica (incluidos todos los países del G-20). El Fondo está también avanzando en la actualización de los FSAP y su integración en los Artículos IV y en la vigilancia multilateral, para que capten mejor los vínculos transnacionales de los sistemas financieros.

- (ii) Marco analítico e información financiera. La crisis también ha revelado la complejidad de las interconexiones del sistema financiero internacional y la velocidad de ajuste de los mercados que, en muchos casos, han ido más de un paso por delante del supervisor. El FMI está trabajando en la mejora de su instrumental analítico sobre las redes del sistema financiero internacional y en actualizarlo de manera continua⁵⁷.

Otro elemento importante es el acceso a la información financiera relevante para poder llevar a cabo una vigilancia efectiva. Este es un trabajo que se está realizando conjuntamente con el FSB. Previo mandato del G-20, ambas instituciones han elaborado

⁵⁷ En este ámbito el Fondo ya está trabajando en la elaboración de nuevos instrumentos y metodologías sobre los vínculos macrofinancieros y los análisis de sensibilidad (IMF, 2010a).

un informe sobre los vacíos de información financiera (data gaps) que concluye con veinte recomendaciones, incluyendo la recopilación de datos sobre los vínculos entre entidades financieras o la elaboración de indicadores de estabilidad financiera (IMF-FSB, 2009). Se trata de una labor de carácter técnico que afecta a la confidencialidad de los datos financieros y que debe realizarse en plena colaboración con las autoridades nacionales.

En definitiva, el G-20 está impulsando un nuevo esquema para la regulación y supervisión financiera global en lo que constituye un nuevo pilar internacional junto a los tres tradicionales de Bretton Woods. En este pilar, se ha optado por un nuevo marco institucional con dos instituciones centrales, el FSB y el FMI. Las reformas están aún en desarrollo y habrá que esperar a su rodaje para evaluar su efectividad. Ambas instituciones se enfrentan a importantes retos incluida la colaboración entre ambas para evitar duplicidades.

En este sentido, la división de trabajo entre el FMI y el FSB debe basarse en la distinta naturaleza de las dos instituciones. El FSB es una institución pequeña con escasos recursos pero con una gran palanca política al estar conformada por los principales actores en la toma de decisiones de política económica, los Ministerios y los Banco Centrales. Por tanto, es una institución llamada a coordinar los esquemas de supervisión nacionales y a desarrollar la vigilancia financiera inter-pares. El FMI cuenta con un amplio funcionariado internacional independiente pero con menor palanca política. Por tanto, el Fondo encaja mejor con funciones de evaluación independiente para ejercicios como el examen país del FSB o el MAP del G-20, o con labores de vigilancia y apoyo técnico para que los países adopten los esquemas de supervisión (y regulación) que se decidan en el G-20 y el FSB.

CAPÍTULO 2.

LA EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA DE PRÉSTAMO Y DE LOS RECURSOS DEL FMI: UNA HISTORIA DE ADAPTACIÓN A LAS NECESIDADES DE SUS MIEMBROS

Los cambios que se introducen en la política de préstamo del FMI en 2009, forman parte de un conjunto más amplio de respuestas internacionales a la crisis financiera global analizado en el primer capítulo. Con la nueva política de préstamo el Fondo podrá atender de una manera más flexible a las necesidades de financiación de sus países miembros. Ahora bien, si la necesidad de dar una respuesta a la crisis acelera la reforma, los detalles de la misma no son improvisados. Al contrario, muchos de los cambios ya habían sido discutidos en el FMI con anterioridad y, de hecho, responden a una lógica en la evolución de la política de préstamo del Fondo. Por otro lado, los progresos en la política de préstamo no pueden acometerse sin progresos paralelos en los recursos del FMI, que constituyen su restricción presupuestaria.

En este capítulo se consideran las principales líneas de la evolución de la política de préstamo del FMI así como de sus recursos, centrándose en aquellos aspectos que más relación tienen con la reforma iniciada en 2009, lo que permitirá enmarcarla en su perspectiva histórica⁵⁸.

- 2.1. 1945–1963: Los primeros pasos en el diseño de una política de préstamo, los acuerdos de derechos de giro (acuerdos Stand-by, SBA).
- 2.2. 1963–1995: la diversificación de facilidades para cubrir necesidades específicas de balanza de pagos y una política de apoyo a los países de renta baja.

⁵⁸ Como se señalaba en la nota metodológica, el foco del análisis es la política de préstamos realizada a través de la Cuenta de Recursos Generales del FMI, si bien se hará referencia a la financiación a países en desarrollo de carácter concesional, especialmente en los cuadros 2.2 y 5.2.

2.3. 1995–2008: las crisis por cuenta de capital y la financiación a gran escala

2.4. Desde 2009: el aumento de recursos que acompaña a la reforma de la política de préstamo.

2.1. 1945-1963: LOS PRIMEROS PASOS EN EL DISEÑO DE UNA POLÍTICA DE PRÉSTAMO, LOS ACUERDOS DE DERECHOS DE GIRO (ACUERDOS STAND-BY, SBA)

El FMI comenzó sus primeras operaciones de préstamo el 1 de marzo de 1947, catorce meses después la entrada en vigor del Convenio Constitutivo el 27 de diciembre de 1945. Francia fue el primer país en recibir un préstamo de 25 millones de dólares (el 8 de mayo de 1947). Entre 1947 y 1951 se sucedieron continuos debates sobre qué requisitos se debían exigir al país a la hora de conceder un préstamo cuando este superaba el cinco por ciento de la cuota. Fue a lo largo de estos años cuando el Directorio se alejó del concepto de automatismo en la concesión de préstamos y se instaló la idea de condicionalidad progresiva (Horsefield, 1969, p. 189, 276)⁵⁹.

El punto de partida de las facilidades de préstamo del FMI será la aprobación del denominado Plan Rooth⁶⁰ por parte del Directorio el 13 de febrero de 1952, y la primera concesión a Bélgica el 19 de junio de ese año, de lo que a partir de octubre empezarían a conocerse como Acuerdos de Derechos Especiales de Giro, o acuerdos Stand-by (SBA). El Plan formaliza el acceso a recursos por parte del país que lo necesite durante un período determinado (normalmente entre 6 y 12 meses), y al mismo tiempo, el Fondo aseguraba la recuperación de los recursos mediante un acuerdo con el país para la recompra del préstamo en un período

⁵⁹ Para un análisis histórico del FMI, una referencia central son las obras de los historiadores jefe del Fondo, incluyendo J. Keith Horsefield (1969), Margaret G. de Vries (1986), y James M. Boughton (2001). Otras referencias clásicas son Manuel Guitián (1992), Manuel Varela (1969 y (coord.) 1994), las dos últimas con énfasis en las relaciones del Fondo con España. Como informe de referencia sobre las facilidades de préstamo ver IMF (2000), donde se incluye un análisis histórico.

⁶⁰ En nombre de Ivar Rooth, el Director Gerente del FMI entre 1951 y 1956.

máximo de cinco años. Se garantizaba así el carácter rotatorio de los recursos del Fondo (Horsefield, 1969, p. 324, 328-332).

Los SBA constituyen desde su origen la figura troncal de la política de préstamos del Fondo y sus principales características se irán reproduciendo en las distintas facilidades que se irán creando a lo largo de los años. A partir de finales de los años 50 y durante los años 60 se va asentando en el FMI la estructura básica del SBA, que se formalizaría en las directrices de condicionalidad de 1968, revisadas en 1979 y 2002, pero cuya estructura básica de los programas asentada en el escalonamiento de los préstamos, la condicionalidad y la determinación de límites de acceso, permanece prácticamente inalterada hasta la reforma de 2009.

- (i) Escalonamiento y condicionalidad. El FMI ofrecía créditos en lo que se ha acabado por conocer como la política de tramos de crédito. El 100% de la cuota del país se dividía en cuatro tramos equivalentes del 25%⁶¹. La concesión del primer tramo de crédito se realizaba en condiciones muy liberales. A partir del segundo, se aplicaba una política de “tramos superiores de crédito”, que exigían justificación fundada de que el país podría resolver las dificultades de balanza de pagos y por tanto, devolver el préstamo. El primer ejemplo de un acuerdo condicional aparece en 1957, cuando se exige a Perú que abandone las intervenciones en el mercado de cambio como prerrequisito para hacer compras bajo el SBA. Posteriormente, en el acuerdo de Paraguay de 1957, se introducen los criterios de ejecución, de manera que si no se cumplían, se suspendía el acceso al SBA. A partir de 1964, los criterios de ejecución serían práctica habitual (Boughton 2001, p. 557-558).

⁶¹ Conviene señalar que al margen de los tramos de crédito, el país tiene acceso al denominado “tramo de reserva” que puede considerarse como un recurso financiero de primera instancia que no constituye crédito del FMI. El tramo de reserva está determinado por la parte de la cuota que el país hace efectiva al Fondo en divisas (tradicionalmente el 25%). Este tramo está separado de los tramos de crédito porque su saldo forma parte de las reservas externas del país y son de uso discrecional por parte del mismo previa declaración de que enfrenta una necesidad de financiamiento de la balanza de pagos.

Por tanto se desarrolla un esquema garantista basado en la concesión escalonada de los préstamos, sujeto al cumplimiento de condiciones. Se establecía además una garantía adicional fijándose un sistema de fechas dual para las recompras (devolución del préstamo⁶²): unas fechas de “obligación” de recompra en cinco años, y otras fechas de “expectativa” de recompra, anteriores, en caso de que mejorara la situación de balanza de pagos del país. Como veremos, la reforma de 2009 introduce la posibilidad de grandes desembolsos al inicio de los programas convencionales, limitando así el escalonamiento, y elimina el sistema dual de fechas de recompra fijando una única fecha de obligación. Por otro lado, se introducen nuevas facilidades de aseguramiento que eliminan la condicionalidad ex post convencional del FMI.

- (ii) Límites de acceso. Las distintas facilidades del FMI incorporan un límite de acceso a recursos fijado en proporción a la cuota del país. En principio el SBA tenía un acceso limitado en el 100% de la cuota, sin embargo, en la práctica estos límites se podían superar con la aprobación del Directorio. Más adelante, se irán aumentando los límites, pero además la creación de nuevas facilidades con sus propios límites y compatibles con el SBA, abrían una nueva vía para accesos superiores. El resultado es que en los años 80 el FMI estaba aplicando un complejo sistema que incluía varios tipos de límites (anuales, trienales, acumulados y duales). En 1992, en el marco de la novena revisión general de cuotas, se simplificó el sistema para incluir dos únicos límites normales: uno anual del 68% de la cuota del país –que en 1994 se elevaría al 100%–; y otro total o acumulado del 300%, si bien el Directorio mantenía la potestad de poder aprobar programas con accesos mayores⁶³ (IMF 2003). Estos límites normales se mantendrán inalterados hasta la reforma de la política de préstamo de 2009, que además introducirá una facilidad, la Línea de Crédito Flexible, sin límite de acceso predeterminado.

⁶² Los préstamos del FMI se instrumentan como préstamos de divisas contra moneda nacional. En la terminología del Fondo, las “compras” se refieren a la adquisición de divisas por parte del país; y las “recompras” a la recuperación de la nacional contra divisas.

⁶³ Como veremos en el apartado 2.3.b, la proliferación de préstamos que se conceden por encima de los límites normales, llevará a la aprobación de un marco para determinar las condiciones de acceso excepcional en 2002.

En 1978, los acuerdos SBA se incorporaron como tales en el Convenio Constitutivo del FMI en su Artículo XXX. B): “Por acuerdo de derecho de giro se entiende una decisión del Fondo mediante la cual se asegura a un país miembro que podrá efectuar compras a la Cuenta de Recursos Generales de conformidad con los términos de la decisión durante un plazo determinado y hasta una suma específica”.

Como se observa en el gráfico 2.1, desde su creación ha sido el tipo de préstamo dominante (por cantidad de recursos prestados) en los programas del FMI, excepto en algunos años en los que dominan por su cuantía los préstamos concedidos a través del Servicio Ampliado del FMI (EFF⁶⁴):

- En los años 80, por los concedidos en 1981, a India (5.000 millones de DEG) y Pakistán (900); en 1982 a Perú (650); en 1983, a México (3.400); y en 1989 a Filipinas (660), México (3.700) y Venezuela (3.800).

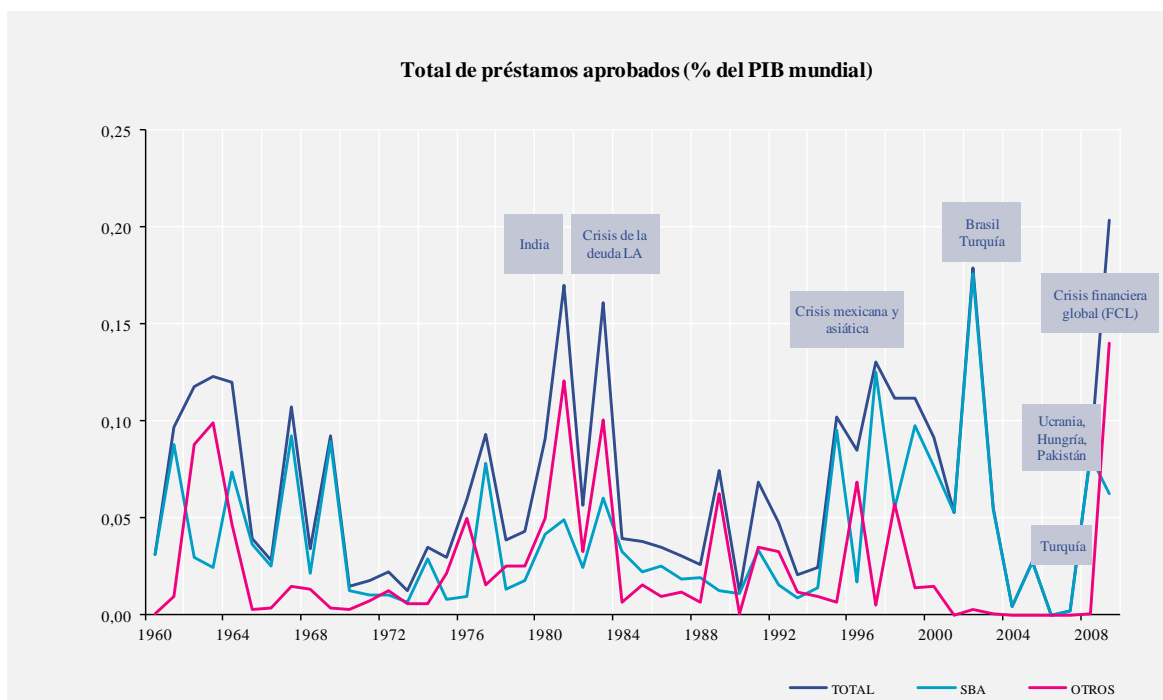
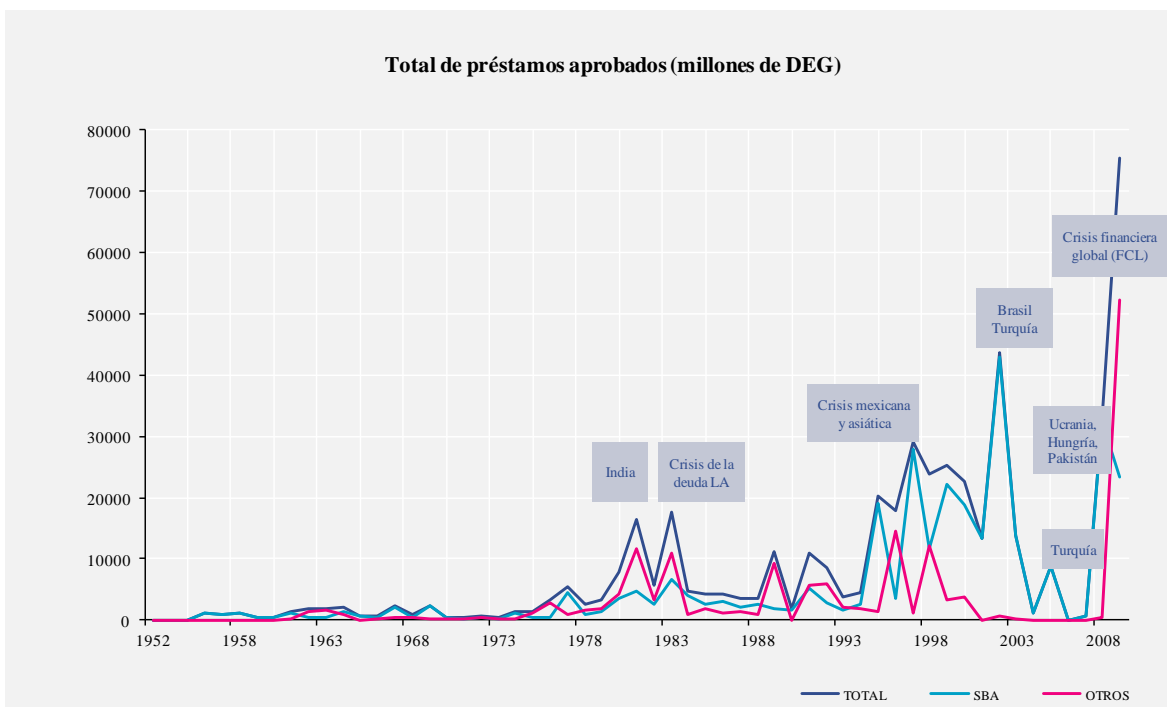
- En los años 90, los concedidos en 1992 a Argentina (4.000) y en 1996 a Rusia (13.000).

Como veremos en el capítulo 5, a partir de 2009 destacan los recursos comprometidos con México (31.500), Polonia (13.700) y Colombia (6.900), a través de la nueva facilidad de aseguramiento del FMI, la línea de crédito flexible (FCL)⁶⁵. Se trata, en todo caso, de una facilidad precautoria y sus recursos no son necesariamente desembolsados.

⁶⁴ EFF: Extended Fund Facility.

⁶⁵ FCL: Flexible Credit Line.

Gráfico 2.1. Evolución del volumen de préstamos concedidos por el FMI: programas SBA y otros programas.



Fuentes: FMI, elaboración propia.

2.2. 1963-1995⁶⁶: LA DIVERSIFICACIÓN DE FACILIDADES PARA CUBRIR NECESIDADES ESPECÍFICAS DE BALANZA DE PAGOS Y UNA POLÍTICA DE APOYO A LOS PAÍSES DE RENTA BAJA

Frente al carácter genérico del SBA, que ofrece una cobertura general ante cualquier situación de necesidad de balanza de pagos, a partir de 1963 el FMI empieza a activar numerosas facilidades destinadas a cubrir distintas necesidades de balanza de pagos. Se trata de préstamos asociados a una fuente de desequilibrio específica, normalmente del lado de la balanza por cuenta corriente. En algunos casos tendrán un carácter complementario al SBA, aportando por tanto recursos adicionales, y en otros, serán sustitutivos.

A continuación se desarrolla (a) la sucesión de facilidades que ha ido activando del FMI; (b) las principales tendencias observadas en la política de préstamo; (c) el aumento de recursos paralelo que se produce en el período; y (d) las tendencias regionales en los préstamos concedidos.

A. La sucesión de facilidades de préstamo del Fondo Monetario Internacional: 1963-1995

El cuadro 2.1 recoge en orden cronológico las facilidades que se han ido creando en el FMI entre 1952 y 2009. Cabe distinguir tres grandes bloques de facilidades en función del tipo de problema de balanza de pagos al que hacen frente⁶⁷: (a.1) Facilidades para cubrir shocks exógenos de balanza de pagos; (a.2.) facilidades para cubrir problemas estructurales de balanza de pagos (y la financiación a países de renta baja); y (a.3) facilidades asistenciales para hacer frente a situaciones de emergencia y facilidades ad hoc.

⁶⁶ Se trata de un amplio periodo de tiempo que permitiría establecer otro tipo de clasificaciones. El criterio que aquí se sigue es la activación durante estos años de muchas facilidades que tienen en común la cobertura de desequilibrios asociados a la balanza por cuenta corriente

⁶⁷ Otra clasificación que adquiere relevancia, sobre todo a partir de mediados de los 80, es la que distingue entre facilidades para países de bajo ingreso (concesionales) y el resto. A efectos de análisis aquí se incluyen en el grupo de facilidades para cubrir necesidades estructurales.

Cuadro 2.1. Principales Facilidades Financieras del Fondo Monetario internacional: aparición cronológica 1952-2010

[vigencia] Línea (acrónimo*)	Contingencia cubierta
[1952/3- vigente] Acuerdo de Derecho de giro (SBA)	Necesidades de balanza de pagos del país. Facilidad por excelencia del FMI.
[1963-2009] Servicio de Financiamiento Compensatorio (CFF) [1988-2000] Componente para contingencias (CCFF)	Se diseña para cubrir necesidades de balanza de pagos como consecuencia de una disminución (aumento) temporal de los precios de las exportaciones (importaciones) del país, como consecuencia de fluctuaciones en los precios de productos primarios por factores exógenos al país. La CFF ofrece financiación entre 10 y 55% de la cuota articulándose como programa independiente. En 1988 se añade un componente para contingencias, para cubrir necesidades ante un shock exógeno como facilidad complementaria para países que ya tienen otro programa en el Fondo (la facilidad añade en su denominación el término contingencia).
[1969 – 2000] Servicio de Financiamiento de Existencias Reguladoras (BSFF)	Concebido en 1969 para financiar a los países participantes en los acuerdos internacionales de estabilización de stocks de materias primas.
[1974-1976] Primero y Segundo Servicio Financiero del Petróleo	Servicios para hacer frente a los shocks en los precios del petróleo de la década de los años 70 que se financiarán con cargo a fondos dotados de contribuciones específicas de acreedores oficiales de terceros países.
[1974- vigente] Servicio Ampliado del FMI (EFF)	Se establece para cubrir dificultades de balanza de pagos que exigen un reajuste estructural con cambios de política económica para impulsar el crecimiento y la base exportadora de la economía del país. Ofrece mayores períodos de repago (hasta 10 años) e inicialmente mayores límites de acceso, aunque se hacen equivalentes al SBA en 1979.
[1979- 1981] Servicio de Financiamiento Suplementario (SFF)	Ante los elevados tipos de interés del período se habilita la SFF para aportar recursos adicionales a los países de bajo ingreso que ya tuvieran un programa en vigor con el FMI (SBA o EFF) en las mismas condiciones de financiación que el programa existente. También se financia con recursos oficiales ajenos a la institución.
[1982- vigente*] Asistencia de Emergencia para Desastres Naturales (ENDA) [1995- vigente*] Asistencia de Emergencia a países en Situación de Posconflicto (EPCA)	En 1982, el Fondo formaliza una vía de acceso rápido ante desastres naturales que en la práctica se había aplicado en casos puntuales desde 1962 (Egipto recibió un préstamo por una epidemia de peste con oro como colateral). Permite el acceso rápido hasta un 25% de la cuota, si bien el Directorio puede elevarla. En 1995, la asistencia de emergencia se extiende a situaciones de postguerra para países que demuestran capacidad institucional, pero no suficiente como para desarrollar un programa completo de reformas que sea apoyado por una facilidad convencional. En 2001, se subvencionarán los tipos para los países menos avanzados. Para estos países el EMDA y el EPCA desaparece de facto en 2005 cuando pasan a recibir financiación a través del ESF. Hoy son facilidades marginales para países de desarrollo medio que no tienen acceso a financiación concesional (para los que existe el RCF). El último caso ha sido el ENDA concedido a Pakistán (2010) por 450 millones de dólares por las inundaciones del verano de 2010.
[1986, 1987-1999] Servicio de Ajuste Estructural (SAF) y Servicio Reforzado de Ajuste Estructural (ESAF)	En 1986 se crea el SAF, un servicio para dificultades de balanza de pagos de países de bajo ingreso (se utiliza como criterio aquellos países susceptibles de financiación por la Asociación Internacional de Fomento del Banco Mundial). Se trata de una facilidad que incorpora un elemento concesional financiado con cargo a un Fondo Fiduciario con contribuciones oficiales de terceros países. Un año después el SAF se refuerza y reformula en ESAF.

[1989-00] Reducción del saldo y del servicio de la deuda (DDSR)	Servicio del FMI en apoyo a la política de reducción de la deuda externa para países que ya tienen un programa con el Fondo con el que la DDSR comparte vencimiento. Permite al país acceso a recursos para facilitar el acuerdo con sus acreedores comerciales. La política del FMI de reducción de la deuda será llevada mucho más lejos con las iniciativas de condonación de la deuda. Primero en 1996 con la activación de la iniciativa para países pobres muy endeudados (HIPC), y después en 2005 con la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral (MDRI), que prevé un 100% de condonación de la deuda del país con los acreedores multilaterales.
[1993-1995] Servicio para la Transformación Sistémica (STF)	Línea financiera con la finalidad de apoyar a los países con problemas de balanza de pagos motivados por la transición de una economía planificada a otra de mercado.
[1995-00] Fondo de Estabilización Cambiaria (CSF)	Se introduce como apoyo financiero adicional de carácter precautorio (de hasta un 355 % de la cuota) en apoyo a una política de estabilización de tipo de cambio para países que ya tienen un programa con el Fondo (SBA, EFF).
[1999] Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (PRGF)	Se trata de la nueva facilidad en la que se reorganizan las facilidades para los países de bajo ingreso para integrarse en un nuevo marco multilateral conjunto con el Banco Mundial que se desarrolla en torno a los Documentos de Estrategia de Lucha contra la Pobreza (PRSP), desarrollados para cada país.
[1999- 2000] Efecto 2000 (Y2K)	Y2K Facilidad temporal para hacer frente a los posibles efectos informáticos del cambio de siglo. Nunca se utilizó.
[1997-2009] Servicio de Complementación de Reservas (SRF)	Complementario a un SBA o un EFF, cubre necesidades excepcionales de balanza de pagos por cuenta de capital por una crisis de confianza de los mercados internacionales. No tiene un límite prefijado.
[1999-2003] Línea de Crédito Contingente (CCL)	Primer intento de establecer una facilidad de aseguramiento para cubrir un shock exógeno por cuenta de capital. Caducó sin llegar a utilizarse por ningún país. Presunción de acceso ente 200 y 500% de cuota.
[2005-2009] Facilidad para Shocks Exógenos (ESF)	Se crea en el ámbito de la PRGF, para añadir un componente de acceso rápido y elevado para países de bajos ingresos que estén experimentando shocks exógenos y que no tengan un programa PRGF (para estos el FMI simplemente aumentará su apoyo). La ESF viene a sustituir al ENDA y el EPCA para los países de renta baja que pasan a recibir este tipo de préstamos de ayuda de emergencia a través de los fondos fiduciarios y no de
[2008-2009] Servicio de Liquidez a Corto Plazo (SLF)	Facilidad inicial de respuesta a la crisis financiera global. Ofrece 500% de cuota con vencimiento a tres meses. Dura de octubre de 2008 a marzo de 2009 cuando es sustituida por la FCL.
Nuevas facilidades desde 2009	Servicio de Crédito Ampliado (ECF): sustituye a la PRGF.
Facilidades para países de renta baja (Ver cuadros 5.3)	Servicio de crédito Stand-By (SCF): línea tipo SBA para países de renta baja y con elemento de condicionalidad. Servicio de Crédito Rápido (RCF): facilidad para shocks exógenos transitorios.
Facilidades con cargo a la Cuenta de Recursos Generales (ver cuadro 5.4)	Línea de Crédito Flexible (FCL): aseguramiento para países con fundamentos sólidos ante shock exógenos. Línea de Crédito Precautorio (PCL): aseguramiento para países con vulnerabilidades moderadas ante shock exógenos.

Fuentes: FMI, elaboración propia.

a.1. Facilidades para cubrir shocks exógenos de balanza de pagos.

Entre las facilidades que se activan a partir de 1963, destaca el Servicio de Financiamiento Compensatorio (CFF⁶⁸), el servicio que —después de los SBA— ha tenido el recorrido más largo, más de 46 años, entre los instrumentos financieros del Fondo.

El CFF se crea en 1963 para afrontar dificultades temporales de balanza de pagos como consecuencia de un shock exógeno⁶⁹. Se trata de una facilidad con baja condicionalidad y desembolso rápido de los recursos que están destinados a cubrir un shock temporal por cuenta corriente. Inicialmente la CFF solo se concibe para cubrir pérdidas de ingresos de exportaciones de mercancías, pero en 1979 se ampliará a otros conceptos de cuenta corriente, como los ingresos por turismo o las remesas, y más adelante, en 1990, para cubrir todos los ingresos de balanza de pagos, excepto las rentas por inversiones. En 1981, la CFF ampliaría su campo de acción al lado de las importaciones con la incorporación de un componente de cereales, fundamentalmente por razones humanitarias. El país podía recurrir a este componente ante un shock por aumento del precio internacional de los cereales. En 1990-91 se añadió temporalmente un segundo componente de importaciones para dar cobertura a aumentos en los precios del petróleo durante la primera guerra del golfo.

La CFF se concedía de manera independiente y como sustitutivo de otras facilidades como el SBA con sus propios límites de acceso entre el 10 y el 55 por ciento, no obstante, entre 1988 y 2000 se activó un componente contingente para cubrir caídas de ingresos por exportaciones como consecuencias de un shock exógeno en países que ya están bajo un programa (durante estos años la línea añadió la etiqueta “contingencias” a su denominación, CCFF⁷⁰). Por tanto, la CCFF permitía simultanearse con otros programas del Fondo aportando financiación adicional.

⁶⁸ CFF: Compensatory Financing Facility.

⁶⁹ Para un análisis detallada de la historia y características de la CFF ver IMF (1999) y IMF (2004).

⁷⁰ CCFF: Compensatory and Contingency Financing Facility.

Se trata de una facilidad que ha sido muy controvertida desde sus inicios por su propia naturaleza. El carácter temporal o estructural de una crisis de balanza de pagos es una diferencia conceptual difícil de establecer en términos prácticos, lo que ha generado recurrentes controversias en el Directorio del Fondo al discutirse la facilidad para un país determinado. El resultado es que, a lo largo del tiempo, la CFF ha sido objeto de numerosas modificaciones en sus condiciones y límites de acceso. Desde unos inicios relativamente flexibles, se empiezan a endurecer las condiciones de acceso, sobre todo a partir de mediados de la década de los 80, cuando empieza a calar en el Directorio la teoría de que los shocks exógenos en muchos casos encierran dificultades estructurales de balanza de pagos.

Como resultado de las sucesivas revisiones, la CFF derivará en un instrumento muy complejo y sujeto a una casuística muy variada con distintos componentes y límites de acceso, llegando incluso depender de criterios subjetivos, como la condición de cooperación satisfactoria con el Fondo. Como señala Boughton (2001, p 738), terminó degenerando en una facilidad de complejidad autodestructiva. En efecto, en 2000 se endurecerían las condiciones de acceso a la CFF y se elimina su componente contingente y, finalmente, en 2009 se eliminaría la CFF después de casi una década en desuso. Cuatro años antes, en 2005, el FMI había creado una facilidad que sustituía las funciones de la CFF, la Facilidad para Shock Exógenos (ESF⁷¹). La ESF cubre el mismo tipo de contingencia que la CFF (un shock exógeno), pero destinado sólo a los países de renta baja –precisamente los principales consumidores de la CFF– y con mayor atractivo porque incorpora un elemento de concesionalidad (0.5% interés con maduración de 10 años).

En el ámbito de las facilidades para cubrir shock exógenos de balanza de pagos, cabe destacar también el Servicio de Financiamiento de Existencias Regulatoras (BSFF⁷²), que se crea en 1969 para dar asistencia a los países en relación a sus contribuciones a fondos reguladores de existencias de productos básicos en el marco de acuerdos internacionales. El BSFF era la contribución del Fondo a los esfuerzos internacionales para estabilizar los precios de materias

⁷¹ ESF: Exogenous Shocks Facility.

⁷² BSFF: Buffer Stock Financing Facility.

primas que se consideraban excesivamente volátiles. El país podía acceder a esta facilidad cuando le surgiera una necesidad de balanza de pagos como consecuencia de tener que cubrir contribuciones obligatorias a un acuerdo internacional previamente aceptado por el Fondo⁷³. Esta facilidad se acaba extinguiendo en el año 2000, después de haber estado en desuso durante 15 años. La práctica demostró el escaso éxito de los fondos de existencias reguladoras y por otro lado, el que un país tuviera que acudir al FMI para contribuir a un fondo, podía revelar una dificultad de balanza de pagos mayor (IMF 1999).

a.2. Facilidades para cubrir problemas estructurales de balanza de pagos (y la financiación a países de renta baja)

En 1974 el Fondo crea el Servicio Ampliado del FMI (EFF⁷⁴) para cubrir dificultades de balanza de pagos que exigen un reajuste estructural en la política económica, orientada a impulsar el crecimiento económico y la base exportadora del país. Se trata por tanto de una facilidad con un enfoque diametralmente opuesto a la CFF (que cubre shocks temporales). El EFF está orientado a países con problemas de balanza de pagos de carácter estructural, que exigen un período de ajuste mayor del que proporciona un SBA. Así, ofrece asistencia a medio plazo con mayores períodos de repago –hasta 10 años– e inicialmente mayores límites de acceso, que sin embargo, se harán equivalentes al SBA en 1979. El Servicio aún sigue vigente y es actualmente la segunda facilidad más antigua del Fondo (tras el SBA).

El EFF inicia un enfoque estructural de las crisis de balanza de pagos que, como veremos, (apartado b) tendrá reflejo en todas las facilidades del Fondo. Así, los distintos préstamos irán incorporando un creciente componente estructural en su condicionalidad. Sin embargo, este enfoque experimentará un cambio radical en la revisión de las facilidades del Fondo en 2009 como veremos en el capítulo 5.

⁷³ El FMI ha reconocido como acuerdos para los que se permitía el acceso a la BSFF los acuerdos de cacao, estaño, azúcar y corcho.

⁷⁴ EFF: Extended Fund Facility.

Dentro del ámbito de facilidades estructurales, cabría incluir también todas las impulsadas por el FMI para cubrir las necesidades específicas de los países en desarrollo⁷⁵. A partir de los años 80 se activan una serie de facilidades destinadas específicamente a estos países, también desde un enfoque estructural de los problemas de balanza de pagos del país. Las facilidades centrales de la estrategia del Fondo para los países de renta baja entre 1986 y 2008⁷⁶ han sido sucesivamente el Servicio de Ajuste Estructural (SAF)⁷⁷, el Servicio Reforzado de Ajuste Estructural (ESAF), y el Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (PRGF)⁷⁸.

Estos programas serán financiados con recursos adicionales, a través de Fondos Fiduciarios al margen de la cuenta de recursos generales del FMI. Son facilidades que incluyen un elevado componente de condicionalidad estructural escalonada en programas de medio plazo, con el objetivo de asegurar la viabilidad a largo plazo de la balanza de pagos y promover el crecimiento sostenible del país (ver cuadro 2.2).

Cuadro 2.2. El marco de apoyo del FMI a los países en desarrollo (1986-2008)

El FMI da apoyo a los países en desarrollo a través de dos vías fundamentales: los servicios financieros específicos para países de renta baja y las iniciativas de alivio de la deuda.

Facilidades financieras para los países de renta baja. En marzo de 1986 el FMI inicia una política específica para los países de renta baja, con la creación del Servicio de Ajuste Estructural (SAF), que será ampliado y reformulado en diciembre de 1987 dando lugar al Servicio Reforzado de Ajuste Estructural (ESAF), a su vez, posteriormente prorrogado y reconvertido en servicio permanente en 1996. El ESAF será más ambicioso en relación a la política macroeconómica y reformas estructurales que su predecesor.

El ESAF constituye una facilidad financiera destinada los países de bajo ingreso –basado en el ingreso per cápita, y definidos a partir del listado de la Asociación Internacional de Fomento– que ofrecía recursos por hasta un 185 % de la cuota, incluyendo un elemento de concesionalidad en tipos (tasas anuales del 0,5%), y

⁷⁵ De hecho, la EFF nace orientada a los países en desarrollo, pero sin embargo, será ampliamente utilizada por economías emergentes, sobre todo a partir de los años 80 con la crisis de la deuda.

⁷⁶ En 2009 el FMI también reforma la financiación a los países de renta baja como vemos en el capítulo 5.

⁷⁷ El Directorio optó por este nombre de entre los varios que se barajaron, como Fondo Fiduciario II o Facilidad para Desembolsos Especiales. Finalmente se optó por la denominación “Servicio de Ajuste Estructural” que enfatizaba la condición de que el país adoptara una amplio programa de ajuste (Boughton, 2001, p. 651).

⁷⁸ SAF: Structural Adjustment Facility. ESAF: Enhanced Structural Adjustment Facility. Poverty Reduction and Growth Facility. Para un análisis detallado de las políticas del FMI con los países en desarrollo ver IMF (1998) y (IEO 2004).

con plazos de recompra de hasta 10 años, por tanto en condiciones más favorables que la EFF. La concesionalidad se financiaba con cargo a un Fondo Fiduciario gestionado por el FMI y nutrido de préstamos y donaciones de países miembros.

En noviembre de 1999, el FMI reorganiza sus facilidades para los países de bajo ingreso y las sustituye por la Facilidad para el Crecimiento y la Lucha Contra la Pobreza (PRGF). La PRGF era la respuesta del FMI al nuevo marco multilateral de apoyo a los países en desarrollo conjunto con el Banco Mundial que se había estructurado en torno a estrategias plasmadas en los Documentos de Estrategia de Lucha contra la Pobreza (PRSP)¹. Los programas y financiación de Fondo y Banco sirven además para catalizar de la asistencia financiera y técnica de terceros países.

Cada país diseña –con la colaboración del Banco Mundial y del FMI– su propio PRSP, en torno al cual se intentaban coordinar los esfuerzos de ayuda al desarrollo de las instituciones multilaterales y de los donantes bilaterales. El diseño del PRSP por parte del propio país está vinculado a la consolidación en la política del Fondo del principio de apropiación del programa por parte del país (*ownership*²), como condición necesaria para el éxito del mismo. El PRSP debían definir claramente las políticas a implementar orientadas al objetivo final de crecimiento y la reducción de la pobreza. Esta nueva estrategia exige que los programas del FMI refuercen la consistencia de las políticas macroeconómicas con los elementos de reducción de la pobreza recogidos en el Documento.

El nuevo marco hacia los países en desarrollo reforzará el principio de especialización según la ventaja comparativa de Fondo y Banco Mundial. Este es un debate que ha sido recurrente en la primera década de implementación del PRGF. Así, la doctrina para los programas PRGF del Fondo enmarcó su orientación hacia los ámbitos de diseño de la política macroeconómica y financiera, y las reformas estructurales necesarias para llevarlas a cabo como la administración fiscal o tributaria.

Iniciativas de alivio de la deuda (DDSR, HIPC y MDRI). En 1989, vinculado al Plan Brady de reestructuración de la deuda de los países en desarrollo, el FMI impulsa la estrategia frente a la deuda con la reducción del saldo y del servicio de la deuda (DDSR), que ofrece recursos para reducción de la deuda para países con programas de ajuste fuertes, y en procesos de reestructuración voluntaria en condiciones de mercado. En 1996, el FMI y el Banco Mundial activarán la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados (HIPC), que proporciona alivio de deuda con Banco y Fondo, y préstamos concesionales con el objetivo de cancelar o reducir la deuda externa de países en situación de insostenibilidad de la deuda.

En 2005, para fomentar los avances en la consecución de los Objetivos de Desarrollo del Milenio, la Iniciativa HIPC se complementó con la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral (MDRI), que contempla un alivio del 100% de la deuda por con las instituciones multilaterales –el FMI, la Asociación Internacional de Fomento del Banco Mundial, el Fondo Africano de Desarrollo y el Banco Interamericano de Desarrollo desde 2007– para los países que hayan completado la iniciativa HIPC.

¹Los programas ESAF estaban vinculados a un Marco de Política Económica de tres años que se desarrollaba con la asistencia del FMI y el Banco Mundial. Sin embargo, el PRSP reforzará el principio de diseño en el país de sus propias estrategias de desarrollo. ² El anglicismo *ownership* es de uso común en los artículos en español sobre el FMI. En este caso se ha optado por “apropiación del programa por parte del país” frente a otros posibles utilizados por los servicios de traducción del Fondo como “identificación del país con el programa”, “sentido de propiedad del programa” (IMF, 2002).

Fuentes: FMI, elaboración propia.

a.3. Facilidades asistenciales para hacer frente a situaciones de emergencia y facilidades ad hoc

A lo largo de los años el Fondo también ha ido creando una serie de facilidades para shocks específicos, bien para situaciones de emergencia, bien ante shocks de carácter coyuntural (facilidades ad hoc).

Dentro del ámbito asistencial, el FMI activa en 1982 la asistencia de emergencia para desastres naturales. Con ello, se formaliza una vía de acceso rápido ante desastres naturales, que en la práctica se había aplicado en casos puntuales desde 1962. Permite el acceso rápido hasta un 25% de la cuota, si bien el Directorio puede elevarla. En 1995, la asistencia de emergencia se extiende a situaciones de postguerra. Permite acceso rápido a recursos al país que demuestra capacidad institucional y voluntad de llevar a cabo medidas de política económica incipientes, pero que resultan suficientes como para constituir un completo programa de reformas que sea susceptible de ser apoyado por un programa convencional del FMI. Estas facilidades permiten un acceso rápido a recursos con la expectativa de que el país pase después a una facilidad convencional.

Por otro lado, el FMI ha sabido reaccionar creando facilidades ad hoc para cubrir necesidades de balanza de pagos asociadas a un shock concreto y con una duración limitada en el tiempo entre las que cabe destacar las siguientes:

- Primero y Segundo el Servicios Financieros del Petróleo, que se activan entre 1974 y 1976 para hacer frente a los shocks en los precios del petróleo. Se trata de un primer ejemplo de respuesta rápida y temporal del FMI en un contexto de crisis global, financiadas con cargo a fondos fiduciarios dotados con contribuciones oficiales de terceros países. En esta misma línea, la CFF incorporó un elemento del petróleo en 1990 durante la guerra del golfo como hemos visto.

- En un contexto de elevados tipos de interés internacionales, en 1977/9 se crea el Servicio de Financiamiento Suplementario (SFF⁷⁹) para aportar recursos adicionales a tipos bajos a los países de bajo ingreso que ya tuvieran un programa en vigor con el FMI (SBA o EFF), en las mismas condiciones de financiación que el programa existente. También se financia con recursos oficiales ajenos a la institución.
- Entre 1993 y 1995 se activa el Servicio para la Transformación Sistémica (STF⁸⁰) con la finalidad de apoyar a los países con problemas de balanza de pagos como consecuencia de la transición de una economía planificada a otra de mercado. En seguida se paso a las facilidades convencionales.
- Facilidad para el efecto 2000 (Y2K), establecida entre 1999 y 2000 para hacer frente a los posibles efectos informáticos del cambio de siglo. Nunca se llegó a utilizar.

B. Dos grandes tendencias en la política de préstamos del FMI: 1963-1995

Una vez asentada la política de préstamo central del FMI constituida por los acuerdos de derechos de giro, a partir de 1963 y durante los más de 30 años del período considerado, el FMI desarrolla una amplia política de préstamos que lo configuran como un actor central del sistema económico internacional. El Fondo demuestra durante estos años una clara flexibilidad para contribuir a financiar las necesidades de balanza de pagos de sus miembros. Interesa destacar tres grandes tendencias de este período, que como veremos, experimentan un punto de inflexión en 2009: (b.1) la proliferación y especialización de facilidades, y (b.2) el avance hacia un enfoque estructural de la balanza de pagos.

⁷⁹ SFF: Supplementary Financing Facility.

⁸⁰ STF: Systemic Transformation Facility.

b.1. Proliferación y especialización de facilidades

A lo largo de los 32 años considerados, se observa una notable proliferación de facilidades de préstamo: entre nuevas facilidades o renovación y ampliación de las existentes, se acercan a la treintena. Como hemos visto, las nuevas facilidades se van especializando en función del tipo de crisis de balanza de pagos que enfrenta el país.

Si atendemos a una clasificación cronológica (cuadro 2.1), se observa que muchas de las facilidades están vinculadas al ciclo económico global. Así, durante las crisis del petróleo de los años 70 y la del golfo de principios de los 90, aparecen facilidades para hacer frente a shocks del petróleo. Lo mismo ocurre a finales de los 90, con la activación de nuevas facilidades para permitir un acceso rápido y elevado a recursos del Fondo para países en situación de crisis de cuenta de capital (EFM, SRF, CCL).

Por otro lado, el FMI respondió como hemos visto con la activación de nuevas facilidades para atender las necesidades de los países de renta baja (SAF, ESAF, PRGF), consagrando un papel para el FMI en el desarrollo.

Por tanto, el Fondo demuestra a lo largo de estos años una alta y rápida capacidad de respuesta para hacer frente a las distintas crisis que los países han ido enfrentando cumpliendo con su papel de garante de la estabilidad económica internacional. La respuesta no sólo se realiza a través de nuevas facilidades sino con el aumento de recursos para financiar más y más elevados préstamos (próximo apartado c). Como veremos en el capítulo 5 esta rapidez se vuelve a demostrar en la crisis financiera global.

Ahora bien, el resultado acaba siendo una excesiva proliferación de facilidades, con una elevada casuística. Los países y el staff del Fondo que negocia el programa para cada país, se enfrentan a un amplio menú de facilidades con distintos límites de acceso, condicionalidad y condiciones de financiación, y con distintas opciones de combinación de varias facilidades (cuando son complementarias). Todo ello introduce un problema de falta de transparencia y de arbitraje entre facilidades, donde el país y/o el staff argumentan el tipo de desequilibrio que

está experimentando en función de la facilidad que mejores condiciones ofrece, ya sea por duración, coste, volumen de recursos que permite, o condicionalidad que exige.

Por otro lado, resulta difícil identificar por parte de los mercados, las implicaciones de las distintas facilidades de forma que hay una tendencia a asociar préstamos del FMI con crisis de balanza de pagos sin distinguir si es exógena o endógena, transitoria o estructural. Como veremos, este esquema se cambia en 2009 a otro más flexible con pocas facilidades de uso más general, en el que ya no hará falta crear otras nuevas ante dificultades de balanza de pagos que no se hubieran anticipado.

b.2. Hacia un enfoque estructural de la balanza de pagos

Con el tiempo, va cuajando en el FMI la teoría de que las dificultades de balanza de pagos por cuenta corriente tienen una naturaleza estructural; esto no solo se plasma en la creación de la EFF o de las sucesivas facilidades destinadas a los países de renta baja (ESF, ESAF, PRGF), destinada a este propósito, sino que también tiene su reflejo en el resto de facilidades, que van incorporando una creciente condicionalidad estructural. Hasta 1980 la condicionalidad del Fondo se centraba en las políticas macroeconómicas. A partir de entonces (y coincidiendo con la crisis de la deuda de las economías latinoamericanas y con el apoyo del Fondo a los países de renta baja), se aumentará progresivamente la condicionalidad estructural.

Esta evolución de la condicionalidad responde a los cambios en el sustento teórico que la fundamenta. Tradicionalmente el FMI venía aplicando el enfoque monetario de ajuste de la balanza de pagos, al cual contribuyó de manera significativa el propio FMI con las investigaciones del que fuera su director de estudios entre 1958 y 1979, Jacques Polak⁸¹. El enfoque monetario vincula los desequilibrios de balanza de pagos a la expansión del crédito doméstico. A partir de los años 80 se produce un progresivo cambio de paradigma en el Fondo con la incorporación del sustrato teórico de la economía neoclásica, con dos postulados

⁸¹ Polak escribió un estudio seminal sobre el enfoque monetario, (1957) “Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems”. IMF Staff Papers, Vol. 6, No.1, p 1-50.

centrales: el enfoque monetarista de la inflación de Friedman, y la introducción de las reformas estructurales a favor del mercado, incluyendo la liberalización y apertura de los mercados y la apuesta por el (más eficiente) sector privado (Boughton 2001: 25-27 y 559).

Este giro dará lugar a un nuevo conjunto de políticas que marcarán la condicionalidad del FMI a partir de finales de los años 80 y que se han venido a conocer como el consenso de Washington acuñado por John Williamson (1990). El consenso recoge el conjunto de políticas –distintos conjuntos para distintos autores– que se consideran condición necesaria y suficiente para el crecimiento. El núcleo de políticas que han centrado las recomendaciones del Fondo han sido la estabilización fiscal y monetaria, la liberalización de precios y tipos de interés, la apertura comercial y la privatización. En el capítulo 4 veremos cómo, a partir de la crisis financiera global, se da paso a un nuevo consenso más próximo a la nueva síntesis keynesiana.

C. El aumento paralelo de los recursos

En el período 1963-1995, la proliferación de facilidades es acompañada por un aumento paralelo de los recursos del Fondo para atender la mayor demanda de préstamos que las propias facilidades van creando. La principal fuente de recursos del FMI son las suscripciones de cuotas de sus países miembros. Con carácter general, cada cinco años se realizan revisiones generales de cuotas para determinar si las cuotas son suficientes para cubrir y financiar las políticas del Fondo, incluyendo la de préstamo. Como veremos en el capítulo 4, entre 1963 y 1995 se suceden siete revisiones generales (de la cuarta a la décima), y en seis de ellas se producen aumentos generales que se cifran entre el 30 y el 50% de aumento de cuota (ver cuadro 4.4). En estos años, la cuota total del FMI pasa de 14.500 millones de DEG en 1963 a 141.400 millones en 1995.

En el capítulo 4, se analiza la evolución de las cuotas en el contexto de la reforma de gobernabilidad del Fondo iniciada a partir de 2006 (las cuotas tienen la triple función de determinar la contribución del país al FMI, el volumen de recursos al que tiene acceso y su poder de voto). Interesa aquí señalar que, además de los aumentos de cuota entre las décadas de 1960 y 1990, el Fondo impulsará también otras vías de financiación bilateral por parte de

los países miembros, especialmente, (c.1) los acuerdos para la obtención de préstamos y (c.2) los fondos fiduciarios.

c.1. Los Acuerdos para la Obtención de Préstamos (GAB/NAB).

Los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos (GAB⁸²) se crearon en 1962 para reforzar la capacidad del préstamo del FMI. EL FMI firmó un acuerdo con 10 países industrializados⁸³, que constituirán el G-10, por los que abrían líneas de crédito al Fondo en su propia moneda doméstica para cubrir posibles compromisos del Fondo con el miembro GAB que enfrenta una dificultad de balanza de pagos, o a terceros países en determinadas circunstancias. En 1983, ante la presión de la crisis de la deuda sobre los recursos del Fondo, se aumentarían los recursos del GAB de 6.000 hasta 17.000 millones de DEG y se autoriza la financiación a terceros países en caso de que los recursos propios del FMI fueran insuficientes. Este año, Suiza se sumaría al GAB (aportando 1.020 millones de DEG) a pesar de no ser miembro del FMI, al que se incorporará en 1992⁸⁴; y Arabia Saudita realizaría una contribución adicional de 1.500 millones de DEG en el marco de un acuerdo bilateral paralelo.

Más adelante, a raíz de la crisis mexicana de 1994 y de las crisis de cuenta de capital asiáticas, el G-7 impulsa una nueva ampliación de recursos y en 1998 se crearían los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (NAB⁸⁵) dotados con 34.000 millones de DEG (unos 50.000 millones de dólares), duplicando por tanto a los GAB. Además de los países del G-10, otros 15 países se suman al NAB para un total de 26⁸⁶ (IMF, 2010d). Las contribuciones de cada país está relacionada con su solidez económica y su cuota en el FMI (ver anejo).

⁸² GAB: General Arrangements to Borrow.

⁸³ Alemania, Bélgica, Canadá, Estos Unidos, Francia, Italia, Japón, Países Bajos, Reino Unido y Suecia.

⁸⁴ Suiza se asocia al G-10 en 1964 pero no adquirirá plena membresía hasta 1983.

⁸⁵ NAB: New Arrangements to Borrow.

⁸⁶ Países del G10 más, Arabia Saudita, Australia, Austria, Chile (desde 2002), Dinamarca, España, Finlandia, Hong Kong, Corea, Kuwait, Luxemburgo, Malasia, Noruega, Singapur, y Tailandia.

Los acuerdos de préstamo se pueden activar secuencialmente (primero NAB y después GAB) en situaciones de falta de liquidez vía cuotas. Su activación, sin embargo, es rígida, porque exige la aprobación del 80% de sus miembros (unánime en el caso del GAB) y porque se activan individualmente vinculados al préstamo en cuestión para el que se necesitan recursos adicionales. Esto hace que implícitamente se reproduzca el debate sobre el préstamo que se da en el Directorio, pero en este caso limitado a los miembros del NAB. En la práctica, los GAB se han activado 10 veces –la última en 1998 en relación un préstamo a Rusia– y los NAB una sola vez, en diciembre de 1998, para financiar un SBA a favor de Brasil. Como veremos en el apartado 2.4, en 2009 se inicia una reforma del NAB que flexibilizará su activación (se pasa a una activación por períodos de tiempo en lugar de por programa), multiplicará sus recursos casi por diez, y ampliará sus contribuyentes para constituir un universo de miembros más equilibrado con presencia de economías emergentes.

c.2. Los fondos fiduciarios

En 1975 el FMI inicia la financiación concesional a través de contribuciones bilaterales gestionadas a través de fondos fiduciarios. A iniciativa del Comité interino se crea una cuenta de subsidio para la primera facilidad del petróleo, a la que contribuirán 25 países con 160 millones de DEG (unos 190 millones de dólares). En 1976 se dota un fondo con 3.000 millones de DEG con contribuciones de 14 países y al margen de la cuenta de recursos generales del Fondo. Este fondo se utiliza para conceder créditos países de renta baja con un elemento de concesionalidad financiado con la cuenta de subsidio.

Los reembolsos del fondo fiduciario serían destinados entre 1979 y 1981 a la financiación del servicio SFF, aportando financiación concesional en un contexto de altos tipos de interés, y se acotaría la lista de países elegibles a 83 (distinguiendo entre ellos grupos en función del tipo de subsidio que podrían recibir), para evitar controversias en torno a la definición de país de renta baja. El fondo concedía préstamos sin condicionalidad, tan sólo se exigía la del primer tramo, i.e., demostrar existencia de necesidad de balanza de pagos y esfuerzo razonable para corregirlo. El problema es que, a principios de la década de los 80, el FMI canalizaba préstamos a los países en desarrollo por dos vías: programas convencionales con

condicionalidad y préstamos a través del Fondo Fiduciario sin condicionalidad. Esto abriría un debate en torno a la consolidación de los préstamos a los países de renta baja en torno a una facilidad concesional pero con condicionalidad. El resultado sería el nacimiento de la SAF en 1986 (Boughton, 2001: 639-640).

Los fondos fiduciarios se irán ampliando sucesivamente en volumen de recursos y en número de fondos y de países contribuyentes, a medida que se van creando las distintas facilidades para países de renta baja y las distintas iniciativas de condonación de deuda (ver cuadro 2.2). Así se crean sucesivamente distintos fondos vinculados a las distintas facilidades e iniciativas (como fondos específicos para la ESF, la PRGF, o las iniciativas HIPC, MDRI). En general se establecen dos cuentas para cada fondo, una de capital, que financia el principal de los préstamos y no incorpora donación, y otra de subsidio, que financia la concesionalidad en los tipos de interés⁸⁷. Entre 1988 y 2008 los recursos totales comprometidos alcanzan los 17.700 millones de DEG en las distintas cuentas de capital y 4.700 millones en las de subsidios. La mayor parte de estas contribuciones las realizan 27 países avanzados (94% en capital para préstamos y 88% en recursos para subsidios), pero también son contribuyentes hasta 58 economías emergentes y en desarrollo. En estos años se financian hasta 179 programas para países de renta baja (IMF, 2009b).

En 2009, en línea con la reforma de la política de préstamos, el FMI inicia la reestructuración de los fondos fiduciarios agrupándolos bajo un único marco, el Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (PRGT⁸⁸), que agrupa cuatro cuentas de capital y cinco de subsidio. Se inicia además una ronda de aumento de las contribuciones con el horizonte de 2014 y el objetivo de aumentar en 10.800 millones de DEG en recursos para préstamos, y 1500 millones para subsidios⁸⁹. El Fondo estima una demanda de préstamos a

⁸⁷ En muchos casos, los bancos centrales del país contribuyen al fondo de capital y los gobiernos a la cuenta de subsidio.

⁸⁸ PRGT: Poverty Reduction and Growth Trust.

⁸⁹ Con un menú de opciones que incluye nuevas donaciones, utilizar recursos de la venta de oro y utilizar parte de los recursos acumulados de la PRGT.

países de renta baja durante por valor de 11.400 millones de DEG entre 2009 y 2014 (IMF, 2010e). A finales de 2010, la PRGT cuenta con 23.500 millones de DEG.

Los fondos fiduciarios se destinan, por tanto, a la financiación de los programas del FMI vinculados con el desarrollo. No obstante, abren una vía de financiación bilateral al FMI más flexible que el GAB y el NAB (porque no exigen mayorías para activarse son contribuciones voluntarias de cada país), que supone un precedente a la apertura de los préstamos bilaterales que se realizará a partir de 2009, vinculados en este caso a los préstamos convencionales del FMI con cargo a la cuenta de recursos generales (ver apartado 2.4).

D. Principales tendencias regionales en los préstamos concedidos por el FMI

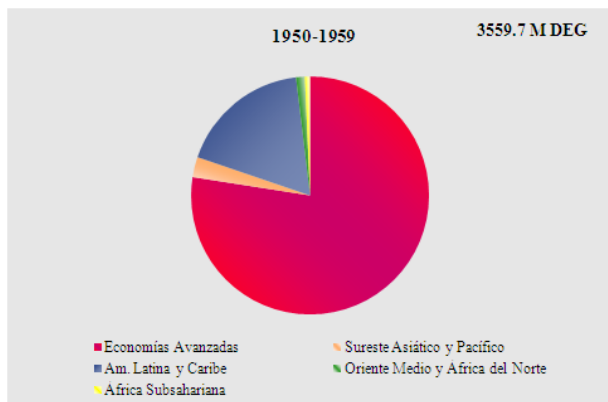
El gráfico 2.2 refleja la distribución regional de los préstamos del FMI. Como se observa, a partir de la década de los años 80, se produce un desplazamiento de los préstamos desde las economías avanzadas, los principales prestatarios durante las tres décadas previas, hacia las economías emergentes, que desde entonces serán los principales demandantes del Fondo. El fin del sistema de Bretton Woods en 1973, permitió que el tipo de cambio absorbiera gran parte de los shocks de balanza de pagos (Boughton 2001, p 17-20).

Durante los años 70, las economías en desarrollo empiezan a demandar más recursos del Fondo en un contexto de desaceleración del crecimiento de los países avanzados (sus principales mercados) y a partir de los años 80 con la crisis de la deuda en Latinoamérica, pasan a ser los primeros prestatarios del FMI. Los países avanzados no vuelven a ser prestatarios principales hasta 2010, con los préstamos a Grecia (26.400 millones de DEG) e Irlanda (19.500), que suponen un 30% de los préstamos vivos del FMI ese año.

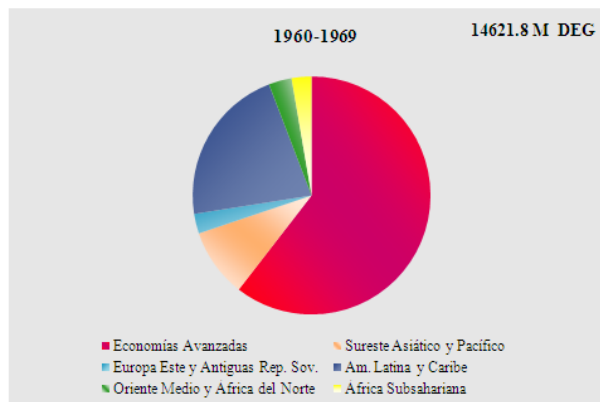
Entre los países emergentes, los mayores volúmenes de préstamo se han concentrado en las distintas regiones en línea con la sucesión de crisis globales desde los años 80: en los 80 a Latinoamérica con la crisis de la deuda; en los 90 a Asia y Europa del Este, con la crisis asiática y la de cuenta de capital en Rusia; a principios de los 90 de nuevo Latinoamérica con

la crisis de Argentina; y a partir de 2008 a Europa (emergentes y avanzados), que concentra los principales prestatarios del FMI tras la crisis financiera global.

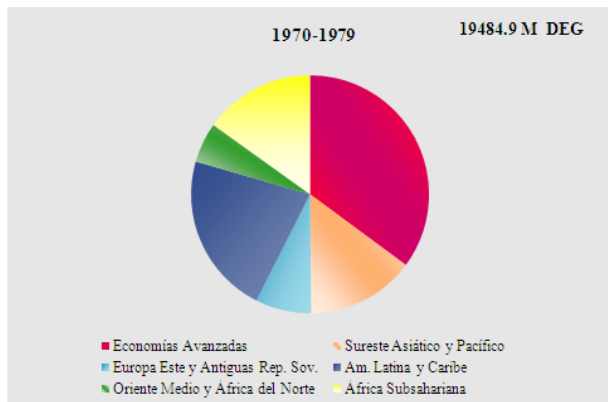
Gráfico 2.2. Distribución regional de los préstamos: 1960-2005



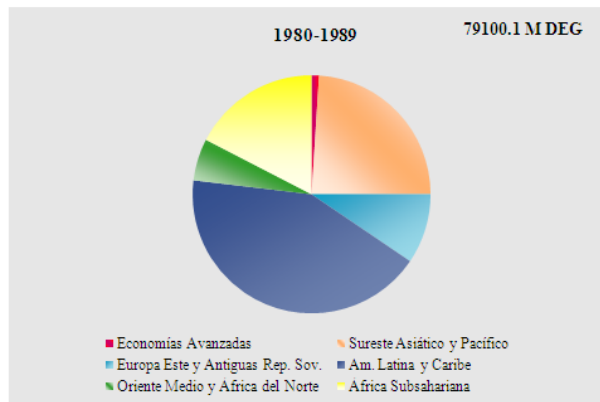
Principales prestatarios (% total): Reino Unido (62.2), Francia (11.1).



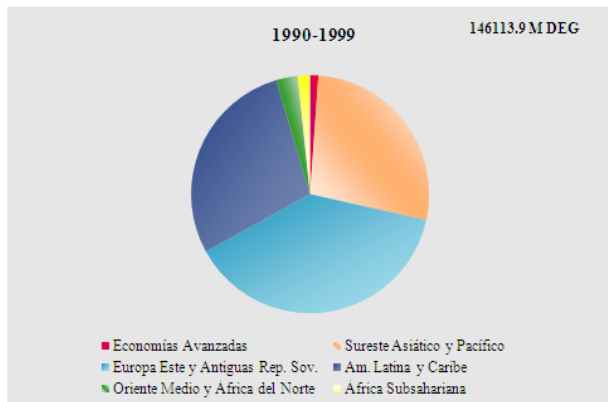
Principales prestatarios (% total): Reino Unido (40.4).



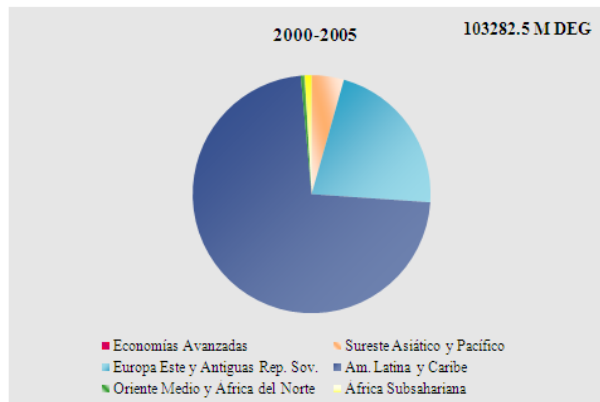
Principales prestatarios (% total): Reino Unido (20.8), Italia (7.4)



Principales prestatarios (% total): México (11.4), Brasil (8.3), India (6.7).



Principales prestatarios (% total): Federación Rusa (16.2), Turquía (10.7), Corea (10.6), México (10.4), Indonesia (9.4), Brasil (8.2).



Principales prestatarios (% total): Brasil (38.3), Argentina (27.2), Turquía (18.9)

Fuentes: FMI, elaboración propia.

2.3. 1995 –2008: LAS CRISIS POR CUENTA DE CAPITAL Y LA FINANCIACIÓN A GRAN ESCALA

Como señalan Varela y Varela (2000), en los años 90 se da paso a un creciente peso del mercado como eje del OEI, marcado por la creciente globalización y los elevados movimientos de capital. La sucesión de crisis durante la década –europea de 1992, mejicana de 1994, y asiáticas y brasileña a partir de la segunda mitad de la década– se caracterizan por su carácter súbito y amplio, y por su rápido contagio. En este nuevo contexto de crisis por cuenta de capital es necesario que el país tenga acceso rápido a un gran volumen de recursos para restaurar la confianza de los mercados internacionales.

Durante estos años, el FMI responde concediendo grandes préstamos entre el 490 y 690 por ciento de cuota⁹⁰, muy por encima de los límites normales de acceso convencionales (del 300 por ciento), aplicando la cláusula de circunstancias excepcionales. Además, se establece en 1995 el Mecanismo de Financiamiento de Emergencia (EFM⁹¹), que permite un acceso rápido a los recursos del Fondo con un procedimiento de decisión en el Directorio más corto, de tan sólo dos semanas. La sucesiva concesión de préstamos llevo a una situación de excepcionalidad que exigía cambios. EL FMI responderá a través de (a) la creación de dos nuevas facilidades específicas para la cuenta de capital, el Servicio de Complementación de Reservas (SRF) y la Líneas de Crédito Contingente (CCL)⁹²; y (b) del establecimiento de un marco de acceso excepcional para formalizar el acceso a sus recursos por encima de los límites normales.

A. Facilidades ante dificultades por cuenta de capital: SRF y CCL.

El 17 de diciembre de 1997, el FMI aprueba el Servicio de Complementación de reservas (SRF) en plena crisis financiera en Asia. Dos semanas antes, el 4 de diciembre se había

⁹⁰ Incluidos los concedidos a México, Tailandia, Indonesia y Corea entre 1995 y 1997.

⁹¹ EFM: Emergency Financing Mechanism.

⁹² SRF: Supplemental Reserve Facility. CCL: Contingent Credit Lines.

concedido un préstamo record a Corea, una SBA por el 1.938% de su cuota, que se reconvertirá parcialmente en el primer SRF.

El SRF se diseña para cubrir dificultades excepcionales de balanza por cuenta de capital elevadas y a corto plazo, para ayudar a sus miembros a afrontar súbitas pérdidas de confianza de los mercados internacionales. El acceso es adicional al que el país está obteniendo a través de otro programa (normalmente un SBA o un EFF), las recompras se fijan entre 1 año y 18 meses prorrogables un año, y los tipos están determinados por el programa al que está adscrito, más una sobretasa específica en función del período transcurrido (300 puntos básicos más 50 adicionales, tras el primer año, y cada seis meses después del primero). El SRF no tiene un límite de acceso prefijado, sino que se determinará en función de las necesidades del país y de la situación de liquidez del Fondo. Por tanto, el Fondo lanza un mensaje a los mercados de posibilidad de ayuda ilimitada en caso de ataque a un país.

Por otro lado, en abril de 1999 se crean las CCL. A diferencia de la SRF –concebida para hacer frente a una crisis en marcha–, las CCL se conciben como un aseguramiento frente a una posible crisis por cuenta de capital originada en otros países. Se trataba de actuar de manera preventiva evitando el contagio que se suele producir en las cuentas pro crisis de capital. Con las CCL se pretendía apoyar a los países más vulnerables, de nuevo señalizando a los mercados la disposición del FMI a apoyarlos y, con ello, mitigar la posibilidad de contagio.

En cuanto a las condiciones de acceso, si bien no se fijó un límite general de acceso, se establecía la presunción de que los préstamos girarían entre el 300% y el 500% de la cuota. Los fondos se otorgarían por un año y la recompras entre 1 año y 18 meses a partir de la fecha de cada desembolso. Ante el cuestionamiento de la utilidad de las CCL con su diseño original, sobre todo por parte de las economías emergentes (los principales destinatarios), la facilidad se modificó en 2000 con el objeto de hacerla más atractiva. Se introdujo un acceso más automático al primer tramo del préstamo y unos tipos menores a la SRF (la sobretasa se limitó en un nivel máximo de 350 frente a los 500 de la SRF).

Para tener acceso a las CCL se exigía que el país miembro presentara unos fundamentos macroeconómicos sólidos determinados a partir de unos criterios de calificación concentrados en cuatro condiciones: (1) ausencia de necesidad de utilizar recursos del FMI, es decir, que la necesidad de recurrir al financiamiento del FMI sólo se deba al contagio, y no se deba a políticas internas del país; (2) evaluación positiva de las políticas del país y avances en la observancia de estándares internacionales; (3) relaciones constructivas con los acreedores privados y progresos tendientes a limitar la vulnerabilidad externa; y (4) un programa macroeconómico y financiero satisfactorio y el compromiso de adaptar las políticas (IMF 2004^a).

Las CCL planteaban sin embargo importantes problemas en términos de estigma negativo. Por un lado, se plantean dificultades de distinguir las CCL de otras facilidades del FMI, con el riesgo de que la suscripción de la línea se interpretara en los mercados como existencia de un problema en el país (más que un seguro de contagio) y, con ello, provocar un efecto contrario al perseguido, es decir, desencadenando la crisis por cuenta de capital que intenta evitar. Por otro lado se planteaba un problema de señalización negativa en función del cumplimiento o no de los criterios de habilitación. En este sentido, se intentó establecer una lista de países aptos para las CCL y evitar así el proceso de habilitación, pero entonces, aparecía un estigma negativo para los países excluidos de la lista (el capítulo 3 desarrolla el análisis de los problemas de señalización y estigma, incluida las CCL). La línea planteaba además un problema de incertidumbre en cuanto a su disponibilidad porque el desembolso de recursos exigía en todo caso la autorización del Directorio.

El resultado es que las CCL acabarían por extinguirse en 2003 sin que nunca llegara a utilizarse. Ahora bien, como señala Bustelo (2000), las CCL introducen dos novedades con respecto a las facilidades tradicionales del Fondo, se suscriben sin que haya un contexto de crisis, y están pensadas para países con fundamentos sólidos. Como veremos en el capítulo 5, se trata de dos novedades, que están en el centro de la nueva facilidad de aseguramiento que activa el FMI a partir de 2009, la Línea de Crédito Flexible. La CCL y los errores aprendidos por su falta de aplicación, son el precedente necesario para el establecimiento posterior de la FCL y con ella, del asentamiento de una nueva función aseguradora para el FMI.

B. El marco de acceso excepcional

Como veíamos, en 1994 el FMI fijó unos límites normales de acceso para los préstamos del 100% de la cuota anualmente y el 300% acumulado, si bien el Directorio mantenía la potestad de conceder préstamos por cantidades superiores. Ante las elevadas exigencias en volumen de recursos que exigía la resolución de las crisis por cuenta de capital de finales de los años 90, el Fondo concede en estos años préstamos por cantidades muy superiores a los límites normales. Para ello se utilizan dos vías, el recurso a la cláusula de circunstancias excepcionales⁹³ o a través del nuevo SRF (1997), que no incorporaba límites de acceso.

El resultado es que entre 1995-2002, la exposición financiera del FMI se concentra en un número reducido de programas con acceso excepcional. Once países en situación de crisis por cuenta de capital concentran en este período préstamos por valor total de 124.800 millones de DEG (ver cuadro 2.3, IMF, 2002^a).

Ante la situación de indefinición de las circunstancias excepcionales, en septiembre de 2002, el FMI aprobará un nuevo marco para tratar de formalizar y dar más predictibilidad a las condiciones para la concesión de créditos por encima de los límites normales. En este sentido, el nuevo marco de acceso excepcional establece cuatro condiciones para accesos superiores a los normales:

- (1) El país enfrenta un desequilibrio excepcional por cuenta de capital que no puede cubrirse con la financiación que proporcionan los límites normales
- (2) Elevada probabilidad de sostenibilidad de la deuda a partir de un análisis riguroso de la misma
- (3) El país tiene buenas perspectivas de recuperar acceso a los mercados de capitales privados en el período en el que se concede el préstamo
- (4) Razonables perspectivas de éxito del programa tanto por su contenido de ajuste como por la capacidad política e institucional para implementarlo

⁹³ La cláusula había nacido en la década anterior durante la crisis de la deuda en Latinoamérica.

Por otro lado, el marco también establecía una mejora en los procedimientos al involucrar en mayor medida al Directorio que deberá ser consultado a través de reuniones informales y confidenciales⁹⁴ y de evaluaciones ex post del programa, antes del año de su finalización (IMF 2004b). El marco también será reformado a partir de 2009.

Cuadro 2.3. Préstamos con acceso excepcional 1995-2002

País	Año	Tipo de acuerdo	Cuantía del préstamo		
			Millones de DEG	% de cuota	% del PIB
México	1995	SBA	12.100	688	4
Tailandia	1997	SBA	2.900	505	2
Indonesia	1997	SBA	7.300	490	5
Corea	1997	SBA/SRF	15.500	1938	4
Rusia	1998	SBA/SRF/CCFF	15.400	356	5
Brasil	1998	SBA/SRF	13.000	600	2
Turquía	2001	SBA/SRF	15.000	1560	10
Argentina	2001	SBA/SRF	16.900	800	8
Brasil	2001	SBA/SRF	12.100	400	3
Turquía	2002	SBA	12.800	1330	11
Uruguay	2002	SBA/SRF	1.800	571	9

Fuente: FMI (2004b).

2.4. EL AUMENTO DE RECURSOS QUE ACOMPAÑA A LA REFORMA DE LA POLÍTICA DE PRÉSTAMO DE 2009

En el capítulo 5 se analizan los cambios en la política de préstamo del Fondo a partir de 2009. En esta sección interesa analizar el aumento en los recursos del FMI que se articula entre 2009 y 2010, por cuanto representa una condición previa y necesaria para la reforma de la política de préstamo.

⁹⁴ Las reuniones normalmente se hacen a puerta cerrada con asistencia de los 24 Directores y sin posibilidad de presencia de sus alternos. Se pasan notas numeradas a cada Director que se recogen antes al finalizar la reunión.

La crisis financiera global reabre un debate cíclico sobre la suficiencia de recursos del FMI para hacer frente a las necesidades de sus países miembros⁹⁵. Sin embargo, en esta ocasión la magnitud de la crisis exigirá una respuesta extraordinaria. Así, el G-20 impulsa a partir de 2009 una triplicación de los recursos del FMI a través de tres vías, que se han discutido en paralelo, y se están aplicando secuencialmente (aunque con superposiciones): préstamos bilaterales, ampliación de los Nuevos Acuerdos de Préstamo, y duplicación de la cuota del FMI. La nueva estructura de recursos deberá culminar hacia 2012/2013 cuando se ratifique la XIV revisión general de cuotas. Se analiza a continuación: (a) la suficiencia de recursos del FMI (b) las nuevas dotaciones de recursos en 2009 y 2010.

A. La suficiencia de recursos del FMI

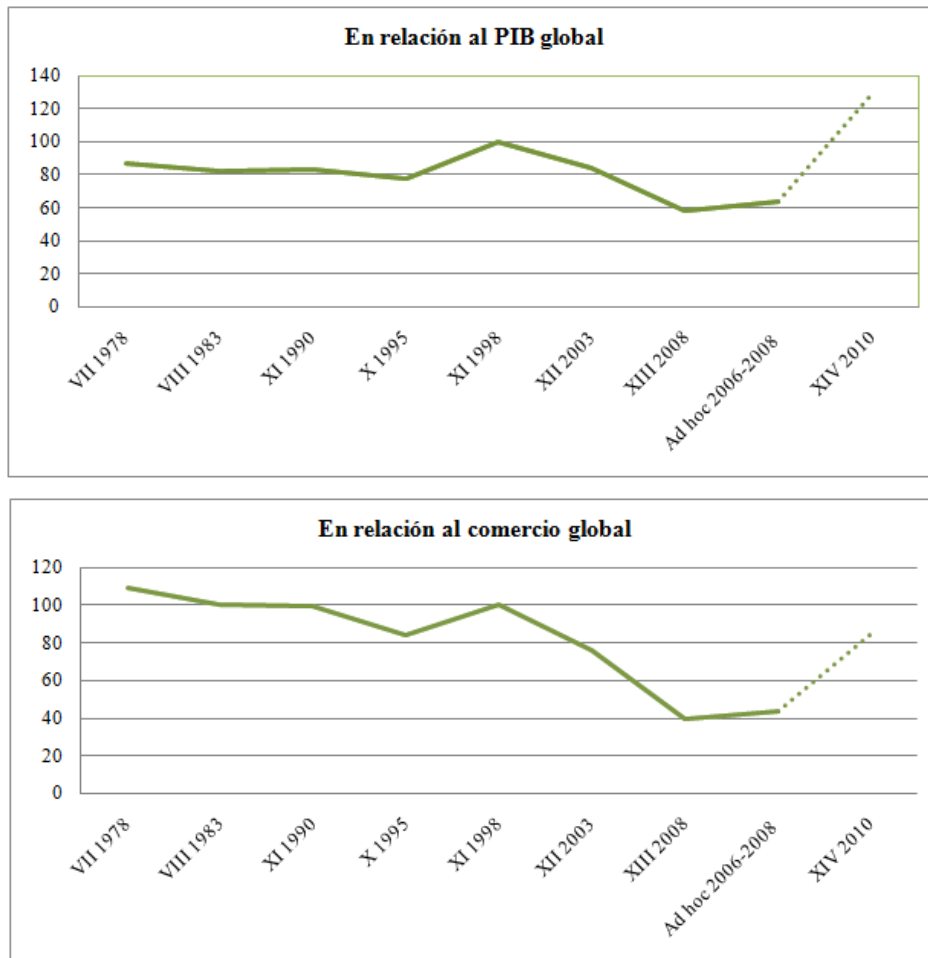
Existía un cierto consenso en que los recursos del FMI se habían quedado cortos ante los nuevos retos de una economía global mucho más interconectada que había experimentado un crecimiento exponencial de los flujos de capital en la década precedente. En 1990 con unos flujos internacionales de capital estimados en 171.000 millones de dólares, el FMI tenía una capacidad de préstamo de 36,000 millones, mientras que en 2008 la capacidad de préstamo a un año del FMI⁹⁶ era de 200,000 millones, frente a unos flujos internacionales de 3 billones de dólares, es decir, el ratio recursos/flujos de capital cae del 21 al 6 por ciento (Mallaby, 2008). En efecto, como se observa en el gráfico 2.3, en 2008 el tamaño del FMI había disminuido en relación a distintos indicadores de la economía global (IMF, 2009c).

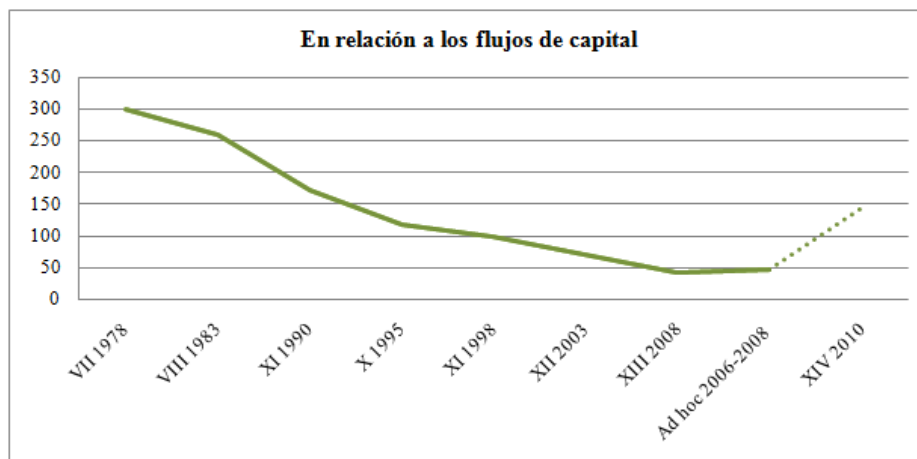
⁹⁵ Se trata del mismo tipo de debate que se ha planteado con el ciclo económico global a lo largo de la historia del FMI y que por ejemplo, durante la crisis de la deuda de los años 80 o la crisis asiática a finales de los 90 acabaron con sendas ampliaciones generales de cuota.

⁹⁶ La capacidad de préstamo a un año del FMI está determinada por: los recursos aprobados en Plan de Transacciones Financieras (PTF), más las tenencias de DEG del FMI, menos los recursos comprometidos para préstamos vivos (estén o no desembolsados y netos de los reembolsos previstos a un año vista), menos un saldo precautorio (fijado en el 20% de la cuota de los países incluidos en el PTF). El PTF se aprueba cada tres meses y determina los recursos por cuotas a los que el FMI puede recurrir para financiar sus préstamos. Se incluyen las cuotas de los países a los que se juzga en situación de pagos lo bastante firme. La mayoría de los países son economías avanzadas y emergentes, pero también se incluyen economías en desarrollo. Los recursos de cuotas de países no incluidos en la PTF (por ejemplo las cuotas de los países con programas con el FMI), no se consideran recursos prestables.

Entre los años 80 y mediados de los 90, a pesar de los sucesivos aumentos de cuota en las revisiones generales VII a IX (en la X de 1995 no se aumentó la cuota, ver cuadro 4.4), el mayor crecimiento relativo de la economía y el comercio mundial hace que caiga el tamaño relativo del Fondo con respecto al PIB y comercio global. El aumento de cuota de la XI revisión general en 1998 había permitido corregir la pérdida de peso del Fondo en relación a estas variables, pero esta volverá a caer a partir de entonces ante la expansión mundial no correspondida con aumentos de cuota. En 2008, el tamaño relativo del FMI con respecto al PIB y el comercio mundial cayó a mínimos históricos y los aumentos ad hoc de cuota de 2006-2008 (ver cuadro 4.5) apenas permitieron corregir marginalmente la situación.

Gráfico 2.3. Tamaño del FMI medido por su cuota total: 1978-2010 (índice 1998=100)





Fuentes: FMI, elaboración propia.

La caída del peso del FMI en relación a los flujos internacionales de capital es mucho más significativa. El tamaño relativo del FMI con respecto a los flujos de capital experimenta una caída continuada a pesar de los sucesivos aumentos de cuota en el Fondo como consecuencia el crecimiento exponencial de los movimientos internacionales de capital a partir de los años 90. De nuevo, los aumentos ad hoc de 2006-2008 apenas permitieron corregir marginalmente la situación.

En 2010, si se considerara como tamaño de la cuota del FMI la que correspondería tras la duplicación aprobada por el Directorio⁹⁷ en noviembre, aún no ratificada (líneas discontinuas del gráfico 2.3); el FMI se situaría en niveles superiores a los de 1998 en el caso del PIB y los flujos de capital, y algo por debajo en el caso del comercio, en este caso debido a la mejor recuperación relativa de los flujos comerciales con respecto a flujos de capital y crecimiento mundial durante el período de crisis 2008-2010.

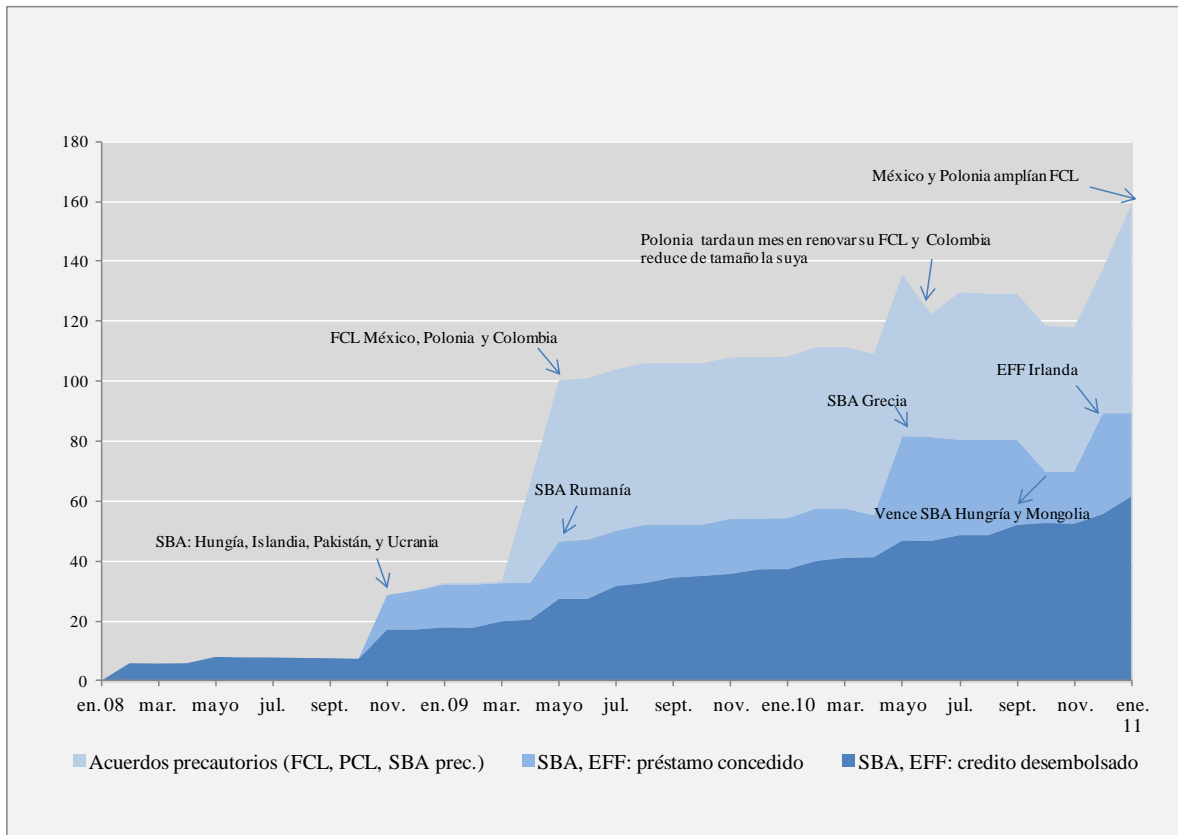
En el marco del debate sobre la suficiencia, desde principios de 2009 (IMF, 2009c) el propio Fondo señala la necesidad de aumentar su recursos y apunta a las valoraciones de distintos autores que estiman las necesidades del Fondo desde al menos 1 billón de dólares (Johnson,

⁹⁷ En noviembre de 2010 se aprueba una duplicación de cuotas, i.e., aumento de 238.400 millones de DEG. Ver capítulo 4.

2008), hasta cantidades ilimitadas como sugiere Calvo (2009), al proponer un papel de prestamista de última instancia para el FMI. Finalmente, como veremos el G-20 optará por triplicar los recursos del FMI en la cumbre de Abril de 2009 en Londres.

Conviene señalar que antes del inicio de la crisis en 2007, el FMI se había situado en mínimos históricos de préstamos vivos concedidos que sumaban en total unos 10.000 millones de DEG. La capacidad de préstamo a un año del FMI se había situado en máximos históricos de 128.000 millones de DEG (unos 200.000 millones de dólares) una vez que Brasil y Argentina habían decidieron devolver la totalidad de sus préstamos a finales de 2005.

Gráfico 2.4. Volumen de préstamos concedidos por el FMI 2008-2010 (millones de DEG)



Fuentes: FMI, elaboración propia.

Sin embargo, a partir de 2008 el Fondo empieza a hacer frente a una creciente demanda de préstamos como consecuencia de la crisis; entre 2008 y 2010 concede préstamos por valor de 160.000 millones de DEG (unos 250.000 millones de dólares, ver gráfico 2.4 y cuadro 5.5)⁹⁸, de los cuales unos 69.000 millones (un 43%) se conceden a través de la nueva facilidad de préstamo precautoria, la FCL. Por tanto, en estos dos años, el FMI ha concedido préstamos por encima de la capacidad de préstamo de la que disponía en diciembre de 2007. Como veremos, los préstamos bilaterales suscritos por el FMI entre 2009 y 2010 –especialmente los 100.000 millones de dólares aportados por Japón y los 57.000 de la UE– son los que le permitirán mantener la capacidad de préstamo durante estos años.

B. Las nuevas dotaciones de recursos en 2009 y 2010: préstamos bilaterales, NAB y cuotas

En la cumbre de Londres, el G-20 apoyó una ampliación significativa de los recursos multilaterales cifrada en 1,1 billones de dólares distribuidos de la siguiente manera: hasta 500.000 millones en contribuciones bilaterales al FMI⁹⁹; un aumento de hasta 100.000 (en tres años) en el volumen de préstamos concedidos por los Bancos Multilaterales de Desarrollo a partir de su recapitalización; un esfuerzo global para movilizar hasta 250.000 millones para la financiación del comercio internacional (incluida la movilización de 50.000 millones a través del programa específico de la Corporación Financiera Internacional del Banco Mundial); y una asignación extraordinaria de derechos especiales de giro (DEG) por valor de 250.000 millones como vía para aumentar la liquidez internacional¹⁰⁰ (Moreno 2009).

⁹⁸ Durante este período vencen, además, préstamos por valor de unos 30.000 millones de dólares adicionales.

⁹⁹ A esta cantidad hay que sumar el compromiso de aumentar en seis mil millones la financiación concesional del Fondo.

¹⁰⁰ Se recupera el recurso a los DEG tras haber estado aparcado durante casi 30 años. La primera emisión de DEG se distribuye en 1970-1972 (9,300 millones de DEG) y la segunda en el 79-81 (12,100 millones de DEG). En 1997, la cuarta enmienda establecía la duplicación de número de DEG (21,400 millones adicionales), pero el Congreso americano no la aprobó. Ahora se aprueban unos 167,000 millones de DEG adicionales (250,000 millones de dólares).

La aportación de 500,000 millones de dólares al Fondo suponía un aumento sin precedentes que suponía triplicar los recursos para préstamos máximos que había alcanzado el Fondo en 2007 (200.000 millones de dólares de la PTF, a los que había que sumar los 50.000 millones disponibles a través de los acuerdos NAB/GAB).

Tras la cumbre de Londres, el Directorio del FMI y los países miembros del NAB entran en un complejo debate técnico sobre cómo formalizar estos nuevos compromisos que ha acabado materializándose en un proceso (algo improvisado) secuencial, aunque con periodos superpuestos: aprobación de acuerdos bilaterales de préstamo y compra de pagarés entre 2009 y 2010, con posible vigencia (de los préstamos) hasta 2014 (b.1); aprobación del NAB ampliado en 2010 y ratificación prevista en marzo de 2011 (b.2); y aprobación de la duplicación de cuotas en 2010 y ratificación prevista en 2012 (se analiza en el capítulo 4 en el contexto de la reforma de gobernabilidad del FMI). En principio, los países irán trasvasando sus aportaciones de una a otra fuente, por orden, de acuerdos bilaterales a NAB y de éste a cuotas a medida que ampliaciones de NAB y cuotas vayan ratificándose en procesos que exigen aprobación parlamentaria en la mayoría de países miembros.

b.1 Acuerdos bilaterales de préstamo y pagarés

La creciente demanda de préstamos del FMI a partir de finales de 2008 crea una necesidad urgente de recursos en el FMI. A lo largo de 2009 y 2010 un grupo de veintiún países – liderados por la primera contribución de Japón en febrero de 2009¹⁰¹– optó por suscribir, bien acuerdos bilaterales de préstamo, bien compra de pagarés al FMI por un valor aproximado de 241.500 millones de dólares (cuadro 2.4).

Las dieciocho economías avanzadas que contribuyen, optan por hacerlo a través de acuerdos bilaterales de préstamo, que como veíamos tienen su precedente en las contribuciones de los países a través de los fondos fiduciarios de la financiación al desarrollo (si bien en este caso no

¹⁰¹ Históricamente Japón viene manteniendo una fuerte vocación multilateralista que le ha situado en los primeros puestos por contribución financiera a las instituciones financieras multilaterales. Su temprana aportación bilateral al FMI en medio de la crisis es un ejemplo más.

se agrupan los recursos en un fondo y mantienen su bilateralidad). Por su parte, las tres economías emergentes optan por pagarés, para poder tratar sus contribuciones al FMI como inversiones en un proceso de gestión de reservas, en lugar de préstamos¹⁰². Estos dos tipos de contribuciones tienen la ventaja (a diferencia del NAB) de que, una vez suscritas, pasan a formar parte de manera inmediata a la capacidad de préstamo del FMI, sumándose a las cantidades del Plan de Transacciones Financieras (PTF)¹⁰³. La cuantía no desembolsada de los préstamos que estén abiertos forma parte de la capacidad de préstamo a un año del Fondo.

Cuadro 2.4. Acuerdos bilaterales suscritos por el FMI (a 31 de dic. De 2010)

País	Miles de millones de dólares	País	Miles de millones de euros
Préstamos bilaterales		Unión Europea 41.600 millones euros (aprox. 57.000 millones de dólares)	
Japón	100	Alemania	15
Unión Europea	57	Francia	11
Canadá	10	Reino Unido	11
Noruega	4.5	Países Bajos	5.31
Total	171.5	Bélgica	4.74
Compra de pagarés		España	4
China	50	Suecia	2.47
Brasil	10	Austria	2.18
India	10	Dinamarca	1.95
Total	70	Finlandia	1.3
		Portugal	1.06
		República Checa	1.03
		Eslovaquia	0.440
		Eslovenia	0.28
		Malta	0.120
Además de estos países otros han hecho compromisos explícitos ante el FMI aún no formalizados (cifras en miles de millones de dólares): Rusia (10 en compra de pagarés), Australia (5.7), Suiza (10), Corea (10), Chile (1.6), Singapur (1.5) y Estados Unidos, que compromete hasta 100.000 millones desembolsables en el NAB.			

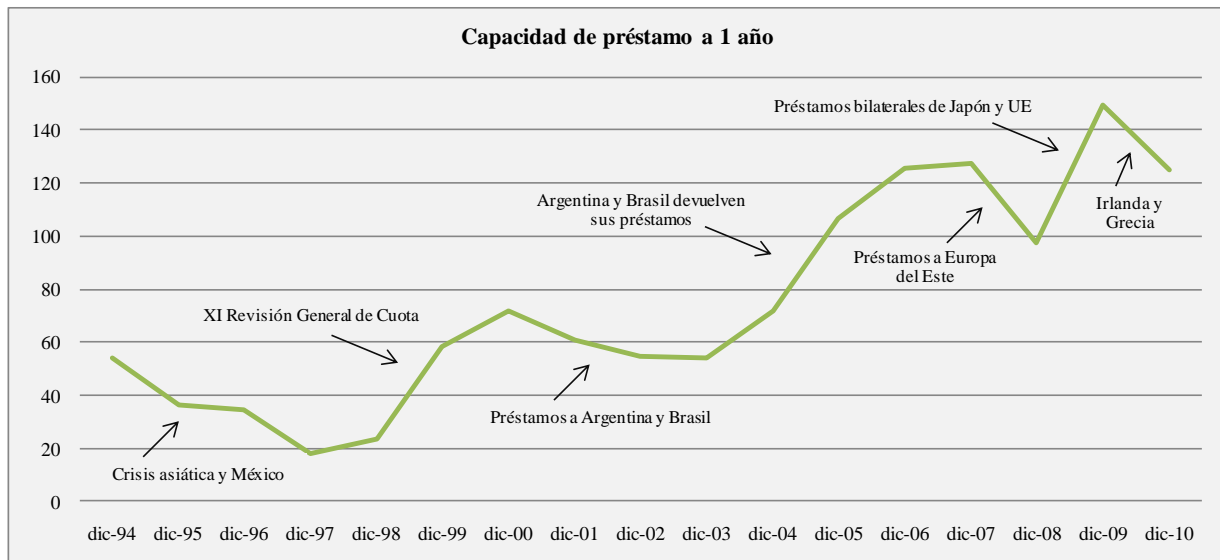
Fuentes: FMI, elaboración propia.

¹⁰² El FMI tuvo que aprobar un marco ad hoc en julio de 2009 para la emisión de pagarés al sector oficial que era la opción preferida por los países emergentes

¹⁰³ Ver nota a pie 87.

Los acuerdos bilaterales han permitido sostener la capacidad de préstamo del FMI entre 2008 y 2010. Como se observa en el gráfico 2.5, desde máximos históricos en 2007, la capacidad de préstamo a un año del FMI cae a finales a favor consecuencia de los préstamos concedidos en el otoño de 2008, sobre todo a países de Europa del Este (ver cuadro 5.5). Sin embargo, en 2009 se recupera la capacidad de préstamo pese a coincidir con un fuerte aumento de los préstamos por valor aproximado de 140.000 millones de DEG (ver gráfico 2.4). Esto se debe a la sucesión de acuerdos bilaterales firmados a lo largo de 2009. En 2010 vuelve a con la concesión de nuevos préstamos, entre los que destacan por volumen, los de Grecia (mayo) e Irlanda (diciembre).

Gráfico 2.5. Evolución de la capacidad de préstamo a 1 año del FMI (millones de DEG)



Fuentes: FMI, elaboración propia.

Los préstamos bilaterales continuarán sosteniendo en gran medida la capacidad de préstamo del Fondo a lo largo de 2011 y 2012, en tanto en cuanto el NAB ampliado no sea activado (aún cuando ya se haya ratificado)¹⁰⁴. En principio, estaba previsto que los acuerdos bilaterales revirtieran al NAB una vez se ratificara éste. Sin embargo, los préstamos bilaterales se

¹⁰⁴ La ratificación del NAB no implica su activación. El procedimiento de activación es un acto jurídico independiente que deberán aprobar sus países miembros si se juzga que el FMI tiene necesidad extraordinaria de recursos.

mantendrán finalmente abiertos transitoriamente debido a problemas legales y de liquidez derivados de la coordinación temporal entre el procedimiento de cancelación del préstamo bilateral (y de todos los programas a los que financia), y el de activación en paralelo del NAB ampliado¹⁰⁵. Durante estos años, en principio el FMI reequilibrará el reparto de la carga de sus préstamos entre los países que participan en el PTF¹⁰⁶ por la vía de pedir menos recursos por cuota y/o por NAB, a los países que tienen suscritos acuerdos bilaterales que ya se estén utilizando. El Fondo asume además el compromiso de que el sumatorio de uso de recursos vía préstamo bilateral y NAB, no superará el compromiso total asumido en el NAB por el país.

b.2. El NAB ampliado

En 2009, mientras determinados países están suscribiendo préstamo bilaterales, el G-20 impulsa en paralelo la ampliación del NAB, que era la opción preferida por el propio G-20 y especialmente, por EEUU, donde el Congreso aprobó en junio de 2009 una contribución de hasta 100.000 millones de dólares al FMI a través del NAB. Los miembros del NAB alcanzan un acuerdo de ampliación en noviembre de 2009 por valor de 530.000 millones de dólares, multiplicando casi por 10 el NAB previo, y superando levemente el objetivo de medio billón que había fijado el G-20. El Directorio aprobó el NAB ampliado en abril de 2010, y está prevista su ratificación en marzo de 2011.

¹⁰⁵ Esta solución transitoria ha generado mucho debate técnico en el FMI y muchas críticas al staff por su falta de previsión al someter al Directorio la reforma del NAB ampliado en abril de 2010, y no anticipar los problemas legales y de liquidez que se podían producir, que se destapan solo seis meses después. Esto da una idea del grado de improvisación que ha exigido en el FMI la absorción en tan corto periodo de tiempo de un volumen de recursos que triplicaba su capacidad de préstamo. Otro ejemplo es las dos decisiones del ECOFIN para fijar la contribución Europea, una en marzo de 2009 por 75.000 millones de euros, y otra en septiembre, por otros 50.000 millones adicionales.

¹⁰⁶ Los países incluidos en el PTF aprobado el 1 de noviembre de 2010 incluyen: Alemania, Argelia, Australia, Austria, Bélgica, Botsuana, Brasil, Brunei Darussalam, Canadá, Chile, China, Colombia, Chipre, Dinamarca, Finlandia, France, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estados Unidos, India, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Corea, Kuwait, Libia, Luxemburgo, Malaysia, Malta, Mauritania, México, Nueva Zelanda, Noruega, Omán, Países Bajos, Perú, Polonia, Portugal, Qatar, Reino Unido, República Checa, Rusia, Arabia Saudita, Singapur, Suecia, Suiza, Tailandia, Túnez y Uruguay.

El NAB ampliado contará con unos recursos totales de 367.400 millones de DEG (aproximadamente 588.500 millones de dólares); no obstante, esta cantidad será posteriormente reducida a partir de 2012, cuando una parte importante de los recursos del nuevo NAB revierta en el incremento de cuotas aprobado por el Directorio en noviembre de 2010. Como veremos en el capítulo 4 el Fondo ha aprobado una duplicación de sus cuotas, es decir, un aumento de 238.400 millones de DEG, que se espera se ratifique a partir de 2012, tras los correspondientes procedimientos parlamentarios exigidos en la mayoría de países miembros.

Este trasvase tiene una importancia formal muy relevante, porque permitirá recuperar el carácter del FMI de institución basada en cuotas. Como enfatiza el comunicado del Comité Monetario y Financiero Internacional (IMFC¹⁰⁷) durante las Reuniones Anuales del Fondo de 2010, de octubre de 2010, la reforma de cuotas es esencial para la legitimidad y la eficacia del Fondo, que es y debe ser una institución basada en cuotas. Al menos transitoriamente (en el período 2011-2012/13), los recursos disponibles (que no necesariamente utilizados) vía NAB, superarán los obtenibles por cuotas.

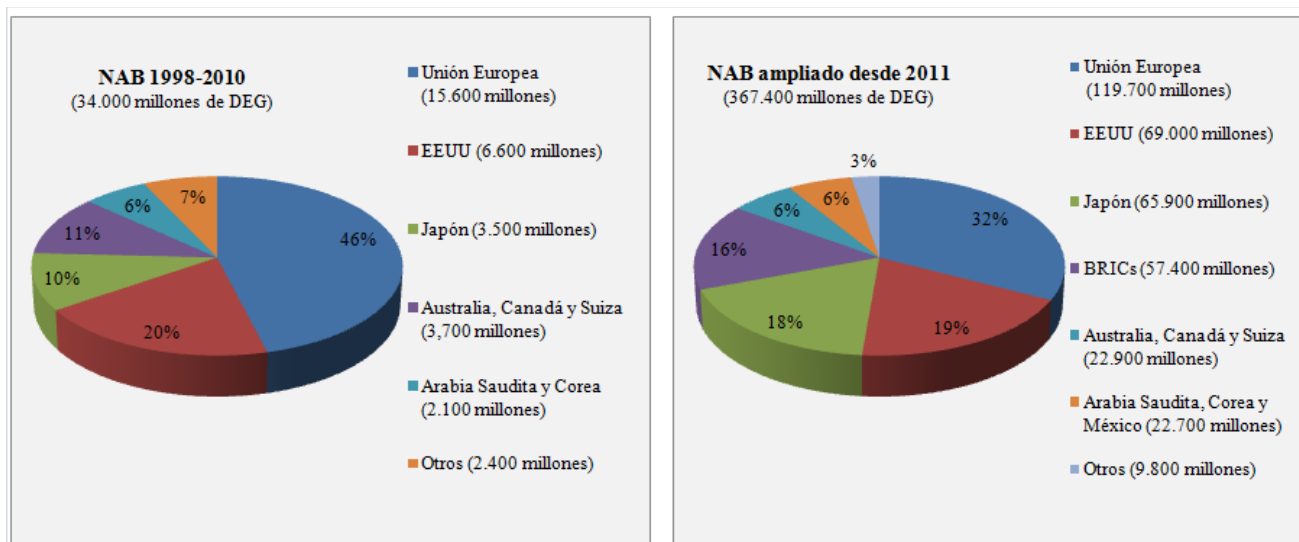
La ampliación del NAB se ha llevado a cabo, tanto a través de la ampliación de las aportaciones de los 26 países que ya eran miembros, como por las aportaciones de 13 nuevos miembros (ver anejo al capítulo 2 con las contribuciones por país al NAB). Las aportaciones de cada país guardan una cierta relación con su peso en cuotas aunque no exacta, por ser menos países los miembros del NAB, y por los distintos niveles de compromiso por país (destaca especialmente el caso de Japón, con un 6.5% de cuota en el FMI y una aportación al NAB que supone el 18%).

Por grupos de países, las contribuciones al NAB ampliado reflejan el nuevo equilibrio de poderes en el OEI que supone el G-20 (lo mismo ocurrirá con el Directorio del FMI como veremos en el capítulo 4). Como se observa en el gráfico 2.6, destaca especialmente el aumento del peso en el NAB de las economías emergentes, muchas de las cuales son nuevos

¹⁰⁷IMFC: International Monetary and Financial Committee.

participantes en el NAB (los países BRIC, México, Filipinas y Sudáfrica son nuevos contribuyentes).

Gráfico 2.6. Contribuciones al NAB y NAB ampliado



Fuentes: FMI, elaboración propia.

En el NAB antes de la ampliación, la presencia de economías emergentes era marginal, destacando la contribución de Arabia Saudita (1.760 millones de DEG), en línea con importante presencia en el FMI. El NAB ampliado los incorpora con peso propio, incluyendo una contribución coordinada entre los cuatro países BRIC¹⁰⁸, que conjuntamente sitúan su contribución al nivel de las de EEUU y Japón. Las economías emergentes se sitúan así en un nuevo papel frente al FMI acreedores principales, frente a su tradicional papel de primeros prestatarios.

Además de la ampliación de recursos, las NAB introducen una serie de elementos nuevos que flexibilizan su funcionamiento: (i) activación por períodos de seis meses, en lugar de la exigencia previa de activarse para cada préstamo que financian. Esto da más margen al Fondo para poder atender con más rapidez la demanda de préstamo en situaciones de crisis con

¹⁰⁸ China contribuye con 50.000 millones de dólares y Brasil, India y Rusia, con 14.000 millones cada uno. Estos países acuerdan aumentar su participación, inicialmente prevista en 10.000 millones.

contagio que afectan a varios países, sin tener que esperar la autorización de los países-NAB para cada programa. (ii) Posibilidad de uso para financiar cualquier tipo de facilidad, incluyendo las de aseguramiento. (iii) aumento de mayorías de voto del 80 al 85%; la mayor flexibilidad dada al Fondo por vía de activaciones temporales, se compensa aumentando la mayoría cualificada para aprobar las activaciones. El nuevo umbral le da poder de veto a los países BRIC (además de a EEUU, Japón y UE). (iii) Posibilidad de admitir nuevos miembros en cualquier momento del tiempo por mayoría del 85% (antes sólo se podía hacer en las renovaciones por mayoría del 80%). Los países mantienen el derecho de realizar una retirada de sus contribuciones al NAB tienen problemas de balanza de pagos, permitiendo que las aportaciones se puedan considerar como reservas.

Anejo al capítulo 2. Participación en los Nuevos Acuerdos de Préstamo, NAB

Participante	Contribución en millones de DEG			Contribución en millones de dólares			%
	NAB 1998-2010	Ampliación	NAB desde 2011	NAB 1998-2010	Ampliación	NAB desde 2011	
Unión Europea	15.597,84	104.129,63	119.727,47	24.982,75	166.782,35	191.765,10	32,58
Alemania	3.518,75	21.852,06	25.370,81	5.635,91	35.000	40.635,92	6,90
Francia	2.549,29	16.108,09	18.657,38	4.083,15	25.800	29.883,15	5,08
Reino Unido	2.549,29	16.108,09	18.657,38	4.083,15	25.800	29.883,15	5,08
Italia	1.752,95	11.825,08	13.578,03	2.807,66	18.940	21.747,66	3,69
Holanda	1.301,85	7.741,87	9.043,72	2.085,15	12.400	14.485,15	2,46
Bélgica	956,60	6.905,25	7.861,85	1.532,17	11.060	12.592,17	2,14
España	664,77	6.037,41	6.702,18	1.064,75	9.670	10.734,75	1,82
Suecia	849,76	3.589,98	4.439,74	1.361,04	5.750	7.111,04	1,21
Austria	407,57	3.171,67	3.579,24	652,80	5.080	5.732,80	0,97
Dinamarca	367,01	2.840,77	3.207,78	587,83	4.550	5.137,84	0,87
Finlandia	340	1.891,76	2.231,76	544,57	3.030	3.574,57	0,61
Irlanda		1.885,52	1.885,52		3.020	3.020,00	0,51
Grecia		1.654,51	1.654,51		2.650	2.650,00	0,45
Portugal		1.542,13	1.542,13		2.470	2.470,00	0,42
Luxemburgo	340	630,59	970,59	544,57	1.010	1.554,57	0,26
Chipre		340	340		544,57	544,57	0,09
EE UU	6.639,83	62.434,44	69.074,27	10.634,88	100.000	110.634,88	18,80
Japón	3.518,75	62.434,45	65.953,20	5.635,91	100.000	105.635,92	17,95
China		31.217,22	31.217,22		50.000	50.000	8,50
Arabia Saudita	1.760,86	9.365,17	11.126,03	2.820,33	15.000	17.820,34	3,03
Suiza	1.540,26	9.365,16	10.905,42	2.467,00	15.000	17.466,99	2,97
Brasil		8.740,82	8.740,82		14.000	14.000	2,38
India		8.740,82	8.740,82		14.000	14.000	2,38
Rusia		8.740,82	8.740,82		14.000	14.000	2,38
Canadá	1.380,99	6.243,44	7.624,43	2.211,90	10.000	12.211,90	2,07
Corea	340	6.243,44	6.583,44	544,57	10.000	10.544,56	1,79
México		4.994,76	4.994,76		8.000	8.000	1,36
Australia	801,29	3.569,12	4.370,41	1.283,41	5.716,59	7.000	1,19
Noruega	378,88	3.492,06	3.870,94	606,84	5.593,16	6.200	1,05
Chile	340	1.020,00	1.360,00	544,57	1.633,71	2.178,28	0,37
Singapur	340	936,52	1.276,52	544,57	1.500	2.044,58	0,35
Nueva Zelanda		624,34	624,34		1.000	1.000	0,17
Israel		500	500		800,84	800,84	0,14
Kuwait	341,29		341,29	546,64		546,64	0,09
AM Hong-Kong	340		340	544,57		544,57	0,09
Malasia	340		340	544,57		544,57	0,09
Tailandia	340		340	544,57		544,57	0,09
Filipinas		340	340		544,57	544,57	0,09
Sudáfrica		340	340		544,57	544,57	0,09
Total	34.000	332.847,87	367.472,20	54.457,10	533.115,78	588.572,88	100

Fuente: FMI. En azul, los nuevos países miembros del NAB.

CAPITULO 3.

LOS DETERMINANTES ECONÓMICOS DE LA FUNCIÓN ASEGURADORA DEL FMI

Como se veía en el primer capítulo, como consecuencia de la elevada movilidad de capital, los países se han enfrentado durante la crisis a un grave problema de falta liquidez y al riesgo de parón abrupto de los flujos en los mercados de capitales. Para reactivar el mercado de crédito ha sido necesario realizar inyecciones masivas de liquidez en el sistema. El primer recurso son las operaciones de mercado de los bancos centrales, pero el problema se agrava cuando los problemas de liquidez son en divisas –lo que ha afectado fundamentalmente a las economías emergentes– y el país tiene reservas limitadas en moneda extranjera.

Ante este tipo de riesgos, la primera línea de defensa es un marco de política económica y de regulación y supervisión prudencial sostenible que contrarreste los desequilibrios macroeconómicos y del sector financiero. Esta estabilidad permite generar confianza suficiente en la economía del país y dar margen de maniobra ante shocks por cuenta de capital. Ahora bien, a pesar de tener buenos fundamentos económicos, los países no están exentos de shock exógenos y el G-20 ha reconocido la necesidad de contar con mecanismos de aseguramiento en divisas.

En este contexto, surge el interrogante sobre el papel que debe jugar el FMI a través de facilidades de aseguramiento para dar garantías de liquidez en casos de shock exógeno. Como veremos en el capítulo 5, el Fondo ha asumido una función aseguradora a través de la creación de dos nuevas facilidades, la FCL y la PCL, que constituyen la principal innovación en la reforma de la política de préstamo del FMI iniciada en 2009. De cara al futuro, se plantea el debate sobre la oportunidad de que el Fondo apunte o no su función aseguradora a largo plazo.

Con carácter general un riesgo se puede cubrir mediante dos tipos de estrategias: el autoaseguramiento o la suscripción de un seguro con terceros. De manera equivalente, ante el riesgo de iliquidez en divisas los países pueden optar por el autoaseguramiento, a través de la acumulación de reservas; o por el aseguramiento con terceros a través de las Redes Globales de Seguridad Financiera, o GFSN por sus siglas en inglés (*Global Financial Safety Nets*). A su vez, las GFSN, puede proveerse por vía bilateral (swap de divisas), regional (fondos regionales), o multilateral, a través del aseguramiento del FMI.

En el presente capítulo se considerará los determinantes económicos que condicionan estas estrategias de aseguramiento público¹⁰⁹: en primer lugar, (3.1) la acumulación de reservas; en segundo lugar, (3.2) la vía bilateral o regional; y, (3.3) en tercer lugar, la vía multilateral a través del FMI. Finalmente (3.4) se analizan las ventajas comparativas de esta última alternativa.

3.1. ACUMULACIÓN DE RESERVAS (AUTOASEGURAMIENTO)

Uno de los principales fenómenos del sistema económico internacional en los años anteriores y durante la crisis financiera global, ha sido el intenso proceso de acumulación de reservas en las economías emergentes. Si bien este proceso ha permitido a ciertos países contrarrestar el congelamiento de los mercados de crédito mediante el recurso a sus reservas, también está introduciendo importantes ineficiencias en el sistema económico internacional, tanto en los países acumuladores, como en el sistema en su conjunto. En este sentido, el papel asegurador del FMI tendrá mayor importancia cuanto mayor sea su carácter sustitutivo sobre la acumulación de reservas.

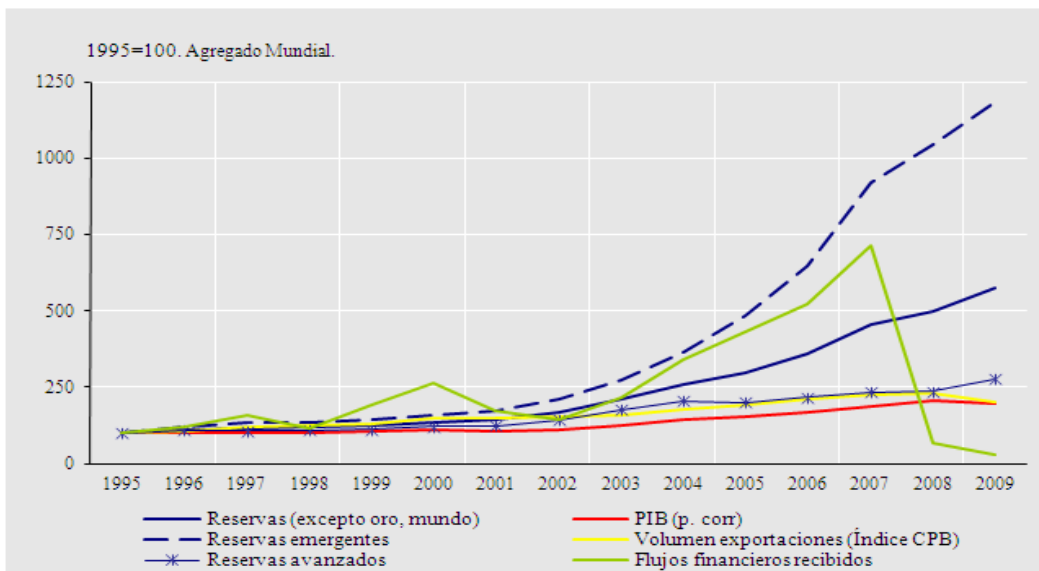
¹⁰⁹ Frente al aseguramiento público, existe en teoría la opción del seguro privado a soberanos para cubrir situaciones de congelación de los mercados de capitales. No obstante, en la práctica se trata de un mercado muy pequeño y poco rentable que no permite cubrir las necesidades de los grandes países. Se limita a pocos y caros activos como las opciones sobre el índice VIX (de volatilidad sobre las opciones del S&P 500), opciones sobre el spread del EMBI (*Emerging Markets Bond Index*), o bonos indexados al PIB, que no suelen ser comercializables (IMF, 2009a).

Se analizan a continuación los siguientes aspectos de la acumulación de reservas: (a) el proceso de creciente acumulación de reservas y las ineficiencias que introduce; (b) los determinantes de la acumulación de reservas y (c) las opciones de política económica para frenar una excesiva acumulación: el papel del FMI¹¹⁰.

A. La creciente acumulación de reservas y las ineficiencias que introduce

La demanda global de reservas ha aumentado exponencialmente en los últimos 15 años. Este crecimiento es muy superior al de otras variables económicas o macro-financieras, especialmente a partir del año 2000, en el que se observa una aceleración en el ritmo de acumulación de reservas, con un crecimiento medio anual 15.4%, superando los ritmos de crecimiento de PIB, comercio, o flujos financieros internacionales (duplicándolos ampliamente a partir del año 2008, ver gráfico 3.1). Las reservas en divisas han pasado de suponer 1.5 billones de dólares en 1995 a 8.5 billones en 2009, lo que supone aproximadamente el 14% del PIB mundial.

Gráfico 3.1. Crecimiento comparado de la acumulación de reservas



Fuentes: FMI, Banco Mundial, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).

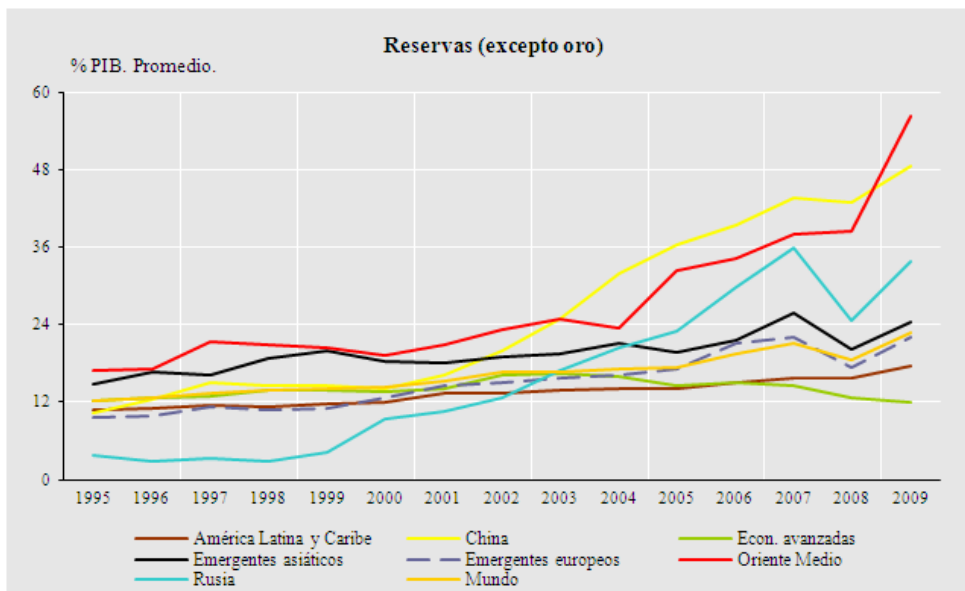
¹¹⁰ Este apartado recoge ideas del informe en el que ha participado el autor: “Strengthening the international monetary system: Reserves”, del grupo de trabajo sobre temas del FMI, del Comité de Relaciones Internacionales del BCE (IRC, 2010).

Dentro del fenómeno de acumulación de reservas destacan dos tendencias de interés: en primer lugar, que la acumulación se concentra en dólares estadounidenses, que supone entre el 60 y 70% de las reservas totales. Como veíamos en el capítulo 1, esto introduce problemas de asimetría en el SMI y concentración de riesgos en el país central (EEUU). En segundo lugar, que se trata fundamentalmente de un fenómeno característico de economías emergentes.

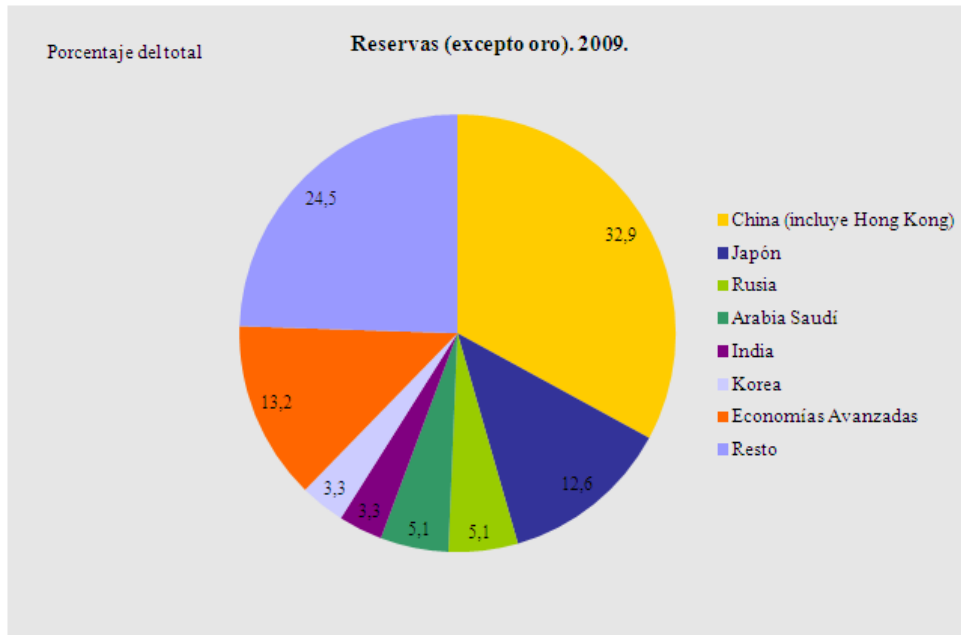
En efecto, en términos relativos, las economías emergentes acumulan reservas por valor del 32% de su PIB de media, muy por encima de las economías avanzadas (12%). Entre la economías emergentes destaca la acumulación de reservas de China y de países de oriente medio exportadores de petróleo, en las que el volumen de reservas llega a superar el 50% del PIB (gráfico 3.2 a). Este grupo de países representan alrededor de dos tercios de las reservas acumuladas entre 2000 y 2009 frente al 25% de las economías emergentes de Europa del este y Latinoamérica. Por países, destaca China que concentra alrededor de 1/3 de las reservas globales incluyendo Hong Kong. Le siguen Japón, Rusia, Arabia Saudita, India, que juntas suman un cuarto adicional (gráfico 3.2 b).

Gráfico 3.2.

a. Acumulación relativa de reservas por grupos de países



b. Distribución de reservas a finales de 2009



Fuentes: FMI, Banco Mundial.

Durante la crisis, muchos países han recurrido a sus reservas para mantener la liquidez en divisas en sus sistemas financieros, suavizar los efectos sobre el tipo de cambio o compensar la caída de la financiación exterior del sector privado financiero y comercial¹¹¹. Casi todas las economías emergentes del G-20 ven caer sus reservas a lo largo de 2009. Sin embargo la caída en el volumen de reservas globales no es muy elevada, se cifra en un 8% entre el segundo cuarto de 2008 y el primero de 2009. La mayor parte se concentra en un grupo reducido de países, especialmente Rusia con caídas de reservas del 38% durante este período, y otros países como Polonia (25%), o India y Corea (20% cada uno), (BIS, 2009).

Por tanto, las reservas han cumplido una función de autoaseguramiento. De hecho las economías emergentes han continuado sus estrategias de acumulación de forma que a finales

¹¹¹ Se han utilizado las reservas para financiar operaciones de comercio exterior incluso para cubrir riesgos de exposición en divisas (el caso que más repercusión internacional ha tenido ha sido el de Comercial Mexicana).

de 2010 se ha superado el nivel de reservas pre-crisis. A partir de 2009, los países latinoamericanos –tradicionalmente más reacios a la acumulación– se han sumado a estrategias de acumulación anunciándolas explícitamente. Es por ejemplo el caso de México, cuyo Gobernador, Agustín Carstens, ha anunciado que continuará la acumulación en 2011 tras haber alcanzado un record histórico de 123.000 millones de dólares en reservas en 2010 (WSJ, 2011).

Como política de aseguramiento, la acumulación de reservas plantea para el país la ventaja de la disponibilidad inmediata y autonomía, al no tener que depender de terceros para afrontar un problema de parón abrupto de los mercados de capitales. Basta con una decisión de las autoridades para mantener la liquidez. Por otro lado, la acumulación plantea inconvenientes en términos de insuficiencia, en la medida en que el país no disponga de suficientes reservas, pero, sobre todo, en términos de las ineficiencias que introduce en el sistema económico internacional.

En efecto, la acumulación de reservas introduce distorsiones en el sistema económico internacional, tanto como consecuencia de una acumulación excesiva, como por una composición de reservas dominada por una única divisa –en este caso el dólar. Como veíamos en el capítulo 1, la excesiva concentración en dólares introduce distorsiones del tipo dilema de Triffin, y riesgos sistémicos asociados a los riesgos del país con moneda de reserva dominante. Interesa desarrollar aquí las distorsiones asociadas al tamaño de la acumulación de reservas. El cuadro 3.3 resume las ineficiencias asociadas a una excesiva acumulación desde las perspectivas global/regional y doméstica (ver Bini Smaghi 2010 para una revisión detallada de ineficiencias globales).

Cuadro 3.1. Ineficiencias derivadas de una excesiva acumulación de reservas

<p>Ineficiencias globales y regionales.</p>	<p>Desequilibrios globales. La acumulación de reservas introduce externalidades negativas al distorsionar la dirección de los flujos internacionales de capital y comerciales, las condiciones de liquidez global, o la distribución mundial de la demanda final. Las reservas contribuyen a los desequilibrios globales financiando el déficit por cuenta corriente y contribuyendo al sostenimiento artificial de tipos bajos en EEUU (y el resto del mundo), y en consecuencia incidiendo indirectamente en la excesiva acumulación de riesgos en el sector privado.</p> <p>Desviación comercial. Cuando la acumulación de reservas está asociada al sostenimiento de tipos de cambio infravalorados para mantener competitividad, tiene efectos equivalentes a políticas proteccionistas (subsidio a exportaciones o impuestos a las importaciones) y por consiguiente introduce ineficiencias en la asignación internacional de recursos (desviación de comercio).</p> <p>Falta de ajuste regional. Los efectos sobre el tipo de cambio de la acumulación en un país inducen un efecto imitación en las economías de la región para mantener competitividad comercial (guerra cambiaria), limitando la flexibilidad de sus políticas monetarias e introduciendo ineficiencias derivadas del desalineamiento del tipo de cambio.</p>
<p>Ineficiencias domésticas</p>	<p>Costes cuasi fiscales. A corto plazo, la gestión de reservas exige esterilización por parte del banco central para mantener la independencia de la política monetaria, lo que introduce costes cuasi-fiscales –por diferencial negativo entre el rendimiento de las reservas y los instrumentos de esterilización (si el tipo sobre la deuda doméstica supera al de los activos en reservas). Más aun a partir de un nivel, la esterilización con instrumentos como la emisión de bonos o la venta de bonos públicos por parte del banco central puede exigir restricciones administrativas y cuantitativas que pueden distorsionar el mercado de bonos. Aparece también un coste de oportunidad en términos de mantener el ahorro nacional en títulos de países avanzados frente a proyectos de inversión domésticos con posible mayor retorno.</p> <p>Asignación ineficiente en los mercados financieros domésticos ... A más largo plazo, si la acumulación de reservas está vinculada al anclaje del tipo de cambio, se introducen distorsiones en los tipos de interés y en los precios relativos que pueden impedir el desarrollo de un sistema financiero moderno y afectar el patrón de crecimiento. El sostenimiento de un tipo de cambio artificialmente infravalorado conlleva tipos artificialmente bajos –los tipos no se elevan para evitar entradas especulativas de capital–, generando una infravaloración del ahorro y un exceso de demanda de crédito doméstico, y con ello, posibles procesos de exceso de inversión y burbujas de activos. Los bajos tipos introducen además distorsiones en la redistribución de la renta perjudicando a los tenedores de depósitos.</p> <p>... y en los mercados de bienes y servicios. Un tipo de cambio infravalorado introduce distorsiones intersectoriales bajando el precio relativo de los bienes comercializables y penaliza el sector de servicios con implicaciones negativas para el empleo y el consumo¹¹².</p>

Fuente: Dorrucchi y McKay (2011), elaboración propia.

¹¹² Rodrick (2006) estima el coste social de la acumulación de reservas en un 1% del PIB.

B. Los determinantes de la acumulación de reservas y las opciones de política económica

Ante estas ineficiencias, y dado el rápido ritmo de acumulación, en los dos últimos años se ha intensificado el debate político y académico sobre la acumulación de reservas en torno a dos grandes temas que se analizan a continuación: (b.1) cuáles son los determinantes de la acumulación, lo que permita establecer por un lado, que determinantes tienen un mayor impacto en la ineficiencia del sistema económico internacional y, por otro, en qué medida otras GFSN pueden ser sustitutivas de la acumulación de reservas; y (b.2) cuál es el nivel óptimo de reservas.

b.1 Determinantes de la acumulación de reservas.

Desde el punto de vista de la acumulación de reservas como política de autoaseguramiento cabe distinguir entre la (i) demanda precautoria de reservas y (ii) la no precautoria. Las GFSN podrán en principio constituir una alternativa a las reservas en el caso de la demanda precautoria, pero no en el de acumulación por otro tipo de determinantes.

- (i) La demanda precautoria de reservas. Se refiere a la que realizan los países para protegerse de la escasez repentina de divisas, bien porque se produzca un parón abrupto en las entradas de capital, bien porque huida de capitales domésticos. En este sentido, el origen de la aceleración del ahorro y de la creciente acumulación de reservas que aparece en Asia en la segunda mitad de los años 90, puede asociarse a la crisis asiática. La crisis produce un parón abrupto de capitales extranjeros, y los países reaccionaron reduciendo sus déficit exteriores y acumulando reservas como política de aseguramiento ante posibles salidas de capital. Las reservas dieron una señal de confianza a los inversores extranjeros y domésticos sobre la capacidad del país para hacer frente a sus obligaciones de balanza de pagos sin necesidad de recurrir a financiación oficial, ni de tener que someterse a condicionalidad que exigiría el FMI (Bernanke, 2005).

(ii) La demanda no precautoria de reservas. Junto a los motivos precautorios, la demanda de reservas puede estar determinada por otro tipo de factores, entre los que destaca el denominado motivo mercantilista.

- Demanda mercantilista. El país demanda reservas con el objetivo de mantener la competitividad comercial internacional vía un tipo de cambio infravalorado, en el marco de una política de crecimiento orientada a las exportaciones. Es el caso de la fijación de los tipos de interés en Asia al dólar estadounidense (Dooley et al., 2003).
- Mercados financieros domésticos no desarrollados. El país acumula reservas y las invierte en economías avanzadas ante la imposibilidad de canalizar ahorros en sus mercados financieros domésticos, insuficientemente desarrollados. EEUU ofrece un mercado financiero mucho desarrollado con ventaja comparativa en términos de profundidad, liquidez, seguridad, infraestructura legal, e integración en un sistema financiero crecientemente globalizado (Caballero et al., 2008).
- El efecto umbral. El país acumula reservas no tanto a partir de una estrategia de optimalidad sino en términos relativos con otras economías emergentes para evitar aparecer como más vulnerable ante los mercados. Corea ha sido una voz autorizada en la denuncia de este tipo de demanda, señalando que pese al abultado volumen de sus reservas, se han visto obligados a continuar acumulando, porque los mercados se fijan sólo en los niveles comparativos de reservas entre los países y no en las necesidades que sus fundamentos económicos requeriría.
- Ahorro intertemporal. Como parte de una estrategia intertemporal de ahorro y consumo el país acumula reservas como ahorro para generaciones futuras en períodos de elevados precios de materias primas y altos superávits por cuenta

corriente¹¹³. Se trata del tipo de estrategia que seguirían los países exportadores de petróleo y materias primas.

- Demanda ligada a la estabilidad financiera. Las reservas se acumulan como parte de la política de estabilización financiera para evitar los efectos perniciosos de una fuerte entrada de capitales en el país en términos de boom crediticio y potenciales burbujas de inversión.

A la hora de evaluar el impacto de la acumulación de reservas sobre el SEI se establece un juicio normativo sobre el determinante de la acumulación. Los motivos precautorios, la demanda intertemporal o la ligada a la estabilidad financiera, tienden a apuntalar la estabilidad de los flujos de capitales, y una asignación intertemporal eficiente de recursos constituyendo una suerte de “colesterol bueno” para el SEI. Sin embargo, la demanda mercantilista de reservas, o la determinada por el efecto umbral, introducen distorsiones en el comercio internacional y en los flujos internacionales de capital, y constituyen “colesterol malo”.

A la hora de analizar la acumulación de reservas resulta difícil distinguir entre los distintos determinantes. No obstante, a falta de evidencia sólida¹¹⁴, existe cierto consenso en que los determinantes mercantilistas de protección del tipo de cambio son un elemento central de la demanda de reservas. En este sentido, las críticas sobre la acumulación de reservas se dirigen sobre todo a las economías asiáticas, sobre todo en China¹¹⁵, que aparecen como las principales

¹¹³ La mayor parte de países exportadores de petróleo han establecido Fondos Soberanos de Inversión para gestionar ingresos por petróleo e inversiones, pero algunos mantiene aún parte de los ingresos en forma de reservas en sus bancos centrales (Alberola and Serena, 2008).

¹¹⁴ Faltan estimaciones fiables al respecto ante la dificultad de distinguir los distintos tipos de determinantes. Obstfeld et al. (2008) observan que la demanda de tipo de cambio no es relevante si se considera sub elevada correlación la profundidad del sistema financiero y comercio (que si están vinculadas al comercio. La demanda estaría sobre todo vinculada a la profundidad del sistema financiero y la demanda precautoria. Se trata no obstante de una definición precautoria amplia que utiliza el agregado M2 como proxy.

¹¹⁵ China presenta un caso especial al concentrar más de la cuarta parte de las reservas globales. Además de las ineficiencias que esto introduce, se plantea un riesgo adicional para el SEI al quedar más sujeto a los desequilibrios o shocks a los que pueda verse sometido China y como puedan afectar a su política de reservas –de igual manera que la crisis ha estado marcada por la crisis en EEUU y su centralidad en el SEI.

economías que han vinculado sus tipos de cambio frente al dólar, y son las que han concentrando la mayor parte de la acumulación de reservas.

b.2 Nivel óptimo de acumulación de reservas

Ante la creciente demanda de reservas se ha desarrollado una serie de modelos que tratan de determinar cuáles son los niveles óptimos de acumulación de reservas. Los indicadores de primera generación se basan en ratios de cobertura a partir de un indicador determinado como proxy del riesgo de exposición exterior del país. Entre estos indicadores destacan los de tres meses de importaciones, el 100% de la deuda a corto plazo del país (índice Greenspan-Guidotti) o un porcentaje de M2 (como medida de los pasivos domésticos). Sin embargo, estos modelos, por su simplicidad, no permiten recoger el riesgo al que está sometido el país dada los múltiples determinantes y de los flujos internacionales de capital en un contexto de liberalización de las cuentas de capital¹¹⁶.

Los indicadores de segunda generación se basan en modelos que maximizan el bienestar del ciudadano representativo en una economía sujeta a: parón abrupto en las entradas de capital y caída del producto y del consumo. Las reservas aparecen en el modelo como un seguro que mitiga los efectos negativos de una crisis exógena. En algunos modelos se endogeneizan las reservas que juegan también un papel de prevención de crisis, de manera que la probabilidad de recesión y del parón abrupto, es una función decreciente del ratio reservas-deuda a corto plazo. Sin embargo sus resultados tampoco resultan concluyentes, distintos indicadores arrojan resultados sobre el nivel óptimo de reservas en relación al PIB en una horquilla muy amplia entre el 8 y el 30 por ciento. Las estimaciones dependen además de los parámetros como la probabilidad de crisis, el coste de oportunidad de las reservas o el grado de aversión al riesgo y

¹¹⁶ Por ejemplo los ratios de cobertura de tres-meses de exportaciones pierden relevancia en un mundo de movimientos de capital liberalizados con exposición a grandes movimientos por cuanta de capital. El indicador de Greenspan-Guidotti también ha sido cuestionado porque la deuda a corto plazo no es único flujo de capital que es volátil.

por tanto sujetas a controversia (Dorrucci y McKay, 2011)¹¹⁷. En definitiva el debate sobre el nivel óptimo de reservas por motivos precautorios no es concluyente y en la práctica los decisores de política económica recurren a distintas combinaciones de indicadores. La mayor parte de las economías emergentes superan con creces los indicadores clásicos.

En 2011, el FMI ha desarrollado un nuevo método para valorar el nivel óptimo de acumulación de reservas en economías emergentes que establece una medida del riesgo de balanza de pagos a partir de las distintos posibles shocks de balanza de pagos (incluyendo exportaciones, deuda a corto plazo, deuda a medio y largo plazo, y masa monetaria como proxy de activos líquidos domésticos) a los que asigna un riesgo de iliquidez basado en observaciones de salidas de capital en situaciones de presión de balanza de pagos. A partir de esta medida, se evalúa el nivel óptimo de reservas para cubrirla a partir de una valoración subjetiva basada en la experiencia histórica, y se aproxima que la cobertura adecuada debería oscilar entre el 100 y 150% de la misma. El Fondo reconoce en todo caso, que esta medida es solo un punto de partida para valorar el nivel óptimo de reservas, y que cada país exigirá un análisis específico.

C. Opciones de política económica para frenar una excesiva acumulación: el papel del FMI

Ante los costes de la acumulación de reservas tanto el G-20 como el FMI están tratando de actuar a través de distintas alternativas (cuadro 3.2). En primer lugar, la activación de sustitutos a la acumulación a través de otras fuentes de financiación alternativa constituida por las GFSN, tanto bilaterales como regionales o globales, que se analizan en los próximos epígrafes (3.2 y 3.3). A la hora de evaluar estas alternativas interesará valorar en qué medida constituyen un sustituto viable a la acumulación de reservas, pero también el coste en términos de ineficiencias que puedan introducir en el sistema económico internacional.

¹¹⁷ Dorrucci y McKay (2011, box 3, p.48) revisan la literatura sobre los indicadores de medición de la optimalidad de acumulación de reservas.

Ahora bien las GFSN pueden constituir una alternativa a la acumulación de reservas de carácter precautorio, pero es menos claro que lo puedan ser cuando las reservas se acumulan por motivos no precautorios. Más allá de las GFSN se están desarrollando otro tipo de iniciativas orientadas a mitigar tanto la intensidad en la acumulación de reservas, como una composición excesivamente volcada en el dólar. Interesa señalar el papel que puede jugar el FMI a través de dos políticas alternativas: (c.1) los desarrollos en las políticas de vigilancia y supervisión y (c.2) los intentos de reforma del Sistema Monetario internacional.

Cuadro 3.2. Políticas del FMI para contener la excesiva acumulación de reservas

Problema	Políticas del FMI	
	(c.1) Políticas de vigilancia (surveillance)	Otras políticas
Excesiva acumulación de reservas	Contenido de la supervisión: énfasis en desequilibrios exteriores y desarrollo de mercados financieros domésticos Instrumentos de supervisión: Informes temáticos, informes multipaís, análisis de flujos de capital y optimalidad de niveles de reservas; Marco para crecimiento sostenible (G-20)	Facilidades de aseguramiento sustitutivas, FCL, PCL (epígrafe 3.3)
Excesivo peso del dólar en la composición de las reservas	Contenido de la supervisión: impulsar condiciones para viabilidad de otras divisas como monedas de reservas	(c.2) Reforma del SMI, impulso del DEG

Fuente: elaboración propia.

c.1 Políticas de vigilancia del FMI ante la acumulación de reservas

El FMI puede contribuir a través de su política de vigilancia a impulsar políticas nacionales de acumulación de reservas que minimicen las ineficiencias que introducen. A falta de mecanismos de sanción, la política de vigilancia del Fondo se basa en mecanismos de persuasión e influencia que se sustentan en el mensaje y en los instrumentos para trasladarlo.

En relación al mensaje, el punto de partida, es que el debate sobre las reservas se inserta en el más amplio que tiene que ver con la reforma del SMI. Si las economías avanzadas (EEUU y Europa) ponen el acento en la excesiva acumulación de reservas, las emergentes (sobre todo China) lo ponen en la excesiva dependencia del dólar y los problemas de liquidez global. Sin perjuicio de este esquema más amplio, la doctrina dominante en el FMI sobre la política de reservas está marcada por los efectos perniciosos sobre los desequilibrios globales y con ello,

por la importancia de contener la acumulación excesiva. Tras la cumbre del G-20 de Seúl en noviembre de 2010 y, a iniciativa de EEUU, el mensaje de política económica ha pasado a enfocarse más en la limitación de los desequilibrios exteriores y no tanto en el desalineamiento del tipo de cambio o las reservas del país¹¹⁸. En este sentido, como veíamos en el capítulo 1, el G-20 y el FMI están trabajando para elaborar en 2011 indicadores que definan aquello que constituye un desequilibrio excesivo de balanza de pagos dentro del MAP.

Poner el énfasis en el déficit exterior permite objetivizar el debate y desplazar el mensaje ligado a la política de ajuste desde “dar una respuesta a presiones internacionales sobre el tipo de cambio”, hacia “dar respuesta a un desequilibrio de la economía nacional” (el exterior). La recomendación es además simétrica, y afecta tanto a los países con déficit, para los que se pide un reequilibrio del sector exterior a través de políticas de ajuste doméstico, como a los países con superávit, donde se pide un impulso a la demanda doméstica y una mayor flexibilidad de tipos de cambio¹¹⁹ que permitan una mayor autonomía en la fijación de la política monetaria y no limitar el ajuste de precios domésticos a la competitividad exterior.

En paralelo, en las economías emergentes superavitarias se preconizan una mayor transparencia en las tenencias de reservas y sistemas financieros suficientemente profundos, que les permitan impulsar la financiación doméstica frente a la exterior, y que los ajustes frente a shocks exógenos en los mercados de capitales tengan un menor impacto doméstico. Más aún en el caso de grandes economías como China, el impulso a los mercados financieros domésticos puede fortalecer el uso del renminbi, y reducir la presión sobre el peso excesivo del dólar como principal activo de reserva.

En relación a los instrumentos, el principal es la vigilancia bilateral a través de las recomendaciones establecidas en los informes Artículos IV de cada país. Pero el FMI también está potenciando la elaboración de informes de efectos desbordamiento y de informes

¹¹⁸ En la cumbre de Seúl EEUU propuso un compromiso de limitación cuantitativa de los desequilibrios externos en torno al +/- 4% del PIB a partir de 2013.

¹¹⁹ Desde la crisis Argentina de 2001 y el fracaso de la paridad con el dólar, ya se había asentado en el FMI un nuevo paradigma a favor de una mayor flexibilidad cambiaria.

temáticos-multipaís (cross-country) sobre temas económicos y financieros internacionales, que enriquecen a la supervisión multilateral tradicional determinadas por los informes del WEO y el GFSR. Este tipo de informes permiten establecer parámetros de análisis común sobre los temas y, en su caso, desarrollo de mejores prácticas a nivel internacional.

En el ámbito de la política de reservas adquieren importancia los informes que cubran la dinámica de los flujos internacionales de capital. El Fondo está trabajando en el establecimiento de principios sobre controles de capitales, como instrumento de defensa ante la volatilidad de los flujos de capitales y, como tales, parcialmente sustitutivos de la acumulación de reservas. Los controles se tratan, no obstante, como solución temporal y de segundo óptimo frente a la estabilidad macroeconómica y una adecuada regulación micro y macro-prudencial del sistema financiero (IMF 2011^a). En este sentido, como señala López Roa (2007), la liberalización de los flujos de capitales enfrenta riesgos de volatilidad que exigen por parte de las autoridades el reforzamiento de sus fundamentos macroeconómicos básicos.

Otra área de análisis sería el establecimiento por parte del Fondo de un estándar sobre el volumen óptimo de reservas. Si bien se trataría –como cualquier otro– de un indicador sujeto a controversia, tendría la ventaja de la oficialidad y podría contribuir a crear en el mercado una referencia que limitara la acumulación excesiva de reservas. Sin embargo, plantea el problema de la señalización inversa, es decir, el riesgo de que se incida en el comportamiento del mercado cuando el país no cumple con el estándar del FMI (o que al revés el mercado no lo valore como un riesgo y el Fondo pierda credibilidad). En este sentido se inscribe la medida del FMI de optimalidad que veíamos en el apartado anterior, sobre la que, no obstante, el propio Fondo alerta de la necesidad de aplicaciones específicas por país.

c.2 Los intentos de reforma del Sistema Monetario Internacional

El FMI ha recuperado el debate sobre la reforma del SMI que, por otro lado, es una de las prioridades de la presidencia francesa del G-20 en 2011¹²⁰. Frente al dominio del dólar como

¹²⁰ Para un análisis de la evolución y los retos del SMI ver Toribio (2010).

moneda el debate gira en torno a dos alternativas principales¹²¹: (i) un sistema (más) multipolar como el actual basado en monedas nacionales pero con menor peso del dólar, o (ii) un mayor papel para el DEG.

- (i) Un sistema (más) multipolar. El análisis de esta alternativa se puede plantear desde una doble dimensión, la oportunidad y la posibilidad de incentivar sistemas menos dependientes del dólar. En relación a la oportunidad, lo relevante es analizar los costes y beneficios de un sistema alternativo al actual. En principio, una mayor diversificación de monedas de reserva tendría ventajas en términos de menores distorsiones de tipos de interés en EEUU y de sostenibilidad de su patrón de crecimiento, y por tanto menor exposición del sistema global a los shocks del país central. Habría además un mercado más competitivo de reservas con el potencial de reducir los costes de tenencia de activos reservas. Sin embargo, un sistema más multi-polar también introduce costes en términos de mayor volatilidad y riesgo de desalineamiento de tipo de cambio entre las principales monedas de reserva del sistema, o mayores costes de transacción en la gestión de reservas. Los países emisores de monedas de reserva se enfrentarían además a presiones a la apreciación a medida que aumenta el peso internacional de su divisa que exigirían ajustes en sus economías domésticas. Por tanto los beneficios de la alternativa al dominio del dólar no están claros.

Con respecto a la posibilidad, la experiencia demuestra que los movimientos hacia un sistema menos dependiente del dólar sólo se produce gradualmente como consecuencia de las fuerzas del mercado o bien excepcionalmente por desarrollos institucionales (como en el caso del euro en Europa). En gran medida, el peso del dólar como activo de reserva es un reflejo de su papel central como principal moneda internacional en metálico y unidad de cuenta en las transacciones financieras y comerciales, y de la política de tipo de cambio de anclaje al dólar en las economías emergentes asiáticas. Probablemente, en

¹²¹ El presidente del Banco Mundial Robert Zoellick (2010), planteó en un artículo de opinión en el Financial Times en noviembre de 2010, la posibilidad de recuperar una suerte de patrón oro como activo monetario de referencia sobre el que anclar expectativas de inflación y valor de las monedas, de escasa acogida.

la práctica el sistema evolucionará hacia una mayor diversificación a medida que los principales demandantes de reservas opten por diversificar sus carteras hacia otras divisas distintas al dólar. Eichengreen (2009) defiende que en el tiempo cabe esperar un movimiento natural hacia un sistema más multipolar a medida que el dólar vaya perdiendo su fortaleza ante las expectativas negativas sobre su creciente doble déficit. Un dólar más débil supondrá pérdidas para los tenedores de dólares que buscarán alternativas.

- (ii) Un mayor papel para el DEG. Se plantea un debate de carácter pragmático sobre las alternativas para aumentar gradualmente el atractivo del DEG como activo de reserva, y no tanto recuperar iniciativas una moneda supranacional (del tipo del bancor de Keynes), si bien ha habido propuestas de largo plazo en este sentido, fundamentalmente por parte de las autoridades monetarias chinas (Xiaochuan, 2009).

En enero de 2011 el Fondo (IMF 2011b) presenta un amplio menú de opciones para potenciar el uso del DEG incluyendo: permitir su utilización por el sector privado, la creación de bonos denominados en DEG, la utilización de la denominación DEG como referencia para las cifras económicas internacionales (como el comercio), la ampliación de la cesta del DEG (para incluir el renminbi), asignaciones de DEG a países con políticas sólidas en caso de shock exógeno (lo que se solapa con las facilidades de aseguramiento), o recuperar la cuenta de sustitución¹²². La acogida por parte del Directorio ha sido muy fría, los Directores han resaltado las dificultades técnicas y políticas frente a los teóricos beneficios (IMF, 2011c). En la práctica, el avance del DEG encuentra mucha resistencia porque supone ir en la línea de una nueva función del FMI como proveedor de liquidez global con funciones características de banco central, y por tanto, afectando a los objetivos e instrumentación de la política monetaria de las

¹²² La cuenta de sustitución ya se discutió en los años 70 y 80. Esta cuenta funcionaría como un fondo en el cual los miembros del FMI invertirían DEG (participando en él, por ejemplo, según su cuota), y los países con necesidades de financiación podrían retirar DEG de la cuenta a cambio de sus divisas y utilizar los DEG en el mercado oficial a cambio de otras divisas (dólares, euros). Entonces y ahora se ha descartado por las dificultades de distribución del riesgo cambiario de la cuenta con pasivos en DEG (las aportaciones) y activos divisa corriente.

principales economías¹²³. Probablemente la ampliación de la cesta del DEG es la que más opciones tiene por el momento.

3.2. REDES DE SEGURIDAD FINANCIERA BILATERALES Y REGIONALES

Junto a la acumulación de reservas, los países pueden resolver problemas de falta de liquidez a través de las redes de seguridad financiera en sus ámbitos (a) bilateral, (b) regional o (3.3) multilateral.

A. Instrumentos bilaterales

Ante la escasez internacional de divisas, se han potenciado los acuerdos entre bancos centrales que forman parte de la estructura de las GFSN, fundamentalmente los swaps bilaterales. A través de los swaps los bancos centrales intercambian cantidades de dinero en sus respectivas divisas con un acuerdo de recompra transcurrido el plazo de la operación y con el compromiso de abonar unos intereses preestablecidos. También se ha intentado potenciar otro tipo de instrumentos, como los acuerdos *cross-border* de colateral que permiten al banco privado utilizar el colateral admitido en su banco central a cambio de liquidez ante un tercer banco central. Sin embargo han tenido escaso desarrollo; los bancos centrales han preferido mantener sus riesgos frente a otros bancos centrales y no entrar en operaciones garantizadas por colateral de bancos privados de terceros países.

Durante la crisis, la Reserva Federal americana ha jugado un papel central porque el mercado demandaba dólares. En respuesta a la falta de liquidez internacional en dólares, la FED estableció unas líneas de swap sin techo con los Banco centrales de las principales economías avanzadas así como una serie de líneas entre 15.000 y 30.000 millones de dólares con otros diez bancos centrales incluyendo cuatro economías emergentes (Brasil, Corea, México and Singapur). La principales usuarios fueron en el BCE (utilizan hasta 290.000 millones) y los

¹²³ La inyección de 250.000 millones de DEG decidida en la cumbre de Londres del G-20 ha sido muy cuestionada por los bancos centrales, sobre todo, europeos.

Bancos de Japón (120.000) e Inglaterra (75.000). Durante la crisis de la deuda griega, la FED reabrió los swap bilaterales con el BCE, Banco de Inglaterra y el Banco Nacional de Suiza.

Por otro lado, también el BCE abrió líneas de swap con países nórdicos y de Europa del este para afrontar problemas de liquidez en euros si bien de montantes muy inferiores (con Polonia y Hungría se establecieron líneas por valor de 10000 y 5000 millones de euros respectivamente¹²⁴). También China realizó operaciones similares con terceros países como las líneas abiertas con Argentina, Indonesia, Malaysia, Corea, Hong Kong y Bielorrusia (BIS, 2010).

Automatismo versus flexibilidad

Las líneas de swap bilaterales han permitido resolver los problemas de liquidez del sistema al tiempo que daban confianza en los mercados de una cierta función aseguradora que garantizaba el acceso a divisas, sobre todo en economías emergentes (Brasil, por ejemplo, mantuvo el acceso a los mercados sin necesidad de tener que recurrir a la línea swap con la FED). Hasta ahora los swap se han aprobado de manera flexible cuando ha habido una necesidad, pero se ha planteado un debate respecto a las posibles ventajas de un cierto automatismo en la fijación de los swaps. El automatismo permitiría eliminar problemas de incertidumbre en los países beneficiarios, respecto a las cantidades disponibles y el momento en que se recibirán.

Sin embargo el automatismo también introduce problemas en términos de limitar la autonomía de la política monetaria del país y de inducir comportamientos de riesgo moral en los países beneficiarios del swap. Los principales bancos centrales han optado por mantener la práctica actual de acuerdos ad hoc cuando sean necesarios, bajo la etiqueta de lo que se denomina una práctica de “ambigüedad constructiva”.

El FMI ha entrado en este debate proponiendo el establecimiento de líneas de swap multi-país (IMF, 2010f), en las que el Fondo ofrecería unilateralmente líneas swap paralelas a los países

¹²⁴ Con los países del este se establecieron inicialmente repos de deuda pública.

afectados con riesgos de iliquidez por un período de 3 a 6 meses. Las líneas se ofrecerían con un carácter automático en contextos de crisis sistémicas globales o regionales. Por las mismas razones del enfriamiento de las propuestas del FMI de potenciar el DEG, también se ha cerrado de momento la opción de activar este tipo de líneas, porque van en la dirección del FMI como prestamista de última instancia y afectan a la política monetaria de las principales economías.

B. Fondos regionales

Alternativamente al FMI, el país puede recurrir a los fondos regionales para financiarse. El cuadro 3.3 compara las características de los principales fondos: Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, la Iniciativa Chiang Mai Multilateral (los dos más avanzados en su desarrollo y recursos), el Fondo Monetario Árabe y el Fondo Latinoamericano de Reservas (los dos más antiguos, pero con escasos recursos).

En su configuración actual, los fondos regionales constituyen fundamentalmente fondos de resolución de crisis que se activan ante una la aparición de un desequilibrio de balanza de pagos y están sujetos a una fuerte condicionalidad. Las principales excepciones son el tramo inicial del 20% de la contribución del país en la Iniciativa Chiang Mai Multilateral, que es de acceso inmediato e incondicionado; y el FLAR, que se activa tan sólo con la declaración por parte del país de situación de insuficiencia de reservas. Se trata sin embargo, de dos alternativas que permiten acceso a cantidades limitadas de recursos (limitado al 20% en Chiang Mai y en el caso del FLAR sólo está dotado con \$ 2.350 millones de dólares).

Por tanto, los fondos regionales actuales constituyen un complemento a la facilidades de de resolución de crisis del Fondo (los programas SBA y EFF), y no tanto a las nuevas facilidades de aseguramiento, la FCL y la PCL, que proporcionan una seguro ante shocks exógenos sin

Cuadro 3.3. Principales Fondos Regionales

Instrumento	Antecedentes y recursos	Características del instrumento
Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) (de junio de 2010)	<p>Creado por el Consejo Europeo para los países de la zona del euro como consecuencia de la crisis de la deuda soberana griega. El EFSF se constituye como una Sociedad Anónima con la capacidad de emitir bonos por 440,000 millones de euros avalados por los 16 estados de la zona euro (en proporción a las participaciones en el capital del BCE). El EFSF se complementa con la posible cofinanciación del FMI (250.000 millones de euros). Será reemplazado por el Mecanismo de Estabilización Europea, ESM en 2013.</p> <p>Otros fondos europeos son el Mecanismo europeo de estabilización financiera creado en 2010 (EFSM) para la UE-27 (dotado con 60.000 millones de euros); y el BoP Assistance (de 1988), para países de la UE-11 no perteneciente al euro (50.000), que son también cofinanciados por el FMI y en coordinación con otras instituciones multilaterales (Banco Mundial, BERD). Son también fondos para resolución de crisis de balanza de pagos sujetos a fuerte condicionalidad.</p>	<p>Activación y acceso: Se activa ante necesidades de financiación por crisis de balanza de pagos. Se trata de un Fondo de resolución de crisis, no de aseguramiento (función que si podría introducir el ESM).</p> <p>Condicionabilidad y seguimiento: fuerte condicionalidad negociadas entre Comisión europea, BCE y FMI y aprobadas por el Eurogrupo. Las tres instituciones vigilan el cumplimiento del programa.</p>
Iniciativa Chiang Mai Multilateral (CMIN) (marzo de 2010)	<p>El CMIM es una ampliación de la Iniciativa de Chiang Mai de 2000 (CMI), que a partir de 2010 se multilateraliza y amplía a los países miembros de la ASEAN + 3 (China, Japón y Corea) y Hong Kong. Se trata de un acuerdo dotado con 120.000 millones de dólares que facilita a los países miembros intercambio de divisas para proveerse de liquidez a corto plazo. Cada país contribuye al Fondo una parte de sus reservas internacionales. China, Japón y Corea del Sur contribuyen con el 80%.</p>	<p>Activación y acceso: Se aprueba por mayoría de votos de miembros en situaciones de (i) dificultades de liquidez a corto plazo y (ii) complementar los acuerdos de ayuda financiera internacional. El país tiene acceso a entre 250% y 500% (para países ASEAN) de la contribución. El primer tramo del 20% es inmediato, incondicional y temporal (180 días), el resto sujeto a un programa SBA con el FMI.</p> <p>Condicionabilidad y seguimiento: fuerte condicionalidad (la de un programa SBA). Siguen el programa el FMI y AMRO (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office).</p>
Fondo Monetario Árabe (1977)	<p>Fondo establecido por los países árabes productores de petróleo para prestar, a tipos bajos, a los países árabes con necesidades de financiación de balanza de pagos, o para financiar reformas que favorezcan la integración comercial y financiera regional. Tiene un capital social de 2.800 millones de dólares, las mayores contribuciones las aportan Arabia Saudita (15%), Iraq y Argelia (13% respectivamente). No está prevista financiación conjunta con la del FMI.</p>	<p>Activación y acceso: a solicitud del país miembro Con plazos de hasta 7 años y acceso de hasta el 475% de la cuota del país.</p> <p>Condicionabilidad y seguimiento. Sin condicionalidad para préstamos de hasta 100% de cuota y sujetos a una programa de reformas para limites superiores.</p>
Fondo Latinoamerica no de Reservas, FLAR (1988)	<p>Tiene su antecedente en el Fondo Andino de Reservas (FAR), de 1978. En 1988 se amplía la posibilidad de membresía a resto de países latinoamericanos, si bien, tan solo son países miembros: Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela. Cuenta con un capital social de \$ 2.350 millones de dólares. Otorgar a los bancos centrales garantías o crédito de apoyo a la balanza de pagos. No está prevista financiación conjunta del FLAR con la del FMI.</p>	<p>Activación y acceso: se activa ante dificultades de balanza de pagos previa declaración por parte del país de situación de insuficiencia de reservas junto con informe de medidas para restablecer el equilibrio de su balanza de pagos y compromiso de que estas no afectarán a las importaciones provenientes de resto de miembros del Fondo. Acceso hasta el 250% del capital suscrito (260% para Bolivia y Ecuador) durante un período de 3 años.</p> <p>Condicionabilidad y seguimiento: sin condicionalidad.</p>

Fuente: Elaboración propia.

Condicionality *ex post*¹²⁵. Ahora bien, la emergencia de los fondos regionales con la crisis financiera global ha planteado el debate sobre su desarrollo futuro (incluida una posible función aseguradora) y sobre su interacción con el FMI.

El FMI ha optado por una aproximación pragmática reforzando la colaboración con los acuerdos regionales (en lugar de enfrentarlos como un amenaza), a partir del aprovechamiento de las ventajas comparativas de las distintas instituciones. Los fondos regionales tienen en principio: una mejor aproximación al riesgo específico del país en el contexto regional, mejores posibilidades de coordinar políticas económicas y la presión inter-pares en la región, o mayor efectividad en movilizar recursos del sector privado. El Fondo, por su parte, puede movilizar más recursos y tiene una mayor expertise en los programas, apoyada en 60 años de historia desde el primer SBA. Por otro lado, el FMI puede eludir la concentración de riesgos del programa en la región a través de una dispersión global vía cuotas de sus miembros (IMF 2010g).

La atención de cooperación regional del FMI se está centrando sobre todo en Europa. Europa está sentando el precedente de la colaboración de los fondos regionales con el FMI a través de una serie de programas conjuntos que se han articulado entre 2009 y 2010. Entre ellos destacan, por cuantía y por tratarse de países de la zona euro, los de Grecia (en mayo de 2010 por valor de 110.000 millones de euros) e Irlanda (diciembre de 2010, 85.000)¹²⁶. El FMI contribuya a estos programas con una financiación de 30.000 (el 27%) y 22.500 (26.5%) millones respectivamente. Estos acuerdos suponen una primera experiencia de cofinanciación de grandes programas en la que se establece una colaboración paritaria en relación al diseño y seguimiento del programa¹²⁷. Así, equipos del FMI, la Comisión Europea y el BCE, diseñan de

¹²⁵ Se puede argumentar que la propia existencia del Fondo constituye un seguro para el país, porque los mercados anticipan que será rescatado en caso de desequilibrios. Pero esta es una función que ya cumple también el FMI.

¹²⁶ Otros programas conjuntos son los de Letonia (4800 millones de euros), Hungría (25.500) y Rumania (18.000) que están cofinanciados a través de la facilidad europea de asistencia de balanza de pagos (BoP Assistance).

¹²⁷ En el pasado, el FMI ha tenido experiencias de cofinanciación de terceros, pero normalmente ha mantenido el liderazgo en el diseño y seguimiento del programa.

manera conjunta la condicionalidad, lo que introduce una pérdida de autonomía por parte del Fondo.

Ahora bien, en Europa existe un entramado institucional (Comisión, Consejo, Banco Central Europeo) que garantiza una supervisión sólida, y que de hecho ha sido reforzada con el fortalecimiento del pacto de estabilidad y crecimiento, y el desarrollo de un nuevo pacto de competitividad, que supone una mayor disciplina macroeconómica y estructural. Se trata de un marco más estricto que la supervisión del FMI. Por tanto, Europa ofrece mayores garantías en cuanto a reducción de problemas de riesgo moral país¹²⁸, porque se hace un seguimiento más estrecho del país antes de que llegue a la situación de crisis.

Más aun, estos esquemas de supervisión son equiparables, si no más estrictos, que los criterios de habilitación de la FCL del Fondo. En este sentido, sería razonable que Europa desarrollara algún tipo de facilidad de aseguramiento del tipo de la FCL, en el nuevo Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM¹²⁹), que sustituirá al EFSF en 2013¹³⁰.

En el caso de Chiang Mai, para 2011 está previsto el establecimiento de la Oficina de Investigación Macroeconómica que podría seguir los posibles programas, con un staff aproximado de 15 personas. De hecho, Chiang Mai descansa en el FMI para el desarrollo de los programas, y los recursos del fondo están condicionados a que el país tenga un programa con el FMI (salvo el tramo inicial del 20%). En relación a los fondos FMA y FLAR, están poco desarrollados y tienen muy pocos recursos (2.800 y 2.350 millones de dólares respectivamente), en relación a la cantidad de dinero que puede ofrecer el FMI.

¹²⁸ Riesgo moral se refiere al incentivo a un comportamiento de política económica menos sostenible por parte del país. Ver sección 3.3.a.

¹²⁹ ESM: European Stabilization Mechanism.

¹³⁰ En relación a las facilidades de aseguramiento, la principal oposición la lidera Alemania, muy reacia a crear facilidades sin condicionalidad.

3.3. REDES DE SEGURIDAD FINANCIERA: EL FMI

Entre 2009 y 2010, y en respuesta a la crisis, el FMI ha contribuido de una manera rápida a la nueva estructura global de las GFSN a través de la creación de dos nuevas facilidades de aseguramiento: en marzo de 2009 se activa la Línea de Crédito Flexible o FCL, y en agosto de 2010 la Precautionary Credit Line o PCL. En esta última fecha también se aprueba la ampliación de la FCL, que pasa a ser de acceso ilimitado tras eliminarse el techo implícito del 1000% de cuota. Estos instrumentos vienen a ampliar el marco precautorio precedente determinado fundamentalmente por los programas SBA precautorios, que en marzo de 2009 también se reforman para permitir un acceso elevado y se etiquetan como HAPAs¹³¹, o acuerdos precautorios de elevado acceso.

El capítulo 5 analiza los detalles específicos de las distintas facilidades (ver cuadro 5.4). Interesa señalar aquí la naturaleza especial de la FCL. Se trata de una facilidad de aseguramiento ante shocks exógenos para países con fundamentos sólidos, que se diferencian de programas tradicionales (incluidos los SBA precautorios), porque no incorporan un programa convencional con condiciones a ex post. El país puede suscribirla si cumple con unos criterios de habilitación que miden la solidez económica, y podrá acceder a los recursos en divisas automáticamente si surge un problema de liquidez por contagio internacional. La PCL también se basa en criterios de habilitación, pero a diferencia de la FCL, sí exige que el país elabore un programa, e incluyen condicionalidad convencional aunque muy acotada, que puede limitar el acceso a partir de los segundos desembolsos (el acceso total está limitado al 1000% de cuota). Los HAPAs incorporan condicionalidad y programa convencional.

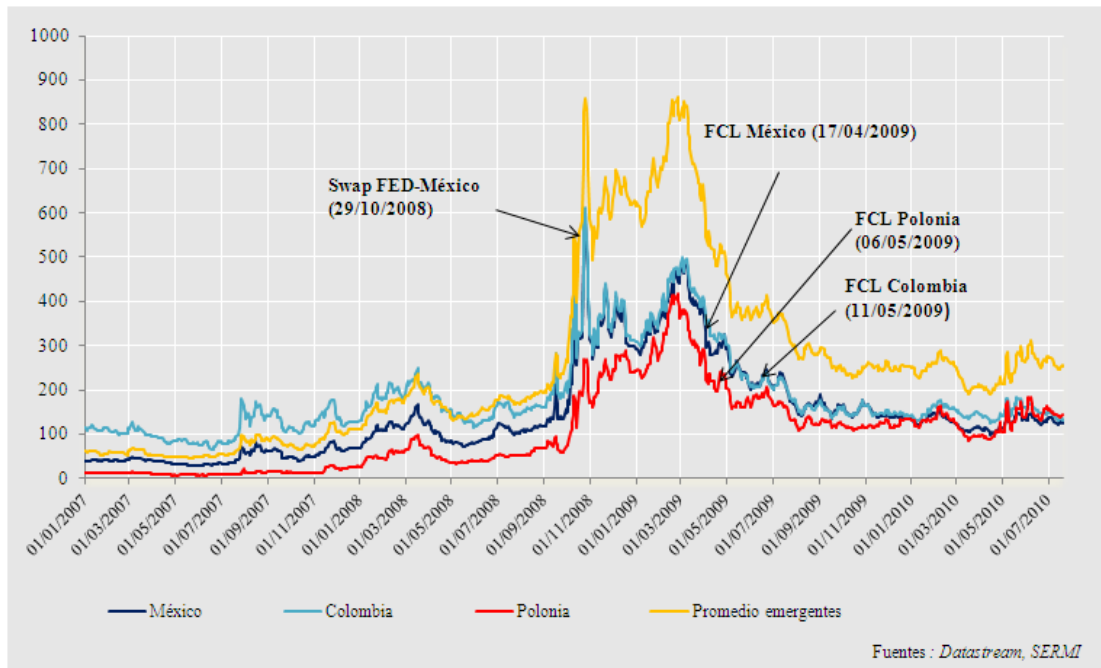
Por tanto, la FCL tiene un carácter sustitutivo con respecto a la acumulación de reservas por motivos precautorios, y también respecto a los swaps bilaterales entre bancos centrales. Además, la FCL no tiene un techo de recursos por cuota, de forma que el país puede asegurar volúmenes elevados de flujos de capital adversos, en general superiores a los acuerdos swap y, dependiendo del país, también al nivel de reservas. En relación al grado de grado de

¹³¹ HAPA: High Access precautionary Arrangemtns.

automatismo de acceso a los recursos, las reservas ofrecen una mayor autonomía al país, al no depender de terceros (del acuerdo del FMI o del socio bilateral en los swaps). En la medida en que la FCL pueda ser un buen sustituto de la reservas ayudarán a contener los efectos perniciosos de una excesiva acumulación.

A finales de 2010, tres países han suscrito una FCL (México, Polonia y Colombia)¹³². La evidencia anecdótica sugiere que la FCL ha tenido un efecto positivo de aseguramiento sobre los países emergentes. El gráfico 3.3 refleja el coste de los CDS¹³³ de economías emergentes. Se trata de un gráfico que ha sido utilizado con frecuencia por el FMI en presentaciones en las que argumenta las ventajas de la FCL.

Gráfico 3.3. Evolución del coste de los CDS en las economías emergentes (puntos básicos)



Fuentes: Datastream, SERMI, FMI.

¹³² Sólo un país, Macedonia ha suscrito la PCL en 2011, El salvador, Costa Rica y Guatemala han suscrito HAPAs en 2009.

¹³³ CDS: Credit Default Swaps.

La suscripción de las líneas FCL coinciden con caídas en los tipos. Ahora bien, este comportamiento puede también deberse a una mejora generalizada en la valoración del mercado de las economías emergentes por su mejor comportamiento relativo, o por la mejora del marco general de garantías del FMI. En este sentido, desde noviembre de 2008 hasta finales de 2009, concede préstamos SBA a economías emergentes por valor de 85.000 millones de dólares. Por otro lado, en abril de 2009 la cumbre del G-20 en Londres recursos para préstamos del Fondo, eliminando posibles dudas sobre suficiencia de recursos.

A la hora de valorar las nuevas facilidades de aseguramiento del Fondo, conviene no obstante tener en cuenta también las ineficiencias que puede introducir en el sistema económico internacional. En este sentido, tradicionalmente, la política de préstamo del FMI se ha valorado a partir de dos tipos de fallos de mercado: (a) el riesgo moral de país y (b) el estigma, para los que además se plantea un *trade-off* entre sí a través de la condicionalidad.

A. Riesgo moral

La literatura sobre el riesgo moral asociado a los programas del FMI es particularmente extensa. El análisis se ha centrado en dos tipos principales de riesgo moral:

- Riesgo moral de país: el país que suscribe la facilidad precautoria (asegurado) tiene un incentivo a un comportamiento de política económica menos sostenible porque está cubierto por el FMI. El mecanismo tradicional para modificar estos incentivos es la condicionalidad a la que se someten los desembolsos, de forma que el país no recibe los distintos tramos del préstamo si no cumple unas condiciones de estabilidad macroeconómica y las medidas de política económica determinadas en el programa. La novedad con las facilidades de aseguramiento es que no tienen condicionalidad ex post), basta con que el país cumpla unos criterios de habilitación (condicionalidad ex ante). A diferencia de los programas convencionales no se puede escalonar el desembolso en función de que el país vaya cumpliendo los criterios establecidos.

- Riesgo moral del inversor internacional: se refiere a los incentivos del inversor a reducir sus exigencias en relación a la calidad de las políticas económicas del país en el que invierte porque existe la posibilidad de rescate del FMI. En este caso la solución pasa por la involucración del sector privado en los programas de ajuste del país, contribuyendo con financiación fresca en paralelo al FMI y, en su caso, asumiendo pérdidas. En este ámbito se inscriben las política LIA¹³⁴ del FMI de (que exige negociación de buena fe con el sector privado para que el país pueda acceder a los préstamos) o la Iniciativa de Viena, que crea un foro de diálogo entre instituciones multilaterales y acreedores privados para coordinar estrategias de financiación conjuntas. En el caso de la función aseguradora, se reproduce el mismo tipo de riesgo moral, que puede acentuarse teniendo en cuenta el carácter especialmente elevado de acceso que ofrece.

Un tercer riesgo moral sería el asociado al propio comportamiento del FMI en su doble papel de prestamista y supervisor. Se plantea un posible problema de incentivos en la política de supervisión en el sentido de hacer una evaluación en función de sus intereses como prestamista. En este caso, el riesgo puede minimizarse con mecanismos como la separación entre las funciones de supervisión y seguimiento de los programas (murallas chinas), la evaluación externa de los programas del Fondo, o la limitación temporal de la actuación del FMI.

Dreher (2004) realiza un amplio análisis de la literatura empírica del que se puede extraer que la evidencia no es concluyente para ningún tipo de riesgo moral. La mayor parte de los estudios empíricos sobre riesgo moral se centran en observar los efectos de la financiación del FMI utilizando como variables explicativas distintas medidas como los spreads que se aplican sobre los bonos públicos del país, la estructura de vencimientos de los préstamos o los rendimientos de las acciones del sector financiero –todos ellos asociados fundamentalmente al riesgo moral del inversor– o el déficit público y la dirección de la política –proxy del riesgo moral país. En relación a azar moral de los inversores/sector privado, o Dreher observa que, si bien para la mayor parte de las variables explicativas, los estudios concluyen que los préstamos del FMI

¹³⁴ LIA: *lending into arrears*. Para un análisis detallado de la política de préstamos a países con atrasos, véase Erce, Díaz-Cassou y Vázquez (2008) y Erce y Díaz-Cassou (2010).

inducen riesgo moral en el inversor, los resultados dependen de la muestra y son además inconcluyentes cuando las variable explicativa son los spreads sobre los bonos (por otro lado los estudios más numerosos). Por otro lado, observa que la mayor parte de los estudios tiene problemas de endogeneidad porque el riesgo moral de país y de inversor actúa en dirección opuesta sobre los spreads del país, de forma que ambos efectos pueden cancelarse¹³⁵.

Jeanne y Zettelmeyer (2004) amplían el argumento de la endogeneidad de la mayor parte de la literatura sobre riesgo moral y proponen un enfoque distinto: el análisis de las condiciones que deben cumplirse para evitar que exista riesgo moral asociado a los programas del Fondo. Plantean que el error tradicional de las investigaciones es centrarse en los síntomas y no en las causas de riesgo moral. El análisis típico estudia si el país obtiene un préstamo del FMI, obtiene un aumento en los flujos de capital o una reducción de la prima de riesgo en sus préstamos con respecto a los que obtendrían en ausencia de programas del Fondo. Pero esos son precisamente los efectos buscados por los programas del FMI-aumentos de flujos y caída de tipos. Por tanto la literatura convencional no puede determinar si los efectos del FMI son un síntoma de riesgo moral, o simplemente una indicación de que el Fondo está siendo eficiente. Lo mismo puede decirse de los estudios de riesgo moral país que observan si las políticas monetarias o fiscales son más expansivas tras recibir un programa del Fondo. De nuevo, ese el objetivo del FMI, permitir una mayor margen de política macroeconómica al país que enfrenta una crisis de balanza de pagos.

Para estudiar el riesgo moral Jeanne y Zettelmeyer plantean que es necesario analizar si el programa del FMI resulta en un coste para terceros en los países acreedores o en el país deudor y proponen el que denominan “teorema de Mussa”¹³⁶:

¹³⁵ En efecto, una mayor probabilidad de financiación por parte del Fondo induciría por un lado a una reducción del spread sobre los bonos del país por vía del riesgo moral sobre el inversor privado, y por otro, un aumento de los spreads, por vía del riesgo moral de país en la medida en que este redujera la calidad de las políticas macroeconómicas. Por tanto, los efectos sobre los spreads son indeterminados.

¹³⁶ Mussa fue director del departamento de investigación del FMI entre 1991 y 2001.

Teorema de Mussa (Jeanne y Zettelmeyer, 2004): Bajo los supuestos 1 y 2, la anticipación de programas con el FMI aumenta el volumen de flujos de capital y reduce los costes de endeudamiento de las economías emergentes. Esta anticipación puede producir además una reducción de los esfuerzos domésticos para evitar una crisis. Sin embargo el FMI no genera riesgo moral en sentido estricto, porque la expectativa de programas con el FMI aumenta el bienestar del país receptor sin generar coste alguno al resto del mundo.

- Supuesto 1. El FMI presta a tipos de interés actuarialmente justos.
- Supuesto 2. El país receptor está dirigido por gobiernos benevolentes que buscan maximizar el bienestar del residente representativo.

El interés se desplaza así al diseño de los programas del Fondo, que deben realizarse en unos términos y con las garantías (condicionalidad) tales que reflejen los riesgos que asume el Fondo. En el caso del supuesto 1 el punto central será determinar si los préstamos del Fondo incorporan o no un subsidio –en tal caso si se produciría riesgo moral y un coste en términos de bienestar para el país acreedor. Para ello, lo relevante es analizar si los tipos del FMI son actuarialmente justos, i.e., el requisito para que no exista riesgo moral es que los tipos del FMI sean suficientemente altos para cubrir el riesgo de repago asumido por el Fondo, que puede ser –y de hecho normalmente es– menor al riesgo asumido por el prestamista privado, precisamente porque el Fondo afecta positivamente a la solvencia del país a través de la condicionalidad que impone¹³⁷.

Por tanto, el test para el FMI está en determinar si los tipos que carga son menores al rendimiento que obtendría de invertir a un tipo sin riesgo, y si tiene o no, problemas de impago en su programas. En este sentido, observan que entre 1973 y 2003, los tipos que carga el FMI a las economías emergentes, es equivalente al que hubieran recibido de prestar en las mismas cantidades y en los mismos plazos a economías avanzadas¹³⁸. En relación a los impagos, tan sólo se han producido algunos casos de retrasos en los pagos –en cuyo caso existe además la

¹³⁷ No se pueden comparar los tipos del Fondo con los tipos de mercado que enfrenta el país que recibe el préstamo (enfoque de la literatura convencional) porque el FMI no se enfrenta al mismo riesgo que los acreedores privados

¹³⁸ Si que estiman que existe un spread de unos 400 puntos básicos en los spread de préstamos a los países de renta baja. Pero en este caso, se trata de préstamos concesionales que incorporan elementos de condonación de deuda financiados por contribuciones de los países miembros.

política que endurece las condiciones de los préstamos. Conviene señalar que el FMI cuenta con la ventaja de ser acreedor preferente frente a cualquier otra deuda.

En el caso de las facilidades de aseguramiento se les ha aplicado la misma estructura de tipos que a los SBA (creciente en función del límite de cuota). Ahora bien, a la hora de juzgar estas facilidades, hay que tener en cuenta que se trata de facilidades con un volumen de préstamos mucho mayor (hasta el 1000 de cuota), sin condicionalidad y, por tanto, con un riesgo de impago mucho mayor. Hasta ahora la proxy más cercana son los grandes préstamos de balanza por cuenta de capital de la segunda mitad de los años 90 (los programas con Argentina, Corea, México y Turquía superan el 600% de cuota (1900 en el caso de Corea) y todos han sido repagados en plazo.

En el caso del supuesto 2, es necesario que el gobierno del país prestamista actúe en función de los intereses a largo plazo de sus ciudadanos. El problema a determinar aquí es si el efecto conjunto de las políticas previas y posteriores a los préstamos del Fondo tiene como resultado un efecto redistributivo en las rentas domésticas que afectan al ciudadano medio, en beneficio de una élite reducida. Sin embargo, este es un área de escaso desarrollo en la literatura, con algunos desarrollos centrados en los efectos redistributivos de la condicionalidad¹³⁹. Para las facilidades de aseguramiento lo relevante sería analizar en qué medida la garantía que provee el FMI induce cambios en política económica con efectos redistributivos. Ahora bien, al no haber condicionalidad a ex post, se limitan estos efectos.

B. Estigma¹⁴⁰: la función señalizadora del FMI

El problema del estigma forma parte del análisis más amplio de la función señalizadora del FMI. En el caso de la política de préstamos del Fondo la mera concesión de un préstamo SBA

¹³⁹ Jeanne y Zettelmeyer señalan los trabajos de Vreeland (2003).

¹⁴⁰ El diccionario de la lengua de la Real Academia Española lo define como, estigma: (1) marca o señal en el cuerpo; (3) marca impuesta con hierro candente, bien como pena infamante, bien como signo de esclavitud; (4) desdoro, afrenta, mala fama (RAE, 1992).

por ejemplo, implica varios tipos de efectos señalizadores que pueden funcionar en direcciones contrarias. Así, indica que el país tiene problemas, pero también que tiene acceso a más recursos, y que está comprometido con la estabilización de su economía a través de un programa avalado por el FMI.

En el caso de las facilidades de aseguramiento tipo FCL o PCL, el objetivo es señalar que el país que la suscribe tiene una economía sólida pero que, en un contexto de crisis sistémica, puede estar sujeto a un shock exógeno. Ahora bien, este objetivo plantea importantes retos, incluyendo aspectos como: la necesidad de diferenciar estas facilidades de los préstamos convencionales tipo SBA, la definición de la línea divisoria entre países FCL y países PCL, o la necesidad de salvaguardar la legitimidad del FMI cuando concede el seguro (porque está concediendo un aval implícito a las políticas del país).

Como veíamos en el capítulo, estos retos son lo que determinaron la no utilización y extinción de las Líneas de Crédito Contingente (CCL), que estuvo vigente entre 1999 a 2003. La CCL falló entre otras razones, por el riesgo de que un programa con el FMI se interpretara como debilidad más que como fortaleza, y por la señal negativa que suponía de finalizar una CCL con el Fondo o peor aún perder la elegibilidad (IMF, 2009^a)¹⁴¹.

El FMI (IMF, 2004c) distingue siete tipos de efectos/problemas a tener en cuenta con respecto a la señalización del Fondo. El cuadro 3.4 redefine y reclasifica estos efectos en cuatro categorías, centrándose en cómo afectan a las facilidades de aseguramiento. En el diseño de cualquier política el FMI intenta buscar un equilibrio entre todos estos efectos señalizadores y de los conflictos que plantean entre sí.

¹⁴¹ Díaz-Cassou, Fernández y Fernández de Lis (2006) analizan el vacío que existía en las facilidades del FMI al no existir instrumentos de tipo señalizador, ni de aseguramiento una vez caducada la CCL.

Cuadro 3.4. Problemas de señalización y facilidades de aseguramiento

Señal	Problema que se plantea	Como afecta a las facilidades de aseguramiento
Estigma (problemas derivados de las etiquetas que se asocian a los programas del FMI).	Crisis económica. La concesión de un programa indica que el país tiene un problema económico, pero también que tiene acceso a más recursos y que está comprometido con la estabilización de su economía a través de un programa avalado por el FMI.	Las facilidades de aseguramiento FCL o PCL deben conseguir establecer su propia señal: el país que la suscribe tiene una economía sólida pero que en un contexto de crisis sistémica puede estar sujeto a un shock exógeno por contagio.
	Pérdida de autonomía o estigma político. Riesgo de que el programa con el Fondo se identifique como una intrusión en la política económica del país y pérdida de apropiación nacional en el diseño de la propia política (ownership).	Problema que se minimiza en los programas de aseguramiento en el medida en que no incorporan condicionalidad ex post.
El estándar del SBA	Las distintas facilidades del FMI tienen que distinguirse del estándar por excelencia del fondo que es el que marca el SBA. Nuevas facilidades tienen el riesgo de interpretarse como equivalentes o a generar desconfianza si se considera que no son suficiente (como pasó con la CCL)	Nuevas facilidades precautorias deben distinguirse doblemente: (i) afianzar un estándar de mayor calidad que el SBA, (ii) identificarse como facilidades de aseguramiento y no de resolución de crisis.
Incentivos del FMI	Evitar las señales negativas. El FMI evita dar señales negativas sobre un país para evitar las consecuencias negativas que pueda tener sobre los flujos internacionales de capitales hacia el país (de otro modo podría ser el causante de la propia crisis que intenta impedir); y para no minar la franqueza del diálogo con las autoridades.	Aparece un problema de señales positivas que tiene como efecto una señalización negativa por exclusión. El problema se plantea en la línea divisoria entre la FCL y la PCL, y entre esta, y los HAPA. En la medida en que se perciban como facilidades de primera, segunda y tercera división respectivamente, no alcanzar o perder la calificación para la FCL supone una clasificación como país de “segunda” (de tercera si no se llega a la PCL).
	Incentivo a señales positivas Como institución pública, el FMI puede tener un incentivo a enviar señales positivas sobre sus países miembros (a lo que se suma la reticencia a enviar señales negativas). Este riesgo queda mitigado en el caso de los préstamos porque el FMI se juega su dinero (si bien parcialmente por ser acreedor preferente).	Incentivo a extender la calificación positiva que supone el acceso a las facilidades precautorias (frente a un programa de resolución de crisis). El problema se agrava si las facilidades no se activan y por tanto no suponen utilización de recursos. No obstante esto queda mitigado porque el FMI debe separar los recursos de FCL y PCL concedidas (aunque no se activen) con lo que disminuye su capacidad de préstamo (FCC).
	Sello de garantía. Por un lado el FMI tiene como objetivo señalar a los mercados el visto bueno a la política de un país cuando le concede un programa garantizado por la condicionalidad. Pero, por otro lado, el programa no debe constituir un sello de garantía de que el país no va a incurrir en problemas, ni como una señal o rating on/off sobre el país. Son los mercados los que asumen sus propios riesgos en función de sus propias estrategias de inversión.	Se trata de un problema especialmente acusado en las facilidades de aseguramiento, que contiene un alto componente de garantía de que el país implemente políticas macroeconómicas adecuadas (definidas por criterios de condicionalidad ex ante) que merecen la confianza/seguro del FMI.
Simplificación de la señal	Riesgo de que el programa del FMI se convierten en señales on/off sobre la economía del país desplazando un valoración más multidimensional que si puede estar contenida en el programa o en la supervisión.	Las facilidades de aseguramiento tienen un alto componente de simplificación en la medida en que se basan en el cumplimiento o no de un requisito ex ante que determinan el acceso.

Fuente: elaboración propia.

En el caso de las nuevas facilidades de aseguramiento, el objetivo es: (i) apoyar al país que tiene unos fundamentos sólidos sin interferir en la política nacional (problemas de estigma); pero, (ii) sin llegar a constituir una garantía absoluta para los mercados (sello de garantía). (iii) Las facilidades deben encontrar, además, su propio hueco en la parrilla de facilidades del Fondo (estándar SBA), y (iv) distinguirse entre sí (simplificación de señal, estigma). Por otro lado, (v) el FMI no debe poner en riesgo su aval frente a los mercados que valorarán estas facilidades teniendo en cuenta los incentivos del Fondo cuando las diseña y las concede (señales positivas y negativas).

La dicotomía señalización–riesgo moral

Junto a las dicotomías entre las distintas señales que introducen los programas del FMI, se produce también una dicotomía o trade-off entre señalización y riesgo moral. El ejemplo más claro es el trade-off que se produce entre el riesgo moral país y el estigma a través de la condicionalidad:

- Por un lado, el país que suscribe la facilidad precautoria tiene un incentivo a un comportamiento de política económica menos sostenible porque está cubierto por el FMI (riesgo moral). El mecanismo tradicional para corregir este comportamiento es la condicionalidad, que somete los desembolsos al buen comportamiento del asegurado. En las facilidades de aseguramiento, al no existir condicionalidad a ex post convencional no se puede escalonar el desembolso en función de que el país vaya cumpliendo los criterios establecidos, por tanto incurriendo en mayor riesgo moral¹⁴².
- Por otro lado, la propia suscripción del programa puede interpretarse como una señalización de que el país tiene un problema económico (estigma) y cuanto mayores son los requisitos que se exigen a un país en términos de condicionalidad, mayor estigma.

Por tanto, se produce un trade-off, a medida que aumenta los estándares y la aplicación selectiva de la condicionalidad para reducir el riesgo moral, se acentúan los problemas de

¹⁴² Si bien como veíamos la reforma de marzo de 2009 permite un amplio front-loading de los recursos que presta el fondo.

estigmatización para el país y vice-versa (menor estándares y mayor universalización de la condicionalidad, mayor riesgo moral).

Ante este trade-off se hace necesario actuar a través del diseño de las distintas facilidades precautorias para minimizar ambos fallos de mercado. Además de gestionar estas dicotomías, el FMI deberá determinar qué tipo de papel quiere jugar en las FSN globales. Una mayor condicionalidad puede introducir efectos desplazamiento sobre la demanda de facilidades precautorias del Fondo y preferencia por el autoaseguramiento vía reservas. Por tanto reduciendo el carácter sustitutivo de las facilidades del Fondo.

Todas estas cuestiones se abordan a partir del diseño de las facilidades en sus cuatro componentes fundamentales: activación, límites de acceso (cuantitativo y temporal), condicionalidad (en el caso de las facilidades de aseguramiento los criterios de habilitación), y una política de información y transparencia que permita identificar con claridad los objetivos y características de cada facilidad de préstamo. En el capítulo 5 se proponen las características del diseño de las facilidades del Fondo, incluidas las de aseguramiento, a partir de los principios de suficiencia, sostenibilidad y predictibilidad que deben cumplir. Interesa aquí señalar que las facilidades de aseguramiento descansan en los siguientes elementos:

- Para contener el riesgo moral; en una estrecha supervisión de los países (uno de los criterios de habilitación de FCL y PCL exige integridad, calidad y transparencia de la información económica) y una estricta aplicación de los criterios de habilitación, y de su seguimiento (anual en la FCL y semestral en la PCL).
- Para evitar los problemas de estigma; a través de una transparente aplicación de las facilidades. Los problemas de estigma se han conseguido mitigar gracias a su propia activación. El Fondo ha concedido desde 2009 FCLs a Colombia, México, y Polonia (con un conveniente equilibrio geográfico), que no se han utilizado, y que se han distanciado con claridad de los múltiples programas SBA concedidos en 2009 y 2010 a países en crisis. Se plantean no obstante problemas de poca claridad en la distinción FCL-PCL y queda la duda de si la FCL resistirá los problemas de estigma en un contexto de no crisis (con menos SBAs activos de los que distinguirse).

El diseño, no obstante, estará restringido por la imposibilidad de alcanzar una solución de primer óptimo. El objetivo será minimizar el trade-off entre los distintos fallos de mercado y, al final, será necesario un juicio de valor sobre la importancia que se da a cada uno de ellos.

3.4. LA VENTAJAS COMPARATIVAS DE LA FUNCIÓN ASEGURADORA DEL FONDO

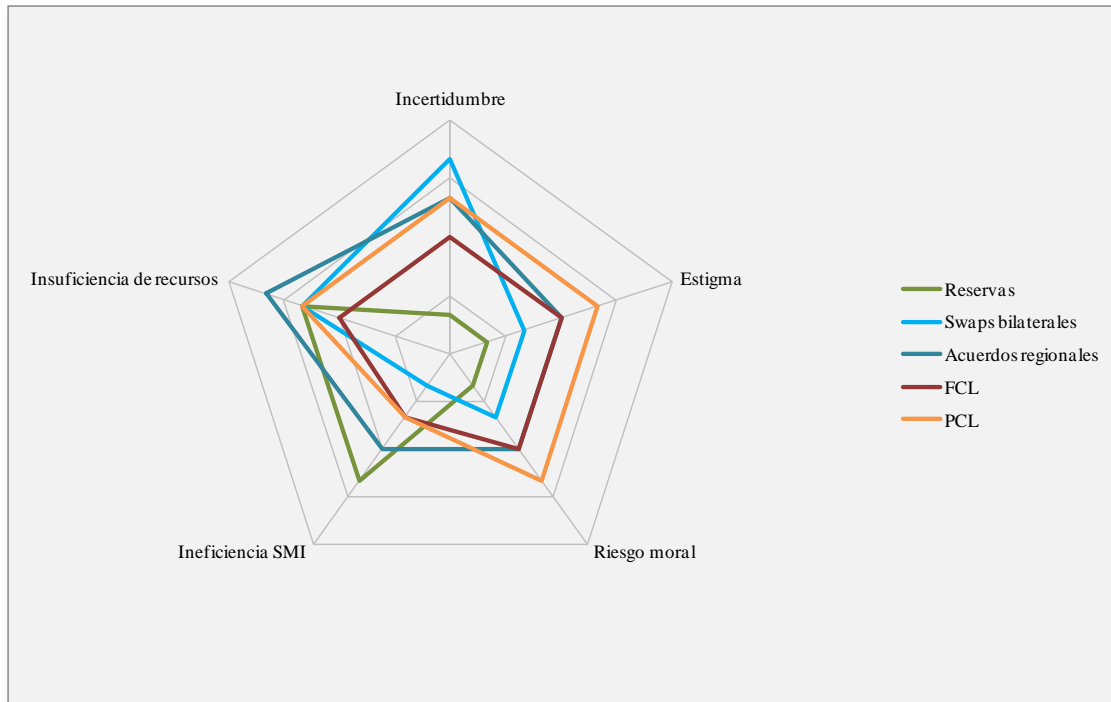
En los apartados previos se han analizado las características de las distintas fuentes de aseguramiento ante shocks exógenos de balanza de pagos. Interesa comparar cuál es el papel relativo que puede jugar el FMI a través de sus nuevas facilidades (FCL, PCL). El cuadro 3.5 resume las principales ventajas e inconvenientes de las distintas fuentes de aseguramiento, y el gráfico 3.4 las compara a partir de 5 criterios: (i) grado de insuficiencia de recursos (que la fuente no permita aportar los recursos necesarios para el aseguramiento); (ii) incertidumbre (grado de disponibilidad de la fuente para el país); (iii) estigma (interpretación negativa de la facilidad por parte de los mercados); (iv) riesgo moral de país y de inversos (grado en que los mercados descuentan el rescate); (v) ineficiencia para el SMI (en qué medida puede afectar a los desequilibrios globales).

Cuadro 3.5. Comparativa de fuentes de aseguramiento ante shocks exógenos de balanza de pagos

Medida	Ventajas	Inconvenientes
Autoaseguramiento: acumulación de reservas	Disponibilidad/autonomía Sin condicionalidad Mínimo estigma y riesgo moral	Excesiva acumulación alimenta desequilibrios globales y asimetría del SMI (dependencia del dólar) Riesgo de ineficiencias domésticas Posible insuficiencia de recursos
SWAPS bilaterales	Acceso potencial a elevados recursos Bajo estigma, bajo riesgo moral (se basa en ambigüedad constructiva)	Incertidumbre sobre contraparte y cuantía (riesgo de insuficiencia de recursos, porque depende de voluntad de contraparte)
Fondos Regionales	Mayor aproximación al riesgo del país, mayor peso relativo en decisiones para el país beneficiario. Permiten diversificar riesgos en la región.	Bajos recursos, estigma, riesgo moral No constituyen facilidades de aseguramiento sino de resolución de crisis.
Facilidades de aseguramiento del FMI	Minimiza ineficiencias globales Suficiencia de recursos Mayor certidumbre	Estigma Riesgo moral Incertidumbre temporal

Fuente: elaboración propia.

Gráfico 3.4. Ventajas comparativas del aseguramiento del FMI



Fuente: elaboración propia.

En general, la FCL y la PCL presentan tres grandes ventajas (i, ii, iii) y dos grandes inconvenientes (iv, v) frente al resto de fuentes:

- (i) Un mayor acceso a recursos para mayoría de países (exceptuando a los grandes acumuladores de reservas): la PCL permite hasta un 1000% de cuota y la FCL acceso ilimitado. Como ejemplo, los recursos facilitados a través de las FCL a México (72.000 millones de dólares, 1500% de su cuota) y Polonia (29.000, 1400%), superan el swap de la FED a México (30.000 millones) y suponen respectivamente el 605 y el 30% de sus reservas. En los swaps además el acceso tiene un límite temporal normalmente menor (de 3 a 6 meses, frente a los 2 años de FCL y PCL). Los acuerdos regionales están actualmente dotados con pocos recursos salvo el EFSF europeo, que no obstante no es de uso precautorio aún.
- (ii) Mayor certidumbre: el país puede contar con los recursos del FMI si cumple con los criterios de evaluación, frente a mayor incertidumbre de swaps bilaterales (dependen de la contraparte); o de los acuerdos regionales, con un marco de aseguramiento poco desarrollado y menores recursos. La certidumbre del FMI dependerá de la suficiencia

de recursos, apuntalada con la triplicación decidido en la Cumbre del G-20 de Londres en 2009 (y reforzada con duplicación de cuotas decidida en la cumbre de noviembre de 2010 en Seúl). Las reservas sí dan al país una mayor autonomía y certidumbre de disposición, que las facilidades del Fondo.

- (iii) Menor ineficiencia global: sobre todo en relación a la excesiva acumulación de reservas y sus efectos negativos sobre el sostenimiento de los desequilibrios globales. Los acuerdos regionales también supondrían una mayor ineficiencia relativa que la FCL en la medida en que el fondo regional acumulara un exceso de reservas para cubrir a sus socios. Además frente a estos, el FMI permite una diversificación global del riesgo asumido entre una membresía de países global (frente a una regional).
- (iv) Mayor estigma: por la interpretación negativa que pueda hacer el mercado de la suscripción de un programa con el Fondo. Este estigma negativo se comparte con los acuerdos regionales, y sería mayor en el caso de la PCL que en el de la FCL, dado que los criterios de habilitación de la segunda son más estrictos. La acumulación de reservas y los swaps suponen menor estigma.
- (v) Mayor riesgo moral país y de inversor: mayor indisciplina de política económica y asunción de riesgo por el inversor en la medida en que en la medida en que se presume que el FMI va a rescatar al país. Se trata de un riesgo también compartido con los acuerdos regionales y, en principio, sería mayor en el caso de la PCL si se considera que su habilitación es menos estricta que la FCL (y por tanto, la distancia entre las políticas aplicadas y las de riesgo son menores). La acumulación de reservas y los swap incorporan menos riesgo moral, en primer el caso por ser recursos propios los que sirven de aval, y en el segundo, por su carácter temporal.

En definitiva, la FCL y la PCL proporcionan un marco de aseguramiento que permite complementar a la acumulación de reservas y los acuerdos bilaterales (swaps) y regionales. Permiten diversificar los riesgos de crisis sistémicas a través de una institución con presencia global; ofrecer un elevado volumen de recursos a medio plazo (al menos dos años y renovable); y limitar las ineficiencias para el SMI de una excesiva acumulación de reservas, pero sólo en la medida en que ayuden a contener la acumulación precautoria.

En este sentido, parece difícil que FCL y PCL puedan jugar un papel sustitutivo a la acumulación de reservas. La acumulación precautoria de reservas en las economías emergentes les permite una autonomía en la gestión del riesgo que no facilita el FMI. El Fondo por otro lado tampoco garantiza certidumbre a largo plazo, que dependerá de la renovación de la FCL o la PCL (cada dos años). Por otro lado, FCL y PCL no son sustitutos de la acumulación de reservas por motivos mercantilistas (probablemente dominante en los grandes acumuladores).

De momento, la FCL ha demostrado cierta efectividad en países de acumulación media de reservas como México o Polonia. El reto a futuro es doble: (i) reducir los problemas de riesgo moral y estigma que introducen la FCL y la PCL, que como veíamos dependerá de una estricta aplicación de la supervisión y de los criterios de habilitación; y (ii) la posibilidad de darles una cierta estabilidad en el tiempo, facilitando su renovación, para garantizar al país que las suscribe que podrán contar con ellas como sustituto próximo a las reservas por motivo precautorio (el capítulo 5 desarrolla esta posibilidad).

CAPITULO 4.

LOS DETERMINANTES POLÍTICOS DE LA POLÍTICA DE PRESTAMO DEL FMI

El FMI es una institución multilateral en la que la representación de los países está determinada por su peso económico relativo en la economía global. La toma de decisiones se realiza formalmente a través de dos estructuras principales. Por un lado, el Directorio Ejecutivo, que es la institución de representación de los países, donde se formaliza la aprobación de todas las políticas del Fondo, incluyendo las revisiones anuales de las políticas de los países, los programas del FMI o las políticas generales de la institución.

Por otro lado, están la gerencia y el staff del FMI, que son los encargados de elaborar las distintas políticas y programas del Fondo, que después deben ser refrendados por el Directorio. Por tanto, gerencia y staff gozan del poder de iniciativa y elaboran los documentos de referencia para la discusión del Directorio. El staff está compuesto por unos 3.000 funcionarios internacionales independientes y es dirigido en su actuación diaria por la gerencia, que es elegida por los países.

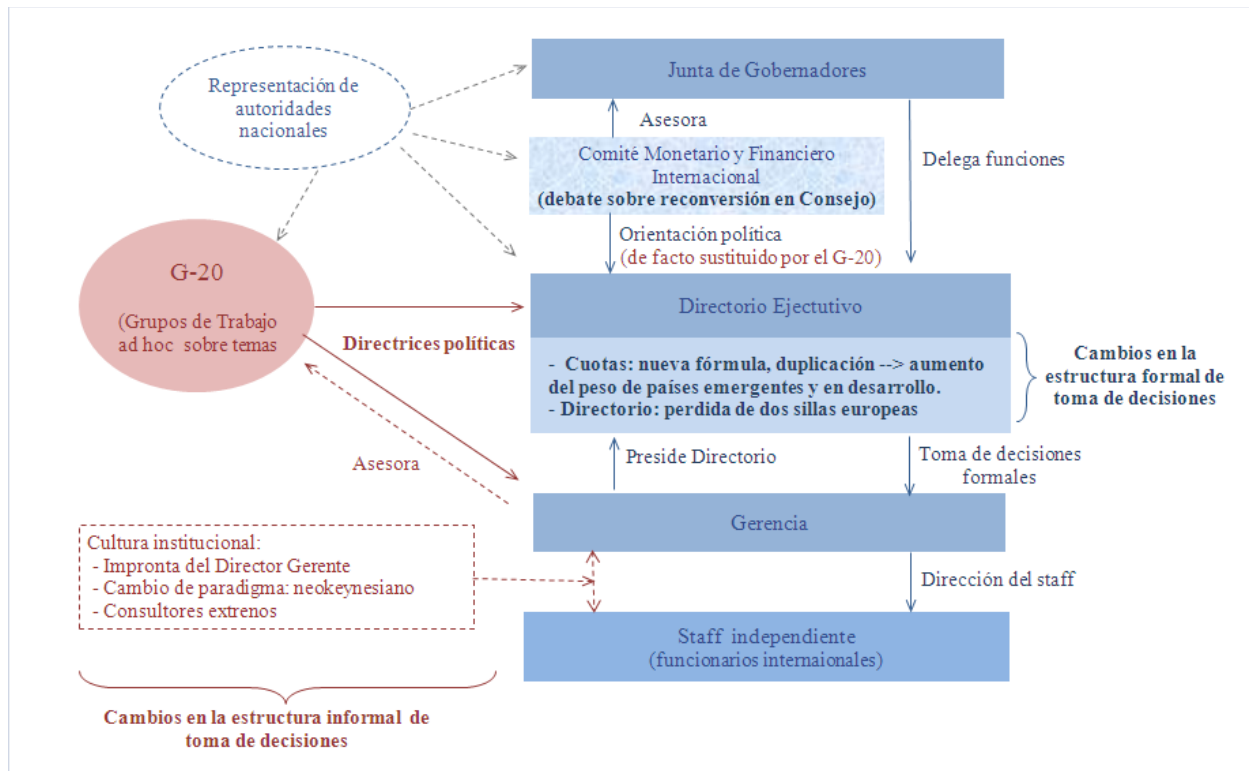
En paralelo a la representación a través del Directorio, existe un entramado informal de influencia directa de los países en las políticas de la institución a través de un contacto directo con la gerencia y el staff. Estas estructuras informales se articulan bien de manera bilateral, bien vía grupos de países que defienden una misma posición (es por ejemplo el caso de las distintas configuraciones Gs o de las posiciones coordinadas de la UE). En el pasado, el principal grupo de influencia era el G-7 (especialmente EEUU), pero a partir de 2008 empieza a ser sustituido por el G-20. Otro aspecto importante dentro del esquema informal, es la orientación ideológica y académica del staff y de la gerencia, dado su elevada capacidad para orientar las políticas del FMI desde su poder de iniciativa.

En el cuadro 4.1 se presenta un esquema con la estructura formal (en azul) y la estructura informal (en rojo), así como las interrelaciones entre ambas. A través de estas relaciones los países pueden ejercer su influencia formalmente a través de su voto, o informalmente,

mediante sus contactos con otros miembros del Directorio, la gerencia o el staff. También otros elementos como las directrices del G-20 o la cultura institucional se mueven por canales informales.

Para explicar la toma de decisiones que resulta de esta estructura del Fondo, puede distinguirse siguiendo a Momani (2008) tres principales escuelas: (i) realismo, son los países los que lideran la toma de decisiones, en particular, EEUU (primero) y el G7 han liderado los destinos del Fondo. (ii) Teorías burocráticas: es el staff independiente el que, a través del dominio técnico e intelectual sobre la institución, dicta la orientación del Fondo guiado por intereses propios (incluyendo la propia supervivencia de la institución). (iii) Teorías de la delegación, basadas en modelo principal-agente, en virtud de las cuales, los países (el principal) delegan poder en la organización internacional y en su staff (el agente), que goza de amplia libertad para tomar decisiones. Sin embargo, el principal mantiene mecanismos de control y la posibilidad de reorientar la dirección de las políticas del Fondo en un momento determinado.

Cuadro 4.1. La estructura de toma de decisiones en el FMI



Fuente: elaboración propia.

En este trabajo se sigue el enfoque de teoría de la agencia, considerando los cambios más significativos que se han producido, tanto en la (4.1) estructura informal, como (4.2) en la formal. En el caso de la estructura informal, el análisis se centra en el papel del G-20 como principal, y en la nueva cultura institucional de la gerencia y el staff. Al considerarse los cambios en la estructura formal, se analizarán los determinantes del poder de voto y la composición del Directorio.

4.1. CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA INFORMAL DE TOMA DE DECISIONES

A. Un nuevo principal: del G7 al G-20

Tradicionalmente el FMI ha sido una institución marcada por la orientación estratégica del G7 y con un marcado carácter anglosajón, tanto por la elevada influencia del tesoro americano (y del inglés), como por la propia cultura institucional del staff –con una mayoría abrumadora de funcionarios formados en universidades anglosajonas. A partir de finales de los años 90, con la crisis asiática, se empieza a plantear un debate sobre la irrelevancia del FMI en virtud del cual, las economías asiáticas primero y el resto de emergentes después, empiezan a cuestionar la utilidad del FMI para atender sus intereses nacionales, y buscan otras alternativas para cubrir sus funciones.

La influencia histórica de EEUU sobre las políticas del Fondo ha sido analizada por distintos autores. Mack (2009) repasa la literatura al respecto con una mayoría de autores que se dedican a corroborar el poder estadounidense. En este grupo Hudson (2003), proporciona un análisis histórico del imperialismo estadounidense en el siglo XX, incluyendo numerosos ejemplos para corroborar la tesis de que el FMI ha sido desde sus inicios un instrumento al servicio de los intereses estratégicos y económicos de EEUU. En el otro extremo Kenen (1989) hace un planteamiento más multipolar en el que el FMI equilibra distintos intereses además del estadounidense. Como señalábamos, en una estructura compleja como el FMI distintos actores (países, staff, gerencia) conjugan intereses y resultará muy simplista reducir los destinos del Fondo sólo a los intereses de EEUU –de hecho a partir de mediados de los años 70, probablemente cabe hablar más de la influencia del G7 que de la de EEUU.

En cualquier caso, existe un consenso generalizado –o al menos la percepción generalizada– de que EEUU y el G7 han sido actores principales en la orientación estratégica del Fondo¹⁴³. Precisamente a partir de esta percepción, a finales de los años 90 y como consecuencia de la crisis asiática, se abre un debate internacional que se vino a etiquetar como Nueva Arquitectura Financiera Internacional (NAFI)¹⁴⁴. Uno de los elementos de la NAFI era la reforma de la gobernabilidad de las instituciones internacionales con la demanda de un mayor peso para las economías emergentes en la toma de decisiones para el diseño del orden económico internacional. El entonces Director Gerente del Fondo Michel Camdessus (1998), lo planteó en términos de reuniones del G8 con los jefes de Estado y de Gobierno de los países que tenían un Director Ejecutivo en el FMI. Más tarde, en esta línea, se crearía el G-20 en 1999, pero sólo a nivel de ministros de economía y gobernadores de bancos centrales. No será hasta 2008, como consecuencia de la crisis financiera global, cuando se creen las cumbres del G-20.

La percepción de desconexión del FMI con los intereses de las economías emergentes se acentúa con los errores cometidos por el Fondo en la gestión de la crisis asiática a finales de los 90. En este sentido, el informe de la Oficina de Evaluación Independiente del FMI (IEO¹⁴⁵) sobre la gestión de las crisis en Corea, Brasil e Indonesia, señaló los múltiples errores que cometió el Fondo. El FMI diseñó unos programas excesivamente rígidos que mantenían recetas tradicionales de un elevado ajuste fiscal y una elevada condicionalidad estructural –con reformas necesarias a largo plazo, pero no estrictamente necesarias para resolver la coyuntura de crisis–, en un momento en el que el objetivo clave debía ser recuperar la confianza de los mercados.

El FMI también cometió errores de comunicación y transparencia sobre la racionalidad de los programas, y de insuficiente apropiación de los programas por parte de las autoridades (ownership), lo que agravaba la crisis de credibilidad IEO (2003). El resultado fue el

¹⁴³ Bradford (2009) destaca la importancia de los canales informales de influencia de EEUU y Europa en el FMI, como ejemplo a seguir por las economías emergentes si quieren asentar su peso en la institución.

¹⁴⁴ El término Arquitectura Financiera Internacional lo asentó en 1998 el entonces Secretario del Tesoro estadounidense Robert Rubin (1998). Para un análisis de la reforma de la arquitectura financiera internacional en su perspectiva histórica ver Granell (2010).

¹⁴⁵ IEO: Independent Evaluation Office.

agravamiento de la crisis en muchos países, más aún, se ha llegado a apuntar al FMI como responsable parcial del estallido de la crisis por su apoyo a una prematura liberalización de la cuenta de capital sin suficiente regulación financiera en los países asiáticos, y la consiguiente entrada masiva de capital a corto plazo que está en el origen de la crisis (Stiglitz, 2002).

Ante el descontento con los programas del FMI, se instala en los países asiáticos una creciente reticencia hacia el FMI tanto entre su clase política como en la opinión pública, que aún hoy sigue vigente. El resultado es que estos países enfrían sus relaciones con el Fondo y empiezan a buscar soluciones alternativas para asegurarse ante posibles crisis futuras, fundamentalmente a través de la acumulación de reservas o de la activación de acuerdos bilaterales y regionales como la iniciativa Chiang Mai (ver capítulo 3).

La aversión al FMI se extiende a principios del siglo XXI a Latinoamérica, en este caso acentuada tras los errores del Fondo en la gestión de la crisis Argentina de 2001. En los años anteriores a la crisis, el FMI erró en su evaluación del plan de convertibilidad paritaria peso-dólar, manteniendo su apoyo cuando ya no era sostenible, y también falló en la vigilancia de los objetivos fiscales argentinos que acabaron en una espiral de deuda insostenible (IEO, 2004). Finalmente Argentina se salió del programa con el FMI y gestionó una reestructuración de la deuda con quitas de hasta el 75%, sin haber conseguido recuperar un acceso normal a los mercados internacionales una década después.

Los países latinoamericanos también responden distanciándose de sus relaciones con el FMI. En diciembre de 2005 Brasil y Argentina deciden cancelar sus deudas con el FMI por valor de 15.500 y 9.600 millones de dólares respectivamente, anticipando unos pagos escalonados que vencían en 2007 y 2008. También se produce algún intento de crear fondos regionales como la iniciativa del Banco del Sur liderada por Venezuela, que finalmente no llegó a buen puerto.

Hacia el año 2005 el Fondo se encuentra en una situación de alejamiento de las economías emergentes y escasa presencia financiera con un volumen de préstamos concedidos en

mínimos históricos (apenas 10.000 millones de DEG en 2007) ¹⁴⁶. Se produjo entonces un debate sobre la irrelevancia del FMI, concretado en su pérdida de palanca sobre las economías emergentes –que se sumaba a su escaso poder de incidencia vía supervisión en las políticas de los países avanzados– y en la mala prensa internacional. Como veremos en el siguiente apartado, en este contexto, Rodrigo de Rato, entonces Director Gerente, impulsa una reforma de la gobernabilidad del FMI, que preconizaba un mayor papel para los emergentes en la institución.

Este impulso inicial se acentuará a partir de 2008 con la celebración de la cumbre del G-20 de noviembre, que marca el paso hacia un nuevo orden económico internacional con el G-20 como nuevo foro mundial de coordinación de políticas macroeconómicas. El capítulo 1 (apartado 1.2.a) aborda el papel central del G-20 en el nuevo orden económico internacional, que como veíamos responde a una nueva realidad económica en el que los países emergentes y en particular los BRIC son el nuevo motor del crecimiento global, y superarán a los avanzados en su peso en el PIB mundial.

Como veremos en el próximo apartado, los países del G-20 tienen capacidad para imponer decisiones en el Directorio del Fondo porque ocupan sillas con un poder de voto del 83.6% (muy próximo a la mayoría cualificada del 85% exigida para las decisiones más importantes). Más aun, a partir de 2010 el G-20 ha creado grupos de trabajo específicos para trabajar en reformas del FMI que han operado independientemente del Fondo (si bien con participación de algunos de los miembros del Directorio y del staff), en los que se han diseñado reformas luego aprobadas por el FMI. Dos ejemplos claros de la preponderancia del G-20 sobre el FMI han sido: la triplicación de recursos decidida en la cumbre de Londres y la reforma de gobernabilidad (aumento del 100% de la cuota y reforma del Directorio) aprobada por el G-20 de Ministros y Gobernadores de octubre de 2010 en Seúl. Son dos decisiones tomadas primero por el G-20 y luego refrendadas por el Directorio. Cabe destacar también el nombramiento en mayo de 2010 de Min Zhu, antiguo subgobernador del banco central de China, como asesor especial de la gerencia, lo que supone un reconocimiento al papel que debe jugar China en el FMI (la gerencia del FMI

¹⁴⁶ En un análisis referido al contexto general de progresos en la NAFI entre 1998 y 2003, de las Casas et al. (2005), concluyen que los resultados habían sido muy modestos.

estaba tradicionalmente compuesta por un europeo, un americano, un japonés y un representante de un país emergente)¹⁴⁷.

B. Cultura institucional: del consenso de Washington a la nueva síntesis keynesiana

Además de por sus países miembros, las políticas del FMI también están determinadas de una manera importante por la gerencia y el staff. Los distintos Directores Gerentes del Fondo han marcado su impronta en el Fondo, liderando grandes cambios institucionales. Fue por ejemplo el caso del mandato de Michel Camdessus (1987-2000), que tuvo un papel central en el impulso de las políticas del Fondo destinadas a los países menos desarrollados, o el de Rodrigo de Rato (2004-2007) y su apuesta por la Estrategia a Medio Plazo del FMI para restaurar la legitimidad institucional¹⁴⁸. Dominique Strauss-Kahn inicia su mandato en el Fondo en noviembre de 2007, poco después del inicio de la crisis financiera global, su mandato quedará marcado por la respuesta institucional a la crisis.

Como se analiza en los capítulos 1 y 5, durante estos años el Fondo ha revisado en profundidad su política de supervisión –reforzando la supervisión multilateral y financiera (incluyendo el apoyo a una mayor regulación) e impulsando la coordinación global de políticas macroeconómicas– y ha experimentado un punto de inflexión en sus políticas de préstamo marcado por la flexibilización de la condicionalidad y un sustancial aumento de los límites de acceso, que ha permitido dar apoyo a las políticas de impulso macroeconómico que se han generalizado como respuesta a la crisis. Por tanto (y sin perjuicio del riesgo de las simplificaciones), se puede decir que Strauss-Kahn dejará el legado de un FMI más estricto en su supervisión y más laxo en la concesión de préstamos.

¹⁴⁷ Entre EEUU y Europa existe un pacto informal para que la presidencia de FMI y Banco Mundial las ocupen respectivamente un europeo y un norteamericano. Este pacto está siendo objeto de revisión para pasar a una elección basada en la idoneidad del candidato independientemente de su nacionalidad. La gerencia del FMI está compuesta por el Director Gerente, Dominique Strauss-Kahn (francés) y los subdirectores gerentes: John Lipsky (americano), Naoyuki Shinohara (japonés) y Murilo Portugal (hasta enero de 2011, sustituido por la Sra. Nemat Shafik de doble nacionalidad egipcia y británica desde marzo).

¹⁴⁸ La Estrategia a Medio Plazo del FMI se lanza en septiembre de 2005. Suponía una amplia revisión del conjunto de políticas del FMI incluyendo sus políticas de vigilancia y de préstamo, así como aspectos presupuestarios y de gobernabilidad. Ver Rato (2006) sobre los principales elementos y progresos de la reforma.

En definitiva, un FMI que está transitando desde las recetas neoclásicas que venía aplicando desde los años 80 a recetas de la nueva economía keynesiana.

En este sentido, el debate sobre el papel que debe jugar el FMI no es nuevo y se inscribe en el debate general en economía entre keynesianos y neoclásicos. En el contexto de la intervención del FMI ante la crisis de la deuda soberana de las economías latinoamericanas de los años 80, Smith (1983) lo planteaba en términos del debate entre los defensores del mercado, versus la intervención pública justificada en los fallos de mercado, y es respondido por Solomon (1983). Ambos reproducen un debate que se asemeja mucho a la crisis actual. Smith cuestiona cualquier intervención del FMI, señalando que con un esquema de tipos de cambio flexibles, el tipo de cambio reflejaría cualquier shock exógeno y creará incentivos en cada país para adoptar políticas internas de ajuste, para contrarrestar los efectos del tipo de cambio. Solomon cuestiona esta visión simplista. Plantea que la crisis Latinoamericana de los años 80 no se origina en la región, sino que es el resultado de la recesión y los altos tipos de interés en los mercados internacionales, es el caso de Brasil que experimentó caídas de las exportaciones del 20% entre 1980 y 1982, tras haber crecido a ritmos del 10% durante una década. Los préstamos del FMI permitieron un colchón temporal para frenar un shock exógeno deflacionario.

El debate sobre el papel que debe jugar el FMI acaba por resolverse con un aparato teórico que quedó sintetizado en lo que se ha venido a denominar el “Consenso de Washington” acuñado por Williamson (1990¹⁴⁹). El término ha dado lugar a mucha confusión porque, como señala el propio Williamson (2004), parece hacer referencia a las políticas que se aplicaban en el FMI y Banco Mundial a los países en desarrollo. En la práctica, se trata de una etiqueta para identificar el conjunto de políticas que se consideran condición necesaria para el crecimiento. Las recetas no son siempre las mismas¹⁵⁰, si bien, el núcleo de políticas

¹⁴⁹ Williamson utiliza por primera vez el término en la Conferencia del Institute for International Economics sobre Latinoamérica de 1989 y publicado un año después (Williamson 1990).

¹⁵⁰ Williamson (1990) lo resume en 10 políticas que debían aplicarse en Latinoamérica comúnmente aceptadas: disciplina fiscal; reorientación de las políticas de gasto desde los subsidios a gastos sociales y favorecedores del crecimiento (educación salud primaria e infraestructuras); reforma impositiva (amplias base fiscal y moderados tipos marginales); tipos de interés reales positivos y moderados (y determinados por el mercado); tipos de cambio competitivos; liberalización comercial y eliminación de barreras cuantitativas (protección en todo caso vía aranceles uniformes); liberalización de entradas de capital; privatización de

que han centrado el análisis académico han sido: la estabilización fiscal y monetaria, la liberalización de precios y tipos de interés, la apertura comercial y de movimientos de capital, y la privatización.

Como señala Boughton (2004), el consenso domina la política del FMI en los años 90 y empapa el tipo de recomendaciones que hace el Fondo—con importantes matices en función de las especificidades de cada país—, tanto oficialmente como en la cultura institucional de la mayoría del staff. Boughton cita las palabras de Stanley Fischer, el Primer Director Gerente del FMI entre 1994 y 2001, “el consenso es una breve descripción de una orientación política básica deseable”. (Fisher 2003, p. 6). Ahora bien, no se trata de reglas escritas en piedra, el propio FMI ha cuestionado algunos de sus preceptos. El más controvertido ha sido el de la liberalización de los movimientos de capital, que fue claramente revisado como consecuencia de la crisis asiática de segunda mitad de los años 90¹⁵¹.

Pero más allá de la liberalización de la cuenta de capital, el resto de preceptos se habían mantenido en el núcleo de las recomendaciones del Fondo hasta la explosión de la crisis en 2007. En este sentido, el informe de la IEO sobre la actuación del FMI en los años previos a la crisis se señala como, entre el staff del FMI, existía un pensamiento grupal que consideraba que la preocupación sobre los mercados financieros no estaba sustentada, porque los mercados se autocorregirían. Esta creencia emanaba de la resistencia de los mercados financieros de las economías avanzadas a las crisis de los años 90 y principios de siglo. Incluso, cuando los propios mercados señalizaban desequilibrios, se descartaban. El ejemplo paradigmático fue la interpretación inicial de la curva de tipos invertida en EEUU en 2006. En lugar de apuntar al riesgo de recesión, el FMI interpretó que era poco probable porque la mayoría de indicadores apuntaban a un crecimiento sostenido, y achacaron los

empresas públicas; desregulación de los mercados (salvo la justificada por protección al consumidor o razones de seguridad); y seguridad jurídica de derechos de propiedad.

¹⁵¹ Si en 1997 el Comité interino del FMI proponía en abril de 1997 que se reformara el convenio constitutivo del FMI para incluir la liberalización de la cuenta de capital como uno de los objetivos del Fondo, en abril de 1999, ya sólo se plantearía seguimiento y secuenciación adecuada en la liberalización (Boughton 2004). En Fernandez y Moreno (2005) se analiza la revisión del consenso de Washington para incorporar la gobernabilidad, en relación a las estrategias de desarrollo del FMI y el Banco Mundial.

bajos tipos a largo plazo a factores estructurales en el mercado de demanda de bonos (fundamentalmente la alta demanda de inversores institucionales).

En definitiva en 2007 existía una cultura institucional en gerencia, staff y la línea de investigación del FMI, orientadas por una filosofía general a favor del *laissez faire*, de dejar funcionar a las fuerzas autocorrectoras del mercado. Por tanto, el FMI era reticente a estrategias de intervención pública bajo argumentos de imperfecciones de mercado, y mantenía una estricta política de no rescate para evitar los problemas de azar moral que conllevan (IEO, 2011).

Como señalábamos, el conjunto de políticas que empiezan a aplicarse como respuesta a la crisis –políticas macroeconómicas expansivas y rescate y regulación del sistema financiero (ver capítulo 1) – suponen una ruptura con este paradigma y el paso a uno nuevo, que aún está en proceso de concreción, pero que está más en línea con la nueva síntesis keynesiana. El nuevo consenso preconiza la efectividad de las políticas macroeconómicas –a corto plazo y en determinadas circunstancias– y la necesidad de intervenir ante los fallos de mercado, incluyendo la regulación y vigilancia del sistema financiero. En la cumbre del G-20 de Londres en abril de 2009, Gordon Brown escenifica la ruptura con la doctrina neoclásica anunciando en la rueda de prensa de la cumbre “el viejo consenso de Washington se ha acabado” (Skynews, 2009)¹⁵².

Tanto Dominique Strauss-Kahn como sus dos principales asesores, el economista jefe, Olivier Blanchard (que ocupa el cargo desde septiembre de 2008), y el Consejero Financiero, José Viñals (desde abril de 2009), están liderando este cambio. Se da la circunstancia de que Blanchard es uno de los principales autores de la nueva escuela keynesiana y por tanto con especial autoridad para liderar el cambio¹⁵³. En el caso de

¹⁵² Como veíamos en el capítulo 1, más adelante, la cumbre de Seúl de noviembre de 2010 establece un nuevo consenso para el desarrollo, el Consenso de Seúl (G-20, 2010b).

¹⁵³ Por ejemplo en política monetaria, Blanchard y Galí (2007) sustentan su efectividad a corto plazo a partir del *trade-off* entre inflación y empleo en un contexto de precios adherentes y fricciones e inercias en el ajuste del mercado de trabajo. Desde la nueva economía keynesiana, si bien a largo plazo la política monetaria debe orientarse hacia la estabilización de precios, sin embargo cuando la economía experimenta un shock exógeno externo, la política monetaria puede ser efectiva, especialmente en situaciones de baja crecimiento e inflación (como en el caso de las crisis de confianza).

Viñals, pesa su experiencia en el Banco de España, que, con mayor o menor acierto, ha sido una de las instituciones que ha mantenido mayores niveles de regulación y vigilancia del sistema financiero en los años previos a la crisis. En este proceso el Fondo está atendiendo además a las distintas especificidades regionales y a consideraciones de tipo político más allá de las teóricas. En este sentido destaca la creación de grupos de consultores externos al más alto nivel político (incluyendo ex presidentes del gobierno y ex ministros de economía) y con representación de académicos y representantes del sector privado). Se trata de cinco grupos de expertos por región (África, América, Asia, Europa, Pacífico, Oriente Medio) que permiten dotar al FMI de una mayor sensibilidad política y regional.

En definitiva, a partir de 2009 el Fondo está produciendo un nuevo aparato teórico para definir sus prescripciones de política económica que afectan al diseño de la política fiscal (estabilidad a largo plazo y reorientación del gasto hacia partidas que incentivan el crecimiento; una política monetaria que concilie los objetivos inflacionario y de estabilidad del sistema financiero; y una adecuada regulación y vigilancia de los mercados (con especial énfasis en el sistema financiero) ¹⁵⁴.

4.2. CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA FORMAL DE TOMA DE DECISIONES: CUOTAS Y DIRECTORIO

Formalmente, las decisiones en el FMI las toma el Directorio Ejecutivo, que está compuesto por 24 directores que representan a los 187 países miembros a través de un sistema de “sillas” que agrupan a los distintos países ¹⁵⁵. El Directorio es residente en Washington y tiene sesiones continuas (normalmente todos los lunes, miércoles y viernes) en las que refrenda las distintas políticas del Fondo. El Directorio ejerce sus funciones por delegación de la Junta de Gobernadores, que constituye el órgano directivo máximo del FMI, y al que se somete a votación decisiones como las que afectan al convenio constitutivo, o al aumento de recursos del Fondo. Los miembros de la Junta son

¹⁵⁴ Entre los documentos centrales del FMI que están configurando este nuevo aparato teórico están: IMF 2010 h, i, j; y 2011d.

¹⁵⁵ Normalmente los directores son elegidos por períodos de dos años (de 1 de noviembre a 31 de octubre cada dos años pares) y formalmente forman parte del FMI y son independientes de los gobiernos que los nombran, que de hecho jurídicamente no pueden destituirlos durante su mandato.

generalmente los ministros de economía o los gobernadores de los bancos centrales de los países miembros y normalmente, sólo se reúne una vez al año en la Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial (ver cuadro 4.1).

Esta estructura se completa con el Comité Monetario y Financiero Internacional (IMFC¹⁵⁶), que se reúne normalmente dos veces al año (en las reuniones de primavera y Anuales del FMI). El Comité está formado por los Ministros o Gobernadores de los países que ostentan las sillas del Directorio y da una orientación estratégica al trabajo del Directorio. Tras la emergencia del G-20 en 2008 se ha intensificado un doble debate sobre el Comité: (i) por un lado, la oportunidad de elevar el rango del Comité al de Consejo, tal y como se preveía en el convenio constitutivo del FMI, y por tanto, pasar formalmente de una función consultiva a otra dirección política sobre el FMI. (ii) Por otro lado, sobre la oportunidad de aproximar la composición del IMFC a la del G-20 porque, de facto, el G-20 ha asumido la función de la dirección política del Fondo. Aún no se han tomado ninguna de las dos decisiones, se trata de un debate que se reproduce y es paralelo al de la composición del Directorio (espejo del IMFC), que se valora en el apartado 4.3.

Por tanto, en la práctica, el día a día de las decisiones del Fondo se toma en el Directorio Ejecutivo. La representación de los distintos países en el Directorio y su poder de voto está determinada por su peso en el FMI, que viene determinado por la cuota del país. En teoría la cuota debe reflejar la importancia económica del país en el contexto global. Sin embargo, como veremos, como consecuencia de un cierta inercia histórica, ni las cuotas ni los Directores se han adaptado a lo largo del tiempo a los pesos cambiantes de los países en el mundo. En particular, no han reflejado el mayor peso relativo de las economías emergentes. Esto se hizo particularmente evidente a partir del siglo XX, y se ha acentuado su visibilidad con la crisis financiera global y la emergencia del G-20, mucho más equilibrado con respecto al peso de países avanzados y emergentes.

La falta de alineación del Directorio con el peso económico relativo de los países planteaba un grave problema de legitimidad institucional que se ha afrontado a partir de 2006. Entonces, el FMI inició una profunda reforma de gobernabilidad para el periodo 2006-2008

¹⁵⁶ IMFC: International Monetary and Financial Committee.

que incluía ya en 2006 la corrección en las cuotas de cuatro economías emergentes especialmente infrarrepresentadas (China, México, Corea del Sur y Turquía), y establecía un programa de trabajo a dos años para reformar la fórmula de cálculo de la cuota, y fijar un nuevo aumento de cuotas para corregir la infrarrepresentación de los países. Posteriormente, en 2010, se intensificará la reforma de gobernabilidad bajo el impulso del G-20, que aprobará un nuevo aumento de cuota del FMI del 100% y la reforma del Directorio. Estas reformas han supuesto un cambio histórico en la representación de los países en el FMI a favor de las economías emergentes. A continuación se analizan estos cambios, viendo en primer lugar (a) la reforma de las cuotas (y por tanto del poder de voto) y en segundo lugar (b) la del Directorio.

A. El poder de voto: las cuotas

El poder de voto de los países en el FMI viene determinado por la siguiente fórmula:

$$V_i = Q_{ei}/100.000 + VB$$

donde:

- V_i es el voto de cada país i ;
- Q_{ei} la cuota efectiva del país i valorado en DEG, cada país tiene un voto por cada 100,000 DEG; y
- VB los votos básicos. Todos los países tienen el mismo número de votos básicos. La reforma de gobernabilidad de 2008 aumenta los VB por país de 250 (cantidad que se mantenía inalterada desde 1944) hasta 750. Se modifica además el Convenio Constitutivo de forma que los VB pasan de ser una cantidad fija a un porcentaje fijo del 5,502% del total de poder de voto¹⁵⁷.

¹⁵⁷ Este cambio ha permitido corregir la pérdida de peso histórica de los VB, que como consecuencia de los sucesivos aumentos de cuota efectiva habían pasado de suponer el 11,3% del total de poder de voto en 1945, alcanzando un máximo del 15.6% en 1958, y cayendo hasta el 2.1 % en 2008 antes de la reforma.

Por consiguiente, el poder de voto de un país en el Fondo está fundamentalmente determinado por su cuota efectiva, y los reequilibrios en el poder de voto entre países se producen a partir de cambios en sus cuotas efectivas. Históricamente ha existido cierta inercia en las cuotas efectivas, por la exigencia de consenso por parte del país afectado en caso de reducciones de cuota y las resistencias de los países a perder peso relativo ¹⁵⁸. En la práctica, las correcciones en las cuotas efectivas se ha producido a través de aumentos de cuota en beneficio de los países infrarrepresentados. Pero también en este caso han existido limitaciones, entre otras razones por la exigencia de una mayoría cualificada del 85% para decidir cualquier aumento de cuota.

El resultado ha sido que las cuotas efectivas no se han adaptado en el tiempo al peso relativo de los países en la economía mundial. A partir de 2006 se corrige este desajuste histórico por una doble vía que se analiza a continuación:

(a.1) la adopción de una nueva fórmula para la cuota calculada (Q_c) de cada país; y

(a.2) los aumentos de cuota basados en la nueva cuota calculada (con tres rondas de aumento en 2006, 2008 y 2010). Es importante la distinción entre cuota efectiva –la que tiene el país ante el FMI– y la cuota calculada –la que se obtiene con arreglo a la fórmula. Como veremos, ambas cuotas no coinciden, fundamentalmente porque los sucesivos aumentos de cuota se han repartido en función de la cuota efectiva en lugar de la calculada (de hecho, el nivel de sobre o infra representación de los países se mide por la diferencia entre ambas).

(a.3) el resultado conjunto de las reformas iniciadas en 2006.

a.1 Nueva fórmula para la cuota calculada (Q_c)

La cuota calculada de los países es la que se obtiene con las fórmulas del FMI al efecto, que están diseñadas para medir el peso relativo de los países en la economía global. Como parte

¹⁵⁸ El Convenio Constitutivo del FMI en su artículo 3. Sección 2. *d*) establece que “No se modificará la cuota de ningún país miembro sin el consentimiento de éste y hasta que el pago correspondiente se haya efectuado o se considere efectuado de acuerdo con la Sección 3 *b*) de este Artículo.” (FMI, 2003).

del paquete de reformas de gobernabilidad de 2006, en la Reuniones Anuales de 2008, la Junta de Gobernadores del Fondo había marcado el objetivo de modificar la fórmula de cálculo de la cuota a dos años vista. La discusión se planteaba especialmente complicada, si se tiene en cuenta en los 60 años previos de existencia del FMI no se habían conseguido cambios significativos en la fórmula, a pesar de numerosos intentos, porque las resistencias de los países a perder peso relativo truncaba cualquier decisión al respecto. No obstante, sí existía cierto consenso político en los objetivos: era necesario encontrar un sistema de cálculo para la cuota más simple y transparente, y la nueva fórmula debía reflejar mejor el peso de los países en la economía global.

60 años sin cambios sustanciales en la fórmula

El esquema vigente en 2006 era básicamente el mismo que el que se venía aplicando desde 1944 para el cálculo de las posiciones iniciales de los países fundadores del FMI. Se trataba de un sistema basado en cinco fórmulas y cuatro variables: PIB, reservas, variabilidad, y cobros, reflejadas en el cuadro 4.2.

El reparto original de cuotas entre los países fundadores del FMI se hizo a partir de una fórmula que acabó etiquetándose como la fórmula de Bretton Woods. Las cuatro fórmulas derivadas reflejan modificaciones en esta fórmula original, realizadas en 1963 y en 1983. En 1963, ante la mayor internacionalización de las economías y con el objetivo de dar más peso al sector exterior en el cálculo de la cuota, se introduce el esquema multifórmula y dos bases de datos para el cálculo (una incluyendo importaciones y exportaciones y otra ingresos y pagos por cuenta corriente). Las nuevas fórmulas eliminaban la variable de reservas y duplicaban los coeficientes de comercio y variabilidad. En 1983 se vuelven a revisar las fórmulas recuperándose la variable de reservas y reduciendo el peso de la variabilidad y volviéndose a una única base de datos de cálculo. Las cinco fórmulas se mantienen estables desde la VIII revisión general de 1983 (IMF 2006).

Cuadro 4.2. Cuota calculada de los países miembros del FMI: 1944-2008

$Q_C = \text{Max} [Q_{BW}, \text{media de los dos menores } (Q_2, Q_3, Q_4, Q_5)]$	
La cuota calculada para cada país miembro (Q_C) es la más elevada de la que se obtenga entre los cálculos para el país de: (i) la fórmula de Bretton Woods, o (ii) la media aritmética de los dos resultados menores que se obtengan de las cuatro fórmulas derivadas (Q_2 a Q_5)	
Fórmula de Bretton Woods (1944)	▪ $Q_{BW} = (0,01 Y + 0,025 R + 0,05 P + 0,2276 VC) (1 + C/Y)$
Cuatro Fórmulas derivadas* (1963, 1983**)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ $Q_2 = (0,0065Y + 0,0205125R + 0,078P + 0,4052VC) (1 + C/Y)$ ▪ $Q_3 = (0,0045Y + 0,03896768R + 0,07P + 0,76976VC) (1 + C/Y)$ ▪ $Q_4 = 0,005Y + 0,042280464R + 0,044 (P + C) + 0,8352VC$ ▪ $Q_5 = 0,0045Y + 0,05281008R + 0,039 (P + C) + 1,0432VC$
<p>Y: PIB a precios corrientes de mercado, del año para el que se calcula la cuota.</p> <p>R: reservas medidas como promedio de 12 meses de las reservas de oro y divisas, incluidas las tenencias de DEG y la posición de reserva en el FMI.</p> <p>P: pagos por cuenta corriente medidos como promedio anual de los pagos corrientes (bienes, servicios, renta y transferencias privadas) de los últimos cinco años.</p> <p>C: cobros por cuenta corriente medidos como promedio anual de los ingresos corrientes (bienes, servicios, renta y transferencias privadas) de los últimos cinco años.</p> <p>VC: variabilidad de los ingresos corrientes, definida como una desviación estándar de una media móvil centrada a cinco años durante un período de 13 años.</p> <p>* Para cada fórmula se introduce un factor de ajuste de manera que el sumatorio de cuota para todos los países sea igual al sumatorio siguiendo la fórmula de Bretton Woods. **Formulas introducidas en 1963 y reformadas en 1983. El cuadro refleja la versión de 1983.</p>	

Fuente: FMI.

A finales de la década de los años 90 se reabrió el debate sobre la complejidad y opacidad de las fórmulas¹⁵⁹, y el escaso reflejo del peso de las economías en el mundo¹⁶⁰. En 1999 se encargó a un grupo de expertos un informe, el informe Cooper¹⁶¹ (IMF, 2000^a), para la reforma de la fórmula, que propuso su simplificación a dos variables: PIB a precios de mercado (como proxy de la capacidad del país a contribuir a los recursos del Fondo), y variabilidad medida a partir de ingresos corrientes y flujos netos de capital a largo plazo (como proxy de la vulnerabilidad externa del país). Entre 2000 y 2003 el Directorio debatió

¹⁵⁹ El conjunto de fórmulas combinan variables lineales y no lineales, los datos utilizan distintos criterios temporales y, dado el sistema de determinación de cuota, la fórmula efectiva aplicada a cada país puede ser distinta, de manera que el peso efectivo de las distintas variables no es directamente observable.

¹⁶⁰ Para un análisis de las fórmulas y de la distribución de las cuotas ver Alberich y Martínez (2000).

¹⁶¹ El grupo fue presidido por Richard Cooper de la universidad de Harvard.

en varias ocasiones las cuotas sin conseguir acordar más que principios generales sobre transparencia, modernización y simplificación de las variables en torno a 3 o 4 (a partir de las ya existentes).

La reforma de 2008

En 2006 se reabre la discusión sobre las cuotas como parte del paquete de gobernabilidad con los objetivos (ya clásicos) de transparencia, simplificación y reflejo más fiel del peso de las economías en la economía global. En esta ocasión, el debate en el Directorio contaba con la ventaja de que la discusión técnica se había estirado al máximo en las discusiones al respecto entre 2000 y 2003, y había cierto acuerdo en que bastaba con una única fórmula lineal. El planteamiento implícito del debate era desde el principio de corte político –de ganadores y perdedores con la nueva fórmula–, a partir del consenso de que las economías emergentes debían aumentar su peso. Por otro lado, existía una clara voluntad por parte de la Gerencia de sacarlo adelante en un momento en el que la etiqueta que se colgaba al FMI era la de la irrelevancia de la institución, tras el reforzamiento de iniciativas regionales como Chiang Mai y la devolución de los préstamos de Argentina y Brasil. Rato (2006a) ya lo anticipaba en mayo de 2006 en un discurso en Singapur, reconociendo que había que corregir la infrarrepresentación asiática (representaba un 22% del PIB mundial y sólo un 17% en cuota).

El debate sobre la fórmula se centró en el tratamiento de la variable de PIB, que constituye la variable central para medir el peso del país y su capacidad de contribuir al Fondo. El planteamiento central era su definición a partir de una media entre PIB valorado a precios de mercado (pm), y su valoración en términos de paridad de poder adquisitivo (ppa). Desde un punto de vista técnico el PIB ppa presenta la ventaja de una mayor estabilidad de la valoración del producto interior ante variaciones del tipo de cambio (Martínez, 2008¹⁶²). En la práctica, se trata de un cálculo que es más favorable a las economías emergentes y en desarrollo. El equilibrio político final acaba en una valoración del PIB como media ponderada con un peso del 60% del PIB pm y del 40% del PIB ppa.

¹⁶² Para un análisis de las implicaciones de la reforma de cuotas de 2008 y sus efectos sobre España ver Martínez (2008).

En relación a la variabilidad se introdujeron los flujos de capital netos junto a los corrientes y se debatió no considerar los flujos corrientes en uniones monetarias (con la exclusión de flujos intra-zona euro como objetivo). También se debatió sobre la exclusión de las reservas (lo que beneficia grandes acumuladores emergentes), porque no parecía justificada, ni en términos de peso económico del país, ni en términos de vulnerabilidad. Algunos países introdujeron la posibilidad de incluir variables en la dirección de democratizar la representación en el Fondo, más allá del peso estrictamente económico del país. La principal propuesta era incluir la variable de población, especialmente defendida por India por razones claras. Finalmente, se mantuvieron las variables clásicas de PIB, apertura (que aún a las dos anteriores de pagos e ingresos corrientes), variabilidad y reservas, y se realizaron ajustes a través de sus coeficientes en la fórmula (ver cuadro 4.3).

Cuadro 4.3. La fórmula 2008 para la cuota calculada

$Q_C = (0.5*PIB + 0.3*A + 0.15*V + 0.05*R)^k$
<p>PIB: Producto Interior Bruto, calculado como media ponderada del PIB del país durante una periodo de tres años valorado a precios de mercado (60%) y en términos de la paridad del poder adquisitivo (40%).</p> <p>A: Apertura ,medida como media anual durante un período de cinco años de ingresos y pagos de balanza por cuenta corriente</p> <p>V: Variabilidad, definida como una desviación estándar de la media móvil centrada a tres años durante un período de 13 años de los ingresos corrientes y los flujos de capital netos.</p> <p>R: reservas, medidas como promedio de 12 meses de las reservas de oro y divisas, incluidas las tenencias de DEG y la posición de reserva en el FMI.</p> <p>K: La fórmula incluye un “factor de compresión” de 0.95 que reduce la dispersión de las cuotas relativas calculadas que después se re escalan para sumar 100.</p>

Fuente: FMI.

En cuanto a los pesos asignados, se establece la preponderancia del PIB (0.5), por encima de los indicadores de presencia exterior (apertura 0.3 y vulnerabilidad 0.15). De esta forma, el peso económico del país pasa a ser el primer determinante de su poder de voto frente a la situación anterior en que primaba la apertura exterior. En efecto, comparado con las cinco fórmulas anteriores, el peso aproximado¹⁶³ del PIB (entonces medido a precios de mercado)

¹⁶³ Se trata de una aproximación teniendo en cuenta la no linealidad de las fórmulas y la elevada correlación entre variables (IMF 2006).

era del 29 por ciento, frente a los porcentajes del 50, 14 y 7 de apertura, variabilidad y reservas respectivamente.

La nueva fórmula se aprueba como parte de un paquete conjunto que incluye como segundo elemento principal el aumento de cuota de 2008 con arreglo a la nueva fórmula, lo que permitirá cerrar el gap entre cuota calculada y efectiva. Si bien la nueva fórmula consigue el objetivo de aumentar el peso de las economías emergentes, el debate sobre la fórmula continúa abierto. En particular, las economías emergentes aún demandan un mayor peso de la valoración PPA.

De hecho, en las discusiones para el aumento de cuota de 2010 se planteó una nueva redefinición de la fórmula. Como veremos estaba en juego un sustancial aumento de cuota (finalmente del 100%) y todos los países querían posicionarse con una mayor cuota calculada para mejorar su participación en el reparto. Finalmente se optó por no tocar la fórmula de 2008, entre otras razones para no dificultar una discusión de reparto de cuota ya en sí bastante difícil (la fórmula constituía una línea roja de negociación para los países europeos). Finalmente, como veremos en el siguiente apartado, la solución ha pasado porque el aumento de cuota de 2010 ha tenido en cuenta otros criterios de distribución además de la fórmula 2008. Por otro lado, se establece el compromiso de revisar de nuevo la fórmula en 2013, y adelantar la próxima revisión general a 2014.

a.2 Las ampliaciones de cuota: de la cuota efectiva a la calculada como principal criterio de reparto

La cuota calculada, determina el peso teórico que debería tener el país en el FMI. Sin embargo, el peso real está determinado por lo que se denomina cuota efectiva que no tiene porqué coincidir con la calculada y de hecho, no lo hacen. De manera que, por muy bueno que sea el diseño de la fórmula, su incidencia en el peso del país será poco relevante si no se traslada a las cuotas efectivas o reales que tiene el país en el Fondo.

Para el análisis de la cuota efectiva adquiere importancia el análisis de las ampliaciones de cuota realizadas en el FMI. Conviene distinguir dos tipos de ampliaciones de cuota: (1) los que en su caso se deciden en las revisiones generales de cuota –que deben llevarse a cabo al menos cada cinco años– y que benefician a todos los países miembros; y (2) los

incrementos ad hoc, que benefician a un país o grupo de países. Estos pueden decidirse en cualquier momento a petición del país, y pueden llevarse a cabo al mismo tiempo que una revisión general o fuera de ella ¹⁶⁴.

A su vez, las ampliaciones decididas en las revisiones generales pueden distribuirse entre los países con arreglo a distintos criterios de distribución que no están predeterminados. En la práctica el FMI ha utilizado dos tipos de criterios:

- Distribución equiproporcional: se realiza en proporción a la anterior distribución de cuotas;
- Distribución selectiva: el reparto se realiza en función del criterio decidido por el Directorio. En general los aumentos selectivos se han basado en las cuotas calculadas, y así ha sido desde la VIII revisión de 1983. En otras ocasiones, el Directorio ha optado por criterios distintos buscando primar a un grupo de países especialmente infrarrepresentados, como se hará también en 2010¹⁶⁵.

Por tanto, para reducir el desalineamiento entre cuotas calculadas y efectivas tendrían que producirse, bien aumentos generales con distribución selectiva, bien aumentos ad hoc que beneficien a los países infrarrepresentados (i.e. aquellos cuya cuota calculada supera a la efectiva). Sin embargo, históricamente en el Fondo han primado los aumentos de cuota de tipo equiproporcional, de manera que ha habido una inercia que ha tendido a mantener el statu quo de las representaciones de partida de cada país al entrar en el FMI con pequeñas alteraciones. El resultado es que las economías con un crecimiento más dinámico o con una mayor presencia exterior no han aumentado su peso relativo en el Fondo en línea con el aumento de sus cuotas calculadas. Esta situación también se corrige a partir de 2006.

¹⁶⁴ El Artículo III, Sección 2 a), establece que el “La Junta de Gobernadores efectuará a intervalos de cinco años como máximo una revisión general de las cuotas de los países miembros y, si lo estima pertinente, propondrá ajustes de las mismas. También podrá, si lo juzga oportuno, considerar en cualquier otro momento, a solicitud de un país miembro, el ajuste de su cuota” (FMI, 1993).

¹⁶⁵ Por ejemplo, en el aumento selectivo de la sexta revisión en 1976, en lugar de utilizar la cuota calculada, el Directorio Ejecutivo decidió duplicar la parte alícuota de los principales países exportadores de petróleo al tiempo que se protegía la cuota de los países en desarrollo. En la XI revisión en 1998, tres quintas partes del componente selectivo se distribuyó en función de la cuota calculada y el resto se destinó a 38 países especialmente desalineados, aquellos que tenían una proporción entre cuota calculada y efectiva por encima de la unidad (FMI, 2001).

1944-2006: mantenimiento del statu quo

Durante estos años predominan las ampliaciones decididas en las revisiones generales de cuotas y el criterio equiproporcional de distribución. También se producen una serie de aumentos ad hoc pero de alcance limitado. El cuadro 4.4 refleja las ampliaciones generales realizadas y el criterio de distribución utilizado.

Cuadro 4.4. Ampliaciones generales de cuota en el FMI

Revisión de cuotas	Fecha resolución	Aumento global (%)	Total cuota FMI (mill. DEG)	Criterio de distribución	
				Equiproporcional (porcentaje)	Selectivo (porcentaje)
I Revisión general	1950	---			
II Revisión general	1955	---			
1958/59 ¹	1959	61	14.507	50	11
III Revisión general	1962	---			
IV Revisión general	1965	31	21.197	25	6
V Revisión general	1970	35	28.983	25	10
VI Revisión general	1976	34	39.561	17	17
VII Revisión general	1978	51	59.595	50	1
VIII Revisión general	1983	48	88.508	19	29
IX Revisión general	1990	50	141.399	30	20
X Revisión general	1995	---			
XI Revisión general	1998	45	210.249	34	11
XII Revisión general	2003	---			
XIII Revisión general	2008	---	[238.399] ²		
XIV Revisión general ³	2011 ³	100	476.798		60 [+40 ad hoc] ⁴
XV Revisión general	2014 ⁵				

Fuentes: FMI, Martínez (2008), elaboración propia.¹Revisión General realizada fuera del período quinquenal. ² Cuota del FMI tras los aumentos ad hoc de 2006 y 2008. ³Revisión sujeta a la adopción por la Junta de Gobernadores del FMI. ⁴ 60 por ciento se trata como aumento selectivo en función de la cuota calculada y el 40 por ciento restante como aumentos ad hoc separados. ⁵ Se ha decidido adelantar la XV revisión al año 2014.

Como señala Manuel Martínez (2008), las sucesivas revisiones generales hasta la XIII de 2008, no permiten ajustes significativos en desalineamiento entre cuota efectiva y calculada porque la distribución de los aumentos de cuota se ha efectuado fundamentalmente en proporción a la anterior distribución de cuotas y, solo en menor medida, en función de la cuota calculada del país. Como se observa en el cuadro, en las sucesivas ampliaciones generales hasta 2008, ha predominado la distribución equiproporcional del aumento de cuota, que ha sido siempre mayor que la selectiva. Las excepciones han sido la VI y la VIII

revisiones, en los que el porcentaje de aumento selectivo ha sido respectivamente igual y mayor al equiproporcional.

Por otro lado, los aumentos ad hoc de cuota tampoco han permitido una corrección significativa del desalienamiento entre cuota efectiva y calculada por su alcance limitado. Esto se debe a que los acuerdos para realizar aumentos ad hoc son tradicionalmente más difíciles de alcanzar en el Directorio porque implican favorecer a un número reducido de países a costa de reducir el peso relativo en el resto. Como se observa en el cuadro 4.5, tras unos ajustes iniciales para corregir lo que se consideraba una infrarrepresentación original o de entrada al Fondo de varios países, desde 1969, las ampliaciones ad hoc han sido poco frecuentes y han afectado a un número reducido de países (fundamentalmente, aumentar el peso de Japón, Arabia Saudita y de China).

En definitiva, durante los primeros 60 años de existencia del FMI las sucesivas ampliaciones de cuota han tendido a primar el reparto basado en las cuotas efectivas previas, de forma que ha habido una gran inercia hacia el mantenimiento del statu quo de las cuotas efectivas de los países. El resultado ha sido que el desfase entre las cuotas de los miembros y su posición en la economía mundial, medida por la cuota calculada, ha ido en aumento.

2006-2010: corrección del desalineamiento histórico entre cuota efectiva y calculada

En 2006 se inicia un proceso de reforma de la gobernabilidad del Fondo con el objetivo de alinear el peso de los países en el FMI con su peso en la economía mundial, y de aumentar el peso de los países emergentes. Como hemos visto, el paquete de reforma incluye un cambio en la fórmula para medir el peso económico de los países, el segundo gran elemento será dos rondas de ampliaciones ad hoc de la cuota que beneficiará a todos los países infrarrepresentados, es decir, aquellos cuya cuota efectiva es inferior a la calculada según la nueva fórmula de 2008.

Como primer paso para señalar la voluntad de reforma, se realizó una ampliación de cuota ad hoc del 1.8% en 2006, en las Reuniones Anuales de Singapur, antes del cambio de

fórmula. El aumento se distribuyó a cuatro países emergentes especialmente infrarrepresentados (China, Corea, México y Turquía¹⁶⁶) y se fija un plazo de dos años para culminar la segunda fase. Antes de plazo, en abril de 2008 el Directorio completará con la reforma de la fórmula y un segundo aumento ad hoc del 9.7 % de cuota para otros 135 países infrarrepresentados. El cuadro 4.5 recoge los criterios utilizados para los aumentos ad hoc de 2006 y 2008.

La reforma 2006-2008 supone un hito en la estructura de gobernabilidad del FMI al permitir reducir el gap histórico de infrarrepresentación en cuotas que habían acumulado las economías emergentes, que habían visto como su mayor crecimiento relativo en los últimos 30 años no se había correspondido con un mayor peso en el Fondo. La nueva fórmula permitía, además, una mejor adecuación al peso real de las economías en la economía global.

Sin embargo, los países emergentes continuarán demandando todavía más cambios, especialmente en relación a la estructura del Directorio. Como señala Steinberg (2009), las reformas introducidas entre 2006 y 2008 constituyen un paso en la buena dirección, pero no son suficientes para apuntalar la legitimidad institucional del FMI, y apunta a la crisis como una oportunidad para continuar con las reformas en el Fondo y en la gobernanza económica global. En efecto, la crisis financiera global impulsará una nueva reforma integral del FMI, que incluye una nueva ronda de reforma de gobernabilidad desarrollada sobre todo a partir de la cumbre de Pittsburg del G-20 (septiembre de 2009). Tras un año de negociaciones sin resultado en el Directorio del Fondo, el G-20 de Ministros y Gobernadores de Seúl en octubre de 2010 alcanzó un compromiso¹⁶⁷, que más tarde formalizaría en el Directorio Ejecutivo del 5 de noviembre adelantando la XIV Revisión general de cuotas.

¹⁶⁶ China pasa de 6.369,2 millones de DEG a 8.090,1; México 2.585,8 a 3.152,8; Corea 1.633,6 a 2.927,3; Turquía 964,0 a 1.191,3 (227,3)

¹⁶⁷ A nivel técnico, la decisión ha estado apoyada por un grupo de trabajo específico del propio G-20 sobre Reforma de Cuota y Gobernabilidad del FMI.

Cuadro 4.5. Ampliaciones ad hoc de cuota en el FMI

Año	Criterio
1947-1969	<p>Corrección de cuotas de Bretton Woods. Durante estos años se realizan una serie de aumentos ad hoc para corregir las cuotas iniciales de Bretton Woods de hasta 23 países para los que se consideraba que eran demasiado bajas.</p>
1970-2006	<p>Cinco ajustes de corte político. Durante estos años se producen cinco aumentos puntuales para corregir el desalineamiento de otros tantos países ^a:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Japón (1990): recibe un aumento ad hoc en 1990 que permite alinear su cuota con la de Alemania (también se igualaron las de Franca y Reino Unido). Este aumento se coordinó entre los países G7 de manera tal que no el total de las cuotas del grupo de estos siete países no sufriera modificación. ▪ China (1980 y 2001): recibe un aumento en 1980 para corregir su cuota inicial que no se había aumentado nunca y el cambio en la representación desde Taiwán a Pekín. (pasa a tener un 3.2 % de cuota en el FMI) y, otro, en 2001 tras la recuperación de la soberanía sobre Hong Kong (2001). ▪ Arabia Saudita (1981): recibió un aumento puntual de cuota en 1981 vinculado al deseo de reforzar la posición de liquidez del FMI durante la crisis de la deuda antes de que pudiera completarse la octava revisión. Arabia pasó a tener una cuota del 3.5 % en el FMI (de 1040 a 2100 MDEG). ▪ Camboya (1994): aumento relacionado con la reanudación de sus relaciones activas con el Fondo.
2006 y 2008	<p>Corrección de la infrarrepresentación. En el marco de la reforma de gobernabilidad 2006-2008 dos ampliaciones ad hoc por un total de 11.5 % que beneficia a los 135 países infrarrepresentados, es decir, aquellos cuya cuota calculada según la fórmula de 2008 es mayor que su cuota efectiva. El aumento se realiza en dos fases:</p> <p>2006, primera fase (reforma de Singapur). Se decide un aumento del 1,8 % de cuota (3.810 MDEG) en beneficio de cuatro países emergentes altamente infrarrepresentados, i.e., aquellos cuya cuota efectiva era menor que su peso en la economía mundial teniendo en cuenta cualquiera de las variables que intervenían en la fórmula (PIB, comercio, reservas y variabilidad). China (aumento su cuota en 1.720,9 MDEG), Corea (1.293,7), México (567), y Turquía (227,3).</p> <p>2008, segunda fase. Aumento del 9,7 % de cuota adicional en beneficio de los 135 países infrarrepresentados en el FMI. Se establece un reparto entre países de forma que se reduzca en la misma proporción el nivel de infrarrepresentación con las siguientes excepciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Renuncia de economías avanzadas: Renuncia parcial de los miembros infrarrepresentados del G 7 (Estados Unidos, Japón, Alemania e Italia). Para estos países se realiza un ajuste en la misma proporción para mantener el poder de voto de EEUU al nivel que disfrutaba tras la primera fase de la reforma. Irlanda y Luxemburgo, también renuncian a parte del aumento al que tendrían derecho (limitan su aumento de cuota a un 50 %). ▪ Protección de países emergentes: incremento mínimo del 40% en la cuota para los países emergentes muy desalineados en función del PIB valorado en PPA (aquellos con un ratio de participación en el PIB valorado en PPA sobre cuota efectiva superior a 1,75). Se establece también una salvaguarda para los cuatro países beneficiarios de la primera fase (China, México, Corea y Turquía) con un incremento mínimo en la segunda etapa del 15%.

Fuentes: FMI, elaboración propia. ^a De estas cinco revisiones tan solo una coincidió con una revisión general, el aumento de cuota de Japón de 1990 con la IX revisión general, el resto fueron aumentos ad hoc independientes.

La reforma de 2010 incluye como principales componentes:

- Una duplicación de las cuotas del FMI de aproximadamente 238.400 millones de DEG, hasta alcanzar unos 476.800 millones (aproximadamente \$755.700 millones de dólares). La mayor parte de este aumento se hará con cargo al aumento de los recursos del NAB que se había impulsado en el G-20 de abril de 2009.
- Una redistribución de cuotas con combinación de un componente selectivo (60%) y otro ad hoc (40%, ver cuadro 4.6).
- La configuración de un Directorio a veinticuatro sillas con el compromiso de reducción de dos sillas ostentadas por países europeos avanzados.
- Un compromiso de ajuste en el tiempo para evitar que se perpetúe el statu quo de cuotas y Directorio. En concreto se asume el compromiso de concluir una nueva revisión de la fórmula para enero de 2013 y de adelantar la XV Revisión General de Cuotas a enero de 2014 (dos años antes de lo que correspondería). También se acuerda revisar la composición del Directorio cada ocho años.

Cuadro 4.6. Distribución de la XIV revisión general de cuota

En octubre, el G-20 establece un aumento del 100% de la cuota del FMI (238.400 millones de DEG) en el marco de la XIV revisión general. El 60% inicial es un aumento general selectivo (i.e. en función de la cuota calculada). El 40% restante es un aumento ad hoc posterior distribuido en función de la variable PIB de la fórmula de 2008^a. En concreto, se establece una reducción proporcional uniforme en la diferencia entre el peso del país en la variable PIB y en su cuota efectiva tras el aumento selectivo, con las siguientes correcciones:

- Tres límites: (1) para los países avanzados la reducción será sólo del 50% y solo se beneficiarán aquellos que además estén infrarrepresentados bajo la fórmula (por tanto una cesión adicional de los avanzados); (2) el aumento máximo total de cuota por país es del 220% (este límite impedirá que China supere en peso a Japón); (3) se limita la caída de peso relativo por país a un 30% y un máximo de 0.85 puntos porcentuales (con lo que se protege a Arabia Saudita);
- Triple protección: (1) los países no pueden pasar de sobre a infra-representación bajo cualquiera de los dos criterios fórmula o variable PIB; (2) los países menos avanzados mantienen al menos la cuota post-reforma de 2008^b; (3) protección de las ganancias derivadas del aumento selectivo de los países infrarrepresentados bajo la fórmula pero no bajo la variable PIB.
- Cesiones entre países. Se realizan una serie de ajustes finales para cuadrar las cuotas de determinados países: Francia Alemania Italia y Reino Unido ceden un 0.05% de cuota a España (que alcanza así un 2.0 % de cuota); Singapur cede un 0.09 a Tonga (para proteger su nivel post-2008); EEUU un 1.56 a Arabia Saudita (evitando su fuerte caída en cuota); y los países avanzados del G-20 un 1.20% para cubrir la protección de los países menos avanzados.

Fuentes: FMI, elaboración propia. ^a Media ponderada del PIB valorado a precios de mercado (60%) y en términos PPA (40%). ^b Se incluyen los países elegibles para financiación PRGT y con renta per cápita menor a 1,135 US\$ en 2008 –doble en el caso de economías pequeñas– más Zimbabue.

a.3 Resultados de las reformas 2006-2010: el aumento de peso de las economías emergentes dinámicas y la corrección del desalineamiento

Los tres aumentos de cuotas decididos en 2006 (Singapur), 2008 (Washington) y 2010 (Seúl)¹⁶⁸ han tenido los resultados principales siguientes: (i) aumentos de peso de los países emergentes y en desarrollo dinámicos; (ii) corrección de la infrarrepresentación; (iii) un nuevo equilibrio de poderes en el Directorio.

(i) El aumento de peso de los países emergentes y en desarrollo dinámicos

La pérdida conjunta de cuota de las economías avanzadas –y simétricamente la ganancia del conjunto de emergentes y en desarrollo¹⁶⁹– es especialmente relevante en términos de la cuota calculada. Bajo este baremo, la pérdida de las economías avanzadas es de un 8.6%, así, el sumatorio de la cuota teórica de la economías avanzadas pasa de 71,07% en 2006 a 62,47% tras la nueva fórmula aprobada en 2008. Esto se debe al aumento de peso de la nueva variable PIB, que incluye su valoración en términos ppa, lo que beneficia a los países emergentes y en desarrollo.

Este trasvase de cuota no es tan evidente cuando se observa la cuota efectiva. En este caso, la pérdida de cuota de los países avanzados (excluyendo Corea) es de un 2.35%; la suma de la cuota efectiva de la economías avanzadas pasa de 63.4% en 2006 a un 61,10% tras la reforma aprobada en 2010. Ahora bien, el G-20 había marcado un doble objetivo para el aumento de cuota de 2010: (i) un trasvase de al menos un 5% de cuota efectiva a favor de economías emergentes y en desarrollo dinámicas; y (ii) un trasvase de un 5% de países

¹⁶⁸ El aumento de 2010 está aún pendiente de ratificar, un proceso que exige trámite parlamentario en la mayoría de países miembros del FMI. Se estima que la ratificación se completará en 2012.

¹⁶⁹ No existe un criterio uniforme para la clasificación de las economías entre avanzadas, emergentes y en desarrollo. Aquí se utiliza la clasificación del FMI, que incluye como países avanzados a: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Corea, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Malta, Noruega, Nueva Zelanda, Portugal, Reino Unido, Republica Checa, Singapur, Suecia y Suiza. Para ver un análisis detallado de las distintas categorizaciones de países por parte de FMI, Banco Mundial y Naciones Unidas ver Nielsen (2009).

sobre a infra representados (G-20 2009)¹⁷⁰. En este sentido, se define un subgrupo de 32 países dinámicos dentro de los emergentes y en desarrollo a partir de la variable PIB ppa¹⁷¹. El resultado para este subgrupo de países es un aumento de cuota efectiva de 8 puntos, pasan de suponer el 17,2% de la cuota total en 2006 al 25,2% en 2008.¹⁷²

De nuevo aquí, el mayor peso de la nueva variable PIB en la fórmula –utilizada en los aumentos ad hoc de 2008 y selectivo de 2010– y el propio uso de esta variable para el aumento ad hoc de 2010, favorecen el aumento del peso de los emergentes. En efecto, como se observa en el cuadro 4.7, los grandes ganadores en cuota efectiva y poder de voto tras la reforma son un grupo de economías emergentes dinámicas (China, Brasil, Corea, India, México, Turquía, Singapur) y algunas economías avanzadas que se encontraban especialmente infrarrepresentadas como España o Irlanda.

En la otra cara de la moneda, los perdedores son grandes economías avanzadas (Bélgica, Francia, Reino Unido, Canadá, Países Bajos, Suiza y Alemania) y algunas economías emergentes con elevada sobrerrepresentación, especialmente, Arabia Saudita y Venezuela.

¹⁷⁰ El comunicado de Pittsburg del G-20 tenía un lenguaje muy impreciso sobre cuál debía ser el objetivo. El resultado fue un intenso debate en el seno del G-20 sobre la cuantía y el objetivo que debía perseguirse. Los países emergentes defendían el trasvase de avanzados a emergentes, y las economías avanzadas, sobre todo europeas, defendían el criterio de la infrarrepresentación. Finalmente se optó por mantener ambos.

¹⁷¹ Se introducen distintos criterios para medir el dinamismo como la contribución al crecimiento mundial entre 2004 y 2008 (superior al 0,5% o a la media de los emergentes), finalmente se opta por una lista amplia de 32 países cuyo peso el PIB mundial en términos ppa dividido entre su cuota efectiva en el Fondo tras la reforma de 2008 supera la unidad. Los 32 países son: Albania, Angola, Azerbaiyán, Bielorrusia, Bután, Botsuana, Brasil, Camboya, China, Colombia, Corea, Ecuador, Egipto, Estonia, Etiopía, Guatemala, Guinea Ecuatorial, India, Indonesia, Irán, Kazakstán, Lituania, México, Nepal, Perú, Filipinas, Polonia, República Dominicana, Rusia, Tailandia, Turquía, Vietnam (IMF 2010k).

¹⁷² La mayor parte de este aumento se concentra en ocho países que absorben 7,7 puntos del aumento: China, Corea, Brasil, India, México, Turquía, Polonia, y Tailandia.

**Cuadro 4.7. Cambios en cuota efectiva y en poder de voto:
pre-Singapur (2006) vs. Post-Seúl (2010)**

15 países que más aumentan su cuota efectiva			15 países que más reducen su cuota efectiva		
País	Aumento $Q_e^{10} - Q_e^{06}$	Q_e^{10}	País	Disminución $Q_e^{10} - Q_e^{06}$	Q_e^{10}
China	3,414	6,394	Arabia Saudita	-1,172	2,096
Corea	1,036	1,800	Bélgica	-0,810	1,345
Brasil	0,896	2,316	Francia	-0,797	4,227
India	0,806	2,751	Reino Unido	-0,797	4,227
México	0,659	1,869	Canadá	-0,668	2,312
España	0,574	2,000	Países Bajos	-0,583	1,832
Turquía	0,526	0,977	Alemania	-0,500	5,586
Singapur	0,412	0,816	Venezuela	-0,463	0,781
Irlanda	0,332	0,724	Suiza	-0,408	1,210
Japón	0,236	6,464	Argentina	-0,321	0,669
Polonia	0,219	0,859	Nigeria	-0,305	0,515
EAU	0,199	0,485	Kuwait	-0,240	0,406
Tailandia	0,168	0,674	Sudáfrica	-0,234	0,640
Luxemburgo	0,146	0,277	Ucrania	-0,220	0,422
Grecia	0,124	0,509	Iraq	-0,207	0,349
15 países que más aumentan su poder de voto			15 países que más reducen su poder de voto		
País	Aumento $V^{10} - V^{06}$	V^{10}	País	Disminución $V^{10} - V^{06}$	V^{10}
China	3,143	6,071	Arabia Saudita	-1,2	2,010
Corea	0,971	1,731	Francia	-0,905	4,024
Brasil	0,816	2,218	Reino Unido	-0,905	4,024
India	0,713	2,629	Bélgica	-0,82	1,300
México	0,6	1,796	Canadá	-0,714	2,214
España	0,511	1,919	Alemania	-0,66	5,308
Turquía	0,5	0,953	Holanda	-0,614	1,761
Singapur	0,395	0,801	Estados Unidos	-0,544	16,479
Irlanda	0,318	0,713	Venezuela	-0,462	0,767
Polonia	0,203	0,841	Suiza	-0,422	1,173
EAU	0,196	0,488	Argentina	-0,32	0,661
Tailandia	0,159	0,666	Nigeria	-0,298	0,516
Luxemburgo	0,152	0,291	Sudáfrica	-0,233	0,634
Grecia	0,123	0,511	Kuwait	-0,231	0,413
Siria	0,103	0,249	Italia	-0,226	3,016

Fuentes: FMI, elaboración propia.

Q_e^{10} , V^{10} : cuota efectiva (C) y poder de voto (V) del país en 2010 tras el aumento de cuota decidido en Seúl, incluyendo el aumento de cuota de 2008. Q_e^{06} , V^{06} : cuota efectiva (C) y poder de voto (V) del país en 2006 antes del aumento decidido en Singapur.

(ii) La corrección del desalineamiento

El ajuste de la fórmula y los sucesivos aumentos de cuota permiten también una muy significativa corrección del desalineamiento, o diferencia entre cuota efectiva y calculada. En términos agregados, se pasa de un desalineamiento total absoluto del 32.85% en 2006 antes de la ampliación de cuota pactada en Singapur, al 10.62%, tras la reforma aprobada en Seúl.

El aumento de cuota selectivo de 2010 de un 60% ha permitido una reducción generalizada del desalineamiento de todos los países, que se ve reforzado con el aumento ad hoc en beneficio de las economías emergentes dinámicas, que eran precisamente las más desalineadas. Como se observa en el cuadro 4.8, se produce una gran caída en los niveles absolutos de desalineamiento. Salvo las excepciones de China (aún infrarrepresentada en un 1.52%) y Arabia Saudita (sobrerrepresentada en un 0.76%), para el resto de países la diferencia entre cuota efectiva y calculada se reduce por debajo del 0.5%, cuando en 2006, hasta 17 países superaban este límite.

Resulta interesante observar que, pese a las reformas, hay dos grupos de seis países que –si bien a niveles menores– se mantienen en las listas de los diez países con mayor infrarrepresentación (China, Corea, España, Irlanda, Luxemburgo, Singapur) y de sobrerrepresentación (Arabia Saudita, Brasil, EEUU, Francia, India, Venezuela). Esto refleja el problema inercia histórica que mantiene el desalineamiento. En este sentido, de cara al futuro se establece que en las sucesivas revisiones generales, empezando por la XV (adelantada a 2014), los aumentos de cuota tendrán como objetivo continuar avanzando en la corrección de desalineamientos¹⁷³.

¹⁷³ Más aún, como veíamos, para 2013 se ha fijado también una nueva revisión de la fórmula que en principio permitirá también avanzar en esta dirección y en la de reforzar el peso de la economías más dinámicas.

Cuadro 4.8. Ranking de infra y sobre representación: 2006 vs. 2008

15 Países más Infra-representados				15 países más Sobre-presentados			
2010		2006		2010		2006	
País	Qe-Qc	País	Qe-Qc	País	Qe-Qc	País	Qe-Qc
China	-1,523	China	-3,157	Arabia Saudí	0,759	Arabia Saudita	2,238
Reino Unido	-0,436	Corea	-1,748	Francia	0,438	Estados Unidos	1,096
Singapur	-0,379	Singapur	-1,525	Estados Unidos	0,42	Rusia	1,08
Irlanda	-0,353	Irlanda	-1,268	India	0,348	Francia	0,895
Corea	-0,308	Luxemburgo	-1,238	Venezuela	0,297	Venezuela	0,817
EAU	-0,282	España	-0,811	Congo	0,189	India	0,658
España	-0,236	Japón	-0,783	Italia	0,169	Argentina	0,622
Rusia	-0,232	Alemania	-0,764	Zambia	0,166	Nigeria	0,461
Luxemburgo	-0,226	Malasia	-0,679	Brasil	0,163	Sudáfrica	0,415
Turquía	-0,171	México	-0,631	Zimbabue	0,132	Brasil	0,351
Tailandia	-0,115	Holanda	-0,482	Ghana	0,105	Ucrania	0,341
Alemania	-0,092	Tailandia	-0,403	Kuwait	0,091	Australia	0,309
Polonia	-0,09	Turquía	-0,300	Irán	0,09	Kuwait	0,291
Kazajistán	-0,085	Dinamarca	-0,271	Pakistán	0,084	Pakistán	0,288
Grecia	-0,063	Austria	-0,253	Iraq	0,082	Libia	0,283

Fuentes: FMI, elaboración propia.
Q_e: cuota efectiva. Q_c: cuota calculada.

(iii) Un nuevo equilibrio de poderes en el Directorio

Un tercer resultado relevante de las reformas ha sido el reequilibrio de poderes en el Directorio a favor de los países BRIC, que se suman al G7 para formar el grupo de los 10 países con mayor peso en el Directorio del FMI. En efecto, como se observa en el cuadro 4.9, entre 2006 y 2010 se ha producido una reordenación entre los 10 primeros países por cuota en el FMI. Entran en la lista India y Brasil, y salen Canadá y Arabia Saudita. Por tanto, el top 10 de los países por cuota queda configurado por el G7 (menos Canadá) más los cuatro países BRIC.

De igual manera, se caen del ranking de los 20 primeros países por cuota efectiva Venezuela y Suecia, y entran Turquía y Corea, que, pese a estar entre las 20 primeras economías del mundo en 2006, estaban muy infrarrepresentadas en el Fondo (en el caso de

Turquía en el puesto 42). Se observa por tanto un mejor alineamiento entre los 20 primeros países por cuota (y voto) en el FMI, y las 20 primeras economías en términos de PIB¹⁷⁴.

Conviene señalar que con respecto a los países de la Unión Europea, se produce también una reordenación de forma que las cinco primeras economías (Alemania, Francia, Reino Unido, Italia y España) pasan a ocupar los cinco primeros puestos en cuota en el FMI tras la caída de Países Bajos y Bélgica –dos de los países en los que más se habían centrado las críticas de sobrerrepresentación– a los puestos sexto y séptimo

Cuadro 4.9. Ranking de poder de voto: 2006 vs 2010

20 primeros países por cuota efectiva y poder de voto 2010			20 primeros países por cuota efectiva y poder de voto 2006		
País	Cuota efectiva	Ranking PIB ¹	País	Cuota efectiva	Ranking PIB ²
Estados Unidos	17,407	1	Estados Unidos	17,380	1
Japón	6,464	3	Japón	6,228	2
China	6,394	2	Alemania	6,086	3
Alemania	5,586	4	Francia	5,024	6
Francia ³	4,227	5	Reino Unido	5,024	5
Reino Unido ³	4,227	6	Italia	3,301	7
Italia	3,161	7	Arabia Saudita	3,268	25
India	2,751	12	Canadá	2,980	8
Rusia	2,706	10	China	2,980	4
Brasil	2,316	8	Rusia	2,782	11
Canadá	2,312	9	Países Bajos	2,415	16
Arabia Saudita	2,096	23	Bélgica	2,155	18
España	2,000	11	India	1,945	12
México	1,869	14	Suiza	1,618	20
Países Bajos	1,832	16	Australia	1,514	15
Corea*	1,800	15	España	1,426	9
Australia	1,379	13	Brasil	1,420	10
Bélgica	1,345	21	Venezuela	1,244	35
Suiza	1,210	19	México	1,210	14
Turquía	0,977	17	Suecia	1,121	19
Total	72,059		Total	71,121	

Fuentes: FMI, elaboración propia. ¹Indonesia y Polonia ocupan respectivamente los puestos 18 y 20 en el PIB mundial y los puestos 21 y 23 en cuota efectiva en el FMI. ²Corea y Turquía ocupaban los puestos 13 y 17 en el ranking PIB de 2006 y los puestos 28 y 42 en cuota efectiva en el FMI. ³Francia y Reino Unido mantienen un acuerdo de mantener la misma cuota en el FMI.

¹⁷⁴ En 2010, las excepciones son Arabia Saudita y Bélgica, con presencia en el FMI por encima de su peso en la economía global como consecuencia de su peso histórico en el Fondo y, en el caso de Arabia Saudita, gracias a una serie de compensaciones ad hoc para evitar su caída en el FMI (ver cuadro 4.6).

B. Reordenación del Directorio Ejecutivo

La toma de decisiones en el FMI se formaliza en las reuniones del Directorio Ejecutivo. Se trata de deliberaciones semanales¹⁷⁵ en las que los 24 Directores exponen sus posiciones ante los documentos elaborados por el staff bajo la dirección de la Gerencia. Cada director ostenta un poder de voto determinado por la suma del de todos los países a los que representa, sin que exista la posibilidad de emitir un voto particular por país¹⁷⁶.

Por otro lado, en la práctica no se suelen realizar votaciones¹⁷⁷. Las decisiones se toman por consenso y quedan expresadas en la valoración o decisión del Directorio (los denominados “summing up” o exposición sumaria), o en la adopción del texto específico que haya propuesto el staff. Esta valoración se suele reflejar a partir de un código de palabras que expresan el número de Directores que apoyan la decisión, cuya suma en poder de voto garantiza la mayoría exigida¹⁷⁸, de manera que la decisión se plantea como consensuada, sin que se identifique a los Directores que han estado a favor o en contra de la misma.

Bajo este esquema, en el funcionamiento rutinario del Directorio se producen alianzas entre distintos Directores, bien de carácter regular, es el caso de las reuniones casi semanales de los directores europeos para defender posiciones conjuntas¹⁷⁹ o tradicionalmente las

¹⁷⁵ Las sesiones regulares del FMI incluyen reuniones semanales los lunes, miércoles y viernes en sesiones de mañana y tarde.

¹⁷⁶ En los casos en los que un país o varios de la silla no esté de acuerdo con la decisión que manifiesta el Director en nombre de la silla, se puede poner de manifiesto en la reunión y solicitar que quede constancia por escrito, pero no se puede dividir el voto del Director.

¹⁷⁷ En pocas ocasiones se producen votaciones y cuando las ha habido no suele haber votos negativos sino abstenciones.

¹⁷⁸ Las expresiones más comúnmente utilizadas son las siguientes (en paréntesis su significado): unos pocos (entre 2 y 4 Directores); algunos (5 o 6); varios (de 6 a 9); muchos (de 10 a 15); la mayor parte (15 o más); los Directores (apoyo de todos o casi todos los Directores con mayoría de voto amplia); una minoría significativa o la mayoría del Directorio (indicación del poder de voto necesario para bloquear o aprobar una decisión), (IMF, 2009d).

¹⁷⁹ Los Directores pertenecientes a los países de la UE se agrupan en un grupo denominado EURIMF que tiene reuniones casi semanales en el FMI.

reuniones periódicas de los países G7; o bien de carácter puntual para defender posiciones en un tema concreto¹⁸⁰.

Por tanto, la capacidad de influencia del director excede el poder de voto del país al que representa, tanto por representar al resto de países en su silla, como por a través de su papel en la dirección de las posiciones que se defienden formalmente en el Directorio o informalmente ante la gerencia o el staff. De hecho, en la práctica, el poder de voto es más importante por la posibilidad para el país para nombrar un Director Ejecutivo, más que por el peso del voto en sí en las decisiones del FMI.

La reordenación del Directorio es una labor políticamente más compleja que el aumento de cuota¹⁸¹. Históricamente, ha habido pocas reordenaciones (menos que aumentos de cuota) y normalmente vinculadas a la participación de nuevos miembros, como el aumento de número de sillas con las incorporaciones de Suiza y Rusia al FMI en 1992. Pero la estructura se ha mantenido estable en torno al dominio de los Directores representantes de economías avanzadas y, más en concreto, del director estadounidense y los directores europeos. La reforma de 2010 impulsada por el G-20 también supondrá un reequilibrio del Directorio a favor de las economías emergentes. A continuación se analiza: (b.1) la preponderancia histórica del G7 sobre el Directorio; (b.2) la composición actual del Directorio Ejecutivo y la reforma de 2010; (b.3) se propone una posible solución: hacia una estructura G-20 del Directorio.

b.1. Una historia de preponderancia de los países del G7 sobre el Directorio

En la composición inicial del Directorio del FMI el mayor peso relativo recaerá sobre los países vencedores de la segunda guerra mundial y, en especial, sobre EEUU que ostentaba un tercio del poder de voto de la institución con 39 países miembros¹⁸². A lo largo de los

¹⁸⁰ Para ver un análisis detallado de la estructura y alianzas y el peso de los distintos directores ver Woods y Lombardi (2006).

¹⁸¹ Un ejemplo claro es Japón que no consiguió un Director ejecutivo hasta 1970 ante las dificultades políticas para aumentar su cuota efectiva como país perdedor de la segunda guerra mundial.

¹⁸² La países con mayor poder de voto eran EEUU (31%), Reino Unido (14%); Unión Soviética (13%); China (6%) y Francia (5%) e India (4.5%).

años 50 y 60, se va configurando un nuevo equilibrio hacia los países que en 1976 formarían el grupo del G7 (inicialmente G6 en 1975 con la incorporación posterior de Canadá 1976).

Ahora bien, durante estos años se observa también una verdadera internacionalización del FMI. En las décadas de 1960 y 1970 se duplican los países miembros, pasando de 69 en 1960 a 138 en 1978, coincidiendo con la independización de colonias europeas en África. Estos países también formarán sus Gs (G-24, G-9) para coordinar posiciones comunes como países demandantes de recursos, pero tendrán un peso específico menor, en línea con su poder de voto, algo superior a 1/3 frente a los 2/3 de poder de voto de las economías avanzadas. En los años 90, el FMI adquiriría una escala global con la entrada de 40 nuevos países, fundamentalmente ex repúblicas soviéticas; ya solo quedan fuera una serie de países más pequeños o aislados (los dos más destacables Corea del Norte y Cuba). En el año 2000 se llega a 185 miembros y en la última década se sumarán otros dos hasta llegar a las 187 actuales más Kosovo (Boughton, 2001).

Junto a este aumento del número de países se ha ido produciendo un aumento de sillas en el Directorio de las doce iniciales a veinte en 1964. Tal y como contempla el Convenio Constitutivo (Artículo XII sección 3.b) los cinco países con mayor cuota tienen derecho a nombrar Director y los quince restantes son elegidos entre el resto de los miembros. El Directorio, con una mayoría del 85%, puede decidir aumentar o disminuir el número de Directores. De hecho, se ha mantenido en veinticuatro sillas desde 1992, cuando Suiza entra en el FMI con una nueva silla compartida con terceros países (con Polonia como principal socio).

Por tanto, el Convenio garantizaba el papel preponderante de los cinco primeros socios del Fondo, que tienen derecho a ostentar una silla única con un peso específico en el Directorio. Este peso se ancla con la exigencia de una mayoría cualificada del 85% para las decisiones que afecten a las políticas del FMI o cambios en el convenio, lo que da un poder de veto a EEUU. El resto de países deben alcanzar alianzas para alcanzar la minoría de bloqueo. El cuadro 4.10 refleja los Directores que no comparte su silla en el Directorio del FMI. Además de los cinco primeros países por cuota, otros tres, Arabia Saudita, China y Rusia

consiguen silla propia en el Fondo en 1978, 1980 y 1992 tras distintos procesos de negociación política en las que resultó crucial el apoyo del G-7 y en especial de EEUU¹⁸³.

Cuadro 4.10. Países con silla no compartida en el FMI

País	Año desde el que ocupa la silla	Poder de voto en 2010
Países con derecho a ocupar una silla (los cinco con mayor cuota en el Fondo, Artículo XII sección 3.b)		
Estados Unidos	Desde 1945	16,479
Reino Unido	Desde 1945	4,024
Francia	Desde 1945	4,024
Alemania	Desde 1960. Alemania adquiere derecho a silla única en 1960 tras superar China en cuota. China ocupaba silla única entre 1945 a 1960	5,308
Japón	Desde 1970. De 1945 a 1970, India ocupaba silla única en el Directorio tras la renuncia de la Unión Soviética a formar parte del FMI. En 1970, India sería superado por Japón en cuota	6,138
Países con silla sometida a elección pero no compartida		
Arabia Saudita	Desde 1978. Se compensa a Arabia Saudita porque el riyal fue la moneda más utilizada junto con el dólar en las transacciones del FMI.	2,010
China	Desde 1980. Vinculado a la oficialización de la representación ante el FMI por parte del gobierno de China, (hasta entonces su representación se articulaba a través de Taiwán)	6,071
Rusia	Desde 1992. Rusia negocia entrar en el FMI con silla propia y más tarde conformará el G8.	2,587
Total		46,641

Fuentes: FMI, Momami (2007), elaboración propia.

Entre los países del G7, cinco tienen silla propia, y los dos restantes, Italia (con poder de voto en su silla del 4.1%) y Canadá (3.63%), comparten sus sillas con terceros países, pero mantienen la figura del Director permanentemente. Por tanto, el G-7 ha ostentado un control histórico sobre el Directorio del FMI con siete Directores ejecutivos. Las entradas de China y Rusia con Director propio en 1980 y 1992 apuntan un reequilibrio hacia un mayor peso de los emergentes. Sin embargo, Rusia es inicialmente incluida en el marco G-

¹⁸³ Momani (2007, 2008) describe el proceso político seguido por Rusia y Suiza para obtener una silla en el Directorio.

7 que se amplía a G8 en 1997; y China ha mantenido tradicionalmente un perfil bajo frente al FMI hasta la reforma que se inicia en 2009 como consecuencia de la crisis financiera global.

b.2. Composición actual del Directorio Ejecutivo y la reforma de 2010

A partir del año 2000, como parte del debate de gobernabilidad del FMI (insertado en el de la NAFI), se intensifica la discusión sobre la composición del Directorio, con especial énfasis en el excesivo peso de los Directores europeos. Este debate es paralelo al de cuotas que antes veíamos y, como en este caso, no se alcanzan resultados palpables hasta la reforma de 2006-2008, pero especialmente hasta la de 2010. En 2008 se decide asignar un director alterno adicional a las sillas que agrupan a los países africanos. Se trata de sillas que agrupan a más de veinte países, en las que la rotación es especialmente compleja y hay una falta de representatividad directa de los países.

En el G-20 de Corea en otoño de 2010, Europa cede a la presión internacional y asume el compromiso de reducir en dos directores su representación en el Directorio. El debate lo inicia EEUU en el verano de 2010 cuando hace efectiva la amenaza que venía anunciando informalmente desde 2006, de no renovar un Directorio con veinticuatro sillas¹⁸⁴. De haberse renovado un Directorio con sólo veinte sillas, en la práctica el peso del ajuste hubiera caído sobre las cuatro sillas con menor peso (las lideradas por Brasil, India, Argentina y Togo); sin embargo, la presión de EEUU, con el apoyo de los BRIC, estaba dirigida a Europa. Finalmente, tras una gira de Dominique Strauss-Kahn por los principales países europeos, el ECOFIN de octubre de 2010 acuerda ceder hasta dos sillas europeas de países europeos avanzados para 2012 a favor de países emergentes y en desarrollo. Este compromiso se formaliza en la reunión de Ministros y Gobernadores del G-20 de octubre en la que se toman otras tres decisiones adicionales sobre el Directorio: el paso a un sistema de elección para todos los directores (se elimina así el derecho a silla propia de los cinco primeros países por cuota), mantenerlo en veinticuatro sillas y revisar su composición cada ocho años.

¹⁸⁴ Como veíamos, el Convenio Constitutivo del FMI establece que el Directorio es de veinte sillas y las ampliaciones deben aprobarse cada dos años por mayoría cualificada del 85% (por tanto EEUU tiene poder de veto).

Por tanto, para 2012 se deberá haber configurado un nuevo Directorio tras un proceso de negociación política en el seno de Europa. En esta negociación será relevante la cuota de partida de cada país tras la reforma de 2010. El cuadro 4.11. refleja los cambios en el poder de voto de las distintas sillas del Directorio si se tuviera en cuenta el poder de voto tras la reforma de 2010 (aún pendiente de ratificar).

Cuadro 4.11. Directorio del FMI: 2006 vs 2010

Director Ejecutivo / Director Alterno (N° de países por silla **)	poder voto 2006		poder voto 2010**		Director Ejecutivo / Director Alterno (N° de países por silla)	poder voto 2006		poder voto 2010**	
	%	#	%	#		%	#	%	#
EEUU (1)	16,74	1	16,48	1	Lesoto/Gambia* ⁵ (21)	3,18	16	3,62	13
Japón (1)	6,01	2	6,14	2	Canadá/Irlanda (12)	3,63	11	3,38	14
China (1)	3,65	10	6,07	3	Brasil/Colombia (9)	2,41	21	3,35	15
Alemania (1)	5,87	3	5,31	4	Dinamarca/Noruega* ⁴ (8)	3,43	14	3,28	16
México/Venezuela* ¹ (8)	4,44	8	4,95	5	Egipto/Líbano (13)	3,19	15	3,12	17
Bélgica/Austria (10)	4,99	4	4,81	6	India/Sri Lanka (4)	2,35	22	3,05	18
Italia/Grecia (7)	4,1	9	4,16	7	Suiza/Polonia (8)	2,82	18	2,79	19
Francia (1)	4,85	5	4,02	8	Rusia (1)	2,69	19	2,59	20
Reino Unido (1)	4,85	6	4,02	9	Irán/Marruecos (7)	2,42	20	2,20	21
Australia/Corea Sur* ² (15)	3,58	12	3,89	10	Arabia Saudita (1)	3,16	17	2,01	22
Países Bajos/Ucrania (13)	4,77	7	3,83	11	Argentina/Chile* ⁶ (6)	1,95	23	1,59	23
Tailandia/Indonesia* ³ (13)	3,51	13	3,64	12	Togo/Chad* ⁵ (22)	1,26	24	1,50	24

Fuentes: FMI, elaboración propia.

*Sillas cuyo Director Ejecutivo (DE) y Alterno rota entre países miembros de la silla: (1) España, México y Venezuela rotan en la posición de DE y Alterno cada 2 años; (2) Australia y Corea cada 4 años; (3) Tailandia, Indonesia y Filipinas cada 2 años; (4) Dinamarca, Finlandia, Islandia, Noruega y Suecia cada 2 años; (5) todos los países de la silla rotan cada 2 años; (6) Argentina, Chile, Perú y Uruguay rotan cada 2 años con Argentina ocupando el puesto de DE 2 de cada 4 años.

**Suman 184 países y los porcentajes 99,8%. No se incluyen los votos de Madagascar, Guinea Somalia con porcentaje de voto conjunto post-Seúl de 0.212. Estos tres países no han participado en la elección del Directorio de 2010.

La mera reordenación del poder de voto de las sillas tras la reforma de 2010 ya introduce cambios significativos en la composición actual del Directorio, incluyendo entre los más relevantes: la ascensión de China al tercer lugar, la caída de Francia y Reino Unido por debajo de los cinco primeros puestos y la caída de Arabia Saudita e Irán a los penúltimos puestos (sustituyendo a Brasil e India). Ahora bien, el compromiso europeo introducirá cambios en la estructura actual del Directorio a partir de 2012. En la nueva estructura habrá que tener en cuenta dos dimensiones centrales: (i) la estructura regional, y la de (ii) avanzados-emergentes.

(i) Representación regional

Europa es la región con mayor número de Directores Ejecutivos en el FMI (cuadro 4.12). Cuenta con ocho Directores permanentes de los cuales siete corresponden a otros tantos países con Director permanente (Alemania, Bélgica, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suiza), y uno rota entre los países nórdicos (actualmente el Director es danés). Además, cuando España dirige la silla que comparte con México y Venezuela (dos de cada seis años), Europa puede llegar a contar con nueve Directores, es decir un 37.5% del total de 24 sillas. Dicho de otra forma, Europa cuenta con $8\frac{1}{3}$ (o un 34.7%) de las sillas del Directorio. Para el caso de la UE y de la zona del euro, estas cifras se sitúan respectivamente en $7\frac{1}{3}$ (30.5%) y $5\frac{1}{3}$ (22.2%) de las sillas del Directorio.

Más allá de la consideración general de que el FMI es una institución de países y no de regiones, la sobrerrepresentación europea denunciada por EEUU y las economías emergentes no era tan evidente cuando se atendía al poder de voto pre 2006 –las sillas europeas representaban un 35.68% del poder de voto total, ligeramente por encima de su peso en sillas (34.7%). Sin embargo, tras la reforma de 2010 si se produce una cierta sobrerrepresentación de Europa, cuyas sillas reducen su poder de voto hasta el 32.2%. Europa es además la región con los mejores ratios de número de países por silla. No ocurre lo mismo con la UE o de la zona del euro, donde hay una mayor correlación entre peso en voto post-2010 y porcentaje de sillas ocupado.

Cuadro 4.12. Estructura regional del Directorio tras la reforma de cuota de 2010

Región	Directores Ejecutivos			% de voto pre-2006	% de voto post-2010	
	País que lidera la silla	Nº países (ratio países/silla)	%			
Europa	8 [9]*: Alemania, [España], Francia, Italia, Nórdicos, Bélgica, Países Bajos, Reino Unido y Suiza.	50 (6)	33.3 [37.5]	35.68 [40.12]	32.22 [35.81]	
	UE	7 [8]*: Alemania, [España], Francia, Italia, Nórdicos, Bélgica, Países Bajos, Reino Unido	42 (5.7)	29.2 [33.3]	32.86 [37.3]	29.43 [33.02]
	Zona euro	5 [6]*: Alemania, [España], Francia, Italia, Bélgica, Países Bajos	33 (6.2)	20.8 [25]	24.58 [29.02]	22.13 [25.72]
América	5 [4]*: Argentina, Brasil, Canadá, EEUU, [México/Venezuela]	35 (6.25)	20.8 [16.6]	29.17 [24.73]	29.75 [24.8]	
Asia y Oceanía	5: China, India, Tailandia, Japón, Corea/Australia	34 (6.8)	20,8	19.1	22.79	
Oriente Medio	3: Arabia Saudita, Irán, Egipto	21 (7)	12,5	8.77	7.33	
África Subsahariana	2: África anglófona, África francófona	43 (21.5)	8,3	4,44	5.12	
Euro-Asia	1: Rusia	1	4.1	2.69	2.59	

Fuentes: FMI, elaboración propia. * Entre corchetes la situación cuando España dirige la silla que le representa, sin corchetes cuando lo hacen México o Venezuela.

Europa se ha comprometido a ceder 2 sillas de países avanzados en el Directorio del FMI; es decir, pasar de su representación actual de $8\frac{1}{3}$ a $6\frac{1}{3}$. Resulta interesante señalar que esta cesión es superior a la que cabría exigir si se siguiera un estricto criterio de alineación entre porcentaje de cuota post-2010 y número de sillas. En efecto, bajo este criterio, Europa con un peso del 32% del poder de voto total debería tan sólo ceder $\frac{2}{3}$ de silla y pasar de $8\frac{1}{3}$ a $7\frac{2}{3}$, (de igual manera la UE debería bajar de $7\frac{1}{3}$ a 7, y la zona del euro mantenerse en $5\frac{1}{3}$)¹⁸⁵. En parte esta mayor cesión se debe a la presión sobre tres sillas, las lideradas por Bélgica, Países Bajos y Suiza. En relación al ajuste final –que dependerá sobre todo de la negociación política en el seno de la UE– conviene destacar dos aspectos: la concesión afecta a toda Europa (de forma que también debe incluir la silla Suiza aunque no forme parte de la UE); y el objetivo es reducir sillas lideradas por países europeos “avanzados”, de manera que caben escenarios de rotación con europeos emergentes como Turquía, Ucrania o Polonia (que precisamente comparten silla con Bélgica, Países Bajos y Suiza).

¹⁸⁵ Conviene señalar que en algunas de las sillas europeas se incluyen países no europeos. Es el caso sobre todo de las repúblicas centro asiáticas de la antigua unión soviética agrupadas fundamentalmente en las sillas de Suiza y Países bajos. No obstante el voto conjunto de estos países apenas supera el 1% de manera que estas valoraciones siguen siendo válidas. Lo mismo ocurre con Ucrania (con un poder de voto de 0.6% que suma en la silla de Países Bajos) en relación al análisis de la UE y de la zona del euro.

La duda está en cual debe ser la región beneficiaria de las sillas que ceda Europa. En este caso las dos regiones infrarrepresentadas (al comparar peso en número de directores con cuota post-2010) son Asia-Oceanía y América, si bien en este último caso se debe sobre todo al elevado peso de EEUU. La propia Europa puede también entrar en el reparto como acabamos de ver distribuyendo sillas a favor de emergentes europeos. Por otro lado, África, aún con cuotas bajas, enfrenta el problema de excesivo número de países por silla. Más adelante se propone una solución para este reparto por la vía de aproximar el Directorio del FMI al G-20.

(ii) La estructura avanzados-emergentes.

Como se observa en el cuadro 4.13, en la estructura avanzados emergentes del Directorio, las economías avanzadas están en todo caso infrarrepresentadas, si se atiende a su cuota. Aun en el caso en el que ocupan 13 sillas (cuando España y Australia ocupan la posición de director en sus respectivas sillas), el porcentaje de sillas ocupadas es inferior a la cuota de las economías avanzadas en el Directorio. Lo contrario ocurre con las economías emergentes y en desarrollo, cuyo peso relativo en número de sillas supera al de su cuota. No obstante, si se atiende al ratio países por silla, las economías avanzadas si están en una clara posición de ventaja.

Cuadro 4.13. Estructura del Directorio por grado de desarrollo del país

Grupo de países	Directores Ejecutivos			% de voto pre-2006	% de voto post-2010
	País que lidera la silla	Nº países (ratio país/silla)	%		
Economías avanzadas	11 [13]* : G7 (Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido, EEUU) + Bélgica, Nórdicos, Países Bajos, Suiza, [España], [Australia]	63 (5.7)	45.8 [54.2]	62.06 [70.08]	58.22 [67.06]
Economías emergentes	11 [9]* : BRICS (Brasil, India, China, Rusia) + Argentina, Tailandia, Arabia Saudita, Egipto, Irán, [México/Venezuela], [Corea]	78 (7.1)	45.8 [37.5]	33.35 [25.33]	36.46 [27.62]
Países menos avanzados	2 : África anglófona, África francófona	43 (21.5)	8,4	4.44	5.12

Fuentes: FMI, elaboración propia. * Entre corchetes la situación cuando España y Australia dirigen la silla que les representa, sin corchetes cuando lo hacen México o Venezuela y Corea, respectivamente.

b.3 Anticipando una posible solución: hacia una estructura G-20 del Directorio

Como hemos visto, desde la cumbre de 2008, el G-20 ha venido ejerciendo un poder creciente sobre el FMI. En estos años se han producido situaciones en las que durante las reuniones de primavera o Anuales del Fondo, los ministros del G-20 se han reunido dos veces, una en el marco del G-20 y otra como miembros del IMFC. En la práctica tiene poco sentido un Directorio que viene a refrendar lo decidido en el G-20 (como la reforma de gobernabilidad de octubre de 2010). Por tanto, lo más eficiente sería una composición del Directorio y del IMFC paralela a la del G-20. Algunas voces autorizadas ya han propuesto avanzar en esta línea (Camdessus et al. 2011).

Otros autores han recuperado la propuesta de unificación de las sillas de la UE, o al menos de la zona del euro, en una única silla (uno de los autores que más ha escrito al respecto ha sido Bini Smaghi, 2004). Esta es la tesis defendida por la Comisión y el Banco Central Europeo. Sin embargo, no tiene el respaldo de los países grandes de la UE. Por otro lado, es probable que con la silla única, la UE acabase perdiendo más poder de voto en el Fondo. En este sentido, no está claro que el porcentaje de voto de la silla UE fuera la suma de las cuotas de los estados miembros; EEUU, por ejemplo, podría presionar al respecto por la vía de eliminar el comercio intracomunitario en las variables de apertura y variabilidad de la fórmula para el cálculo de la cuota.

Aquí se defiende la aproximación del Directorio al G-20, porque el FMI continua siendo una institución de representación de países, y porque la gestión de la crisis financiera global ha demostrado la pervivencia del Estado-Nación en el orden económico internacional (Moreno, 2010). Conviene señalar que los 19 países pertenecientes al G-20 tienen un poder de voto del 64,8%, que llegaría al 83,6% si se tiene en cuenta el poder de voto agregado de todas las sillas cuyo titular es un miembro del G-20. Este porcentaje sería mayor – superando el 85% necesario para adoptar las grandes decisiones del Fondo- cuando a Indonesia le corresponde la Dirección Ejecutiva de su silla. Por tanto, el G-20 tendría, de facto, el pulso político y el poder de voto necesarios para forzar los cambios en el Directorio.

El cuadro 4.14 muestra las diferencias entre la composición del Directorio del FMI y del G-20 relacionando los diecinueve países pertenecientes al G-20 y los que cuentan con un Director Ejecutivo (DE) –permanente o rotatorio- en el Directorio del FMI.

Cuadro 4.14. Composición comparada del G-20 y del Directorio del FMI

Región N° países G-20/N° países en sillas de la región	Miembros del G-20	Directorio Ejecutivo del FMI			
		Países con Director permanente		Director rotatorio y países con los que rota	
		País G-20	País no G-20	País G-20	País no G-20
Europa 6/50	Francia	√			
	Alemania	√			
	Italia	√			
	Gran Bretaña	√			
			Suiza		Nórdicos
			Holanda		
			Bélgica		
	Turquía	Pertenece a la silla de Bélgica y no rota como director nunca			
	España (invitado)			México y Venezuela ←	
América 5/35	México			España y Venezuela ←	
	Brasil	√			
	Canadá	√			
	EE UU	√			
	Argentina			Chile, Perú y Uruguay	
Asia y Oceanía 6/34	China	√			
	India	√			
	Japón	√			
	Indonesia			Tailandia y Singapur	
	Corea			Australia ←	
	Australia			Corea ←	
Oriente Medio 1/21	Arabia Saudita	√			
			Egipto		
			Irán-Marruecos		
África 1/43	Sudáfrica			Rota en la silla de África en desarrollo anglófona	
			África en desarrollo anglófona (rotan 21 países)		
			África en desarrollo francófona (rotan 22 países)		
Euro-Asia	Rusia	√			

Fuente: elaboración propia.

En la relación G-20-Directorio se observan los siguientes aspectos principales:

- 12 países están representados en el G-20 y tienen director permanente: Brasil, Canadá, China, India, Japón, Francia, Alemania, Italia, Gran Bretaña, Arabia Saudita y Rusia.

- 7 países están representados en el G-20, pero no tienen director permanente. De estos, 6 países tienen director rotatorio –Argentina, Australia, Corea, Indonesia, México, y Sudáfrica– y en algunos casos, la rotación se establecen con otros miembros del G-20, es el caso de Corea con Australia (y el de México con España, que tiene estatus de invitado permanente en el G-20). 1 país, Turquía, nunca ocupa la posición de Director. Turquía está en la silla que ocupa Bélgica con director permanente.
- 6 grupos de países de economías avanzadas o emergentes tienen director pero no forman parte del G-20. De estos, 5 países tienen director permanente (Bélgica, Holanda, Suiza, Egipto e Irán)¹⁸⁶, y una silla tiene director rotatorio (la nórdica).
- 2 sillas de países en desarrollo, las 2 de África Subsahariana, tienen directores rotatorios pero no forman parte del G-20. Además estas sillas agrupan al mayor número de países por silla del Directorio.
- En el G-20 no hay representación de países en desarrollo y, por número de países, el G-20 cuenta con una escasa representación de países africanos y de Oriente Medio.

Teniendo en cuenta estos aspectos, y partiendo del compromiso europeo de ceder dos sillas de países avanzados en el Directorio, se podría alcanzar una aproximación entre Directorio y G-20 a partir del siguiente esquema:

- (i) la cesión de al menos el equivalente de una silla para ser liderada por países emergentes europeos (siendo Turquía un candidato natural a ser beneficiado por su pertenencia al G-20 y su tradicional infrarrepresentación en el FMI); y
- (ii) ceder, como máximo, el equivalente a una segunda silla para ser liderada por países en desarrollo de África subsahariana. Naturalmente, esta cesión exigirá reajustes internos en las sillas europeas que deberán adaptarse a la nueva estructura de cuotas de los países tras la reforma de 2010.
- (iii) Por otro lado, el G-20 debería corregir su infrarrepresentación de países en desarrollo incorporando al menos dos países adicionales de África subsahariana.

¹⁸⁶ Egipto e Irán han venido manteniendo Director Ejecutivo permanente en los últimos 20 años, si bien el acuerdo de rotación en sus sillas es susceptible de variar.

CAPÍTULO 5.

UNA NUEVA POLÍTICA DE PRÉSTAMO PARA EL FMI

En los capítulos previos, se han ido analizando los principales determinantes de la política de préstamo del FMI diseñada a partir de 2009. Como veíamos en el capítulo 1, esta nueva política forma parte de la respuesta internacional a la crisis financiera global que coordina el G-20. Ahora bien, sus elementos específicos son herederos de los cambios históricos que se habían venido desarrollando en la propia política de préstamo y, por otro lado, la nueva política se acompaña del aumento necesario de los recursos del Fondo, que constituyen su restricción presupuestaria (aspectos que se analizan en el capítulo 2).

Por otro lado, un elemento central de la nueva política de préstamo es el desarrollo de la función aseguradora que forma parte de las GFSN analizadas en el capítulo 3. Por último, la reforma es posible gracias a nuevos condicionantes políticos del FMI tanto de naturaleza informal como formal (desarrollados en el capítulo 4).

Estos antecedentes tienden a situar en el año 2009 un punto de inflexión en la política de préstamo del FMI y al mismo tiempo, condicionan su trayectoria posterior. A continuación se desarrollan estos aspectos, en el apartado 5.1 se analizan las principales características de la nueva política de préstamo del FMI; y en el 5.2, los retos a los que se enfrenta.

5.1 LA NUEVA POLÍTICA DE PRÉSTAMO DEL FMI

El 24 de marzo de 2009 el FMI inicia una profunda reforma de su política de préstamo. Como en episodios de crisis previos, el Fondo responde con rapidez a la crisis financiera global a través de una flexibilización de su política de préstamo. Los cambios introducidos articularán la política de préstamo en torno a las dos funciones básicas: la prevención y la resolución de crisis de balanza de pagos. Tradicionalmente la función de prevención de crisis era una tarea que correspondía la función de vigilancia del FMI –con la excepción de la nunca utilizada CCL. El FMI introducirá a partir de 2009 una nueva función aseguradora directamente orientada a la prevención de crisis.

A continuación se analizan las principales reformas introducidas que se pueden agrupar en dos grandes tendencias: (a) flexibilización de los préstamos para resolución de crisis; y (b) creación de facilidades de aseguramiento: la FCL y la PCL. El apartado (c) analiza la evolución de los préstamos concedidos desde 2008.

A. Flexibilización de los préstamos para resolución de crisis: menor condicionalidad y mayor acceso

A finales de 2008, ante una situación de congelación de los mercados financieros internacionales, gran parte de los países miembros del FMI se adentraban en un problema de solvencia de balanza de pagos. Las facilidades con las que contaba el Fondo no resultaban suficientes para afrontar un problema de carácter global y una situación de desconfianza de los mercados que no distinguían entre países. Los países necesitaban elevados volúmenes de recursos a corto plazo y programas de ajuste que les permitiera poder aplicar las políticas de rescate y de impulso de demanda que caracterizó la respuesta inicial a la crisis en la mayor parte de países, y que avaló el G-20.

El Fondo reaccionó adaptando sus facilidades de resolución de crisis por una triple vía: (a.1) un nuevo enfoque –más laxo– en la condicionalidad; (a.2) mayor y más flexible acceso a los recursos del Fondo; y (a.3) simplificación y racionalización de la parrilla de facilidades financieras del FMI

a.1. Un nuevo enfoque –más laxo– en la condicionalidad

Se revisa la condicionalidad para pasar a un nuevo enfoque que se basa más en la revisión y valoración general de la evolución del programa, que en el cumplimiento estricto de condiciones. El staff y el Directorio pasan a tener una mayor flexibilidad para evaluar el programa y la efectividad de las políticas del país, sin estar encorsetados por comprobar o no si el país cumple con una lista de condiciones prefijadas.

El nuevo enfoque afecta principalmente a los criterios de ejecución estructurales, que se eliminan para todos los programas y se sustituyen por parámetros de referencia relativos a medidas que se consideran especialmente importantes para el éxito del programa. Los parámetros se evalúan en su conjunto en el marco de la revisión general del programa. Por

tanto, el seguimiento de las políticas estructurales ya no exige que el país deba cumplir con condiciones de reforma puntuales para seguir recibiendo desembolsos. La condicionalidad sí retiene los criterios de ejecución cuantitativos, si bien desde algunos países, sobre todo emergentes, se había pedido también su eliminación. El cuadro 5.1 refleja la nueva estructura de la condicionalidad.

Cuadro 5.1. Condicionalidad tipo de los programas del FMI

- Las acciones previas (*prior actions*) son medidas que un país adopta antes de que se apruebe el préstamo. Se trata de condiciones necesarias para la puesta en marcha del programa (ej. La eliminación de los controles de precios o la aprobación oficial del presupuesto público de acuerdo con el marco fiscal del programa).
- Los criterios de ejecución cuantitativos (*quantitative performance criteria*), son condiciones específicas normalmente referidas a variables macroeconómicas que han de cumplirse para que se realicen los sucesivos desembolso (ej. Nivel mínimo de reservas internacionales netas, un nivel máximo de activos internos netos del banco central o un nivel máximo de empréstitos del gobierno). Estos criterios se pueden complementar con metas indicativas (*indicative targets*), que se suelen establecer para el periodo final del programa y que se reconvierten en criterios de ejecución, a medida que la situación económica del país se hace más sólida.
- Los parámetros de referencia estructurales (*structural benchmarks*) son medidas que se consideran de importancia central para conseguir los objetivos del programa y que dependen de cada caso. Pueden incluir medidas como mejora de las operaciones del sector financiero o de la gestión financiera pública, o construcción de redes de protección social. No condiciona que el país reciba la financiación del Fondo.
- Examen del programa (*program reviews*), se trata de las revisiones periódicas realizadas por el Directorio Ejecutivo en las que se analizan los avances en el programa y las posibles modificaciones en función de los nuevos acontecimientos económicos.

Fuente: FMI (2010 I)

Más allá de dar una respuesta a la crisis financiera global, la reforma de la condicionalidad no se puede entender sin atender a la consolidación en el Directorio de dos principios que se han ido asentando desde finales de la década de 1990: el principio de apropiación del programa por parte del país (*ownership*), y el de criticidad de las condiciones.

En el año 2002 –tras un amplio proceso de consultas– el FMI actualizó sus directrices sobre condicionalidad, que estaban vigentes desde 1979¹⁸⁷. Esta revisión reconoce una serie de principios que se consideran centrales para conseguir el éxito de un programa, incluyendo: el principio apropiación del programa por parte del país; el de criticidad y parsimonia en la aplicación de las condiciones del programa; la adaptación del programa a las circunstancias del país; la claridad y especificidad de las condiciones; y la coordinación efectiva con otras instituciones multilaterales (IMF 2002b).

El principio de apropiación del programa se traduce en un traspaso de la carga del diseño del programa desde el staff hacia las autoridades. El programa sólo puede ser efectivo en la medida en que las autoridades asuman políticamente su ejecución y sean capaces de trasladar a la opinión pública la necesidad del mismo. El FMI tiene que tener una labor de dirección y asesoramiento, pero no puede ser identificado como el impositor del programa sobre el país –si bien en la práctica las autoridades prefieren en muchos casos mantener al FMI como el chivo expiatorio de las reformas necesarias.

En términos prácticos el desarrollo de este principio dependía mucho de la capacidad del jefe de misión y de las autoridades para negociar un programa que sea sostenible y políticamente viable. La impregnación institucional de la apropiación se refleja en que las autoridades ganan palanca en la negociación y el staff así lo asume. Por otro lado, desde principios de la década iniciada en el año 2000, las discusiones del Directorio han incorporado recurrentemente el debate sobre el grado de apropiación de los programas. La eliminación de las condiciones estructurales es un paso más en esta dirección, al formalizar que la evaluación del programa dependerá del análisis general que se haga del mismo.

En relación al principio de criticidad, las directrices de 2002 establecen que las condiciones del programa deben ser de una importancia central para conseguir los objetivos del programa, y deben referirse a variables macroeconómicas y medidas estructurales que estén en el ámbito de las áreas de competencia del FMI que incluyen: la estabilización macroeconómica, las políticas monetaria, fiscal y de tipo de cambio, y los mercados financieros doméstico e internacional, así como las instituciones y medidas estructurales

¹⁸⁷ Para un análisis de las implicaciones de las nuevas directrices de 2002 ver Serra (2003).

necesarias para implementar estas políticas. Se exigía además una mayor justificación de las condiciones que se salieran de estas áreas (IMF 2002b).

En 2007, la IEO realizó un análisis sobre la condicionalidad estructural del FMI que resultó especialmente demoledor y tuvo un gran impacto institucional (IEO, 2008). Tras el análisis de 216 programas en 94 países entre 1995 y 2004 (y el análisis más detallado de 43 de ellos y de 13 casos de estudio), concluye que la condicionalidad estructural no es efectiva y necesita una profunda reforma. El porcentaje medio de cumplimiento de las condiciones estructurales apenas supera el 50% (comparado con el 85% de cumplimiento de la condicionalidad macroeconómica), y los esfuerzos por reducirla que se habían iniciado desde el año 2000 no habían fructificado (los programas seguían manteniendo una media de 17 condiciones por programa)¹⁸⁸. Por otro lado, en muchos casos, las condiciones no estaban claramente vinculadas ni eran necesarias para garantizar el éxito del programa. El informe concluía con la necesidad de cambiar los incentivos institucionales en el Fondo para que los programas se orientaran mejor a la capacidad técnica y realidad política de los países; y proponía establecer menos condiciones y más centradas en su criticidad para el programa y en la expertise del FMI (proponían un máximo de 4 o 5 condiciones como guía para forzar un cambio de actitud de staff al negociar los programas).

En 2008 el Fondo da un nuevo paso adoptando un plan para reforzar el cumplimiento de las directrices. El plan exigía una mejor justificación del carácter crítico de las condiciones y el establecimiento de vínculos explícitos entre las metas, las estrategias y la condicionalidad (IMF, 2008^a). La reforma de 2009 supone un paso definitivo eliminando directamente los criterios de ejecución estructurales.

¹⁸⁸ El Directorio puede aprobar la continuidad del programa mediante la concesión de exenciones (waivers) al cumplimiento de los criterios de ejecución. Las exenciones deben sustentarse en el buen cumplimiento del resto de criterios y en que las autoridades están tomando medidas para resolver su cumplimiento. En la práctica muchos programas acumulaban varias excepciones, que además se repetían en sucesivas revisiones del programa, y las garantías sobre su cumplimiento futuro se limitaban a simples declaraciones de intención de las autoridades.

a.2. Mayor y más flexible acceso a los recursos del Fondo.

La política de límites de acceso del FMI se había mantenido inalterada desde 1994 en un 100% de la cuota anual y un 300% acumulado para todo el programa. En 2008 era evidente que el volumen de recursos que permitían estos límites, no permitía a los países dotarse de suficientes recursos para hacer frente a las necesidades de una crisis potencial de balanza de pagos. Por otro lado, parecía necesario que, ante el carácter de crisis de capital, era necesario que los países dispusieran de un elevado volumen de recursos a corto plazo para aplacar los problemas de desconfianza en los mercados.

El rápido crecimiento de la internacionalización económica desde los años 90 había multiplicado la exposición exterior de los países y, por tanto, sus necesidades potenciales de recursos. El aumento general de cuota de 1998 (un 45 % de aumento de cuota) había conseguido corregir el problema pero sólo transitoriamente, y los aumentos de cuota ad hoc de 2006 y 2008 (del 11,5%) solo mejoraban marginalmente el acceso. El FMI estimó que, para recuperar el nivel relativo de acceso con respecto al PIB mundial de 1998, los límites debían situarse en unos niveles de [155% anual, y 464% acumulado]. Los límites debían incluso ser mayores si se comparaban con los niveles relativos de 1998 con respecto a comercio mundial y flujos internacionales de capital: [221%, 663%] y [215%, 645%] respectivamente (IMF, 2008b).

En este contexto, con objeto de infundir en los países confianza en que podrán tener acceso a recursos suficientes, el FMI modificará su política de acceso, ampliando los límites de acceso y racionalizando las estructuras de desembolso y de costes. Se introducen los siguientes cambios principales:

- (i) Duplicación de los límites de acceso normales: finalmente, aproximándose más al criterio relativo respecto a flujos comerciales y de capital internacionales, el FMI opta por duplicar los límites de acceso situándolos en 200% de cuota anual y 600% acumulado¹⁸⁹.

¹⁸⁹ Por otro lado, también se duplica el umbral de crédito vivo –hasta el 200%– que se exige para la activación de los denominados programas de seguimiento (post-program monitoring) que se realizan una vez finalizado un acuerdo con el Fondo.

- (ii) Revisión de la política de acceso excepcional: se amplía el marco de acceso excepcional –que ahora se activa a partir de los nuevos límites ordinarios. El marco pasa a ser aplicable para cualquier dificultad de balanza de pagos (no sólo por cuenta de capital); e incorpora un elemento precautorio, al poder activarse para necesidades de balanza potenciales de pagos (y no sólo reales). Por otro lado, se clarifican los criterios, que se reformulan en los siguientes términos (IMF 2009^{a,e}):
- (a) El país miembro experimenta –o potencialmente puede experimentar– presiones de balanza de pagos excepcionales en la balanza por cuenta corriente o por cuenta de capital, que resultan en una necesidad de financiación del Fondo que no puede ser atendida dentro de los límites normales.
 - (b) Un análisis riguroso y sistemático indica que existe una elevada probabilidad de que la deuda pública del país miembro sea sostenible a medio plazo. La sostenibilidad de la deuda se evaluará con una perspectiva amplia y tendrá en cuenta, entre otros factores, la reestructuración de deuda prevista para restaurar la sostenibilidad. Este criterio sólo es de aplicación para la deuda pública, interna y externa, si bien incorporará cualquier pasivo contingente potencial público, incluidos aquellos que pudieran proceder del endeudamiento externo privado.
 - (c) El país miembro tiene perspectivas de ganar o de recuperar el acceso a los mercados de capital privados dentro de la franja de tiempo en la que los recursos del Fondo están disponibles
 - (d) El programa de medidas del país miembro proporciona una expectativa de éxito razonablemente fuerte, incluyendo no sólo los planes de ajuste del país, sino también su capacidad institucional y política de llevar a cabo dichos ajustes.
- (iii) Escalonamiento de compras y recompras. Se flexibiliza el marco de escalonamiento y frecuencia de los desembolsos, que se ajustarán en función de la naturaleza del problema de balanza de pagos enfrentado, y de la evolución de las políticas y la situación económica del país. Se abre incluso la posibilidad de un único desembolso de los recursos a la aprobación del acuerdo, tanto en términos resolutivos como preventivos. En concreto, se permiten niveles elevados de acceso con carácter

preventivo –los denominados HAPA¹⁹⁰. Por otro lado, se derogan las normas sobre expectativas de recompra que regulaban las recompras anticipadas¹⁹¹.

- (iv) Nuevos tipos y vencimientos. Se introduce un nuevo sistema de tipos escalonado, con sobrecargos mayores en función de las cantidades dispuestas y el tiempo transcurrido, lo que mejora los incentivos de la estructura de tipos. Así, se fijan 200 puntos básicos (pb) de sobrecargo para volúmenes de crédito por encima del 300 % de cuota y 100 pb adicionales cuando el crédito vivo excede este porcentaje durante más de tres años. La comisión por inmovilización de fondos (para el caso de préstamos con carácter precautorio) también aumenta en función del volumen de los préstamos de recursos garantizado (15 pb para un nivel de acceso hasta el 200% de cuota, 30 pb hasta el 1.000% y 60 pb por encima de esta magnitud).

a.3. Simplificación y racionalización de la parrilla de facilidades de resolución de crisis.

En paralelo a la flexibilización de condicionalidad y acceso, el FMI realiza un reajuste en su parrilla de facilidades financieras con cargo a la CRG y las deja en tan solo dos facilidades: los Acuerdos de Derecho de Giro (SBA) y el Servicio Ampliado del FMI (EFF). La EFF se mantiene para casos en los que la crisis de balanza de pagos tiene una naturaleza estructural y exige un mayor período de ajuste (cuadro 5.4). Por otro lado, también se reorganizan las facilidades con financiación concesional para los países de renta baja (ver cuadro 5.2).

¹⁹⁰ Como veremos en el próximo apartado, los HAPA se constituye como el instrumento la alternativa de aseguramiento que ofrece el Fondo a los países que no reúnen los requisitos para acceder a la FCL o la PCL.

¹⁹¹ El Fondo tenía un complejo sistema que establecía dos fechas para la devolución de los préstamos realizados (las denominadas recompras), una fecha de expectativa y otra de obligación posterior.

Cuadro 5.2. Reforma de las facilidades para los países de renta baja.

El 23 de julio el Directorio del FMI aprueba la reforma de los instrumentos de financiación para los países de renta baja. La reforma seguirá las mismas pautas marcadas por la reforma de 24 de marzo para las facilidades financiadas con cargo CRG del Fondo: flexibilización de la condicionalidad, ampliación de límites de acceso, simplificación de facilidades y establecimiento de una línea de aseguramiento. Se aumenta además la concesionalidad.

Simplificación de facilidades de financiación concesional. Se sustituyen las facilidades existentes por tres nuevas líneas de financiación:

Facilidad	Características	Acceso
Servicio de Crédito Ampliado (2009) (Extended Credit Facility, ECF)	Sustituye a la PRGF, configurándose como el principal instrumento de financiación concesional de los países de bajos ingresos. Proporciona apoyo financiero a medio plazo a países de bajo ingreso con problemas en la balanza de pagos.	Anual: 100% cuota. Total: 300% cuota. Ampliables en caso de circunstancias excepcionales.
Servicio de Crédito Stand-By (2009) (Standby Credit Facility, SCF)	Viene a ser un SBA específico para los países de renta baja con la ventaja de que incluye un elemento concesional (menor que el de la ECF). Se distingue del ECF porque está orientada al corto plazo para corregir desequilibrios de balanza de pagos y no en el medio plazo vinculada a problemas desarrollo y reducción de la pobreza. Como los SBA tiene la posibilidad de que se instrumente con uso precautorio.	Evaluación semestral (o trimestral en períodos de alta volatilidad).
Servicio de Crédito Rápido (2009) (Rapid Credit Facility, RCF)	Línea concebida para necesidades urgentes de financiación transitorias o en respuesta a shocks, que sustituye a las distintas facilidades que tenía el FMI a tal efecto. Por tanto, se aúna en una única facilidad flexible la asistencia ante shocks sin distinguir origen. Esta facilidad elimina además el requisito de tener un PRSP. Sustituye a la ESF. Proporciona apoyo financiero rápido a países de bajo ingreso con necesidades urgentes en la balanza de pagos. Desembolso directo sin condicionalidad explícita ni evaluaciones.	Anual: 25% cuota. Total: 75% cuota. En caso de respuesta a shocks, ampliable a Anual: 50% cuota. Total: 100% cuota.

Flexibilización de la condicionalidad. Se eliminan los criterios de ejecución estructurales y se refuerza el énfasis en el crecimiento y la reducción de la pobreza. Los programas deberán explicar cómo se consiguen estos objetivos e incluirán, en la medida de lo posible, aquellos que sean específicos para salvaguardar gastos sociales prioritarios. En el caso de la RCF (facilidad para shocks) se elimina el requisito de tener un PRSP, también se establece que la condicionalidad debe centrarse en corregir el shock en cuestión con menor énfasis en el ajuste estructural.

Mayor concesionalidad. El ECF y el SCF contemplan un tipo de interés variable referenciado con el tipo del DEG, que garantiza una concesionalidad mayor que el garantizado por el esquema de tipos de interés fijos previo (los tipos de PRGF y ESF estaban en el 0,5%). Con carácter temporal, y en atención al especial impacto de la crisis financiera global sobre los países de renta baja, se fija un tipo cero para los pagos por intereses de la RCF hasta enero de 2012 (y 0.25 a partir de entonces). Los periodos de reembolso se mantienen en 10 años, con un periodo de carencia de 5 años y un semestre, salvo en el caso de la línea SCF, cuyo plazo se recorta a 8 años, con un periodo de carencia de 4.

Fuentes: FMI, elaboración propia.

El objetivo es mantener un único marco flexible que pueda adaptarse a cualquier necesidad de balanza de pagos que tenga el país, y evitar la confusión y el arbitraje que se puede producir entre facilidades con distintas características, diseñadas para distintos tipos de crisis de balanza de pagos. En este sentido, en 2009 se eliminaron las siguientes servicios que, por otro lado, habían caído en desuso: el Servicio de Complementación de Reservas (o SRF, que se había creado en 1997), el Servicio de Financiamiento Compensatorio (CFF, 1963), y el recientemente creado Servicio de Liquidez a Corto Plazo (SLF, 2008), que se sustituye por la FCL¹⁹². La cancelación de estas facilidades continúa el proceso de simplificación que ya se había iniciado en 2000 y 2005, como veíamos en el capítulo 2¹⁹³.

B. Creación de facilidades de aseguramiento: FCL, PCL (y HAPA)

En el punto de inflexión de la crisis con la caída de Lehman el 15 de septiembre de 2008, y la posterior congelación de los mercados de capitales, el FMI no disponía de ningún instrumento de aseguramiento que permitiera a los países acceder a un volumen rápido de recursos. El Fondo reaccionará muy rápidamente con la creación el 29 de octubre del Servicio de Liquidez a Corto Plazo (SLF¹⁹⁴). Se trataba de un servicio que ofrecía financiamiento rápido y elevado a países con políticas económicas sólidas, que enfrentan problemas transitorios de liquidez en los mercados mundiales de capital. La SLF era la contribución del FMI paralela a otras iniciativas internacionales contemporáneas, como las líneas de crédito abiertas por los bancos centrales en los mercados domésticos, o las líneas swap bilaterales entre bancos centrales.

Sin embargo, pronto se demostrará que la SLF resulta insuficiente –tiene unos límites de acceso bajos, a corto plazo y sin posibilidad de uso precautorio– y se verá pronto superada por las reformas del 24 de marzo de 2009, con la introducción de una nueva facilidad, la Línea de Crédito Flexible (FCL), la ampliación de los límites del SBA¹⁹⁵, y la posibilidad

¹⁹² SLF: Short-Term Liquidity Facility.

¹⁹³ Para un análisis en detalle de la simplificación de facilidades financieras el FMI ver Casas y Serra (2008).

¹⁹⁴ SLF: Short-Term Liquidity Facility.

¹⁹⁵ La ampliación del límite ordinario del SBA al 600% superaba con creces el límite de la SLF, que ofrecía sólo hasta un 500% de la cuota, con un vencimiento a tres meses y sólo renovable hasta dos veces más al año.

de que los acuerdos SBA se utilizaran con carácter precautorio y con acceso elevado, los denominados HAPA.

La FCL se constituye como una facilidad de aseguramiento ante un riesgo de iliquidez sin condicionalidad y sin límites formales de acceso –si bien se estableció inicialmente un límite implícito del 1.000% de la cuota–, para países con fundamentos económicos y un historial de aplicación de políticas económicas sólidas. Los países pueden acceder a ella si cumplen unos criterios de habilitación¹⁹⁶. Los HAPA quedaban para los países con peores fundamentos que podían suscribir un programa de acceso elevado (no se especifica límite) de carácter precautorio, con la posibilidad de un desembolso único inicial en caso de problemas de liquidez.

Este marco inicial es reformado el 30 de agosto de 2010. En la práctica, por el propio diseño de las condiciones de habilitación, pero también por un entendimiento implícito; se había introducido una asimetría en las facilidades del Fondo de forma que: los países avanzados y emergentes con economías grandes y sólidas, tenían acceso a financiación precautoria sin condicionalidad (FCL); y al resto de países, se le exigía un programa (HAPA).

El G-20 impulsa una nueva reforma para las facilidades de aseguramiento para dar mayor cobertura a todos los países miembros. Así, en agosto de 2010 se crea la Línea de Crédito Precautorio (PCL), para asegurar ante riesgos de iliquidez a países con vulnerabilidades moderadas de balanza de pagos. La PCL se sitúa a medio camino entre la FCL y el HAPA. La PCL tiene, como la FCL, unos criterios de habilitación; pero mantiene, como el HAPA, una condicionalidad ex post, si bien más reducida y focalizada en las vulnerabilidades de balanza de pagos (por tanto, en principio menos estricta que en el HAPA). La PCL limita el acceso a un 500% inicial durante el primer año, más un 500% adicional transcurrido un año y sujeto buen progreso en el programa. En la misma reforma de agosto también se mejoran las condiciones de la FCL en dos sentidos: ampliación del plazo de concesión de uno a dos años (con revisión de criterios de habilitación a los doce meses); y supresión del techo implícito de acceso del 1.000% de cuota.

¹⁹⁶ Con ello se salva uno de los principales inconvenientes de la extinta CCL, que exigía una nueva autorización del Directorio para acceder a los recursos una vez aprobada (ver capítulo 2).

La introducción de la FCL y de la PCL tiene dos implicaciones que suponen un punto de inflexión en la política de préstamo del Fondo: (i) la introducción de criterios de habilitación o condicionalidad ex ante, y (ii) la reinterpretación del criterio de necesidad de balanza de pagos.

(i) La introducción de criterios de habilitación o condicionalidad ex ante

La FCL elimina la condicionalidad tradicional ex post articulada en torno a un programa, que dominaba en todas las facilidades del FMI desde sus inicios en los años 50, y la sustituye por criterios de habilitación ex ante como condición para acceder al programa. En el caso de la PCL, en la práctica, ocurre lo mismo para el primer tramo del 500% de cuota, dado que para acceder a él, al país le basta con haber habilitado la PCL (para el segundo tramo de 500%, si tendrá que demostrar progresos con el programa). El acceso en ambos casos se establece a partir del cumplimiento por parte del país de una serie de criterios de habilitación preestablecidos centrados en cinco áreas (sector exterior, políticas fiscal y monetaria, sistema financiero y calidad de la información económica). En el caso de la FCL el país debe cumplir buen comportamiento en todas, y en el caso de la PCL en al menos tres (ver cuadro 5.4).

(ii) Ampliación del criterio de necesidad de balanza de pagos.

El artículo I del Convenio Constitutivo establece como uno de los objetivos del FMI, poner a disposición de los miembros "...temporalmente y con las garantías adecuadas los recursos generales del Fondo, dándoles así oportunidad de que corrijan los desequilibrios de sus balanzas de pagos sin recurrir a medidas perniciosas para la prosperidad nacional o internacional". El Artículo V Sección 3(b) (ii) condiciona el acceso a los recursos a que "el país miembro declare que necesita realizar la compra debido a su posición de balanza de pagos o de reserva o a la evolución de sus reservas;" (FMI, 1993). Por tanto, la doctrina de los préstamos se sustenta en la existencia declarada de una necesidad o desequilibrio de balanza de pagos, y en la condicionalidad para garantizar su corrección y que el país pueda devolver el préstamo.

Ahora bien, a lo largo del tiempo, el concepto de necesidad de balanza de pagos ha evolucionado desde situaciones de escasez de reservas o de déficit por cuenta corriente,

hacia la evaluación de los factores que determinan la crisis de balanza de pagos y el desequilibrio entre la necesidad y capacidad de financiación del país. Así normalmente el staff evalúa aspectos como endeudamiento público o privado, perspectivas de inversión directa, evolución de inversión en cartera (doméstica y extranjera), marco cambiario, riesgo de huidas de capital, estabilidad del sistema financiero, o nivel de reservas.

Las nuevas facilidades de aseguramiento introducen una nueva variante, suponen habilitar recursos con carácter preventivo –antes de que se produzca el desequilibrio–, para un país, sobre el que expresamente se reconoce su buena situación de estabilidad de balanza de pagos¹⁹⁷, a través del criterio de habilitación. Legalmente, el cambio se sustenta en que el criterio de necesidad de balanza de pagos se circunscribe al “acceso” a los recursos, y no, a la firma del acuerdo. De manera que un acuerdo precautorio puede firmarse, en tanto en cuanto el acceso a los recursos sólo se producirá si el país tiene un problema de liquidez, es decir, cuando aparece la necesidad (IMF 2009^a).

Más allá del aspecto legal, los acuerdos precautorios se sustentan en el elevado coste de las crisis por cuenta de capital, tanto para el país como para el resto del mundo, vía contagio. La mejor forma de afrontarlas es contenerlas antes de que ocurran vía señalización y confianza a los mercados, de forma que el FMI juega un papel catalítico para mantener el acceso del país a los mercados de capitales y evitar que aparezca la necesidad de balanza de pagos. Este es el tipo de argumentación que se construye a finales de los años 90 tras las crisis asiática como veíamos en el capítulo 1.

En definitiva, con las dos nuevas facilidades precautorias, el FMI proporciona un aseguramiento sin condicionalidad ante un riesgo de iliquidez exógeno o por contagio por la doble vía de aportar recursos en caso de necesidad, pero también a través de una garantía implícita ante los mercados de que el país goza de buena salud y cuenta con el apoyo explícito del Fondo. Utilizando como ejemplo las cuatro facilidades concedidas hasta la fecha, FCL y PCL han permitido una amplia cobertura de en torno al 15% de los riesgos potenciales de balanza de pagos, 60% en el caso de México (utilizando como proxy la deuda a corto plazo, ver cuadro 5.3).

¹⁹⁷ La extinta y nunca utilizada CCL ya intentaba ofrecer una facilidad en estos términos: concesión de recursos sin que haya un contexto de crisis, y pensada para países con fundamentos sólidos (ver capítulo 2).

Cuadro 5.3. FCL y PCL concedidas por el FMI (1.2.2011)

Línea	País	Fecha aprobación (y duración)	Cantidad del préstamo			Deuda a corto plazo (dcp)* ¹	Reservas** ²
			% cuota	q*	q/ dcp		
FCL	Colombia ³	7.05.2010 (1 año)	300%	3.500	15,42%	22.700	27.500
	México ³	10.01.2011 (2 años)	1.500%	72.100	60,90%	118.400	123.900
	Polonia ³	21.01.2011 (2 años)	1.400%	29.200	16,22%	180.000	97.100
PCL	Macedonia	19.01.2011 (2 años)	600%	630	12,60%	5.000	2.100

Fuentes: FMI, elaboración propia. *Millones de dólares. ¹ Deuda a corto plazo pública y privada a vencimiento en 2011 y 2012, de acreedores domésticos y extranjeros. ² Nivel de reservas en momento de concesión de la línea. ³ México y Polonia, renuevan la FCL que suscribieron en 2009 por el 1000% de la cuota. Colombia renueva su FCL de 2009 que había suscrito por 900% de la cuota.

La FCL y la PCL constituyen un tipo de facilidad tradicionalmente demandado por las economías emergentes. La nueva estructura de gobernabilidad del FMI, analizada en el capítulo 4, con un mayor peso de las economías emergentes, permite el desarrollo de esta función aseguradora. De hecho, la creación de la PCL (y flexibilización de la FCL) en 2010 es en gran medida impulsado por Corea del Sur, que hace de las reforma de las GFSN, una de sus prioridades de su presidencia del G-20 en 2010. Como veíamos en el capítulo 3, la función aseguradora del FMI se inserta en el conjunto de las GFSN, junto a los acuerdos bilaterales (swaps) y regionales, y como complemento a la acumulación de reservas (autoaseguramiento).

Ahora bien, el nuevo marco de la FCL y la FCL nace con una cláusula de revisión para agosto de 2013, antes si se supera el límite conjunto de préstamos de 100,000 millones de DEG¹⁹⁸ (IMF 2010m). En esta revisión se determinará la necesidad o no de redefinir el marco de prevención de crisis del FMI, a partir del uso que hayan tenido estas facilidades y de la necesidad potencial de programas no-precautorios. De hecho, la aprobación de la FCL no ha estado exenta de discusión en el Directorio, con importantes reticencias por parte de algunas economías avanzadas de la Europa continental, donde preocupa el elevado riesgo moral que supone ofrecer una ventana de préstamo sin condiciones a los países (el próximo apartado hace una valoración al respecto).

¹⁹⁸ Hasta ahora las tres FCL concedidas (Colombia, México y Polonia), más la PCL a Macedonia suman 66.500 millones de DEG. A diferencia de la *sunset clause* que se establecía con la CCL la carga de la prueba está en determinar que estas facilidades son innecesarias (con la CCL debía demostrarse utilidad para continuar y acabo caducando sin renovarse porque nunca se utilizó).

Cuadro 5.4. Facilidades de préstamo del FMI de la Cuenta de Recursos Generales (a 1-1-2011)

	Acuerdo de Derecho de Giro (1952) (SBA, Stand-by Arrangement)	Servicio Ampliado del FMI(1974) (EFF, Extended Fund Facility)	Línea de Crédito Flexible (2009) (FCL, Flexible Credit Line)	Línea de Crédito Precautorio (2010) (PCL, Precautionary Credit Line)
Contingencia	Problemas de balanza de pagos a corto plazo. Puede tener un uso precautorio (el país asume el programa con el FMI pero opta por no recibir las cantidades del préstamo).	Problemas estructurales de balanza de pagos. También tiene la posibilidad de uso precautorio (si bien está en desuso).	Prevención de crisis exógenas en países con fundamentos sólidos de situación y política económica.	Vulnerabilidades moderadas de balanza de pagos
Límites de acceso	Límites normales: 200% cuota anualmente y 600% en total. Acceso excepcional: mayor al 600% si se cumplen cuatro condiciones: (i) presiones (reales o potenciales) de balanza de pagos excepcionales; (ii) elevada probabilidad de sostenibilidad a medio plazo de la deuda pública; (iii) perspectivas de recuperar el acceso a los mercados de capital; (iv) elevada expectativa de éxito del programa. HAPA (2009). El SBA puede tener un uso precautorio con acceso elevado y se identifica como HAPA.		Sin límite de acceso predeterminado (Las FCL concedidas a México y Polonia han tenido accesos del 1500 y 1400% de cuota respectivamente).	500% de la cuota, ampliable hasta un máximo del 1000% una vez transcurridos 12 meses si se logra un progreso satisfactorio hacia la reducción de las vulnerabilidades.
Condiciona- lidad	Condiciona- lidad a ex post: los sucesivos desembolso al cumplimiento condiciones cuantitativas (como las relativas a las reservas internacionales y el nivel de déficit o endeudamiento público) y medidas estructurales (en el nuevo marco de los Acuerdos Stand-By se han eliminado los criterios de ejecución estructural, en su reemplazo se evalúa de manera integral en el contexto del programa el avance en la implementación de las medidas estructurales que sean cruciales para lograr los objetivos del programa). La EFF tiene una mayor carga de medidas estructurales.		Condiciona- lidad ex-ante: se establecen unas criterios de habilitación agrupados en cinco aéreas: (i) posición externa: debe ser sostenible con una cuenta de capital en la que predominen los flujos privados, un historial de acceso a los mercados internacionales en condiciones favorables; y un nivel de reservas relativamente holgado; (ii) política fiscal: finanzas públicas sólidas, incluida una situación sostenible de la deuda pública; (iii) política monetaria: nivel de inflación bajo y estable y marco de tipo de cambio sólido; (iv) sistema financiero: ausencia de problemas de solvencia bancaria que planteen una amenaza para la estabilidad del sistema y una supervisión eficaz del sector financiero; (v) integridad, calidad y transparencia de la información económica. Para acceder a la FCL se exigen muy sólidos fundamentos en las cinco áreas, y en el caso de la PCL se permite una situación moderada en dos áreas; además el Directorio tiene que haber evaluado la situación del país en el último Artículo IV como “muy positiva” (FCL) o “positiva” (PCL). La PCL incorpora además un programa de revisión semestral con condicionalidad de tipo a ex post pero más reducida que en un SBA y focalizada en las vulnerabilidades detectadas en el proceso de habilitación.	
Tasa de préstamo	La tasa básica de cargo se fija a partir del tipo de interés del DEG (aprox. 0.3% a 31/12/2010) más 100 puntos básicos (pb), y hay un cargo por servicio adicional de 50pb para cada cantidad dispuesta. Sobre la tasa básica se establece un sobrecargo de 200 pb para las cantidades que excedan el 300 % de la cuota; y 100 pb más en el caso de este acceso se prolongue más de tres años. Si los recursos no se utilizan se paga una comisión inicial o de compromiso de carácter anual (se reembolsable si el país utiliza los recursos) que se establece en función de la cuantía del préstamo: 15 pb para cantidades hasta 200% de cuota, 30pb para cantidades entre 200 y 1000% y 60pb para cantidades superiores.			
Duración [período de reembolso]	Generalmente de 12–24 meses y no mayor de 36 meses. Renovable. [8 pagos trimestrales entre 3¼ y 5º año desde cada desembolso]	3 años. Renovable. [12 pagos semestrales entre 4 ½ y 10º año desde cada desembolso]	De 1 a 2 años (con examen a los 12 meses para confirmar que el país continúa cumpliendo cumplimiento de los criterios de entrada). Renovable. [8 pagos trimestrales entre 3 ¼ y 5º año transcurrido desde cada desembolso]	

Fuentes: FMI, elaboración propia.

C. Préstamos concedidos desde 2008

El cuadro 5.5 recoge los préstamos concedidos por el FMI desde otoño de 2008, la mayoría de ellos concedidos bajo el nuevo marco de la política de préstamo aprobado en marzo de 2009 (ver también cuadro 2.7). A 31 de enero de 2011, el FMI mantiene préstamos vivos por valor casi 250.000 millones de dólares¹⁹⁹. Se observan varias tendencias de interés en los préstamos concedidos:

- (i) **Límites de acceso.** En promedio, el acceso de los programas de resolución de crisis, SBA y EFF, se sitúan en un acceso aproximado 600% (735% si se incluyen los acuerdos precautorios FCL y PCL), es decir en la frontera de los nuevos límites ordinarios de la política de préstamo, lo que indica la oportunidad de su elevación dada la mayor necesidad de recursos que la crisis financiera global ha supuesto. De hecho, en siete países se ha superado el límite y se ha activado un acceso excepcional. En varios países europeos hay que sumar además la contribución de la UE, que en el caso de Grecia e Irlanda supone un 275% de recursos adicionales. El programa con Grecia supone un record histórico en porcentaje de cuota (3.200%) anteriormente ostentado por el programa con Corea en 1997 por valor de 15.500 millones de DEG, que supuso un 1.938% de cuota (pero entonces Corea estaba infrarrepresentada por cuota en el FMI).
- (ii) **Concentración regional.** Del total de préstamos concedidos desde el otoño de 2008, los programas con países europeos suponen cerca de un 60%. El porcentaje se eleva a un 83.5% si se consideran sólo los programas de resolución de crisis (excluyendo FCL y PCL). De nuevo aquí se nota el elevado peso de los programas con Grecia e Irlanda, pero también con los países de Europa del este. Por volumen de recursos, 7 de los 10 mayores programas se conceden a países europeos. Conviene señalar que en el caso del continente africano, la mayoría de programas se conceden con cargo a la financiación concesional, a través de la cuenta PRGT, por un valor aproximado de 18.000 millones de dólares.

¹⁹⁹ Durante este período vencen además préstamos por valor de 50.000 millones de dólares.

- (iii) **Tipo de facilidad.** La FCL concedida a México por unos 73.900 millones de dólares es la mayor facilidad concedida, y la suma de los tres FCL a México, Polonia y Colombia por valor de 107.500 millones absorben el 43.2% del total de préstamos concedidos.

**Cuadro 5.5. Préstamos vivos del FMI con cargo a la CRG
(otoño 2008 a 31 enero 2011)**

País beneficiario	Tipo de acuerdo	mill. \$*	% Cuota	% PIB	Plazo (en meses)	Fecha de aprobación o última renovación
Europa**		147.604,40	1056%	10%	30,5	
Grecia	SBA	41.286,5	3212%	12,70%	36,5	9-may-10
Irlanda	EFF	30.404,3	2322%	14%	36,5	16-dic-10
Polonia	FCL	29.936,1	1400%	6%	24,0	21-ene-11
Rumanía	SBA	17.873,2	1111%	10,60%	24,3	4-may-09
Ucrania	SBA	15.619,4	729%	12,29%	29,4	28-jul-10
Serbia	SBA	4.090,9	560%	9,38%	27,3	16-ene-09
Letonia	SBA	2.376,7	1200%	9,92%	36,5	23-dic-08
Islandia	SBA	2.186,7	1190%	17,45%	33,8	19-nov-08
Bosnia&Herz.	SBA	1.584,7	600%	9,17%	36,3	8-jul-09
Georgia	SBA	1.166,9	497%	10,71%	33,4	15-sep-08
Macedonia	PCL	645,7	600%	7%	24,0	19-ene-11
Moldavia	EFF	288,6	150%	5,55%	36,5	29-ene-10
Kosovo	SBA	144,7	157%	2,54%	18,3	21-jul-10
Latinoamérica**		81.515,30	507%	5%	26,1	
México	FCL	73.867,1	1500%	7%	24,0	10-ene-11
Colombia	FCL	3.626,8	300%	1,35%	12,1	7-may-10
Rep. Dominicana	SBA	1.709,5	500%	3,42%	28,3	9-nov-09
Jamaica	SBA	1.281,6	300%	9,75%	27,3	4-feb-10
El Salvador	SBA	802,7	300%	3,68%	36,5	17-mar-10
Antg.&Barbuda	SBA	126,5	600%	10,64%	36,5	7-jun-10
Honduras	SBA	101,1	50%	0,66%	18,2	1-oct-10
Asia**		17.882,40	409%	5%	33,7	
Pakistán	SBA	11.302,0	700%	6,35%	34,7	24-nov-08
Iraq	SBA	3.712,4	200%	4,62%	24,3	24-feb-10
Sri Lanka	SBA	2.582,8	400%	7,01%	36,5	24-jul-09
Armenia	EFF	208,4	145%	2,52%	36,5	28-jun-10
Maldivas	SBA	76,8	600%	5,27%	36,5	4-dic-09
África**		1.372,40	263%	2%	32,0	
Angola	SBA	1.341,5	300%	1,57%	27,4	23-nov-09
Seychelles	EFF	30,9	225%	3,15%	36,5	23-dic-09
Total **		248.374,8	735%	7,20%	30,08	

Fuente: FMI. *Tipo de cambio: 1\$ =0.640231 DEG (a 31.01.2011). **Cifras regionales de % de cuota y PIB y de plazo son promedios de conjunto de programas de la región.

5.2. LOS RETOS DE LA POLÍTICA DE PRÉSTAMO DEL FMI

El nuevo marco de la política de préstamo del Fondo ha permitido dar respuesta a la crisis financiera global. Ahora bien, cabe preguntarse su estabilidad de cara al futuro. Como hemos visto –si bien la reforma puede enmarcarse en un proceso de evolución histórica de la política de préstamo del Fondo– los elementos centrales de la reforma se articulan en pocos meses, los que transcurren entre octubre de 2008 y marzo de 2009, marcados por la necesidad de dar una respuesta rápida a la crisis. En este sentido, no existe un consenso generalizado en el Directorio, ni en el G-20 sobre la oportunidad de mantener una política presupuestaria de un carácter mucho más laxo una vez se hayan recuperado una senda estable de crecimiento.

El principal argumento en contra del nuevo marco de la política de préstamo se centra en el elevado riesgo moral que incorpora (como consecuencias de grandes créditos y reducida o ninguna condicionalidad), y los consiguientes problemas que puede acarrear para la propia estabilidad del sistema monetario internacional si existe una percepción de rescate fácil a los países en crisis. La estabilidad de cara al futuro dependerá de los factores históricos, presupuestarios, económicos y políticos que hemos ido analizando en los capítulos 1 a 4 y de su evolución.

En este apartado final se aproximan los principales retos a los que debe enfrentarse la nueva política de préstamo del FMI. A efectos de sistematización –y sin perjuicio de la elevada interrelación entre los distintos retos y elementos de la política de préstamo y de su difícil compartimentalización– el cuadro 5.6 relaciona distintos elementos de la política de préstamos y los principales retos que se plantean para cada uno de ellos, clasificándolos en torno a tres grandes principios que deberá mantener la política de préstamo: suficiencia, sostenibilidad y predictibilidad.

- **Suficiencia.** Los países miembros deben tener acceso a los recursos necesarios para resolver su problema de balanza de pagos. Esto exigirá que el Fondo tenga suficientes recursos para hacer frente a la demanda y que las cuotas de los países reflejen su peso relativo en la economía global (y con ello el volumen relativo de préstamo que pueden acceder).

- **Sostenibilidad.** Debe haber garantías para que la política pueda mantenerse a lo largo del tiempo. Esto exigirá que los programas sean efectivos, que permitan resolver la crisis del país, y que éste devuelva sus recursos al Fondo para poder continuar prestando a otros países miembros. También exigirá evitar problemas de riesgo moral que incentiven un comportamiento inestable de países e inversores ante la expectativa de rescate.
- **Predictibilidad.** Unas reglas de juego claras y transparentes, para que países y mercados puedan interpretar las distintas facilidades y las señales que transmiten evitando problemas de estigmatización. Los países deben tener acceso a los distintos recursos en igualdad de condiciones, esto es, a circunstancias económicas similares, misma facilidad.

Cuadro 5.6. Retos para la política de préstamo del FMI

Principios	Elementos del diseño de la política de préstamo	Reto
A. Suficiencia	a.1. Adaptación regular de recursos: cuotas y bilaterales/NAB	Garantizar recursos del FMI y que los países tengan acceso relativo en función de su peso en la economía mundial.
	a.2. Reforzar la cooperación con acuerdos regionales	Coordinar programas con acuerdos regionales aunando recursos y ventajas comparativas.
	a.3. Creación de liquidez por parte del FMI	Es la alternativa menos viable por el rechazo de los principales países miembros, que se inserte en el debate más amplio de estabilidad del sistema monetario internacional y del FMI como prestamista de última instancia. Incluye aspectos como la emisión de DEGs o el apalancamiento del FMI.
B. Sostenibilidad	b.1. Supervisión y coordinación de políticas económicas	Evitar riesgo moral mediante una efectiva supervisión y coordinación de políticas macroeconómicas como condición previa a la concesión de programas.
	b.2. Condicionalidad	Mantener estándares de condicionalidad y de criterios de habilitación en las facilidades de aseguramiento, que garanticen la devolución del préstamo y eviten riesgo moral de país.
	b.3. Involucración del sector privado	Evitar riesgo moral de inversor a través de la participación del sector privado en la resolución de la crisis.
	b.4. Estrategias de salida	Limitar problemas de riesgo moral por un acceso continuado a las facilidades, salvo en el caso de las facilidades de aseguramiento.
C. Predictibilidad	c.1. Transparencia	Transparencia sobre la naturaleza de las distintas facilidades para enviar claras señales a los mercados y evitar problemas de estigmatización.
	c.2. Equilibrio de poder institucional	Garantizar la igualdad de trato entre países en el acceso a las distintas facilidades y que los cambios futuros se hagan en función de los intereses de sus miembros.

Fuente: elaboración propia.

A. Suficiencia

El FMI debe ser capaz de proveer suficientes recursos para apoyar a los países miembros ante desequilibrios de balanza de pagos. El nuevo marco de la política de préstamos supone un importante reto, porque se duplican los límites de acceso de las facilidades de resolución de crisis, se flexibilizan los criterios de acceso excepcional, y los nuevos instrumentos de aseguramiento permiten accesos sin techo de cuota predeterminado (es el caso de la FCL). Más aun, en la medida en que estos instrumentos se pretendan configurar como un sustituto a la acumulación de reservas, deberían tener un carácter cuasi-permanente. Por tanto la demanda potencial de recursos crece exponencialmente.

Como veíamos en el capítulo 2, con el nuevo NAB y el posterior trasvase de estos recursos a la nueva cuota duplicada del Fondo impulsada por el G-20 en octubre de 2010 (cuya ratificación prevista para 2012-13), el volumen de recursos del FMI se cifra aproximadamente en 1 billón de dólares. Utilizando como referencia 2010, esto permite situar el nivel de recursos del FMI en los niveles relativos de 1998 respecto al PIB y los flujos de capital mundiales. Ahora bien, la expectativa a medio y largo plazo debe ser un mayor crecimiento de la economía mundial y por tanto, una nueva caída del peso relativo del Fondo *ceteris paribus*.

Por otro lado, el aumento de cuota también elevará el volumen de recursos a los que puede acceder cada país. En definitiva –y sin perjuicio de que la mejora de los mecanismos de supervisión y vigilancia debería reducir la necesidad futura de recurrir a los préstamos del Fondo– a medio plazo, el Fondo se enfrenta al reto de continuar adaptando sus recursos al ritmo de crecimiento de la economía mundial. De igual manera el Fondo se enfrenta al reto de que las cuotas de los países se adapten a su peso relativo en la economía mundial, porque solo así se garantiza una igualdad de trato en el volumen de recursos relativos –y por tanto en la suficiencia relativa– que pone a disposición de cada país a partir de las políticas de tramos de cuota.

Antes estos retos se plantean tres tipos de alternativas principales: (a.1) adaptación regular de los recursos; (a.2) reforzar la cooperación con acuerdos regionales; (a.3) creación de liquidez por parte del FMI.

a.1. Adaptación regular de recursos: cuotas y préstamos bilaterales/NAB

La primera opción es una actualización regular de los recursos del Fondo, bien de las cuotas, bien de los préstamos oficiales (bilaterales o vía NAB)²⁰⁰. Como se veía en el capítulo 2, la financiación durante el período 2008-2010 se ha cubierto fundamentalmente con los préstamos bilaterales, y así continuará –junto con el NAB²⁰¹–, hasta la ratificación de la duplicación de la cuota prevista en 2012. Ahora bien, el Fondo se ha sustentado normalmente en su carácter de institución basada en cuotas, tal y como reconoce explícitamente la propia reforma del NAB. Por tanto, el objetivo debería ser una actualización regular de las cuotas, que además permite actualizar los recursos a los que puede acceder el país.

En este sentido, con carácter ordinario, el FMI realiza una revisión general quinquenal de sus cuotas; más aún, la reforma de cuotas de 2010 incluía el compromiso de revisar la fórmula de las cuotas en 2013 y de adelantar a 2014 la XV Revisión General. Por consiguiente, el Fondo dispone de una política de revisión periódica de sus recursos y, como veíamos en el capítulo 4, a partir de las reformas de 2006-2008 y de 2010 se ha asentado en el Fondo el criterio de aumentos selectivos y aumentos ad hoc de cuotas (frente al criterio tradicional equiproporcional), lo que garantiza que cualquier aumento futuro irá en la dirección de adecuar la cuota de cada país a su peso relativo en la economía mundial (medido por la fórmula).

Ahora bien, tradicionalmente ha existido una reticencia a los aumentos regulares de cuota del FMI, de forma que la tendencia ha sido una pérdida de peso relativo en relación a la economía

²⁰⁰ El FMI también podría pedir prestado al sector privado, pero es una opción que no se ha desarrollado por las dificultades legales y políticas que conlleva.

²⁰¹ El nuevo NAB se aprueba en marzo de 2011. Está prevista su activación para efectuar un reparto de la carga de los créditos concedidos por el Fondo entre los países con préstamos bilaterales y los países que realizan sus contribuciones a través del NAB.

global. Es probable que esta reticencia se siga manteniendo una vez se ha llegado al umbral psicológico del billón de dólares de recursos. Pero el FMI también ha demostrado históricamente su capacidad de dotarse de recursos ante situaciones de crisis. Probablemente – de igual manera que los dos últimos aumentos generales de cuota, el de 1998 y el de 2010, han estado directa ligados a la crisis asiática y la crisis financiera global²⁰² respectivamente– futuros aumentos significativos vendrán determinados por la próxima gran crisis.

a.2. Reforzar la cooperación con los acuerdos regionales.

Una segunda opción es reforzar la cofinanciación de los programas con los acuerdos regionales, lo que permite compartir recursos y dar un mayor apoyo financiero al país. Como veíamos en el capítulo 3, esta cooperación permite aprovechar las ventajas comparativas de Fondo (expertise en el diseño e implementación de programas) y del acuerdo regional (mayor proximidad a los problemas de la región). También permite establecer un mayor vínculo entre la fuente de los recursos y el riesgo de contagio, que se concentra especialmente en la región, en función de la mayor integración económica del país en riesgo con sus vecinos. El acuerdo con fondos regionales también permite reducir los problemas de estigma asociados a la financiación del FMI, por vía de la contextualización regional y la normalización de programas de rescate.

Sin embargo, hasta ahora, el acuerdo regional con una mayor capacidad para una cooperación activa con el FMI es el EFSF europeo (que se reconvertirá en el Mecanismo de Estabilización Europeo a partir de 2013). La UE cuenta con un marco de supervisión y seguimiento de las economías europeas a través de la Comisión y Banco Central Europeo que es requisito previo a la articulación de una política de préstamo, y una condición necesaria para poder realizar el seguimiento e implementación del programa cuando se activa. Por otro lado, el mecanismo

²⁰² En el caso de 2010, el principal factor determinante de la duplicación de cuotas ha sido la reforma de gobernabilidad. En todo caso el aumento de cuota absorberá la mayor parte de los préstamos bilaterales concedidos en 2009 y del aumento del NAB aprobado en abril de 2010, que sí están determinados por la necesidad de recursos ante la crisis financiera global.

está dotado de recursos suficientes (el ESM tendrá 500.000 millones de euros) para poder afrontar con suficiencia las crisis de sus países miembros.

Junto a la UE, en Asia, la iniciativa Chiang Mai también tiene el potencial de una mayor cooperación con el FMI, pero tendrá que desarrollar aún una estructura regional de supervisión (actualmente apenas cuenta con una secretaría de 15 personas). En el marco actual, Chiang Mai cuenta con suficientes recursos y delega en el FMI el diseño e implementación del programa. Fuera de la UE y Asia, no existen acuerdos de entidad que permitan una cooperación más activa con el Fondo y está por ver que se puedan desarrollar²⁰³. Además, conviene señalar dos tipos de consideraciones de carácter formal:

- (i) La pérdida de autonomía del Fondo en el diseño del programa. Los programas con Grecia e Irlanda están sentando el precedente. Se trata de programas que se coordinan entre tres jefes de misión, el del FMI, el de la Comisión y el del BCE de forma que el FMI (y las instituciones de la UE) pierden autonomía en el diseño del programa. A esto hay que sumar la aplicación del principio de apropiación del programa por parte de las autoridades como elemento para mejorar las posibilidades de éxito en la implementación del programa. Se trata de una estructura de negociación que inevitablemente va a generar controversias internas y, de cara al futuro, parece razonable la unificación del equipo negociador del programa bajo único jefe de misión.
- (ii) El estatus de acreedor preferente del FMI, que le sitúa en una posición de ventaja frente a los acuerdos regionales porque la deuda contraída con el FMI es sénior con respecto a la que se contrae con el acuerdo regional. De nuevo la cooperación del FMI-UE está sentando el precedente de mantener el estatus del FMI (lo contrario exigiría cambiar el convenio constitutivo).

²⁰³ En Latinoamérica ha sido notorio el fracaso del banco de las Américas e iniciativas como el FLAR de 1988 han concentrado muy pocos recursos (ver capítulo 3).

La colaboración futura con acuerdos regionales dependerá, por tanto, del impulso que estos reciban. Un aspecto importante será si los acuerdos regionales incorporan o no de manera generalizada facilidades de aseguramiento del tipo FCL, lo que exigirá especial coordinación en la supervisión y en la definición de los criterios de habilitación. De momento sólo Europa está contemplando esta posibilidad. Como veíamos en el capítulo 3, el reforzamiento del pacto de estabilidad y crecimiento, y el nuevo pacto de competitividad, suponen de facto un requisito superior a los criterios de habilitación de la FCL.

Un desarrollo particularmente interesante de la coordinación con los acuerdos regionales será la articulación de lo que se ha denominado Mecanismo de Estabilización Global (GSM²⁰⁴). Se trata de que, en posibles situaciones futuras de crisis sistémica global o regional, se emita una señal internacional por parte de las instituciones internacionales, informando sobre su capacidad y disposición para atender a las necesidades de sus países miembros²⁰⁵. El objetivo sería enviar a los mercados una señal de confianza para mitigar los efectos de la crisis. La dificultad está en la coordinación entre el FMI y las instituciones regionales, y en decidir cuándo se activa, porque la propia activación puede tener un efecto de retroceso, alimentando a los mercados un una posible situación de desconfianza creciente.

Como propuesta general, de momento no se han planteado grandes reticencias en torno al GSM por ningún país, si bien los mecanismos de gobernabilidad necesarios para llevar a cabo las distintas medidas no están definidos. Resultará también importante definir las formas de cooperación del Fondo con otros mecanismos de estabilización (fondos regionales) para evitar solapamientos, así como las estrategias de salida previstas.

²⁰⁴ GSM: Global Stabilization Mechanism.

²⁰⁵ La propuesta del FMI al respecto incluye todas las políticas que de hecho se han ido aplicando en distintos momentos desde 2009, incluyendo el anuncio sobre: los mecanismos que garanticen la adecuación de los recursos financieros y la liquidez del FMI (la activación del NAB y el endeudamiento bilateral del Fondo); la parrilla de facilidades a favor de los países afectados (desde FCL a SBA), con la posibilidad de una invitación general para evitar los posibles problemas de estigma asociados a ser el primer demandante; y mecanismos de coordinación con otras instituciones y con el sector privado (tipo iniciativa de Viena). IMF (2010n).

a.3. Creación de liquidez por parte del FMI

Alternativamente, el FMI podría garantizar la suficiencia a través de la creación de su propia liquidez. El Fondo podría actuar como un banco central, a través de las emisiones de DEG para financiar programas. El papel del FMI como creador de liquidez se ha debatido recurrentemente, sobre todo en torno a su posible función como prestamista de última instancia internacional, que puede remontarse a los propios orígenes del Fondo, con la propuesta de Keynes del *bancor* como una unidad monetaria internacional. En la práctica, esta función ha topado con la oposición de los principales países socios del Fondo, no interesados en un Fondo con funciones de banco central supranacional. No parece que sea una opción viable a medio plazo, al menos no en el sentido clásico atribuido a Bagehot²⁰⁶.

Más recientemente, el debate se está planteando en términos de la reforma del Sistema Monetario Internacional, que constituye una prioridad de la presidencia francesa del G-20 en 2011. En este sentido, sí se puede pensar en cambios graduales en la dirección de un mayor peso para el Fondo en el SMI. Como veíamos, la cumbre del G-20 de Londres en abril de 2009, ya aprobó una emisión puntual de 250.000 millones de DEG, distribuidos entre los países miembros en función de la cuota. El Fondo impulsó en paralelo la suscripción de acuerdos voluntarios de compra venta de DEG entre agentes institucionales para fomentar su uso.

Ahora bien, el DEG no constituye una moneda de uso internacional, y su utilización exige convertirla en una divisa utilizada por los mercados. Presenta, además, importantes restricciones de tipo legal, porque el Convenio Constitutivo exige una mayoría cualificada del 85% para aprobar o cancelar las emisiones, que además deben sustentarse en la existencia de una necesidad global de reservas. Como veíamos en el capítulo 3, el Fondo está intentando impulsar un mayor papel para el DEG con propuestas de tipo pragmático (como permitir su uso por el sector privado, ampliar la cesta de monedas, o utilizarlo como referencia en cifras

²⁰⁶ Las funciones clásicas de Walter Bagehot (1826-1877) establecían que: “en una crisis, el prestamista de última instancia debe prestar libremente, con un tipo de penalización y con buen colateral” (cita de Fisher, 1999). Para un análisis de los principales elementos del debate sobre el FMI como prestamista de última instancia ver Fisher (1999).

económicas internacionales, sección 3.1.c.). Existe no obstante bastantes reticencias en el seno del Directorio para impulsar un mayor papel para el DEG, cuando no una clara oposición²⁰⁷. No parece previsible un importante aumento del papel del DEG, más allá de reformas puntuales para mejorar su posibilidad de uso y, eventualmente, la inclusión del renminbi en la cesta de monedas que componen el DEG.

Una variante interesante es la posibilidad de apalancar los préstamos del FMI. Los préstamos concedidos por el FMI están apoyados en un ratio 1:1 (valor préstamo: recursos inmovilizados) en la suma de recursos propios (las cuotas) y/o préstamos oficiales (bilaterales o el NAB)²⁰⁸ que se inmovilizan. Alternativamente, el Fondo podría aproximarse al funcionamiento de un banco privado, y apalancar los créditos. Se trata de una posibilidad que cobra especial relevancia en el caso de las facilidades precautorias, especialmente de la FCL. Como veíamos, las tres FCL concedidas a México, Polonia y Colombia suponen un 43% del total de recursos concedidos entre 2008 y 2011. Las FCL suponen una elevada carga sobre los recursos del Fondo porque, aunque no se utilicen los recursos, el FMI debe inmovilizar el total de préstamo concedido en la línea, y no puede utilizarlos para otros préstamos. Sin embargo, las FCL son préstamos de tipo precautorio a países de buen comportamiento en los que existe una expectativa elevada de que el país no tendrá que acceder a los recursos. En este contexto, un ratio 1:1 parece excesivo y se podría considerar su aumento, especialmente en los casos de FCLs concedidas simultáneamente a varios países con distintos riesgos regionales.

Más aun, si se quiere consolidar el objetivo de la FCL como una facilidad sustitutiva de la acumulación de reservas. Para conseguirlo, los países deben tener la confianza de que la FCL tendrá una fácil disponibilidad (dada la cuasi-absoluta disponibilidad de las reservas propias²⁰⁹)

²⁰⁷ Especialmente por parte de los bancos centrales, por la amenaza que supone para el diseño de las políticas monetarias nacionales.

²⁰⁸ Formalmente el FMI puede prestar contra colateral pero se trata de una práctica en desuso. En cuanto al reparto de la carga de los préstamos del Fondo entre cuotas y préstamos oficiales, el FMI ha manejado distintos ratios en función de la disponibilidad de préstamos entre 1:1 (préstamos: cuotas) y 2:1 (IMF, 2009f). Con la activación del nuevo NAB se está contemplando un ratio 3:1.

²⁰⁹ Sujeta a las restricciones legales que cada país establezca respecto al uso de las reservas, y al cálculo de los efectos que el uso de reservas pueda tener sobre la confianza en los mercados de capitales.

con el simple cumplimiento de los criterios de habilitación. En el límite, puede plantearse una situación de renovación continua e indefinida de la FCL, lo que la constituirá en sustituto perfecto de las reservas. Se trata, en cualquier caso, de una opción de difícil implementación por la previsible resistencia política de los mismos países que han estado en contra de la FCL.

B. Sostenibilidad

La política de préstamo debe ser financieramente sostenible y evitar introducir ineficiencias en el sistema económico internacional. La sostenibilidad financiera exige programas efectivos que permitan resolver la crisis del país, y al Fondo recuperar los recursos prestados para continuar prestando a otros países miembros. También exigirá evitar una burbuja prestamista en el Fondo que cuestione la viabilidad conjunta de todos los programas concedidos. En este sentido, los problemas de ineficiencia sistémica se derivan principalmente del riesgo moral que pueden introducir los programas, en términos de un comportamiento de política económica menos sostenible por parte de los países (riesgo moral de país) o de mayor asunción de riesgos y menor exigencia de calidad por parte de los inversores internacionales (riesgo moral de inversor); porque cuentan con la seguridad que proporciona la opción de rescate del FMI. Un tercer tipo de riesgo moral es del propio FMI, por su doble papel como supervisor y prestamista, y el conflicto de interés de condicionar la primera a los objetivos de la segunda actuando a favor de y justificando la suscripción de programas (ver capítulo 3).

La flexibilización de las facilidades de resolución de crisis y la introducción de las facilidades de aseguramiento intensifican este debate, porque suponen en la práctica una mayor facilidad de acceso a las facilidades del FMI. Ante estos riesgos, la política de préstamo puede actuar a través de cuatro vías principales: (b.1) la supervisión y coordinación de políticas económicas; (b.2) la condicionalidad; (b.3) la involucración del sector privado en la resolución de crisis; y (b.4) las estrategias de salida.

b.1. Supervisión y coordinación de políticas económicas

Una supervisión efectiva es el precedente necesario a la política de préstamo. En la medida en que el FMI tenga una supervisión efectiva, se reduce el riesgo moral de país y la posibilidad de una crisis. Para ello el Fondo debe alertar, en tiempo, de los riesgos en los que están incurriendo los países o la economía global en su conjunto, y además debe tener una capacidad de influencia en los países para que tomen medidas correctoras. Sin embargo, la supervisión del Fondo ha demostrado importantes carencias que han limitado su efectividad incluyendo, como veíamos en el capítulo 4, una doctrina institucional muy poco dispuesta a reconocer los fallos de mercado.

La IEO ha realizado varios informes en los que alerta sobre las importantes deficiencias de la supervisión del Fondo. Así, concluye que las interacciones del FMI con las economías avanzadas y las grandes economías emergentes –con las que la relación es fundamentalmente de supervisión– han sido menos eficaces que con el resto de países, lo que resulta especialmente grave por su carácter de economías sistémicas. El Fondo ha prestado poca atención a las estrategias para buscar una mayor capacidad de influencia de sus diagnósticos y recomendaciones, e incluso al manejo de las presiones sobre el staff para presentar evaluaciones excesivamente cautas. La IEO recomienda sustituir la supervisión bilateral realizada por los Informes del Artículo IV, por programas estratégicos que marquen objetivos para mejorar la rendición de cuentas y la capacidad de influencia sobre las autoridades a través de distintas estrategias de comunicación con las propias autoridades y con el exterior (IEO, 2010).

En relación a la supervisión multilateral, se señala la ausencia de una línea estratégica para el conjunto de la institución. Los principales productos –el WEO, el GFSR y los Informes Regionales– se elaboran por distintos departamentos²¹⁰ de forma compartamentalizada y con escasa coordinación entre sí. El resultado es una pérdida de interconexión de los productos y de

²¹⁰ Los de investigación (WEO); monetario y de mercado de capitales (GFSR); y los respectivos departamentos geográficos.

posibles inconsistencias, de forma que el producto de supervisión conjunto es menor que el sumatorio de las partes. Por otro lado, la supervisión multilateral se centra demasiado en el análisis de coyuntura económica y perspectivas –algo que ya hacen muchos analistas privados– y descansa demasiado en un proceso de abajo hacia arriba, explicando el comportamiento de lo global a partir del análisis de los países, frente a una realidad que cada vez es más de mercados horizontales y globalizados. La IEO recomienda centrarse más en los vínculos de política económica y sus efectos globales y posicionar al FMI dentro de un esquema de supervisión inter pares en el seno de grupos con capacidad de incidir en las decisiones (Gs), y reforzar en este tipo de papel al IMFC (IEO, 2006).

En el capítulo 1 se analizaba como, a raíz de la crisis financiera global, el G-20 está impulsando un nuevo esquema de supervisión global en el que el FMI está jugando un papel central –junto con el FSB. Probablemente el ejercicio más importante es el de coordinación de políticas económicas a través del Marco para un crecimiento estable del G-20, y del proceso de evaluación mutua (MAP). EL FMI juega un papel informal central en el MAP elaborando el informe técnico de referencia para el análisis conjunto de las políticas de los países del G-20²¹¹. En la medida en que involucra directamente a los responsables de las políticas económicas de los países del G-20 (Presidentes y Ministros de Economía), es el instrumento con más potencial para incidir en las políticas. No obstante, como veíamos, necesita reforzar sus mecanismos de presión, una vez que el énfasis de la coordinación debe pasar a las estrategias de salida monetarias y fiscales, que son mucho más controvertidas y difíciles de coordinar.

En este sentido, podría pensarse en una formalización del MAP, otorgando al FMI un papel como evaluador independiente de las políticas de los países. Esto exigiría probablemente la aprobación de una decisión de supervisión multilateral y, en su caso, una revisión del Convenio Constitutivo, para formalizar de una manera clara la vigilancia multilateral del Fondo²¹².

²¹¹ Si bien lo elabora a partir de las contribuciones de los países del G-20.

²¹² Legalmente, la política de vigilancia se sustenta en el Artículo IV del Convenio Constitutivo, que desarrolla las obligaciones de los países miembros, y en la decisión de supervisión de 2007 (que actualizó la de 1977), que orienta las responsabilidades de FMI y países miembros en la supervisión. Formalmente, la vigilancia de los

En paralelo a su papel en el MAP, el Fondo está reforzando su papel supervisor en dos direcciones principales (en línea con las recomendaciones de la IEO): la integración entre la supervisión multilateral y bilateral, y el reforzamiento de la supervisión financiera. Para ello se están impulsando distintas iniciativas que incluyen²¹³:

- (i) La introducción obligatoria (en principio cada 5 años) de análisis de estabilidad financiera (Financial Stability Assessment, FSA) dentro de los Artículos IV, para países con sistemas financieros sistémicamente importantes²¹⁴
- (ii) La elaboración de nuevos informes temáticos sobre asuntos económicos y financieros internacionales prioritarios, enfatizando el análisis cross-country (por ejemplo informes sobre interconexiones financieras, sobre entidades financieras transnacionales, o sobre funcionamiento de los mercados de trabajo)
- (iii) Introducción, junto al WEO y el GFSR, de un nuevo informe de supervisión multilateral centrado en las políticas fiscales, el Fiscal Monitor; y de un nuevo instrumento de supervisión, el EWE²¹⁵. Por otro lado, el GFSR ha profundizado en el análisis de los vínculos macrofinancieros y las redes transfronterizas y ha adoptado un lenguaje más incisivo y más vinculados al WEO²¹⁶

efectos desbordamiento sólo se contempla cuando se transmiten a través de de balanza de pagos del país y no necesariamente, como en la crisis actual, cuando el canal ha sido financiero (Field y Moreno 2010).

²¹³ Para un análisis más detallado ver Field y Moreno 2010.

²¹⁴ También se ha reforzado el análisis financiero en los informes de Perspectivas Económicas Regionales (Regional Economic Outlook, REO).

²¹⁵ El EWE complementa el GFSR y al WEO identificando riesgos de suceso extremo y escenarios de vulnerabilidad. Más allá del complemento analítico, la ventaja del EWE es su presentación en formato restringido a Ministros y Gobernadores en las reuniones de primavera y anuales del FMI. Constituye, así, una oportunidad para que los responsables de política económica pongan en común sus reflexiones sobre los principales riesgos a los que está sometido el sistema económico internacional (Moreno y Field 2010).

²¹⁶ En vigilancia multilateral el GFSR de abril de 2007 alertó sobre la excesiva acumulación de riesgos en el mercado hipotecario subprime en EEUU, y los riesgos de contagio los mercados globales. Sin embargo, la alerta

- (iv) Para economías sistémicas, incluir junto al artículo IV un informe adicional sobre efectos desbordamiento en el que se analiza el impacto de las políticas domésticas sobre sus socios económicos, y sobre la economía regional o global según el caso (*spillover reports*)²¹⁷.

Se trata de muchas iniciativas aún en rodaje y que habrá que evaluar, principalmente, a la luz de su capacidad para incidir en las políticas de las economías sistémicas. Para asegurar su efectividad será necesaria la labor de coordinación interna interdepartamental, para evitar inconsistencias y duplicidades entre los múltiples productos, y no caer en una sobreproducción, y en fatiga supervisora en los países. En este sentido, a las nuevas iniciativas de supervisión del FMI hay que sumar las del FSB²¹⁸ en supervisión financiera, y las regionales, especialmente intensas en los países de la UE que también ha reforzado su supervisión. En esta labor de coordinación, adquiere especial importancia el papel del departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación (SPR)²¹⁹ que debe velar por la homogeneidad de los informes y por una estrategia común y global del FMI.

b.2. Condicionalidad

La condicionalidad es el principal instrumento con que cuenta el Fondo para tratar de apuntalar la efectividad del programa y con ello garantizar que el país devuelva el préstamo. Es también un elemento disuasorio del riesgo moral de país porque exigirá duras medidas de ajuste en caso de que el país incurra en crisis. Sin embargo, el nuevo esquema de la política de préstamo permite un acceso a un mayor volumen de recursos, con grandes desembolsos iniciales, y con

no caló, entre otras razones, por la escasa contundencia de los mensajes que se pierden en un informe extenso y de corte analítico, más que de alerta y recomendación de políticas (Field Moreno 2010).

²¹⁷ Este ejercicio se ha iniciado con cinco informes piloto para China, Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Zona del Euro (IMF, 2010ñ).

²¹⁸ Por ejemplo, las economías sistémicas van a tener una doble supervisión de sus sistemas financieros a través del FSAP que realiza el FMI y a través del examen país del FSB.

²¹⁹ SPR: Strategy, Policy, and Review Department.

una condicionalidad mucho más flexible (inexistente en el caso de la FCL). Se ha perdido por tanto, palanca o condiciones que se exijan al país para acceder los recursos.

En definitiva, en pura teoría el nuevo marco de condicionalidad eleva el riesgo moral de país. Ahora bien, en la práctica las facilidades de resolución de crisis mantienen una condicionalidad relevante. Así, se mantienen los criterios de ejecución cuantitativos, que siguen imponiendo estrictas condiciones para la política fiscal y monetaria. Por otro lado, hemos visto como la condicionalidad estructural empieza a adquirir importancia sólo a partir de los años 80 e inicia su caída 20 años después, cuando al analizarse los programas se cuestiona su efectividad y su criticidad para el éxito de los mismos. Los programas sí retienen en todo caso parámetros de referencia estructurales para orientar posibles reformas. Los grandes desembolsos iniciales se hacen además necesarios en un contexto en el que las crisis de balanza de pagos tienen un elevado componente de crisis de confianza. Finalmente, es especialmente importante que se exija un estricto cumplimiento de los criterios de acceso excepcional para cantidades que superen el 600% de cuota.

En relación a las facilidades de aseguramiento, se podría pensar en una limitación en función de la contingencia para reafirmar su papel de seguro ante shock exógenos, por ejemplo, limitarla a un menú de shocks exógenos como volatilidad de precios de materias primas, o en función del tipo de inversor o flujo de capital que cubren (por ejemplo discriminar entre inversores domésticos y extranjeros²²⁰, o entre flujos de cartera vs inversión directa). Sin embargo, para grandes economías con capacidad de incidir en los mercados internacionales, resulta difícil discriminar que constituye un shock exógeno. Por otro lado, una excesiva casuística eliminaría la utilidad del aseguramiento por vía de complejidad de señales al mercado. Los riesgos de agencia asociados a las facilidades de aseguramiento deben controlarse a través de la supervisión, y por vía de la revisión anual del cumplimiento estricto de los criterios de habilitación.

²²⁰ Un estudio en desarrollo de Alberola, Erce y Serena (2011) observa como el capital extranjero actúa de manera independiente al nivel de reservas del país, mientras que el capital de nacionales sí fluye positivamente hacia el país cuanto mayor es el nivel de reservas. Por tanto una FCL sería más efectiva para atraer capital de nacionales.

Por último, con carácter general, ha adquirido más importancia en la política del Fondo la necesidad de apropiación del programa por parte de las autoridades como condición necesaria para garantizar el éxito del mismo. Para ello, es más importante incidir en la labor de persuasión e influencia técnica del FMI, que en la imposición de condiciones. Por utilizar un símil, se produce una evolución en la estrategia de aproximación a los programas desde un Fondo como el maestro autoritario regido por el lema de “la letra con sangre entra”, hacia un profesor que facilita los instrumentos, los recursos y el apoyo técnico para que el país desarrolle sus propias políticas. El tiempo dirá si esta nueva estrategia es efectiva.

b.3. Involucración del sector privado

El principal instrumento para contener el riesgo moral de inversor es la involucración del sector privado en la resolución de la crisis. En la medida en que el inversor sea consciente de que tendrá que formar parte de la solución en caso de crisis, calibrará mejor el riesgo que asume en sus decisiones de inversión.

En 2002 el FMI intentó articular un mecanismo para la involucración del sector privado a través del denominado Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (SDRM)²²¹, cuya principal impulsora fue la entonces primera Directora Gerente Alternativa, Anne Krueger²²². Se basaba en la intermediación del FMI en situaciones de insostenibilidad de deuda, una suerte de esquema internacional de resolución de quiebras soberanas (evitando litigaciones sujetas a distintas legislaciones en cada país). Se acordaría un paquete de salida que incluyera: un programa de ajuste, una reestructuración de la deuda y el apoyo financiero del FMI. El SDRM fracasó, fundamentalmente por el rechazo de EEUU pese a su apoyo inicial²²³.

²²¹ SDRM: Sovereign Debt Restructuring Mechanism.

²²² Para un análisis detallado del SDRM ver Krueger, 2002. Anne Krueger ha recuperado recientemente una propuesta del tipo SDRM junto con otros autores, para aplicarla a los fondos regionales europeos (Gianviti et al., 2010).

²²³ Para un análisis de la economía política del nacimiento y caída de la propuesta del SDRM ver Setser, 2008.

Desde entonces, se ha optado por las soluciones de mercado a través de mecanismos como las cláusulas de acción colectiva en las emisiones de títulos públicos, o de los mercados secundarios de bonos²²⁴. En esta misma línea y el contexto de la resolución de los efectos de la crisis en los países de Europa Central y Oriental; el BERD lanzó en enero de 2009 la Iniciativa Europea para la Coordinación Bancaria, o Iniciativa de Viena. Se trata de un marco de diálogo informal no vinculante entre autoridades, instituciones internacionales que contribuyen al rescate (BERD, FMI, Comisión Europea), y el sector bancario privado, en el que se comparten los escenarios para el ajuste a partir de los compromisos de financiación de las distintas partes.

El resultado del diálogo ha sido el compromiso, mediante declaración pública conjunta de los bancos privados, de mantener sus exposiciones y niveles de capital en los países por encima de unos umbrales acordados. Se trata de una iniciativa que ha resultado muy útil, porque ha permitido que los bancos privados extranjeros mantuvieran sus compromisos de financiación en países como Hungría, Letonia o Rumania, resolviendo el dilema del prisionero que se planteaba por no conocer la estrategia del competidor, y el incentivo a ser el primero en salir del país para evitar mayores pérdidas.

Pero, probablemente, la involucración del sector privado debería ir más allá e incluir la posibilidad de reestructuración de deuda en situaciones de grave crisis de solvencia para los que no es suficiente la combinación de ajuste doméstico y financiación privada y oficial. El éxito del ejercicio dependerá de la capacidad de articular un marco de diálogo efectivo entre autoridades, financiación oficial y acreedores privados, un SDRM-II que recupere la determinación simultánea del apoyo financiero, ajuste interno y reestructuración.

b.4. Las estrategias de salida

Por último, otro elemento que puede ayudar a la sostenibilidad de la política de préstamo es la articulación de claras estrategias de salida de los programas del FMI para evitar situaciones de

²²⁴ El futuro ESM europeo contempla compra de bonos en el mercado secundario de países miembros en situación de crisis de deuda soberana.

continuada exposición a determinados países, que limite el acceso a recursos de terceros. La estrategia de salida reduce el riesgo moral al eliminar la expectativa de un rescate continuado.

En el caso de los programas de resolución de crisis, el FMI viene aplicando desde el año 2000 una política más estricta de seguimiento de los programas una vez vencen, estableciendo una evaluación post programa cuando el país todavía mantenga una deuda superior al 100% de la cuota. Por otro lado, desde 2003 se realiza un análisis ex post de los programas de larga duración (situaciones en las que el país tiene un préstamo con el FMI en al menos 7, de un período de 10 años), exigiendo que el staff haga una valoración de los programas previos y justifique la necesidad de la renovación²²⁵.

El caso de las facilidades precautorias es distinto, en la medida en que no supongan desembolso de recursos a favor del país no está sujeta a análisis ex post. Por otro lado, su naturaleza es distinta, constituyen un seguro ante un shock exógeno y, en principio, las garantías de devolución en caso de uso son más elevadas dado que por los criterios de habilitación sólo se conceden a países económicamente sólidos. Como se señalaba anteriormente, en la medida en que facilidades como la FCL quieran constituirse como sustitutivos de una excesiva acumulación de reservas –no deseable por sus efectos desestabilizadores globales–, deberían tener un carácter continuo, para asegurar su disponibilidad por parte del país (garantizando así el mismo tipo de disponibilidad que tienen las reservas).

Por tanto, la FCL probablemente no debería tener una estrategia de salida. Este debate se planteará con fuerza a partir de 2012, a la vista de las posibles renovaciones de las FCL actuales con México y Polonia que corresponderían en enero de 2013, y a la luz de la articulación de posibles facilidades precautorias en distintos acuerdos regionales o del posible

²²⁵ Esta política se implementa tras el primer informe de la IEO de 2002 en el que se analizan los programas de larga duración. La IEO encuentra que, comparados con el resto de programas, los de larga duración tienen un mayor optimismo en las proyecciones, objetivos de ajuste fiscal medidos por el déficit primario menores, e insuficiente énfasis en reformas institucionales clave (IEO, 2002).

desarrollo de mecanismos de apoyo entre bancos centrales (swaps) más formalizados (menos ad hoc).

C. Predictibilidad

La política de préstamo debe proporcionar un marco predecible, de forma que los países miembros y los mercados puedan interpretar las distintas facilidades y las señales que transmiten para evitar problemas de estigmatización de los programas. De otra manera, se pierde la efectividad de los programas y se incurre en el riesgo de su caída en desuso. Igualmente, debe haber unas reglas de juego claras, una cierta estabilidad de la política de préstamo, y una igualdad de trato entre los países miembros en la posibilidad de acceso a las distintas facilidades, i.e., a circunstancias económicas similares, acceso al mismo tipo de facilidad.

En la consecución de un marco predecible intervienen dos elementos principales: (c.1) la transparencia sobre la naturaleza de las distintas facilidades y una aplicación consecuente; y (c.2) el equilibrio de poder institucional, como garantía de que los cambios en la política de préstamo se harán en función de los intereses de sus miembros.

c.1. Transparencia: naturaleza y aplicación de las facilidades de préstamo

La naturaleza de las distintas facilidades de préstamo se establece en el propio diseño de cada facilidad. Como veíamos en el cuadro 5.4 las distintas facilidades con cargo a la CRG están diseñadas para distintos tipos de contingencias, lo que se materializa en distintos tipos de condicionalidad (ex post en el caso de la FCL y la PCL). El marco actual presenta en teoría un continuo entre las distintas facilidades, en función de las distintas situaciones de balanza de pagos en la que se encuentra el país, reflejado en el cuadro 5.7.

Cuadro 5.7. El continuo de la facilidades con cargo a la GRC



Fuente: elaboración propia.

En principio, se establece un continuo en el que las facilidades se articulan en función del tipo de riesgo de balanza de pagos al que se enfrenta el país –que está vinculado a su situación y políticas económicas-, y la condicionalidad se modula en consecuencia. En el extremo izquierdo, el país tiene “luz verde”, su situación es sólida, pero se enfrenta a un posible riesgo de liquidez de balanza de pagos como consecuencia de factores exógenos. Para estos países se ofrece una FCL de acceso ilimitado para la que no se exige condicionalidad convencional ex post (sí criterios de habilitación ex ante). En el otro extremo, el país está en “luz roja”, afronta una situación de crisis y un problema de insolvencia de balanza de pagos. A estos países se les ofrece bien un SBA, bien un EFF (la principal diferencia son la mayores plazos de reembolso de la EFF), con un acceso del 600% de cuota, ampliable si cumplen los requisitos de acceso excepcional, y sometido a un programa de ajuste con condicionalidad ex post.

Las líneas divisorias están mucho menos claras en la zona “naranja” de la PCL y el SBA precautorio –identificado como HAPA si supone acceso elevado–. En ambos casos, el país tiene vulnerabilidades y se le ofrece un acuerdo precautorio, será FCL o HAPA en función de lo que soliciten las autoridades y del juicio de valor que haga el staff y el Directorio. El grado de condicionalidad ex post también es difuso, si bien se establece que es más enfocado y reducido en el caso de la PCL. Con respecto al acceso, paradójicamente el HAPA (que se

supone aplica a peor situación económica), podría tener en teoría un acceso superior al de una PCL por vía del acceso excepcional²²⁶.

En ambos casos el FMI proporciona un sello de garantía que permite catalizar recursos del sector privado. Existe, sin embargo, una potente diferencia entre la PCL y el HAPA en términos de señal a los mercados. La PCL señala que el país está bien, pero no lo suficiente como para acceder a una FCL, por lo que se le limita el acceso y se añade condicionalidad ex post. En el HAPA, la señal es más positiva: el país afronta problemas de balanza de pagos, pero señala a los mercados su capacidad de resolverlos con un programa respaldado por el FMI, y en principio, sin acceder a los recursos que facilita.

También es poco clara la línea divisoria entre la FCL y la PCL, porque depende del juicio que haga el staff sobre el cumplimiento sólido o moderado de los criterios de habilitación. De hecho, en la práctica, los propios criterios de habilitación favorecen que la PCL se conceda a economías pequeñas cerradas, y la FCL a economías grandes abiertas. En este sentido, se pueden percibir dos categorías separadas de continuos en el acceso a las facilidades: (i) uno para países avanzados y grandes economías emergentes con acceso a FCL, HAPA y SBA; (ii) y otro, para el resto de países con acceso a PCL, HAPA y SBA²²⁷.

En gran medida la creación de la PCL en agosto de 2010 responde a la demanda de una facilidad precautoria para economías emergentes y en desarrollo que, de facto, no tenían acceso a la FCL. Sin embargo, el resultado ha sido que el teórico continuo entre las cuatro facilidades resulta muy difuso y puede inducir a problemas de estigmatización, sobre todo de la PCL. La integración entre la PCL y el HAPA, y un genuino acceso a la FCL por parte de cualquier economía con una sólida situación económica, permitirá resolver estas dificultades.

²²⁶ En este sentido, el FMI debería aclarar el marco HAPA. Plantea accesos elevados sin delimitarlos, sería útil definirlo directamente en términos de acceso excepcional, es decir, para accesos superiores al 600% de la cuota.

²²⁷ Los programas concedidos parecen corroborarlo. De las cuatro líneas precautorias concedidas a 1 del 1 de 2011, las tres FCL se han concedido a México, Polonia y Colombia; y la única PCL a Macedonia.

c.2. Equilibrio de poder institucional

Por último, la predictibilidad se consigue con un esquema garantista que de una cierta estabilidad a la política de préstamo, y promueva un acceso a los recursos en las mismas condiciones para los países miembros. En la medida en que los mecanismos de decisión del FMI reflejen los distintos intereses de sus países miembros, y sean un buen reflejo del peso relativo de las economías en el mundo, mayores serán las garantías para que las posibles reformas futuras de la política de préstamo se hagan teniendo en cuenta los intereses de todos sus miembros.

Como veíamos en el capítulo 4, a lo largo de la historia ha habido un dominio estadounidense y del G-7 sobre los designios del FMI. A partir de 2009, en línea con el asentamiento del G-20 como principal foro económico de coordinación internacional, se ha producido una profunda reforma de la gobernabilidad del FMI que culminará hacia 2012 (una vez finalicen los procesos de ratificación en cada país de la duplicación de cuotas aprobada en 2010). El resultado ha sido una mayor vinculación entre las cuotas –y el poder de voto– de los países con su peso relativo en la economía mundial, y una reforma del Directorio con un mayor equilibrio entre economías avanzadas, emergentes y en desarrollo. Por otro lado, informalmente, el propio G-20 ha ejercido una influencia creciente en las políticas del Fondo. Como veíamos, uno de los principales retos pendientes será adaptar las estructuras del Directorio y del G-20, lo que pasa por cambios en el Directorio, pero también en el G-20 (incorporando economías en desarrollo ahora ausentes).

En definitiva, el Fondo es ahora una institución mucho más equilibrada en su estructura de toma de decisiones. Cualquier cambio en la política de préstamo deberá necesariamente tener en cuenta los intereses de países avanzados, emergentes y en desarrollo.

NOTAS FINALES

Como respuesta a la crisis financiera global, el G-20 ha puesto en marcha una serie de iniciativas de largo alcance que están sentando las bases de un nuevo OEI a partir de tres elementos principales: la configuración del G-20 como el foro para la coordinación económica (en sustitución del G-7); el fortalecimiento de los pilares del sistema de Bretton Woods –FMI, Banco Mundial y OMC–; y el establecimiento de un nuevo pilar de regulación y supervisión financiera.

Ahora bien, la naturaleza de las crisis financieras, así como el entramado institucional necesario para contenerlas, son cuestiones aun lejos de haber sido resueltas. Como señalan Reinhart y Rogoff (2009: 292), las crisis financieras difícilmente pueden ser evitadas por muy perfecto que sea el sistema de regulación. En este contexto se hace necesario contar con instrumentos ágiles y flexibles para atender situaciones de crisis, y en este ámbito nadie discute el papel que debe desempeñar el FMI a través de su política de préstamo, todo ello, con independencia del que pudiera corresponderle en la regulación o la supervisión.

Un punto de inflexión en la política de préstamo del FMI

El objeto de esta tesis ha sido analizar cómo ha evolucionado la política de préstamo del FMI en respuesta a la crisis, insertándola en el contexto más amplio de la reforma del OEI. Este análisis pone de manifiesto que se han producido cambios sustantivos, que representan un punto de inflexión, y que condicionarán la trayectoria futura de los préstamos del Fondo. La nueva política de préstamo se caracteriza por dos componentes principales: una política de préstamos para resolución de crisis más laxa y una nueva función aseguradora.

Los préstamos para resolución de crisis se simplifican reduciéndolos a dos facilidades, los Acuerdos de Derecho de Giro (SBA) y el Servicio Ampliado del FMI (EFF), eliminándose la casuística de facilidades del Fondo que se vinculaban al origen de la dificultad de balanza de

pagos, con independencia de su origen. Estos préstamos se hacen más laxos, tanto por la menor condicionalidad, como por un mayor y más flexible acceso a los recursos. Bajo los principios de apropiación del programa por parte de las autoridades (ownership) y de criticidad, se ha reducido la condicionalidad, limitándola a criterios cuantitativos de variables macroeconómicas y a parámetros de referencia estructurales. Los sucesivos desembolsos de los préstamos pasan a basarse en una evaluación general del programa.

Si bien se trata de un cambio que venía gestándose, especialmente desde hacía una década, no será hasta 2009 cuando se dé un paso definitivo con la eliminación de los criterios de ejecución estructurales –que se habían asentado en los programas especialmente a partir de los años 80–. De esta forma, el Fondo cambia el rumbo de una historia de 50 años de programas fuertemente condicionados y se aleja de las críticas que siempre han suscitado los criterios de ejecución, en particular de los referidos a las reformas estructurales.

Por otro lado, se flexibiliza el acceso a los recursos por una triple vía: se duplican los límites de acceso normales (hasta el 200% de cuota anual y el 600% para el total del programa), se simplifica el acceso excepcional por encima de estos límites, y se flexibiliza del escalonamiento de los desembolsos en función de las necesidades del país. Como ya se había puesto de manifiesto en la segunda mitad de los años 90, las nuevas crisis por cuenta de capital se contagian con rapidez y tienen un carácter súbito y amplio, lo que exige un acceso rápido a un gran volumen de recursos para restaurar la confianza de los mercados internacionales. De nuevo aquí, no será hasta la reforma de la política de préstamo de 2009 cuando el Fondo redireccione formalmente la tendencia histórica de la política de préstamo que se sustentaba en préstamos con desembolsos limitados y escalonados (y condicionados) como garantía de que el país podría devolver el préstamo.

Junto al nuevo marco de resolución de crisis, el Fondo activa una nueva función aseguradora sustentada en dos facilidades: la Línea de Crédito Flexible (FCL) y la Línea de Crédito Precautoria (PCL). El esquema se completa con los denominados HAPA (programas SBA precautorios de elevado acceso), también con funciones preventivas. Aunque la extinta CCL (1999-2003) ya apuntaba en esta dirección, nunca llegó a utilizarse por los problemas de

estigma que introducía. El rápido contagio de la crisis financiera global hace necesario reintentar el establecimiento de una función aseguradora para el FMI, esta vez rediseñada para garantizar su uso y efectividad.

La FCL y la PCL introducen dos cambios en la política de préstamo del Fondo especialmente significativos: (i) eliminación de la condicionalidad ex post y su sustitución por criterios de habilitación o condicionalidad ex ante como requisito para acceder a los recursos; y (ii) la reinterpretación del criterio de necesidad de balanza de pagos, de forma que se habilitan recursos con carácter preventivo para un país en el que, no sólo no existe necesidad de balanza de pagos, sino que expresamente se reconoce su buena situación económica. De esta forma se invierten dos criterios que habían dominado los préstamos del FMI desde sus inicios en la década de 1950.

Esta función aseguradora del Fondo se compara favorablemente con otras alternativas como la acumulación de reservas o las redes bilaterales. Estas últimas aunque pueden adquirir mayor importancia en el futuro, de momento, no están suficientemente consolidadas. Basta señalar que ni siquiera en un proceso de integración tan avanzado como el de la Unión Europea han podido dar una respuesta satisfactoria. No obstante, la colaboración del Fondo con los acuerdos regionales será especialmente importante para articular una efectiva red de seguridad financiera global (GFSN).

Por tanto, la crisis financiera global ha constituido una “oportunidad” para el FMI, en el sentido de que ha permitido dar paso a una nueva política de préstamo cuyos detalles ya se habían venido perfilando anteriormente, pero que no se terminan de aprobar hasta que la crisis hace necesario atender de una manera más flexible a las necesidades de financiación de sus países miembros. Como se detalla a lo largo del presente trabajo los cambios mencionados tienen un alcance e implicaciones que sustentan la hipótesis de que la crisis financiera supone un punto de inflexión en la política de préstamos del Fondo, es decir, no suponen una ruptura, pero sí un cambio significativo de dirección.

Conviene señalar que el papel más activo del Fondo a través de su política de préstamo ha estado acompañado de un cambio en su estructura de toma de decisiones –tanto en su estructura formal, como en la informal– que ha hecho posible la nueva política de préstamo. Entre 2006 y 2008 el Fondo había llevado a cabo una reforma de su gobernabilidad que permitió una corrección de las cuotas para reflejar mejor el peso relativo de los países en la economía global. A partir de 2009, como consecuencia de la crisis, el G-20 impulsa una nueva y más profunda ronda de reforma de gobernabilidad que, una vez ratificada (hacia 2012), tendrá como resultado un mayor peso de los países emergentes en el Directorio y un buen alineamiento de las cuotas con el peso económico relativo de los países.

Por tanto, en poco más de un año, entre 2009 y 2010, el Fondo articula una reforma que permite corregir la inercia histórica, heredada desde su fundación, de mantenimiento del statu quo en el poder de voto de sus países miembros, y da paso a un mayor peso de las economías emergentes en la toma de decisiones y, en consecuencia, a una mayor legitimación institucional del FMI. Probablemente, la única disfunción pendiente en la gobernabilidad sea aproximar las composiciones del Directorio y del G-20.

Para la nueva política de préstamo también ha sido importante su legitimación intelectual. En este sentido, se ha producido un giro importante en la cultura institucional desde el denominado Consenso de Washington, hacia un nuevo enfoque cuyos contornos no están aun claramente precisados, pero que se aproxima más a la nueva síntesis keynesiana y preconiza la efectividad de las políticas públicas y de la regulación en determinadas circunstancias y, que exige adaptar las políticas a las circunstancias concretas de cada caso.

Los retos de la política de préstamo

La nueva política de préstamo se ha gestado bajo la presión de los acontecimientos, de ahí la importancia de considerar los problemas que pueden plantearse en cuanto a su viabilidad futura. A este respecto se han realizado consideraciones en torno a tres principios: suficiencia, sostenibilidad y predictibilidad.

En relación a la suficiencia, será importante garantizar que el FMI dispone de suficientes recursos para atender a las necesidades de sus miembros. En este sentido, la nueva política de préstamo ha ejercido una fuerte presión sobre los recursos del Fondo en el período entre finales de 2008 y 2009, cuando estos se habían quedado cortos comparados con los indicadores de la economía global. Esta debilidad hizo necesario recurrir a los préstamos bilaterales (fundamentalmente de Japón y países europeos) para atender la situación generada por la crisis. En 2011 la carga presupuestaria pasará a recaer a los Nuevos Acuerdos de Préstamo (NAB) ampliados que multiplican casi por once sus recursos (pasando de 54.500 millones de dólares hasta casi 590.000 millones); y, a partir de 2012, los recursos volverán a sustentarse en las cuotas, una vez se materialice la duplicación de cuotas del FMI acordada por el G-20.

Es probable que una vez alcanzado el umbral del billón de dólares en recursos para el Fondo haya resistencias a aumentar las cuotas siguiendo la evolución de los indicadores económicos. Aunque las cuotas se revisan periódicamente, la experiencia indica que sus aumentos se producen de forma abrupta en respuesta a las situaciones extraordinarias, como sucedió en 1998 con la crisis asiática o en 2010 con la crisis financiera.

Las posibilidades de que el Fondo disponga de una capacidad ilimitada de recursos evolucionando hasta convertirse en una entidad con capacidad de generar liquidez, son muy remotas. Más factible sería el permitir el apalancamiento de los préstamos en el caso de facilidades como las FCL, que representan una fuerte carga sobre los recursos del Fondo aunque los recursos no lleguen a ser utilizados. Sin embargo, es una opción con muchas dificultades en el seno del Directorio para poder prosperar.

Con respecto a lo sostenible, el principal reto que se plantea es el riesgo moral asociado a los programas del Fondo. Se trata del principal argumento de los detractores de la reforma de la política de préstamo. El nuevo marco más laxo de los programas de resolución de crisis y la ausencia de condicionalidad ex post en las facilidades de aseguramiento aumentan en teoría el riesgo de comportamiento insostenible en los países beneficiarios de los programas (riesgo moral país) y en los inversores internacionales (riesgo moral de inversor).

La contención del riesgo moral de país exigirá una política de supervisión más efectiva y una mejor coordinación internacional de políticas económicas en el seno del G-20, como precedentes necesarios a la política de préstamo en la medida en que permiten contener el riesgo de crisis y los comportamientos insostenibles de política económica. También será necesario un estrecho cumplimiento de los programas y de los criterios de habilitación de las distintas facilidades para evitar “bajar el listón” de los programas. Por su parte la contención del riesgo moral de inversor exigirá una mayor involucración del sector privado en la resolución de crisis a través de mecanismos de diálogo conjunto con autoridades e instituciones internacionales y, en los casos más graves, de la asunción de un proceso de reestructuración, idealmente articulado conjuntamente en una mecanismo de tipo SDRM-II.

Por último, la predictibilidad exigirá una aplicación transparente de las facilidades de préstamo y su continuidad en el tiempo. Se ha argumentado que entre la nuevas facilidades, la FCL, la PCL y el HAPA no tienen claramente definidas sus líneas divisorias e incorporan el riesgo de enviar señales equívocas a los mercados. Estas señales pueden acabar por aclararse en el tiempo a través de su uso, si bien aquí se ha sugerido la posibilidad de integrar la PCL y el HAPA en una única facilidad. Sobre la continuidad en el tiempo del nuevo marco presupuestario, cabe esperar que la nueva estructura de gobernabilidad del FMI, con un mayor equilibrio entre economías emergentes y avanzadas, garantice que futuras reformas de la política de préstamo tengan adecuadamente en cuenta los intereses de todos los países miembros.

...

En los dos últimos años el FMI ha llevado a cabo profundas reformas –en sus políticas de préstamo y de supervisión, en su gobernabilidad y en sus recursos– que han vuelto a situarlo en un lugar central en el OEI. En este sentido, se han invertido los términos de un debate no tan lejano –que llegó hasta 2007– sobre la irrelevancia del Fondo. Entonces, en medio de un proceso de reducción del staff, en las conversaciones de pasillo en el FMI circulaba una ironía: se decía que los “más optimistas” entre el staff argumentaban que “ya llegaría una crisis” (y vaya si llegó).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alberich, I. y Martínez, M. (2000). “Cuotas y representación en el Fondo Monetario Internacional” en *El FMI ante el siglo XXI. Perspectivas del Sistema Financiero*. Nº 68, p. 47-71, enero.
- Alberola, E.; Erce, A. y Serena, JM (2011). “Are international reserves a useful tool to manage capital flows?: a gross flows approach”. Preliminary version presented at Banco de España workshop, febrero.
- Alberola, E. y Serena, J.M. (2008). “Sovereign external assets and the resilience of global imbalances”. *Banco de España Working Paper* nº 0834.
- Alonso, J.A.; Fernández de Lis, S. y Steinberg, F. (coords.) (2009). La reforma de la arquitectura financiera internacional. Madrid, AFI-ICEI-ICO-Real Instituto Elcano.
- Banco de España (2009). “3. El Entorno Exterior del área del Euro” en *Informe Anual 2009*. Banco de España, Madrid.
- Bean, C. (2009). “The great moderation, the great panic, and the great contraction”. Schumpeter Lecture at the Annual congress of the European Economic Association, Barcelona, August 25.
- Bernanke (2005). “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”. Speech delivered at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Va., March 10.
- Bernanke, B.S. (2010). “*Monetary policy and the housing bubble*”. Speech delivered at the annual meeting of the American Economic Association. Atlanta, Georgia, January 3.
- Bini Smaghi, L. (2004). “A Single EU Seat in the IMF?”. *Journal of Common Market Studies*, Volume 42, Number 2, p. 229-248.
- Bini-Smaghi, L. (2010). “Reserve accumulation: the other side of the coin”. Speech at the 5th High-level EMEAP-Eurosystem Seminar, Sydney, February 10.
- BIS (2009). *BIS 79th Annual Report 2008/09*. BIS, June.
- BIS (2010) “The Functioning and Resilience of cross-border funding markets”. *CGFS Paper Nº 37*, March 2010.
- Blanchard, O. y Milesi-Ferretti, G.M. (2009). “Global Imbalances: In Midstream?”. *IMF Staff Position Note*, SPN/09/29, December 22.
- Boughton, J. (2004). “The IMF and the Force of History: Ten Events and Ten Ideas That Have Shaped the Institution”. *IMF working paper*, WP/04/75, May.
- Boughton, J.M. (2001). *Silent Revolution. The International Monetary Fund 1979–1989*. IMF, Washington, DC.
- Bradford, C. (2009). “The future of the IMF”. *The Brookings Institution, mimeo*, April.
- Broto, C.; Erce, A. y Diaz-Cassou, J. (2011). “Measuring and explaining the volatility of capital flows to emerging countries”. *Journal of Banking & Finance*, Article in Press, Corrected Proof, January.
- Bustelo, P. (2000). “La construcción de una nueva arquitectura financiera internacional: progresos y propuestas”. *Boletín Económico de Información Comercial Española*, nº 2.642, 31 de enero a 13 de febrero de 2000, p. 25-33.
- Caballero, r; Fahri, E. y Gourinchas, P. (2008). “An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates. *The American Economic Review*, Volume 98, Number 1, March 2008 , p. 358-393.
- Calvo, G., (2009). “Lender of Last Resort: Put It on the Agenda!”. *VoxEU.org Lead Commentary*, Debate on Development and the crisis, March 23.
- Camdessus, M. (1998). “Toward a New Financial Architecture for a Globalized World”. Address at the Royal Institute of International Affairs, London, May 8.
- Camdessus, M. et al. (2011). “Reform of the International Monetary System. A cooperative approach for the 21st Century”. *Palais-Royal Initiative*, a group convened by Michel Camdessus, Alexandre Lamfalussy, and Tommaso Padoa-Schioppa, January, 18.
- Carrasco, C.; Molina, L.; y Orgaz, L. (2010). “El reposicionamiento de las grandes economías emergentes en la

- economía mundial”. *Boletín Económico del Banco de España*, diciembre.
- Caruana, J. (2011). “Financial Stability: Ten Questions and about Seven Answers”. *Reserve Bank of Australia 50th Anniversary Symposium*, February 9.
- Casares, J. (2002). *El pensamiento en la política económica*. Esic Editorial, Madrid.
- Casares, J. (2007). “Elaboración de la política comercial. Un marco artístico”. *Distribución y Consumo*, Enero-Febrero.
- Casas, M. de las y Serra, X. (2008). “Simplification of IMF Lending: Why not just one flexible credit facility?”. *Banco de España, Documento Ocasional* n.º 0806.
- Casas, M. de las; Fernández de Lis, S.; González-Mota, E.; Mira, C. (2004). “Review of the progress in the reform of the international financial architecture since the Asian crisis”. *Banco de España, Documento Ocasional*, n.º 0407.
- Catte, Cova, Pagano, and Visco (2010), “The Role of Macroeconomic Policies in the Global Financial Crisis”, *Banca d’Italia, Occasional Paper* nº 69.
- Ceña, C. y Hernández, L. (1995). “El FMI; cincuenta años de cooperación”. *Información Comercial Española, Boletín ICE*, nº 2459, p. 29-36, junio.
- Craine, R. y Martin, V.(2009) “Interest Rate Conundrum”. *The B.E. Journal of Macroeconomics* Vol. 9, Issue. 1.
- De Vries, M.G. (1986). *The IMF in a Changing World*”, 1945-85. International Monetary Fund, Washington D.C.
- Díaz-Cassou, J., M.J. Fernández y S. Fernández de Lis (2006). “Las facilidades financieras del FMI: señalización frente a aseguramiento”. *Banco de España, Boletín Económico* 01/2006, enero.
- Dooley, M.; Folkerts-Landau, P.; y Garber, p (2003). “An Essay on the Revived Bretton Woods System”. *National Bureau of Economic Research Working Paper* 9971, September.
- Dorrucci, E. y McKay, J. (2011). “The International Monetary System after the Financial Crisis”. *European Central Bank Occasional Paper Series* Nº 123, February.
- Dreher, A. (2004). “Does the IMF cause moral hazard? A critical review of the evidence”. *EconWPA International Finance*, December 2004.
- Eichengreen, B. (2009). “The Dollar Dilemma: The World’s Top Currency Faces Competition”. *Foreign Affairs* September/October.
- Erce, A., Díaz-Cassou, J. y Vazquez, J. (2008). “The Role of the IMF in Recent Sovereign Debt Restructurings: Implications for the Policy of Lending Into Arrears”. *Banco de España, Documento Ocasional*, 0805.
- Erce, A. y Díaz-Cassou, J.(2010). “IMF Interventions in Sovereign Debt Restructurings” en *Sovereign Debt: From Safety to Default*. R. Kolb, J. Wiley & Sons. Eds, forthcoming
- Fernández, M.J. y Moreno, P (2005). “Retos de la política de desarrollo del Banco Mundial y del FMI” en *60 Aniversario de las Instituciones de Bretton Woods. Información Comercial Española*, ICE N.º 827, Diciembre
- Fernández, R. y Estella, A. (2011). “Nuevas Ideas para la Regulación del Sistema Financiero Internacional: propuesta de reforma en el marco G-20”. *Fundación Ideas, Documento de Debate*, 1, 2011.
- Field, L. y Moreno, P. (2010). “El G-20 y la vigilancia financiera global” en *Crisis Financiera y Arquitectura Financiera Internacional. Información Comercial Española, Revista de Economía*, n.º 855, p.113-122, Julio-Agosto.
- Field, L. y Pérez, D. (2009). “El Informe del Grupo de Alto Nivel sobre Supervisión Financiera en la UE: El Informe Larosière”. *Banco de España, Estabilidad Financiera* nº. 16, mayo.
- Fischer, S (2003). “Globalization and Its Challenges”. *American Economic Review*, Vol. 93, May, p. 1–30.
- Fisher, S. (1987). “International Macroeconomic Policy Coordination”. *National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper* No. W2244, May.
- Fisher, S. (1999). “On the Need for an International Lender of Last Resort”. Paper presented at the joint luncheon of the American Economic Association and the American Finance Association New York, January 3, 1999

- FMI (2001). "Organización y operaciones financieras del FMI". *Serie de folletos FMI*, No. 45 Sexta edición
- FMI, (1993). *Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional*. Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.
- G-20 (2008). "Declaration — Washington, USA". G-20, Washington, November 15.
- G-20 (2009). "Leaders' statement, the Pittsburgh Summit". G-20, Pittsburgh, September 25.
- G-20 (2009a). "Leaders Statement — The Global Plan for Recovery and Reform". G-20, London, April 2.
- G-20 (2009b). "Declaration on strengthening the financial system". G-20, London, April 2.
- G-20 (2010). "Communiqué — Gyeongju, ROK". G-20, Gyeongju, October 23.
- G-20 (2010a). "The G-20 Toronto Summit Declaration". G-20, Toronto, June 26-27.
- G-20 (2010b). "The G-20 Seoul Summit Declaration". G-20, Seoul, November 11-12.
- Gianviti et al. (2010). "A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal". *Bruegel Blueprint*, November 9.
- Gola, C. y Spadafora, F. (2009). "Financial Sector Surveillance and the IMF". *IMF Working paper*, WP/09/247.
- González-Mota, E. y Marqués, J.M (2010). "Dodd-Frank Wall Street Reform: un cambio profundo en el sistema financiero de Estados Unidos". *Banco de España, Estabilidad Financiera* n° 19, noviembre.
- Granell, J.J. (2010). "La reforma de la Arquitectura Financiera Internacional en su perspectiva histórica" en *Crisis Financiera y Arquitectura Financiera Internacional. Información Comercial Española, Revista de Economía*, n° 855, p. 123-136, julio-agosto.
- Gutián, M. (1992). "La singular naturaleza de las funciones del Fondo Monetario Internacional". *FMI, Serie de folletos*, n° 46-s.
- Hinarejos, M. y Varela, F. (2010). "Hacia un enfoque macroeconómico de la regulación financiera" en *Lecciones de la crisis: Homenaje al Profesor Jaime Requeijo. Revista del Instituto de Estudios Económicos*, n°1.
- Horsefield, J.K. (1969). *The International Monetary Fund, 1945-1965—Twenty Years of International Monetary Cooperation*. IMF, Washington DC.
- Hudson, M. (2003). *Super imperialism: the origin and fundamentals of US world dominance*. London, Pluto press.
- IEO (2002). "Evaluation of Prolonged Use of IMF Resources". *IEO Evaluation Report*, September 25.
- IEO (2003). "IMF and Recent Capital Account Crises: Indonesia, Korea, Brazil". *IEO Evaluation Report*, July 28.
- IEO (2004). "Report on the Evaluation of Poverty Reduction Strategy Papers (PRSPs) and The Poverty Reduction and Growth Facility (PRGF)". *IEO Evaluation Report*, July 6.
- IEO (2006). "An Evaluation of the IMF's Multilateral Surveillance". *IEO Evaluation Report*, April 7.
- IEO (2008). "Structural Conditionality in IMF-Supported Programs". *IEO Evaluation Report*, January 3.
- IEO (2010). "IMF Interactions with Member Countries". *IEO Evaluation Report*, January 20.
- IEO, (2011). "Evaluation of IMF Performance in the Run-Up to the Financial and Economic Crisis—Multilateral Surveillance". *IEO Evaluation Report*, January 10.
- IMF (1998). "The IMF and the Poor". *IMF, Fiscal Affairs Department Pamphlet Series* No. 52.
- IMF (1999). "Review of the Compensatory and Contingency Financing Facility (CCFF) and Buffer Stock Financing Facility (BSFF)—Preliminary Considerations". *IMF Policy paper*, December 9.
- IMF (2000). "Review of Fund Facilities—Preliminary Considerations". *IMF Policy paper*, March 2.
- IMF (2000a). "Report to the IMF Executive Board of the Quota Formula Review Group". *IMF Experts report*, April 28.
- IMF (2001). "Financial Organization and Operations of the IMF". *IMF Pamphlet series*, Washington DC.
- IMF (2002). *IMF Glossary: English-French-Spanish*. IMF, Washington DC.

- IMF (2002a). “Access Policy in Capital Account Crises”. *IMF Policy paper*, July 29.
- IMF (2002b). “Guidelines on Conditionality”. *IMF Policy paper*, September 25, 2002
- IMF (2003). “Review of Access Policy Under the Credit Tranches and the Extended Fund Facility”. *IMF Policy paper*, January 14.
- IMF (2004). “Review of the Compensatory Financing Facility”. *IMF Policy paper*, February 18.
- IMF (2004a). “The IMF’s Contingent Credit Lines (CCL)”. *IMF Factsheet*, March.
- IMF (2004b). “Review of Exceptional Access Policy”. *IMF Policy paper*, March 23.
- IMF (2004c). “Signaling by the Fund-A Historical Review”. *IMF Policy paper*, July 16.
- IMF (2006). “Quotas—Further Thoughts on a New Quota Formula, and Statistical Appendices I and II”. *IMF Policy paper*, November 22.
- IMF (2007). “Staff Report on the Multilateral Consultation on Global Imbalances with China, the Euro Area, Japan, Saudi Arabia, and the United States”. *IMF Policy paper*, June 29.
- IMF (2008). “Review of Limits on Access to Financing in the Credit Tranches and Under the Extended Fund Facility, and Overall Access Limits Under the General Resources Account”. *IMF Policy paper*, April 17
- IMF (2008a). “Operational Guidance to IMF staff on the 2002 Conditionality Guidelines”. *IMF Policy note*, July 10.
- IMF (2008b). “Review of Limits on Access to Financing in the Credit Tranches and Under the Extended Fund Facility, and Overall Access Limits Under the General Resources Account”. *IMF Policy paper*, September 2.
- IMF (2009). *Global Financial Stability Report*. IMF, October.
- IMF (2009a). “Review of Fund Facilities—Analytical Basis for Fund Lending and Reform Options”. *IMF Policy paper*, February 6.
- IMF (2009b). “Update on the Financing of the Fund’s Concessional Assistance and Debt Relief to Low-Income Member Countries”. *IMF Policy paper*, April 17
- IMF (2009c). “Review of the Adequacy of and Options for Supplementing Fund Resources”. *IMF Policy paper*, January 12.
- IMF (2009d). “Qualifiers Used in Summings Up of Executive Board Meetings”. *IMF News*, September 24, 2009
- IMF (2009e). “GRA Lending Toolkit and Conditionality: Reform Proposals”. *IMF Policy paper*, March 13
- IMF (2009f). “Borrowing by the Fund-Operational Issues”. *IMF Policy paper*, June 17.
- IMF (2010). “Reserve Accumulation and International Monetary Stability”. *IMF Policy paper*, April 13.
- IMF (2010a). “Central Banking Lessons from the Crisis”. *IMF Policy paper*, May 27.
- IMF (2010b). “Financial Sector Surveillance and the Mandate of the Fund”. *IMF Policy paper*, March 19.
- IMF (2010c). “Modernizing the Surveillance Mandate and Modalities”. *IMF Policy paper* und, March 26.
- IMF (2010d). “IMF Standing Borrowing Arrangements”. *IMF Factsheet*, September 29.
- IMF (2010e). “Update on the Financing of the Fund’s Concessional Assistance and Debt Relief to Low-Income Member Countries. IMF Policy paper, September 20.
- IMF (2010f). “The Fund’s Mandate-Future Financing Role”. *IMF Policy paper*, March 25.
- IMF (2010g). “Regional Financial Safety Nets to Create Stronger Links”. *IMF Survey Magazine: Policy*, October 26.
- IMF (2010h). “Exiting from Monetary Crisis Intervention Measures—Background Paper”. *IMF Policy paper*, January 25.
- IMF (2010i). “Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World”. *IMF Policy paper*, February 4. 2010
- IMF (2010j). “Central Banking Lessons from the Crisis”. *IMF Policy paper*, May 27.
- IMF (2010k). “Fourteenth General Review of Quotas-Realigning Quota Shares-Further Considerations”. *IMF*

Policy paper, June 22.

IMF (2010l). “IMF Conditionality”. *IMF Factsheet*, September 27, 2010.

IMF (2010m). “The Fund’s Mandate—The Future Financing Role: Revised Reform Proposals”. *IMF Policy paper*, August 25.

IMF (2010n). “The Fund’s Mandate—The Future Financing Role: Reform Proposals”. *IMF Policy paper*, June 29.

IMF (2010ñ). “Implementation Plan in Response to Board-Endorsed Recommendations Arising from the IEO Evaluation of IMF Interactions with Member Countries”. *IMF Policy paper*, May 27.

IMF (2011a). “Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines”. *IMF Policy paper*, February 15.

IMF (2011b). “Enhancing International Monetary Stability—A Greater Role for the SDR?”. *IMF Policy paper*, January 7.

IMF (2011c). “IMF Executive Board Concludes the Meeting on Enhancing International Monetary Stability—A Role for the SDR?”. *IMF Public Information Notice (PIN) No. 11/22*, February 10.

IMF (2011d). “Crisis Management and Resolution Policies-Preliminary Lessons from the Global Financial Crisis”. *IMF Policy paper*, February 9.

IMFC (2010). “Comunicado de la vigésima segunda reunión del Comité Monetario y Financiero Internacional de la Junta de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional”. IMFC, Washington, 9 de octubre.

IMF-FSB (2009). “The Financial Crisis and Information Gaps, Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors”. *IMF, FSB Report*, October 29.

IMF-G-20 (2010). “Appendix 1 Fiscal Costs of the Recent Crisis” en A fair and Substantial Contribution by the Financial Sector: Final Report for the G-20”. *IMF G-20 Report*, June.

IMF-World Bank (2009). “Financial Sector Assessment Program After Ten Years—Experience and Reforms for the Next Decade”. *IMF-World Bank Policy paper*, August 28.

IRC (2010). “Strengthening the international monetary system: Reserves. International Relations Committee of the European System of Central Banks”. IRC, *Report prepared by the Task Force on IMF issues*, September.

Jeanne, O. y Zettelmeyer, J. (2004). “The Mussa Theorem (and other results on IMF induced moral hazard)”. *IMF working paper WP/04/192*, October.

Johnson, S (2008). “Shadow Agenda for the G-20 Summit: More Money for the IMF”. *The Peterson Institute for International Economics, Real Time Economic Issues Watch: Global Financial Crisis*, November 6.

Kenen, P. (1989). “The use of IMF credit” en Gwin, C. Feinberg, R. et al, *The International monetary fund in a multipolar world: pulling together*. New Brunswick, Transaction Books.

Krueger, A. (2002). *A New Approach To Sovereign Debt Restructuring*. International Monetary Fund, Washington DC, April.

Laeven, L. y Valencia, F. (2010). “Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly”. *IMF Working Paper*, WP/10/146.

López Roa, A.L. (2007). “Globalización y Economía”. Lección inaugural del curso académico 2007-2008 de la Universidad Pontificia Comillas, 3 de octubre.

Mack, A. (2009). “A New International Economic Order? The IMF & the GFC”. Paper for the 2009 APSA Conference.

Mallaby, S. (2008). “Supersize the IMF”. *Washington Post* Thursday, November 13, 2008

Martínez, M. (2008). “La reforma de voz y representación en el FMI y su efecto sobre la cuota de España”. *Banco de España, Boletín Económico*, septiembre.

Martínez Rolland, M.A. (coord.) (2010). *Crisis Financiera y Arquitectura Financiera Internacional*. Información Comercial Española, Revista de Economía, n° 855, Julio-Agosto.

Mateos y Lago, I.; Duttagupta, R. y Goyal, R. (2009). “The Debate on the International Monetary System”. *IMF*

Staff Position Note, SPN/09/26, November 11.

- Momani, B. (2007). "Another Seat at the Board: Russia's IMF Executive Director". *International Journal*, Fall.
- Momani, B. (2008). "Getting a Seat at the IMF Executive Board Table". Paper presented to the ISA Annual Conference, San Francisco, March 2008
- Moreno, P. (2009). "El G-20 y la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional". *Banco de España, Boletín Económico*, julio-agosto.
- Moreno, P. (2010). "Dos años de Cumbres del G-20: adagio spiccato". *Análisis del Real instituto Elcano*, ARI 162, 15 de noviembre.
- Muns, J. (2008). "Un economista español en la arena internacional". Banco de España, Discurso de aceptación del Premio Rey Juan Carlos de Economía.
- Nielsen, L (2011). "Classifications of Countries Based on Their Level of Development: How it is Done and How it Could be Done". *IMF Working Paper* No. 11/31.
- Obstfeld, M; Shambaugh, J; y Taylor. A. (2008). "Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves". *National Bureau of Economic Research Working Paper* 14217, August.
- OMC (2010). "Revista General de la Evolución del Entorno Comercial Internacional". *Documento OMC: WT/TPR/OV/13* de 24 noviembre.
- RAE (1992). *Diccionario de la Lengua Española, vigésima primera edición*. Real Academia Española, 1992.
- Rato, R. de (2006). "Progress in Implementing the Fund's Medium-Term Strategy". Speech At the Foreign Correspondents' Club, Tokyo, August 3.
- Rato, R. de (2006a). "The IMF in Asia and the World Economy". Speech At the Economic Society of Singapore, May 24.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2008). "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises". *National Bureau of Economic Research, Working Paper* nº 13882.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, Princeton (New Jersey).
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2010). "From Financial Crash to Debt Crisis". *National Bureau of Economic Research, Working Paper* nº 15795.
- Rodrik, D. (2006). "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves". *International Economic Journal* 20, 3: 253-266
- Rubin, R. (1998). "Strengthening The Architecture of the International Financial System". Address at the Brookings Institution., Washington DC, April 14.
- Serra, X. (2003). "Estado actual de la condicionalidad del FMI". *Banco de España, Boletín Económico*, julio-agosto.
- Setser, B (2008). "The Political Economy of the SDRM". *IPD Task Force on Sovereign Debt*, January 3.
- Sky News (2009). "PM: G-20 Pledge \$1 Trillion For Economy". [Sky News](#), April 2.
- Smith, J (1984). "The Politics of IMF Lending". *Cato Journal*, vol, 4, No. 1, Spring/Summer.
- Solbes, P. y Westendorp, C. (2010). "El G-20 no es la ONU". *Tribuna El País*, 10 de noviembre 2010.
- Solomon, r. (1984). "A Comment on The Politics of IMF Lending (by Smith, J, 1984)". *Cato Journal*, vol, 4, No. 1, Spring/Summer 1984.
- Steinberg, F. (2009). "Legitimidad y representatividad del Fondo Monetario Internacional" en Alonso, J.A.; Fernández de Lis, S. y Steinberg, F. (coords.): *La reforma de la arquitectura financiera internacional*. Madrid, AFI-ICEI-ICO-Real Instituto Elcano, p. 53-70.
- Steinberg, F. (2010). "Guerra de divisas: entre la política interna y la cooperación internacional". *Análisis del Real instituto Elcano*, ARI 154, 26 de octubre.
- Stiglitz, J. (2002). "*Globalisation and its discontents*". W.W. Norton & Co, New York,

- Strauss-Kahn, D. (2008). "The IMF and Its Future". Speech at the Banco de España, Madrid, December 15
- Taylor, J.B. (1993). "Discretion versus Policy Rules in Practice". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, p.195-214.
- Taylor, J.B. (2007). "Housing and monetary policy". *National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 13682*.
- Toribio, J.J. (2010). "La encrucijada del Sistema monetario Internacional: algunas reflexiones" en *Crisis Financiera y Arquitectura Financiera Internacional. Información Comercial Española, Revista de Economía*, n° 855, p. 43-55, julio-agosto.
- Varela, M. (1969). *El Fondo Monetario Internacional*. Publicaciones Guadiana. Madrid
- Varela, M. (coord.) (1994). *El Fondo Monetario Internacional, El Banco Mundial y la Economía Española*. Ediciones Pirámide, Madrid.
- Varela M. y Varela, F. (2000). "Las instituciones financieras internacionales en el umbral del siglo XXI" en *El FMI ante el siglo XXI. Perspectivas del Sistema Financiero*. N° 68, p. 1-33, enero.
- Varela, M y Varela, F. (2008). "La actual crisis financiera y los hedge fuds". *Revista de economía mundial*, n° 18, p. 169-182.
- Viñals, et al. (2010). "Shaping the New Financial System". *IMF Staff Position Note*, October 3.
- Vreeland, James (2003). *The IMF and Economic Development*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Williamson, J (1990). "What Washington Means by Policy Reform" en Williamson, J. (ed.): *Latin American Readjustment: How Much has Happened*. Institute for International Economics, Washington, April.
- Williamson, J (2004). "The strange history of the Washington consensus". *Journal of post Keynesian economics*, Vol. 27, N° 2, 2004, p.. 195-206.
- Woods, N. y Lombardi, D. (2006). "Uneven Patterns of Governance: How Developing Countries Are Represented in the IMF". *Review of International Political Economy*, vol. 13 (3), August.
- WSJ (2011). "Mexico To Continue Accumulating Foreign Reserves—Carstens". *Wall Street Journal*, January 7.
- Xiaochuan, Z. (2009). "Reform the International Monetary System, Essay by Dr Zhou Xiaochuan, Governor of the People's Bank of China". *BIS Review* n° 41, March 23.
- Zoellick, R. (2010). "The G-20 must look beyond Bretton Woods II". *Financial Times Opinion*, November 7.