

Este artículo ha sido elaborado por Javier Díaz Cassou, María Jesús Fernández y Santiago Fernández de Lis, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

Introducción

Desde el pasado año 2005, el FMI ha llevado a cabo un proceso de revisión de su estrategia a medio plazo, en buena medida como respuesta al debate sobre su papel en las crisis financieras de la segunda mitad de los noventa y primeros años de la década actual. No hay duda de que la globalización ha alterado significativamente el papel del FMI y ha puesto de manifiesto ciertas deficiencias en sus funciones y en los instrumentos para desarrollarlas. Este debate ha servido para reflexionar sobre su papel en una economía internacional en la que apenas existe un marco de cooperación formal entre las autoridades nacionales y en la que la creciente integración financiera ha permitido a muchas economías emergentes beneficiarse de un acceso sin precedentes a los mercados financieros, pero que lleva aparejada una gran vulnerabilidad frente a reversiones súbitas de los flujos de capital. El papel de la financiación oficial en la prevención y resolución de crisis; cómo debe responder el FMI a un contexto como el actual, caracterizado por desequilibrios globales crecientes; y la acumulación de reservas en buen número de economías emergentes, que por un lado denota una voluntad de auto-aseguramiento para no depender de esta institución, y por otro contribuye a agravar estos desequilibrios globales, son algunas de las cuestiones que se han abordado en los últimos meses, en el marco de la revisión estratégica¹. El pago anticipado de la deuda pendiente al FMI por parte de Brasil y Argentina —a finales de 2005 y principios de 2006, respectivamente— ha alimentado adicionalmente el debate sobre su papel en la financiación de los países en crisis.

En términos generales, puede decirse que su gestión ha levantado críticas tanto por el lado de los prestatarios como por el de los acreedores. Para los países acreedores, los grandes paquetes de rescate han contribuido principalmente a una distorsión de los incentivos, tanto de los inversores —para una adecuada valoración de los riesgos— como de las autoridades de los países —para adoptar políticas económicas apropiadas—. En opinión de los países prestatarios, sin embargo, los programas financieros del FMI han tendido a imponer ajustes domésticos demasiado exigentes, y ni su volumen de asistencia ha sido suficientemente predecible, ni sus términos se han adaptado a las circunstancias de cada crisis.

Una de las discusiones más interesantes en relación con el papel de la financiación oficial en las economías emergentes es en qué medida existe un vacío entre las funciones de supervisión y de financiación del FMI, que podría aconsejar o bien un reforzamiento de su función de señalización —esto es, de su capacidad para emitir señales sobre las políticas económicas de sus miembros que influyan en las decisiones de los inversores internacionales—, o bien una ampliación de su gama de líneas de financiación con algún instrumento orientado al aseguramiento que garantizase —siempre bajo determinadas condiciones— un acceso a sus recursos predecible en volumen y plazos en casos de perturbaciones exógenas adversas.

En este artículo se exponen de forma somera el contexto y los términos en que se plantea este debate, por su actualidad y relevancia dentro de las discusiones sobre arquitectura financiera internacional.

1. Véase FMI (2005).

La primera manifestación del impacto de la globalización sobre la naturaleza de las crisis de balanza de pagos en las economías emergentes fue la crisis mexicana de 1994-1995. En respuesta a esta crisis, el FMI lideró un paquete de rescate sin precedentes en la historia del sistema financiero internacional: cerca de 48.000 millones de dólares, 18.000 millones de los cuales fueron proporcionados por la propia institución, equivalentes al 688% de su cuota². Pocos años después, el FMI volvió a conceder paquetes financieros extraordinarios en el contexto de la crisis asiática de 1997-1998: 21.000 millones de dólares a Corea, equivalentes al 1.940% de su cuota, 10.000 millones a Indonesia, equivalentes al 490% de su cuota, y 4.000 millones a Tailandia, equivalentes al 505% de su cuota³.

Ante la virulencia y cada vez mayor frecuencia de estas crisis por cuenta de capital, el FMI decidió dotarse de dos nuevos instrumentos. En primer lugar, una nueva línea de financiación, el Servicio de Complementación de Reservas —SRF, por sus siglas en inglés—, con objeto de dar adecuada respuesta a necesidades de financiación a gran escala y corto plazo, derivadas de una reversión súbita de los flujos de capital. Y, en segundo lugar, de un instrumento de aseguramiento, la Línea de Crédito Contingente —CCL, por sus siglas en inglés—, que extendiera la función financiera del FMI al ámbito de la prevención de crisis, concediendo un cierto grado de aseguramiento ante los efectos sistémicos de dichas crisis. Ello pone de manifiesto la importancia que a finales de la década de los noventa se otorgaba a la provisión de asistencia financiera oficial en la construcción de una nueva arquitectura financiera internacional y que queda plasmada en las propuestas de consolidar la institución como un cuasi-prestamista de última instancia a nivel internacional, asemejando su papel al que desempeñan los bancos centrales en el ámbito nacional⁴.

No obstante, a medida que el FMI iba poniendo a disposición de los países paquetes de financiación cada vez más cuantiosos, empezaron a surgir voces muy críticas que argumentaban que los recursos estaban sirviendo principalmente para devolver las deudas a los acreedores privados y liberarles de asumir su parte en el coste de las crisis financieras, contribuyendo de esta forma a una distorsión de los incentivos del sector privado para una adecuada valoración del riesgo de sus inversiones internacionales —riesgo moral—. Según esta línea de argumentación, la distorsión de incentivos también se observaba en las autoridades de los propios países emergentes, que tendían a adoptar políticas económicas más laxas, al saber que el FMI acudiría a su rescate con financiación suficiente.

El debate sobre el riesgo moral que podrían generar los programas del FMI, junto con la constatación de que este no podría disponer de recursos suficientes para actuar como un cuasi-prestamista de última instancia, llevó a la comunidad internacional a replantearse el marco de resolución de crisis y a adoptar dos medidas importantes para reformarlo. En primer lugar, y como resultado del debate sobre el papel del sector privado en la resolución de crisis, se adoptó, en el año 2001, el denominado Marco de Praga⁵, en el que se estableció que el sector público y el sector privado han de asumir su parte correspondiente del coste financiero de una crisis cuando se produzca. El objetivo que se pretendía es equilibrar las contribuciones de ambos sectores en la resolución de crisis y consolidar la disciplina de mercado como pie-

2. Los países miembros acceden a los recursos del FMI en función de su cuota. En virtud de los límites normales de acceso, un país puede acceder en un año a un volumen de recursos equivalente al 100% de su cuota, y al 300% acumulado en tres años. 3. Estos programas del Fondo fueron complementados con recursos del Banco Asiático de Desarrollo, del Banco Mundial y bilaterales hasta alcanzar paquetes de rescate con un volumen de 57.000 millones de dólares en el caso coreano, 36.000 millones en el indonesio y 16.700 millones en el tailandés. 4. Véase Fischer (2000). 5. El Marco de resolución de crisis acordado en Praga establece que las necesidades de financiación que surjan en un episodio de crisis de balanza de pagos, una vez descontado el correspondiente ajuste doméstico, deberán ser cubiertas por los siguientes componentes: i) la provisión de financiación oficial; ii) la catálisis «espontánea» de flujos financieros privados, y iii) la asunción de pérdidas de manera más o menos coercitiva por parte del sector privado (*Private Sector Involvement*).

dra angular del funcionamiento del sistema financiero internacional. En segundo lugar, en relación con el acceso a los recursos de la institución, se adoptó en el año 2002 la política de acceso excepcional, que tiene por objeto restringir la discrecionalidad con la que hasta entonces el FMI había otorgado recursos por encima de los límites normales de acceso y, al mismo tiempo, aumentar la claridad y predictibilidad del sistema. En consecuencia, a partir de ese momento, se establecieron una serie de condiciones para el acceso a los recursos por encima de los límites: i) que el país esté experimentando presiones extraordinarias en su balanza de pagos; ii) que su nivel de deuda sea sostenible; iii) que existan razones fundadas para pensar que el país logrará recuperar el acceso a los mercados antes de la expiración del programa, y iv) que se den las condiciones para una adecuada ejecución de las políticas de ajuste asociadas al programa del FMI. Asimismo, se incorporó una «cláusula de circunstancias excepcionales» para el caso en que no se cumpla alguna de estas condiciones.

En definitiva, desde el año 2000, la comunidad internacional ha pretendido reducir el peso de la financiación oficial en la resolución de crisis. Ahora bien, la aplicación en la práctica de esta política ha suscitado controversia. Algunos casos que han planteado dudas sobre la aplicación de este marco son: i) la extensión en 2003 del programa brasileño de 2002, de naturaleza preventiva, que, como tal, quedaba en principio fuera de la política de acceso excepcional, al ser la presión sobre la balanza de pagos «potencial» y no real; ii) el programa argentino de 2003, que se concedió a pesar de la evidencia de que el saldo de deuda del país era insostenible, y iii) los programas turco y uruguayo de 2005, que se concedieron en ausencia de presiones extraordinarias sobre la balanza de pagos.

Las dificultades para proceder a una aplicación estricta de la política de acceso excepcional han puesto de manifiesto los problemas para aplicar de forma consistente el esquema de resolución de crisis que se había diseñado y han reavivado el debate sobre el papel que debe jugar la financiación del FMI en la arquitectura financiera internacional. Para unos, limitar los problemas de riesgo moral sigue siendo el objetivo prioritario y, en consecuencia, defienden el establecimiento de límites a la capacidad de financiación de la institución, una aplicación estricta del Marco de Praga y de la política de acceso excepcional y un reforzamiento de su función de supervisión —o de señalización—. Para otros, sin embargo, la existencia de fallos de mercado en el sistema financiero internacional y los efectos sistémicos de las crisis financieras justifican el reforzamiento de las redes de seguridad del sistema financiero internacional, y defienden la creación de un nuevo instrumento de aseguramiento como medio de prevención y, eventualmente, de resolución de crisis; en su opinión, las dificultades que se plantean en la aplicación del marco de acceso excepcional no se deben tanto a una aplicación incorrecta sino más bien a un problema de diseño inadecuado.

**Los términos del debate:
señalización frente
a aseguramiento**

Dos de las funciones más importantes que realiza el FMI son las de señalización y aseguramiento. Por señalización se entiende la capacidad de la institución para emitir señales que ejerzan una influencia sobre las decisiones de los inversores internacionales o la comunidad de donantes —en el caso de los países de bajos ingresos—, al otorgar un «sello de aprobación» al marco de políticas aplicado por sus países miembros. Básicamente, el FMI emite señales mediante: i) sus instrumentos de supervisión, por ejemplo, los informes que hace anualmente sobre las economías de los países miembros⁶, y ii) los programas y las subsiguientes revisiones del cumplimiento de la condicionalidad⁷ que dichos programas incorporan. Por su parte, por aseguramiento, se hace referencia a la posibilidad de acceso a los recursos de la institución que tienen los países miembros —en función de su cuota— y que les proporciona un cierto «seguro» frente a eventuales necesidades de balanza de pagos.

6. Estos informes se denominan informes en virtud del artículo IV. 7. Véase Serra (2003).

El proceso de globalización financiera ha aumentado la relevancia de ambas funciones, sobre todo a la vista de los efectos tan adversos que se pueden derivar de reversiones súbitas de los flujos de capitales, como las que afectaron a un cierto número de economías emergentes desde mediados de la década de los noventa. Ahora bien, la comunidad internacional no tiene una postura unánime sobre el peso que debería tener cada una de estas funciones en la nueva arquitectura financiera internacional, lo que implica, en definitiva, que no existe un consenso sobre el papel que debe desempeñar la financiación oficial en la prevención y resolución de crisis en un entorno globalizado. El debate sobre el peso que debería dar el FMI a su función de señalización frente a su función de aseguramiento en las economías emergentes se fundamenta en concepciones distintas sobre cuestiones de fondo tan importantes como: i) el origen y la naturaleza de las crisis de balanza de pagos en estas economías; ii) el impacto de la financiación del FMI sobre los incentivos de los agentes; iii) el efecto catalítico de su intervención sobre los flujos financieros privados; iv) la capacidad financiera del Fondo, y v) las demandas de los países emergentes en una economía internacional crecientemente globalizada.

EL ORIGEN Y NATURALEZA
DE LAS CRISIS DE BALANZA DE
PAGOS EN LOS MERCADOS
EMERGENTES

De forma mayoritaria se reconoce que existen dos factores clave para explicar las dinámicas que han caracterizado las crisis financieras de la última década: i) la aplicación de políticas macroeconómicas inconsistentes, y ii) la existencia de fallos en el funcionamiento de los mercados financieros internacionales. Ahora bien, no existe el mismo consenso sobre la importancia relativa que tiene cada uno de estos factores. Los que consideran que priman los fallos de política económica tienden a defender el reforzamiento de mecanismos de señalización, que permitan a los inversores internacionales distinguir mejor entre los países comprometidos con un marco de políticas sostenible y aquellos que no lo están, en la confianza de que la disciplina de mercado se ocupará de recompensar a aquellos y penalizar a estos. Sin embargo, los que consideran que priman los fallos de mercado tienden a defender la necesidad de mejorar los mecanismos de aseguramiento, ya que consideran que la liberalización de la cuenta de capital y la integración financiera internacional pueden conllevar riesgos muy significativos para las economías emergentes, sobre los que las autoridades apenas tienen, en ocasiones, capacidad de influencia.

La necesidad de que el FMI articule mecanismos de señalización obedece a dos motivos: las asimetrías en la información y el reforzamiento de los incentivos para la adopción de políticas económicas saneadas. Por un lado, en la medida en que las acciones de las autoridades de un país no sean directamente observables por los inversores internacionales, estas tendrían incentivos para no respetar las promesas realizadas para atraer inversión extranjera, lo que a la larga tendería a reducir los flujos de capital hacia los mercados emergentes. Lógicamente, estos menores flujos de capital tendrían un coste elevado en términos de menor crecimiento económico, menor eficiencia en la intermediación financiera y peor asignación de recursos a nivel internacional. Asimismo, la lógica de un mecanismo de señalización responde a la conveniencia de incentivar a los países miembros a demostrar su compromiso con la ejecución de una adecuada combinación de políticas económicas. En principio, si los mecanismos de señalización funcionasen correctamente, las autoridades tendrían que asumir un coste más palpable e inmediato por desviarse de este marco de políticas⁸.

⁸. En el ámbito de los países de bajos ingresos la potenciación del papel señalizador del FMI tiene una justificación distinta. En estos países, los flujos financieros privados internacionales tienen una importancia marginal frente a la ayuda oficial al desarrollo. En este contexto, la señalización del FMI pretende fundamentalmente articular la división del trabajo en el seno del sector oficial. El FMI se centraría en el establecimiento de una condicionalidad macroeconómica que otorgase a los donantes unas ciertas garantías sobre la sostenibilidad de las políticas implementadas por los países. Son los donantes y no el FMI los que aportarían los recursos financieros, entre otras razones porque en estos países los desequilibrios de balanza de pagos tienden a explicarse por factores estructurales, que requieren la puesta en marcha de proyectos y estrategias de desarrollo a más largo plazo, más propias del mandato de instituciones como el Banco Mundial o los bancos regionales de desarrollo.

Por su parte, la conveniencia de articular un mecanismo de aseguramiento responde a los problemas de equilibrios múltiples que tienden a afectar a los mercados emergentes cuando se enfrentan a una crisis de liquidez. Debido a una falta de coordinación de los acreedores, si surge un problema de iliquidez estos tienden a no conceder una extensión de los vencimientos de los préstamos, a pesar de que, si abordasen esta extensión de forma colectiva, el país podría mantenerse en una mejor situación y las distintas partes involucradas tendrían que asumir un coste menor. Este problema de falta de coordinación viene agravado por el carácter auto-confirmado de las expectativas de los mercados financieros, de manera que, a medida que los inversores pierden la confianza en un país y empiezan a salir los capitales, la situación empeora y el proceso tiende a retroalimentarse. Esta interpretación de las crisis de balanza de pagos también se sustenta en la existencia de problemas informativos, que llevan a que los inversores no sean capaces de distinguir entre una situación de iliquidez y una situación de insolvencia, activando así las dinámicas adversas de mercado descritas más arriba. La presencia de un mecanismo de aseguramiento ayudaría a «coordinar» a los agentes, evitando que se activen estas dinámicas de mercado y, por tanto, que una crisis de liquidez desemboque en una situación de insolvencia, cuyo coste económico sería mucho mayor.

EL IMPACTO DE LA FINANCIACIÓN
DEL FMI SOBRE LOS INCENTIVOS DE
LOS AGENTES

Como se ha mencionado anteriormente, buena parte del debate sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional ha girado en torno a los problemas de riesgo moral que plantean los programas del FMI, fundamentalmente aquellos que suponen un acceso excepcionalmente elevado a sus recursos. Esta línea de argumentación condujo a limitar la financiación del FMI mediante el Marco de Praga y la política de acceso excepcional. Más recientemente, la discusión sobre la introducción de programas «sin financiación» constituye un paso más en la línea de reducir el papel de la financiación del FMI y reforzar su papel señalizador. Con ello se pretende limitar los problemas de riesgo moral y consolidar la importancia de la disciplina de mercado como eje fundamental del proceso de formación de las expectativas e incentivos de los agentes.

Sin embargo, los resultados de la literatura empírica sobre el riesgo moral inducido por el FMI no refrendan la línea de argumentación que se acaba de exponer. La literatura, que se ha concentrado en el análisis del riesgo moral del lado de los acreedores, ha estudiado el impacto de los programas del FMI sobre los diferenciales soberanos y el precio de determinados activos financieros y, en general, no ha encontrado una evidencia sólida de la existencia de un problema significativo de riesgo moral. Da la impresión de que sí hubo un problema de riesgo moral en el caso de la crisis asiática, en parte debido al precedente del rescate mexicano de 1995. Sin embargo, la decisión de no conceder un programa financiero a Rusia en 1998 — un país que a priori parecía «demasiado grande para caer» — posiblemente indujo a una reconsideración de las expectativas de los mercados internacionales sobre la disponibilidad de financiación oficial para países en crisis, reconsideración que se habría agudizado tras la crisis argentina de 2001. La literatura empírica, aunque de manera no unánime, tiende a confirmar esta impresión: tras la experiencia de Rusia, los inversores internacionales han discriminado más entre los mercados emergentes, otorgando una mayor atención a la evolución de sus fundamentos y haciendo, por tanto, una mejor valoración de sus riesgos, evolución a la que no ha sido ajena, en todo caso, la mejora en la transparencia registrada desde entonces⁹.

Adicionalmente, se ha argumentado que el riesgo moral es una característica inevitable de cualquier tipo de intervención que pretenda mitigar un determinado «riesgo de catástrofe», lo que no justifica la política de «no intervención». Un cierto riesgo moral asociado a la presencia

9. Sobre esta mejora de la transparencia, véase M. de Las Casas, S. Fernández de Lis, E. González-Mota y C. Mira-Salama (2004).

del FMI como mecanismo de protección financiera internacional debe aceptarse, según esta línea de argumentación, de la misma manera que se acepta a nivel doméstico el riesgo moral derivado del papel de los bancos centrales como prestamistas de última instancia o de los mecanismos de seguro de depósitos. Ello no significa que no deban tomarse medidas para tratar de mitigar las distorsiones que pueda generar, sobre los incentivos de los agentes, el mecanismo de protección dispuesto por el FMI. Pero el objetivo de reducir el riesgo moral asociado a su financiación debe equilibrarse con otros objetivos de la institución, como el fortalecimiento de la estabilidad financiera internacional o la prevención y resolución de crisis. En otras palabras: es necesario alcanzar un equilibrio entre «riesgo moral» y «riesgo de catástrofe», teniendo en cuenta que las medidas tendentes a reducir uno suponen con frecuencia un aumento del otro.

En estos argumentos y en los resultados de la evidencia empírica se apoyan los defensores del fortalecimiento del papel asegurador del FMI. Subrayan que se ha exagerado la importancia otorgada al riesgo moral y que no todos los efectos derivados de la financiación del FMI sobre los incentivos de los agentes son negativos. En la medida en que las autoridades de los países evalúan los costes y beneficios de su integración financiera en la economía mundial, la presencia de una red de protección, articulada mediante la función de aseguramiento del FMI, podría inclinar la balanza del lado de una profundización de los procesos de liberalización financiera. Ello resultaría beneficioso tanto para las economías emergentes, que, presumiblemente, obtendrían mayores volúmenes de inversión internacional, como para el funcionamiento del sistema financiero internacional, al permitir una mejor diversificación del riesgo a escala global.

EL EFECTO CATALÍTICO DEL FMI

La relevancia del papel del FMI como mecanismo de señalización se basa fundamentalmente en la premisa de que la institución puede ejercer una influencia significativa sobre las decisiones de los agentes, mediante la emisión de señales tales como la divulgación de los resultados de la supervisión bilateral, el anuncio de un programa o la revisión favorable del cumplimiento de su condicionalidad. Una de las razones principales es que la información tiene algunas de las características de un bien público, con lo que los agentes tienden a dedicar un volumen de recursos muy limitado a su obtención y a recurrir a los informes de terceros para tomar sus decisiones de inversión. En las operaciones financieras transnacionales este problema viene agravado por el hecho de que la información es más dispersa y difícil de obtener, especialmente en el caso de economías emergentes y países de bajos ingresos, que tienden a ser menos transparentes y a tener una menor calidad en los datos económicos. Este fallo de mercado en el ámbito informativo justificaría una intervención pública y el FMI, por su acervo intelectual, su carácter global y su mandato, debería ser la institución más indicada para actuar como «evaluador delegado» de los agentes de mercado, mediante la emisión de señales sobre las condiciones económicas en sus Estados miembros.

Sin embargo, los resultados de la literatura empírica sobre el papel catalítico del FMI no parecen sustentar esta idea. La mayoría de los estudios encuentran que la institución ha tendido a sobreestimar su impacto catalítico y tan solo bajo determinadas circunstancias muy concretas en los países, y en función de aspectos como la relación entre el país y el FMI o el formato y la condicionalidad del programa, se ha encontrado un efecto catalítico significativo¹⁰.

10. Incluso algunos estudios encuentran un impacto negativo de los programas sobre los flujos privados de capitales a un país, si bien ello puede deberse a cuestiones no resueltas en las especificaciones econométricas utilizadas y, especialmente, a un problema de selección de muestra. Para una revisión en profundidad del efecto catalítico del FMI, véase J. Díaz Cassou, A. García Herrero y L. Molina (2005).

Quizá uno de los factores que está contribuyendo a limitar el impacto de las señales del FMI sea que cada vez es mayor la disponibilidad y calidad de las fuentes de información privada sobre los mercados emergentes, lo que, lógicamente, tiende a erosionar la superioridad informativa del FMI y, por tanto, su capacidad de influencia sobre los inversores privados. En sí mismo, este desarrollo debilita la argumentación en favor de la introducción de facilidades sin financiación, ya que una mayor disponibilidad de información privada mitiga las asimetrías y fallos de mercado que podrían justificar una intervención pública en el ámbito de la señalización. Es más, si la evidencia empírica pone de manifiesto que el efecto catalítico de los programas financieros del FMI ha tendido a ser inferior al que se hubiera esperado, cabe preguntarse cuál podría ser este efecto catalítico en el caso de un programa sin financiación, incluso si el país en cuestión se comprometiera a cumplir una condicionalidad similar a la de un programa con financiación, supuesto discutible, en la medida en que, sin el incentivo de los sucesivos desembolsos de un programa convencional, se debilita la palanca del FMI para hacer que la condicionalidad se cumpla.

LA CAPACIDAD FINANCIERA DEL FMI

Otro de los puntos clave del debate es si el FMI puede disponer de los recursos necesarios para desempeñar una función explícita de aseguramiento o si, por el contrario, deben reconocerse sus limitaciones financieras y, sobre esta base, apoyar más bien una potenciación de su función señalizadora.

Lógicamente, la credibilidad del FMI como mecanismo de aseguramiento dependería esencialmente de su capacidad para movilizar recursos a una escala suficiente como para evitar que entren en funcionamiento las dinámicas de una crisis financiera auto-confirmada. A diferencia de otras instituciones financieras internacionales, el FMI funciona esencialmente como una «cooperativa», con capacidad reducida para actuar como intermediario financiero. Tiene unas limitaciones financieras claramente definidas, que tan solo pueden superarse mediante las revisiones periódicas de las cuotas de sus Estados miembros, y, a pesar de que su situación actual de liquidez es muy holgada —se sitúa en máximos históricos—, lo cierto es que su peso relativo en la economía mundial se ha ido reduciendo en los últimos años al compás del rápido crecimiento de los flujos de capitales privados hacia los países emergentes, que han pasado desde niveles de en torno a 15.000 millones de dólares anuales en los años setenta y ochenta a más de 200.000 millones de dólares en el año 2004. La volatilidad de estos flujos de capital ha llevado a que los problemas de balanza de pagos hayan tendido a desplazarse desde la cuenta corriente a la cuenta de capital.

Por todo ello, uno de los principales argumentos en contra del establecimiento de un mecanismo de aseguramiento es que, para que tuviera un impacto significativo, tendría que aumentar el tamaño de la institución muy por encima de lo que puede considerarse factible bajo el actual sistema de cuotas. Ahora bien, frente a este argumento se ha planteado que, en la medida en que un mecanismo de aseguramiento constituiría principalmente un instrumento de prevención de crisis, es probable que redujera su frecuencia y que, por tanto, no ejerciera una presión adicional tan elevada sobre los recursos del FMI. Por otra parte, tal y como se puso de manifiesto en la crisis argentina, una mayor capacidad de los inversores internacionales para discriminar entre los mercados emergentes ha llevado a una moderación de los fenómenos de contagio, lo cual también tendería a reducir los requerimientos financieros de un mecanismo de aseguramiento.

LA DEMANDA DE LOS PAÍSES EMERGENTES

Hay razones para pensar que es reducido el interés de las economías emergentes por un mecanismo de señalización en línea con las facilidades sin financiación. Estos países apenas han expresado interés por este tipo de facilidades e incluso han llegado a manifestar en algu-

nos foros¹¹ su oposición a su introducción. La impresión que predomina es que las economías emergentes, especialmente las asiáticas, están demandando más bien mecanismos de tipo aseguramiento que permitan limitar los riesgos derivados de reversiones súbitas en los flujos de capital. Dos indicaciones de ello serían, por un lado, la acumulación de reservas que están llevando a cabo durante los últimos años¹², y, por otro, la firma de acuerdos regionales de *swaps* de reservas, como la iniciativa Chiang Mai¹³. Ambos desarrollos ponen de manifiesto una voluntad de auto-aseguramiento que, a su vez, ha sido interpretada como una tendencia de algunos países emergentes a desvincularse del FMI, ante la incapacidad de la institución para cubrir sus necesidades¹⁴, impresión que se ha visto acentuada por la decisión reciente de Brasil y Argentina de cancelar sus programas con el Fondo.

Propuestas que se han planteado para la introducción de instrumentos de señalización y aseguramiento

PROPUESTAS DE INSTRUMENTOS DE SEÑALIZACIÓN

Una facilidad sin financiación vendría a someter a los países que la contratasen a una condicionalidad que, idealmente, debería ser similar a la de un programa tradicional, con revisiones periódicas a aprobar por el Directorio Ejecutivo, pero sin incorporar ningún tipo de compromiso financiero por parte de la institución. Este tipo de instrumento estaría dirigido fundamentalmente a países con vulnerabilidades, pero para los que un programa tradicional no se justifica por no tener un problema inmediato de balanza de pagos. Se argumenta que, en estos casos, la supervisión ordinaria no proporciona un «sello de aprobación» suficiente a las políticas de ajuste del país y que la aceptación sin contrapartidas de la condicionalidad de un programa sin financiación señalaría en mayor medida su compromiso con políticas económicas saneadas, lo que podría catalizar una mayor cantidad de flujos de financiación privados —o de financiación de la comunidad de donantes, en el caso de países de bajos ingresos—; de hecho, para estos últimos países ya se ha llegado a un consenso sobre el potencial de estas facilidades sin financiación y se acaba de aprobar un nuevo instrumento denominado Instrumento de Apoyo de Políticas [Económicas] —PSI, por sus siglas en inglés—. Asimismo, se ha señalado que estas facilidades podrían ser particularmente útiles para articular estrategias de salida a la financiación del FMI¹⁵.

Al plantear este tipo de instrumento y tratar de diseñarlo hay que tener presente, como ya se ha mencionado —y ha reconocido el propio FMI—, que, en términos generales, el impacto de la señalización de la institución ha sido menor de lo esperado¹⁶, en buena medida porque la institución ha tendido a ser muy reacia a la emisión de señales negativas, para evitar generar dinámicas adversas de mercado, lo que ha llevado a perder credibilidad en la emisión de señales positivas.

Un elemento clave en el diseño de las facilidades sin financiación será la condicionalidad que las mismas deberían incorporar y que, en principio, debería ser equivalente a la de los programas tradicionales del FMI, que es bien conocida por los agentes del mercado. Otra cuestión más difícil de resolver es la del vínculo que deberían tener estas facilidades sin financiación con los programas tradicionales con financiación. En caso de que surgiera una dificultad de

11. El G-24 se ha manifestado abiertamente en contra de las facilidades sin financiación (Comunicado del G-24, octubre de 2004). 12. El volumen mundial de reservas internacionales ha aumentado de 1,2 billones de dólares en 1995 a 3,8 billones de dólares en 2005. Aproximadamente el 65% de estas reservas está actualmente en manos de mercados emergentes, frente a un 38% en 1995. 13. Desde el año 2000, participan en esta iniciativa los países miembros de ASEAN más China, Japón y Corea del Sur (ASEAN+3). 14. Otras explicaciones de la pérdida de influencia del FMI en Asia son la insatisfacción con el funcionamiento de los órganos de gobierno de la institución (problemas de voz y representación) y con la respuesta del FMI a la crisis asiática de 1997-1998. 15. La institución ya dispone de instrumentos de supervisión reforzada para países que están saliendo de un programa con financiación, como son los Programas de Seguimiento del Staff —SMP, por sus siglas en inglés— o los Programas de Seguimiento Post-programa —PPM, por sus siglas en inglés—. Sin embargo, la debilidad de las señales emitidas por estos instrumentos ha llevado a muchos países a solicitar programas posteriores con financiación, a medida que fueron expirando sus facilidades, agudizando así el problema del uso prolongado de los recursos del FMI y, por tanto, debilitando el carácter rotatorio de los mismos, que constituye uno de los principios fundacionales de la institución. 16. Véase FMI (2004).

balanza de pagos durante el período de duración del programa sin financiación resultaría difícil encontrar argumentos para denegar la concesión de un programa con financiación, dado que el país estaría ya cumpliendo con los términos de una condicionalidad equivalente a la de este segundo tipo de programas.

PROPUESTAS DE INSTRUMENTOS DE ASEGURAMIENTO

Hasta el momento, aunque las propuestas de aseguramiento que se han planteado son muy distintas, todas presentan algunas semejanzas significativas. En primer lugar, un mecanismo de aseguramiento debería incorporar un tamaño de recursos financieros suficiente como para frenar las dinámicas adversas que pueden desatarse ante una perturbación externa, en un contexto de equilibrios múltiples y expectativas auto-confirmadas; dado el tamaño de los mercados financieros y de las crisis financieras potenciales, un mecanismo de este tipo no puede ajustarse de manera estricta a los límites normales de acceso a los recursos del FMI. En segundo lugar, un mecanismo de aseguramiento debería poner los recursos a disposición de los países con suficiente rapidez (aunque no necesariamente de manera automática) una vez que se produce la contingencia cubierta por el mecanismo de aseguramiento, de forma que se detenga a tiempo la dinámica, en ocasiones muy rápida, que caracteriza a las crisis auto-confirmadas. En tercer lugar, el volumen y las condiciones de la financiación a las que se va a poder acceder con un instrumento de este tipo deberían conocerse ex ante, para clarificar las reglas del juego, tanto para los potenciales prestatarios como para los participantes en los mercados financieros. En cuarto lugar, y para mitigar los problemas de riesgo moral que pudiera generar este instrumento, debería ponerse a disposición únicamente de aquellos países que aplicaran políticas macroeconómicas prudentes. Las distintas propuestas incluyen, por tanto, algún componente de condicionalidad ex ante que suele articularse mediante un mecanismo de pre-cualificación.

La propuesta de aseguramiento más extendida y la más sencilla de aplicar sería ampliar la política de acceso excepcional para dar cabida a los programas preventivos¹⁷. La primera condición del marco de acceso excepcional establece que los límites normales de acceso pueden superarse únicamente por países que estén experimentando presiones extraordinarias de balanza de pagos. Esta condición deja fuera a los programas preventivos, ya que se conceden para hacer frente a problemas potenciales de balanza de pagos. Ahora bien, existen antecedentes de programas preventivos que se han concedido por encima de los límites normales de acceso, como es el caso de la extensión que se hizo en el año 2003 del programa de Brasil aprobado en 2002¹⁸, una extensión que se hizo apelando a la cláusula de circunstancias excepcionales.

Un segundo tipo de propuestas¹⁹ consiste en hacer de los límites normales de acceso a la financiación del FMI una variable dinámica, determinada por el historial de políticas aplicadas por cada país. Así, a medida que un país perseverase en la aplicación de políticas macroeconómicas y estructurales prudentes, vería aumentar su nivel de acceso a los recursos del FMI y, por tanto, el grado de aseguramiento otorgado por la institución. Este enfoque plantea algunas ventajas. En primer lugar, se extendería a todos los miembros del FMI, con lo que se

17. Los programas preventivos son líneas de financiación que el FMI pone a disposición de los países pero que estos se comprometen a no utilizar a menos que sea estrictamente necesario, esto es, a no ser que un problema potencial de balanza de pagos se materialice realmente. **18.** En diciembre de 2003 se procedió a una extensión y ampliación por 6.600 millones de dólares del programa brasileño aprobado originalmente en septiembre de 2002. Las autoridades brasileñas anunciaron en aquel momento su intención de no hacer uso de los recursos del programa, con lo que el mismo pasaba a tener naturaleza preventiva. Existe un amplio consenso en que este programa preventivo ha facilitado a Brasil una salida ordenada de la relación financiera con el FMI. Ello se puso de manifiesto el pasado mes de marzo de 2005, con el anuncio de las autoridades brasileñas de que no solicitarían una renovación del programa del FMI que expiraba en aquel momento y con la cancelación definitiva del programa en diciembre de 2005. **19.** Véanse Rajan (2005), y Ostry y Zettelmeyer (2005).

limitaría la discrecionalidad y se reforzaría la predecibilidad y universalidad del esquema de prevención y resolución de crisis, que es uno de los objetivos de la reforma de la arquitectura financiera internacional. En segundo lugar, se estarían dando incentivos adecuados y, por tanto, limitando los problemas de riesgo moral. Y, en tercer lugar, se estarían emitiendo señales continuas sobre la «calidad» del marco de políticas implementadas de los países, con lo que, en principio, se mitigaría el impacto negativo sobre el mercado de determinadas señales discretas de activación/desactivación de la precalificación para este tipo de programas, que constituye uno de los principales problemas de muchas de las propuestas de este tipo.

Finalmente, se han avanzado varias propuestas sobre una facilidad específica de aseguramiento para las economías emergentes. La mayoría de ellas se basan en un mecanismo de precalificación según el cual solo los países con fundamentos sólidos accederían. Otras propuestas sugieren que el FMI preste a estos países cuando el diferencial de su deuda soberana traspase un determinado umbral o que se establezca una ventanilla de liquidez a un tipo de interés predeterminado²⁰.

La clave del éxito de una facilidad de este tipo estará en su diseño y, a estos efectos, la experiencia adquirida con el fracaso de la Línea de Crédito Contingente (CCL) es de gran relevancia. Esta facilidad fue creada en 1999 como instrumento preventivo para hacer frente al riesgo de contagios internacionales en aquellos mercados emergentes comprometidos con el mantenimiento de un marco prudente de políticas macroeconómicas y constituía, por tanto, un instrumento fundamentalmente de aseguramiento. Sin embargo, en el año 2003 se tuvo que dejar expirar esta facilidad porque ningún país la demandó. Su diseño había tenido importantes fallos: i) no estaba claro el impacto que su contratación podría tener en los mercados financieros internacionales: se podría interpretar como una señal de debilidad que pusiese de manifiesto la existencia de vulnerabilidades, y no tanto una mayor capacidad para afrontarlas; ii) al mismo tiempo, se planteaba un problema de salida, ya que se temía por el impacto que pudiera tener sobre los mercados una pérdida de elegibilidad para acceder a la CCL, y iii) no estaba claro el grado de automatismo en el acceso a los recursos, ya que se requería la autorización previa del Consejo de Dirección del FMI.

Los problemas de entrada y salida de la CCL estaban estrechamente vinculados con el mecanismo de pre-calificación que articulaba la condicionalidad ex ante y, en cierta medida, son inherentes a cualquier instrumento de aseguramiento. Una respuesta al estigma que pudiera constituir la contratación de una facilidad de aseguramiento podría ser el fortalecimiento de la condicionalidad. En la medida en que el mercado interpretase que los criterios que dan acceso al aseguramiento son realmente exigentes, la señal negativa que pudiera emitir la contratación de esta facilidad se vería mitigada. Ahora bien, una condicionalidad excesivamente fuerte podría llevar a que tan solo aquellos países con fundamentos muy robustos, y por tanto menos vulnerables a una crisis, pudieran acceder. De hecho, cabe plantearse cuáles serían los incentivos que tendría un país de estas características para someterse a una condicionalidad fuerte, cuando la contrapartida es la cobertura de un riesgo que se percibe como muy remoto.

Una opción para no caer en el problema de entrada de la CCL sería otorgar una elegibilidad automática a la facilidad de aseguramiento. Ello significa que los países no tendrían que contratar la herramienta de aseguramiento, sino que se universalizaría el acceso a la misma siempre que se cumplieran los criterios de pre-calificación. Sin embargo, debe estudiarse cuidadosamente el impacto que un uso generoso de esta facilidad pudiera tener sobre los recursos de la institución.

20. Véanse Cohen y Portes (2004), y Cordella y Levi-Yeyati (2005).

Por lo que se refiere a los problemas de salida, encontrar una solución resulta aún más complicado, porque cualquier instrumento que plantee una condicionalidad *ex ante* genera el riesgo de que su incumplimiento desate dinámicas adversas de mercado. Se puede pensar en maneras de moderar el impacto negativo de esta señal. En el caso de la CCL, se ha argumentado que el hecho de que los criterios de elegibilidad fueran relativamente vagos otorgaba un excesivo margen de discrecionalidad al FMI y, por tanto, introducía un factor de incertidumbre que agudizaba los problemas de salida. En principio, si se redujese esta discrecionalidad, el mercado podría monitorizar por sí mismo la elegibilidad de los distintos países y se eliminaría la necesidad de que el FMI emitiera veredictos no anticipados que tuvieran efectos desestabilizadores. Para ello, se podría instrumentar un sistema de determinación de la elegibilidad «à la Maastricht», basado en el cumplimiento de unos criterios que sintetizaran la robustez *ex ante* de las políticas aplicadas por los países y que fueran directamente observables por parte de los agentes de los mercados, pero no necesariamente publicados por el FMI.

Por último, una de las lecciones del fracaso de la CCL es que el vínculo entre la facilidad de aseguramiento y el acceso a los recursos del FMI debe ser rápido e inequívoco. Ello implica que debe existir una razonable certeza de que, si se produce la contingencia cubierta por el mecanismo de aseguramiento, el país accederá de manera cuasi-automática a la financiación del FMI en los términos establecidos *ex ante*. Para ello es necesario: i) que exista una definición clara, operativa y observable de las contingencias cubiertas por el mecanismo de aseguramiento; ii) que se supervise y actualice con frecuencia el cumplimiento de las condiciones para el acceso por parte de los países (de manera que no transcurra un tiempo excesivo entre la pre-cualificación y la posible activación de la financiación), y iii) que se instrumenten unos procedimientos administrativos rápidos y relativamente ligeros para hacer efectiva la provisión de asistencia financiera por parte del FMI.

Conclusiones

En los últimos años se ha producido un rico debate sobre el papel del FMI en relación con las economías emergentes, que ha coincidido con la revisión estratégica más amplia del papel de la institución. La menor frecuencia de las crisis en los últimos años y la cancelación de los programas de buena parte de los países que habían experimentado crisis en los años anteriores reflejan en parte avances en la arquitectura financiera internacional, en particular en aspectos como la transparencia en las estadísticas y en las políticas económicas de estos países, el menor contagio de las crisis y las mejoras en sus fundamentos; pero, al mismo tiempo, existe una cierta preocupación sobre en qué medida el menor recurso al FMI puede también deberse a la inadecuación de sus instrumentos para proteger a los países frente a la volatilidad de los flujos de capitales inherente a mercados financieros crecientemente globalizados. La fuerte acumulación de reservas por parte de este conjunto de países parece reflejar cierta voluntad de auto-aseguramiento que avalaría esta idea.

Una de las posibles insuficiencias que se han identificado es el vacío entre la función supervisora del Fondo y su función de financiación. El debate se ha articulado en torno a la cuestión de cómo cubrir mejor este vacío, con un instrumento de señalización o con uno de aseguramiento. Los instrumentos de señalización parecen adecuados para los países de bajos ingresos, donde la información disponible es de peor calidad y la financiación procede de fuentes oficiales, y para los que la condicionalidad macroeconómica del Fondo representa una garantía de compromiso con unos fundamentos sólidos. Pero su utilidad en el caso de las economías emergentes, cuya disponibilidad de información ha mejorado significativamente y cuyas entradas de capitales proceden de flujos privados, es más dudosa.

Los instrumentos de aseguramiento parecen a priori más adecuados para las economías emergentes, que se enfrentan al riesgo de ataques especulativos, en ocasiones poco o nada

relacionados con sus fundamentos. Pero el diseño de una facilidad de este tipo tropieza con problemas complejos, derivados de la necesidad de conciliar, por un lado, un mecanismo de pre-calificación exigente y que proporcione acceso cuasi-automático a los recursos de la institución y, por otro lado, un diseño que evite los problemas de entrada y de salida que condujeron al fracaso de iniciativas similares en el pasado. Se sugiere en este artículo que quizá una vía que conviene explorar sería el diseño de unos criterios objetivos —similares a los criterios de Maastricht para el acceso a la UEM— que eviten un proceso de elegibilidad potencialmente desestabilizador.

19.1.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- CASAS, M. DE LAS, S. FERNÁNDEZ DE LIS, E. GONZÁLEZ-MOTA y C. MIRA-SALAMA (2004). *Review of the progress in the reform of the international financial architecture since the Asian crisis*, Documentos Ocasionales, n.º 0407, Banco de España.
- COHEN, D., y R. PORTES (2004). *Towards a lender of first resort*, CEPR Discussion Paper n.º 4615.
- CORDELLA, T., y E. LEVI-YEYATI (2005). *A new country insurance facility*, IMF Working Paper.
- DÍAZ CASSOU, J., A. GARCÍA HERRERO y L. MOLINA (2005). *What kind of capital flows does the IMF catalyze and when*, Documento de Trabajo del Banco de España, pendiente de publicación.
- FISCHER, S. (2000). «On the need for an international lender of last resort», *Essays in International Economics*, n.º 220, Princeton University.
- FMI (2004). *Signalling by the fund-A historical review*.
- (2005). *The managing director's report on the fund's medium term strategy*.
- OSTRY, J. D., y J. ZETTELMEYER (2005). *Strengthening IMF crisis prevention*.
- RAJAN, R. (2005). «Straight talk: rules vs. discretion», *Finance and Development*, marzo.
- SERRA, X. (2003). «Estado actual de la condicionalidad del FMI», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.