

LAS LÍNEAS DEL FMI PARA
ASEGURAMIENTO Y PREVENCIÓN DE
CRISIS Y SU USO EN LATINOAMÉRICA

2022

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

Documentos Ocasionales
N.º 2224

Sonsoles Gallego, Isabel Garrido e Ignacio Hernando

**LAS LÍNEAS DEL FMI PARA ASEGURAMIENTO Y PREVENCIÓN DE CRISIS Y SU USO
EN LATINOAMÉRICA**

LAS LÍNEAS DEL FMI PARA ASEGURAMIENTO Y PREVENCIÓN DE CRISIS Y SU USO EN LATINOAMÉRICA (*)

Sonsoles Gallego

BANCO DE ESPAÑA

Isabel Garrido

BANCO DE ESPAÑA

Ignacio Hernando

BANCO DE ESPAÑA

(*) Este documento ha sido elaborado por Sonsoles Gallego, Isabel Garrido e Ignacio Hernando, de la Dirección General de Economía y Estadística. Los autores agradecen los comentarios recibidos de Juan Carlos Berganza, Fernando López Vicente, Paloma Marín, Luis Molina, Pablo Moreno, Xavier Serra y Javier Vallés. Asimismo, agradecen el apoyo prestado por los equipos de corrección y de traducción del Banco de España.

<https://doi.org/10.53479/23666>

Documentos Ocasionales. N.º 2224

Noviembre 2022

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2022

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

Resumen

Entre 2009 y 2010, el Fondo Monetario Internacional creó, en respuesta a la crisis financiera global, una serie de líneas de préstamo destinadas a la prevención y al aseguramiento frente a crisis. Estas líneas preventivas fueron dirigidas a países con fundamentos y políticas económicas sólidos, pero expuestos a riesgos de contagio financiero. La utilización de estos instrumentos —medida en número de países— fue reducida durante sus diez primeros años de existencia, y con la irrupción de la pandemia tres nuevos países de Latinoamérica solicitaron acogerse a ellos. La valoración de estas líneas sugiere que han cumplido la función de aseguramiento para la que fueron concebidas. De cara a la próxima revisión de estas líneas, y a la luz de la experiencia reciente, se analizan las posibles causas de su limitada demanda y se aportan elementos relevantes en el diseño de las «estrategias de salida», uno de los aspectos que más atención han suscitado en su utilización.

Palabras clave: FMI, líneas de aseguramiento, línea de crédito flexible, línea de liquidez a corto plazo, Latinoamérica.

Códigos JEL: F30, F33.

Abstract

Between 2009 and 2010, in response to the global financial crisis, the International Monetary Fund created a number of lending tools to pre-empt and insure against crises. These pre-emptive facilities were intended for countries with sound economic fundamentals and policies, but with exposure to financial contagion risks. The use of these instruments (in terms of number of countries) was limited during the first ten years of their existence, but with the outbreak of the pandemic three Latin American countries applied to use them. An assessment of these lines suggests they have performed the insurance function for which they were conceived. In anticipation of the forthcoming review of these credit lines, and in the light of recent experience, possible reasons for the limited demand are analysed and relevant factors are suggested for the design of “exit strategies”, the aspect of their use that has attracted most attention.

Keywords: IMF, insurance facilities, Flexible Credit Line, Short-term Liquidity Line, Latin America.

JEL classification: F30, F33.

Índice

Resumen 5

Abstract 6

1 Introducción 8

2 Descripción de las líneas de aseguramiento y prevención 9

3 Evolución del uso de las facilidades de aseguramiento 11

4 Valoración del uso de las líneas y de sus estrategias de salida 17

5 Conclusiones 20

Recuadro 1 Impacto del acceso a líneas de crédito flexible en los diferenciales
soberanos 21

Bibliografía 23

Anejo Líneas de aseguramiento aprobadas 24

1 Introducción

El Fondo Monetario Internacional (FMI) introdujo en el bienio 2009-2010 unas nuevas líneas de aseguramiento en respuesta a la crisis financiera global (CFG). Estas líneas facilitan liquidez sin condicionalidad *ex post*¹ —o muy limitada— a países con fundamentos y políticas económicas sólidos, pero expuestos a riesgos de contagio. Solo cinco países utilizaron estas líneas en la CFG y en la década posterior, y algunos las renovaron de forma continuada. En esos años se ajustó su diseño con el fin de flexibilizarlas y de dotar de mayor transparencia su concesión, pero esto tampoco incentivó su demanda. No fue hasta la irrupción de la pandemia de COVID-19 cuando tres nuevos países —todos ellos latinoamericanos— solicitaron estas líneas.

Con la experiencia adquirida en el uso de estas facilidades durante más de una década desde su introducción, y estando próxima su revisión, es momento de reflexionar sobre el papel desempeñado por estas líneas como instrumento de protección frente a riesgos de contagio en entornos de elevada volatilidad, y de explorar cambios en sus características.

Tras esta introducción, el presente documento consta de tres secciones, en las que se analizan las principales características de las líneas de aseguramiento, se describe la evolución del acceso a ellas desde su creación y se apunta alguna valoración de su efectividad.

¹ El programa de medidas, objetivos y metas que acompaña habitualmente la asistencia financiera del Fondo se denomina «condicionalidad *ex post*». Por «condicionalidad *ex ante*» se entiende el conjunto de características que habilitan al país para acceder a una línea del Fondo.

2 Descripción de las líneas de aseguramiento y prevención²

La línea de crédito flexible y la línea de crédito precautorio —y su sucesora, la línea de precaución y liquidez— (FCL, PCL y PLL, respectivamente, por sus siglas en inglés) fueron creadas como respuesta a la CFG³. Hasta entonces, los instrumentos de préstamo del FMI se habían destinado en su mayor parte a la resolución de crisis de balanza de pagos. A través de ellos, el FMI concede financiación sujeta al cumplimiento de cierta condicionalidad orientada a la estabilización macroeconómica. Algunos de esos instrumentos podían utilizarse también con carácter precautorio (es decir, sin previsión de desembolso).

La CFG puso de manifiesto un vacío en la red de seguridad financiera global: la ausencia de mecanismos de prevención suficientemente eficaces para países con fundamentos sólidos, pero expuestos a riesgos externos. Así, en el contexto de una amplia reforma⁴, el FMI añadió a su instrumental de préstamo dos líneas diseñadas para prevenir el contagio por crisis financieras externas. Esas nuevas líneas aseguraban su carácter preventivo y señalizador a través de tres elementos: su concesión únicamente a países con fundamentos y políticas económicas sólidos —frente a los *Stand-by Arrangements* (SBA)⁵ disponibles para la generalidad de los miembros—, la amplia disponibilidad de recursos (sin un límite establecido en el caso de la FCL, a diferencia del resto de las facilidades de préstamo del FMI) a un coste reducido⁶ y, además, la posibilidad de renovación mientras que se cumplieran los criterios de habilitación (véase cuadro 1).

Por su parte, la línea de liquidez a corto plazo (SLL, por sus siglas en inglés) no fue aprobada hasta 2020 como parte de la respuesta del FMI al impacto de la pandemia [Fondo Monetario Internacional (2020)]. La SLL es una línea de crédito preventiva para países con fundamentos tan sólidos como los requeridos en la FCL, pero con un importe limitado y un plazo y coste menores (véase cuadro 1). Aunque inicialmente fue concebida para abordar problemas de liquidez moderados y de corto plazo que exigieran, como mucho, algún ajuste en las políticas monetarias o cambiarias, se planteó también su utilidad para facilitar la salida de una FCL. En este sentido, la SLL puede entenderse como una transición desde la FCL: se exigen los mismos fundamentos, pero el acceso se reduce sustancialmente con la justificación de la reducción de los riesgos.

² En este documento se hace referencia a este tipo de líneas, indistintamente, con los siguientes nombres: líneas (o facilidades) de aseguramiento, de prevención y precautorias.

³ Para mayor detalle sobre antecedentes, creación y utilización en los primeros años, véanse Fondo Monetario Internacional (2009a y 2009d) y Sánchez y Serra (2015).

⁴ Moreno (2013) describe las reformas que transformaron el FMI en esos años.

⁵ Un SBA es un préstamo con condicionalidad del FMI, con un plazo no superior a tres años, utilizado por los países para superar problemas de balanza de pagos. Antes de la CFG, esta línea podía utilizarse también con fines precautorios.

⁶ El coste es reducido mientras que se mantengan como líneas precautorias, sin disposición de los fondos. En caso de que se disponga de los fondos, se aplicaría la estructura normal de cargos y recargos, y tendrían el mismo coste que un programa normal —un SBA— para el mismo plazo e importe (véase cuadro 1).

Cuadro 1

CARACTERÍSTICAS Y DIFERENCIAS PRINCIPALES ENTRE LAS LÍNEAS DE ASEGURAMIENTO DEL FMI

FCL	SLL	PLL
Objetivos		
Financiación amplia, sin límite de acceso , destinada a cubrir cualquier tipo de necesidad de balanza de pagos, para miembros con fundamentos económicos, instituciones y políticas muy sólidos .	Financiación destinada a cubrir potenciales necesidades de balanza de pagos moderadas en países que cumplan los mismos criterios de habilitación que la FCL.	Financiación amplia , destinada a cubrir cualquier tipo de necesidad de balanza de pagos, para miembros con fundamentos, instituciones y políticas, en general, sólidos, pero con alguna vulnerabilidad que les impide acceder a la FCL.
Habilitación, activación y condicionalidad		
Cumplimiento estricto de los nueve criterios siguientes (desde 2017, evaluados a partir de una serie de indicadores que dotan de mayor transparencia):		Resultados sólidos en al menos tres de los cinco ámbitos siguientes (sin vulnerabilidades sustanciales en ninguno de ellos):
<ol style="list-style-type: none"> 1 Posición exterior sostenible. 2 Cuenta de capital dominada por la financiación privada. 3 Acceso estable del soberano a los mercados de capitales. 4 Reservas holgadas. 5 Finanzas públicas sólidas, incluido un análisis de sostenibilidad de la deuda. 6 Inflación baja y estable, y marcos sólidos de política monetaria y cambiaria. 7 Inexistencia de problemas de solvencia financiera que puedan amenazar la estabilidad sistémica. 8 Supervisión eficaz del sistema financiero. 9 Integridad y transparencia de los datos. 		<ol style="list-style-type: none"> 1 Posición exterior y acceso a los mercados (equivalente a los criterios 1, 2, 3 y 4 de la FCL). 2 Política fiscal (5). 3 Política monetaria (6). 4 Supervisión y solidez del sistema financiero (7 y 8). 5 Integridad y transparencia de los datos (9).
Si el país tiene dificultades para cumplir uno o varios de estos criterios, quedaría inhabilitado para acceder a la FCL o a la SLL.		Si el país experimenta dificultades en uno de los ámbitos siguientes, quedaría inhabilitado para acceder a una PLL:
Desde 2014, los indicadores de fortaleza institucional mejoran la previsibilidad de la evaluación.		<ol style="list-style-type: none"> 1 Falta de acceso continuado a los mercados. 2 Necesidad de emprender ajustes importantes. 3 Un saldo de deuda que con alta probabilidad no es sostenible a medio plazo. 4 Insolvencia bancaria generalizada.
Desde 2014, los indicadores de fortaleza institucional mejoran la previsibilidad de la evaluación.		Desde 2014, los indicadores de fortaleza institucional mejoran la previsibilidad de la evaluación.
Activación: Por aprobación de la petición por el Directorio.	Activación: Por oferta del Directorio al país.	Activación: Por aprobación de la petición por el Directorio.
Únicamente condicionalidad ex ante .		Condicionalidad ex ante y ex post .
Acceso, plazos y renovación		
Acceso: sin límite , disponible de forma flexible y con posibilidad de aumento o de reducción. No sujeto al marco de acceso excepcional.	Acceso: hasta el 145 % de la cuota , renovable. No sujeto al marco de acceso excepcional.	Acceso: 250 % de cuota el primer año y hasta 500 % el segundo, con posibilidad de aumento o de reducción dentro de los límites establecidos. Entre el 125 % y el 250 % en la ventanilla a seis meses. Sujeto a la política de acceso excepcional.
Desde 2014, la evaluación de un índice de estrés exterior contribuye a determinar el nivel de acceso.		
Vigencia: uno o dos años (con revisión intermedia al año).	Vigencia: un año.	Vigencia: uno o dos años (seis meses en la ventanilla de corto plazo).
Devolución: tres años y un trimestre-cinco años.	Devolución: un año.	Devolución: tres años y un trimestre-cinco años.
Renovación: Sin límite, mientras que se cumplan los criterios de habilitación.		
Coste		
Comisión de compromiso (sobre importes no dispuestos)		
15 pb para acceso inferior al 115 % de la cuota. 30 pb para acceso entre el 115 % y el 575 % de la cuota. 60 pb para acceso superior al 575 % de la cuota. Reembolsable.	8 pb. No reembolsable.	Igual que la FCL.
Cargos (sobre importes dispuestos)		
Tipo de interés del DEG + 100 pb.	Tipo de interés del DEG + 100 pb.	Igual que la FCL.
50 pb cada importe dispuesto.	21 pb cada importe dispuesto.	Igual que la FCL.
Recargos (sobre importes dispuestos)		
200 pb para importes por encima del 187,5 % de la cuota.		
100 pb más si supera el 187,5 % de la cuota más de tres años.		Igual que la FCL.

FUENTE: Banco de España.

3 Evolución del uso de las facilidades de aseguramiento

Pocos meses después de la creación de la FCL por el FMI, tres países —México, Polonia y Colombia— accedieron a esta línea en un plazo muy corto de tiempo. Esto representó un cierto éxito en comparación con facilidades similares anteriores, que, o bien quedaron en fase de estudio, o bien se incorporaron al conjunto de los instrumentos del FMI pero nunca fueron utilizadas [Fondo Monetario Internacional (2017)].

México fue el primer país en suscribir una FCL —en 2009—, y desde entonces la ha renovado en ocho ocasiones. El importe del acuerdo inicial ascendió a 31,5 mm de Derechos Especiales de Giro (DEG), equivalente al 1.000 % de su cuota (véanse gráfico 1 y anejo). Este acuerdo se produjo en el contexto de la estrecha conexión de la economía mexicana con la de Estados Unidos, epicentro de la CFG. El importe aumentó gradualmente en las primeras renovaciones —hasta los 62,4 mm de DEG en mayo de 2016—, incremento justificado por la intensificación de los riesgos globales y la creciente volatilidad en los mercados financieros internacionales. Desde entonces se ha ido reduciendo, hasta los 35,6 mm de DEG⁷ del acuerdo de 2021. Las autoridades prevén continuar disminuyendo el importe, si los riesgos globales lo permiten.

En la primavera de 2009, Polonia también suscribió una FCL, que renovó en cinco ocasiones. El acuerdo inicial, formalizado en respuesta a los riesgos de contagio de la CFG, contemplaba un importe de 13,7 mm de DEG, equivalente al 1.000 % de la cuota (véanse gráfico 2 y anejo). Este importe se elevó en las primeras renovaciones, durante la crisis soberana europea, hasta los 22 mm de DEG en enero de 2013. La mejora de la posición fiscal y la mayor acumulación de reservas exteriores permitieron reducir el importe de la línea en los siguientes acuerdos y cancelar anticipadamente el último.

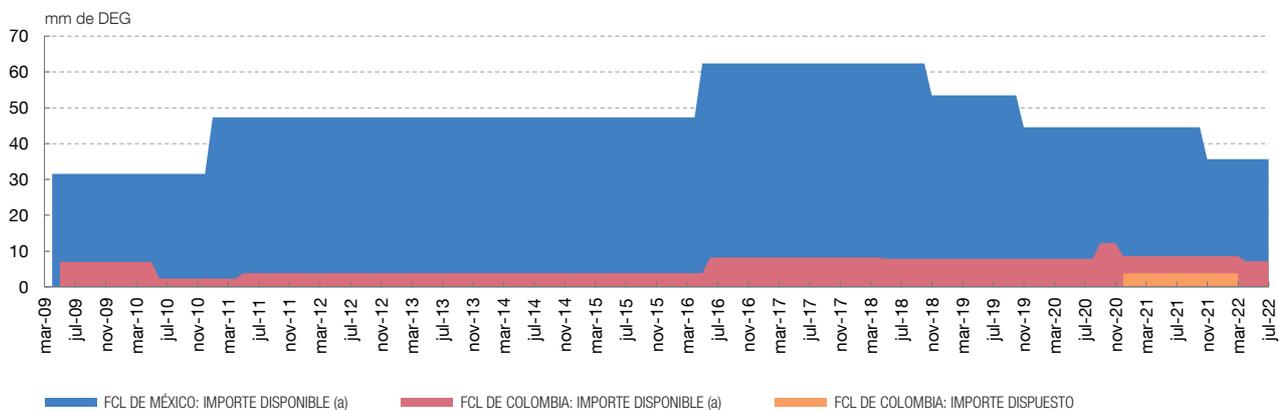
Colombia también solicitó una FCL al inicio de la CFG y, como México, la ha renovado en ocho ocasiones de manera ininterrumpida. La primera línea tuvo un importe de 7 mm de DEG, equivalente al 900 % de la cuota en el momento de la aprobación (véase anejo), atendiendo a la contracción de sus exportaciones de materias primas durante la CFG. Tras un acusado descenso hasta los 2,3 mm de DEG en la primera renovación —mayo de 2010—, el importe se elevó en 2016 hasta los 8,2 mm de DEG. Las renovaciones posteriores redujeron los volúmenes disponibles hasta los 7,8 mm de DEG en mayo de 2018. Sin embargo, en septiembre de 2020, ante un impacto de la pandemia mayor de lo esperado, el acceso aumentó hasta los 12,3 mm de DEG y Colombia realizó un desembolso por valor de 3,8 mm de DEG, el único desembolso de una FCL hasta la fecha. En la última renovación, suscrita en abril de 2022, se ha retomado la senda de descenso del importe, hasta los 7,2 mm de DEG, equivalente al 350 % de la cuota.

⁷ Los aumentos que registró la cuota de México en 2011 y 2016 suponen una reducción del volumen de la FCL en términos de cuota, reducción que no se corresponde con variaciones del importe. El importe máximo en términos de cuota se alcanzó en el tercer acuerdo (enero de 2011), cuando se situó en el 1.500% (equivalente al 531 % sobre la cuota actual de México). El importe disponible en el último acuerdo asciende al 400% de la cuota.

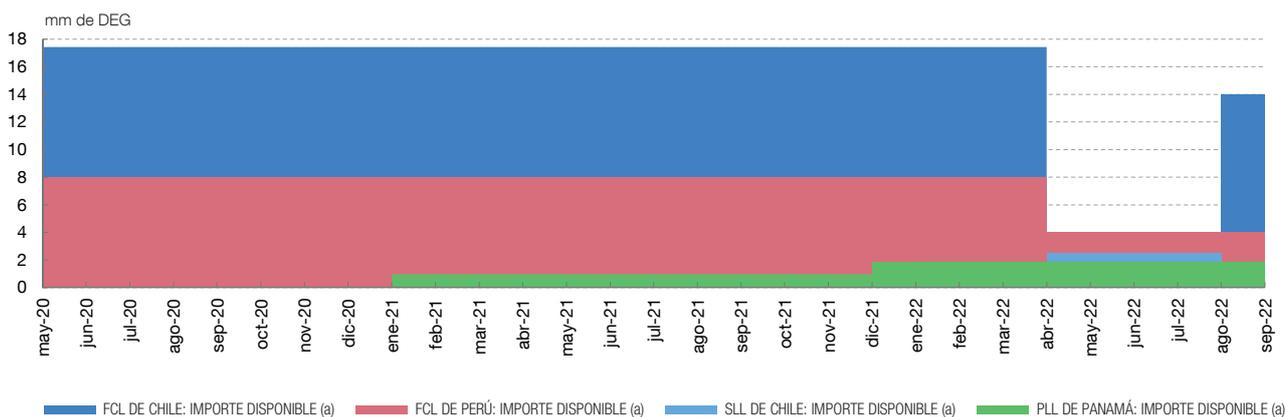
UTILIZACIÓN DE LAS LÍNEAS DE ASEGURAMIENTO EN LATINOAMÉRICA

Los cinco países de la región que han hecho uso de las líneas de aseguramiento se pueden clasificar en dos grupos: México y Colombia (con elevados importes y acceso ininterrumpido desde 2009) y el resto de los países (para aseguramiento frente a riesgos derivados de la pandemia y por importes menores, con la excepción de Chile).

1 MÉXICO Y COLOMBIA



2 CHILE, PERÚ Y PANAMÁ



FUENTE: Banco de España, con datos del Fondo Monetario Internacional.

a Importe aprobado menos importe dispuesto.

La PCL y su sucesora, la PLL, se estrenaron poco tiempo después de su creación en 2009. Con el fin de tener un elemento de protección adicional frente a los riesgos procedentes de la crisis europea, la República de Macedonia del Norte⁸ accedió en enero de 2011 a una PCL, y Marruecos en agosto de 2012 a una PLL.

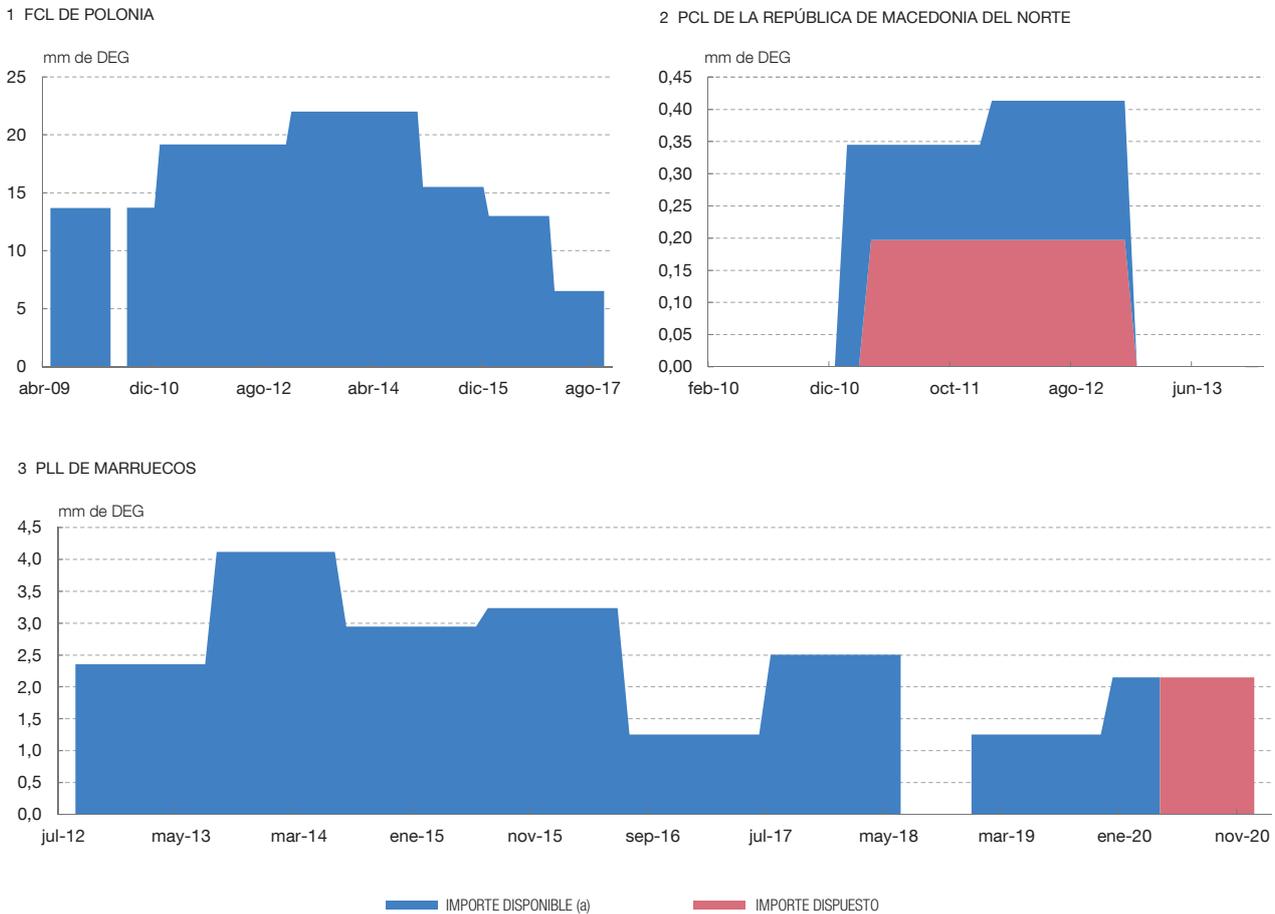
La experiencia de la República de Macedonia del Norte con la PCL fue breve. El acuerdo suscrito contemplaba un acceso potencial al 500 % de su cuota en el primer año y

⁸ «Antigua República Yugoslava de Macedonia» en aquel momento.

Gráfico 2

UTILIZACIÓN DE LAS LÍNEAS DE ASEGURAMIENTO EN OTRAS REGIONES

La experiencia en regiones distintas a Latinoamérica se limita tan solo a tres países, que han hecho uso de esas líneas en sus primeros años de existencia y por una duración variable (entre dos y diez años). Dos de estos países han dispuesto de la totalidad (Marruecos) o de parte (Macedonia del Norte) de sus respectivas líneas, y las cancelaron a continuación.



FUENTE: Banco de España, con datos del Fondo Monetario Internacional.

a Importe aprobado menos importe dispuesto.

a un 100 % adicional en el segundo. Apenas dos meses después de la obtención de la PCL, la República de Macedonia del Norte desembolsó fondos equivalentes al 286 % de su cuota y, al vencimiento de la línea, el país quedó sometido a un *Post Program Monitoring* (PPM), que establece un seguimiento reforzado a los miembros que, sin programa activo, tienen un crédito vivo elevado.

La primera PLL de Marruecos suponía un importe equivalente al 400 % de su cuota en el primer año y a un 300 % adicional en el segundo. Posteriormente, Marruecos suscribió nuevas PLL en tres ocasiones, y redujo sus importes de manera sucesiva. El último acuerdo contempló un volumen equivalente al 140 % de la cuota en el primer año y a un 100 % adicional en el segundo. Estas disminuciones se justificaron por la reducción

de las vulnerabilidades fiscales y externas del país, así como por la implementación de importantes reformas. En abril de 2020, Marruecos desembolsó la totalidad de los fondos disponibles (por el 240 % de la cuota) para hacer frente al impacto del COVID-19. Nueve meses después, devolvió de manera anticipada el 30 % de lo dispuesto, con lo que evitó quedar sujeto a un PPM.

Tras varios años en los que ningún país solicitó por primera vez el acceso a estas líneas de aseguramiento, el rápido deterioro de la situación económica global y el aumento de la incertidumbre propiciados por la pandemia impulsaron su demanda⁹. Perú y Chile accedieron casi simultáneamente, en mayo de 2020, a sendas FCL, mientras que Panamá suscribió una PLL en enero de 2021.

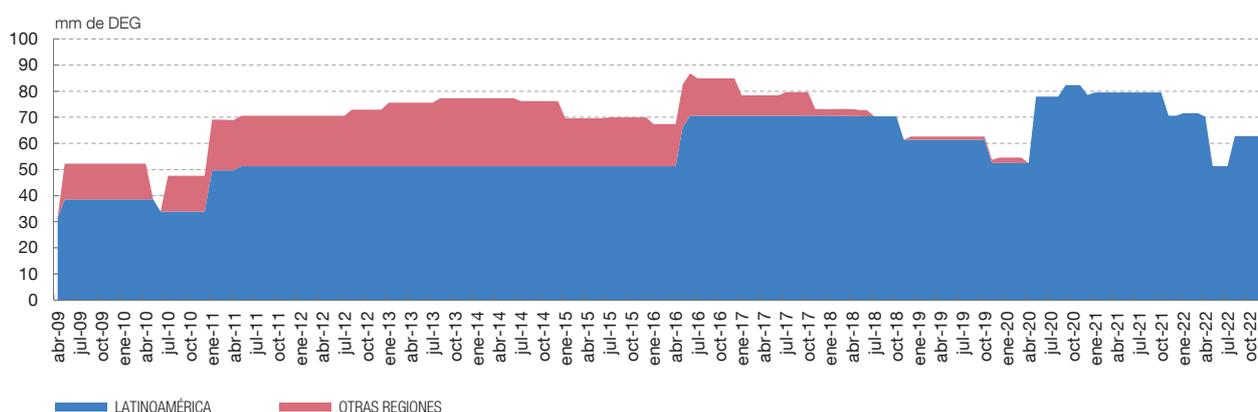
El importe de la FCL de Perú ascendió a 8 mm de DEG (equivalente al 600 % de su cuota), mientras que la de Chile supuso 17,4 mm de DEG (equivalente al 1.000 % de su cuota). Es interesante destacar que, al vencimiento de estas facilidades, en mayo de 2022, y en un contexto de mejoría de la situación económica, ambos países han optado por estrategias de salida diferentes. Perú ha suscrito una nueva FCL, reduciendo su importe a la mitad. Por su parte, Chile decidió no renovar su FCL y aceptar una SLL¹⁰ por un año de duración y un importe de 2,5 mm de DEG (equivalente al 145 % de su cuota, el máximo establecido para esta facilidad). Chile ha sido el primer país en utilizar esta facilidad dos años después

Gráfico 3

UTILIZACIÓN DE LAS LÍNEAS DE ASEGURAMIENTO. IMPORTES AGREGADOS POR REGIONES

Latinoamérica es el destino de la mayor parte del volumen aprobado en este tipo de líneas —únicamente Polonia se le asemeja en porcentaje de cuota—, y a esta región pertenecen cinco de los ocho demandantes de estas líneas desde su creación.

IMPORTES DISPONIBLES (a)



FUENTE: Banco de España, con datos del Fondo Monetario Internacional.

a Importe aprobado menos importe dispuesto.

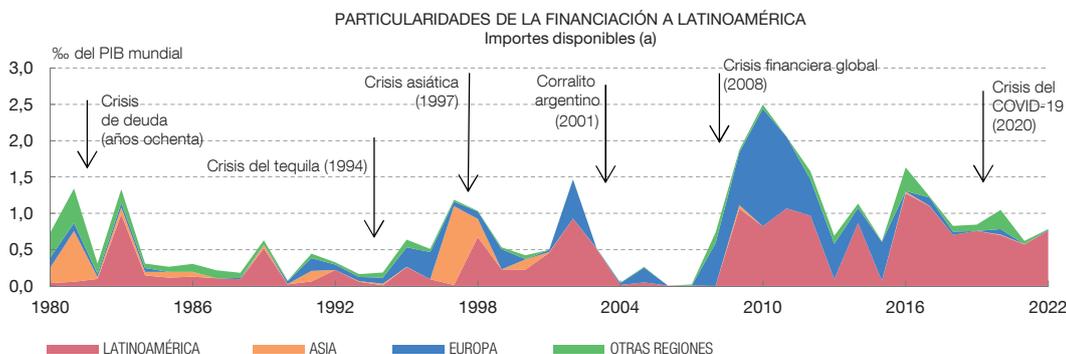
9 Al ser la pandemia un *shock* de naturaleza genuinamente exógena, es posible que facilitara la solicitud de estas líneas: es menos probable que los mercados hagan una interpretación negativa de la petición de ayuda financiera y, por tanto, las consideraciones de estigma son menos importantes.

10 Para una explicación de la creación y de la finalidad de estas líneas, véase el último párrafo de la sección 2.



Particularidades de la financiación por el FMI a Latinoamérica

En perspectiva histórica, en las cuatro últimas décadas la financiación a Latinoamérica ha pasado por diversas etapas y ha tenido una presencia muy notable en todas ellas:



En períodos de crisis, predomina respecto a la financiación aprobada por el Fondo a otras regiones, salvo contadas excepciones: Asia a comienzos de los ochenta y durante la crisis asiática de 1997, y Europa tras la caída del telón de acero y durante la crisis financiera global.



Desde la crisis financiera global, cabe destacar las nuevas líneas precautorias concedidas a un número reducido de países latinoamericanos por importes muy elevados.



En los últimos años, además de las líneas precautorias, Latinoamérica ha recibido, por un lado, programas convencionales para un número reducido de países por importes en algunos casos muy elevados (los mayores de la historia del Fondo) y, por otro, ayudas de emergencia frente a la pandemia repartidas a un mayor número de países por importes reducidos.

FUENTE: Banco de España.

de su creación. Sin embargo, apenas tres meses después de la suscripción de la SLL, y ante la intensificación de los riesgos externos, Chile canceló la SLL y acordó con el FMI una nueva FCL, que es la de mayor importe en términos de cuota (800 %) de las líneas de aseguramiento actualmente en vigor.

Por último, la PLL suscrita por Panamá contempla un importe equivalente al 250 % de su cuota en el primer año y a otro 250 % adicional en el segundo (para un total de 1,9 mm de DEG).

Desde su creación, las líneas de aseguramiento han tenido un peso muy significativo en la financiación global concedida por el FMI, y los países latinoamericanos han sido sus principales usuarios (véase gráfico 3). Con una perspectiva histórica, en concreto desde los años ochenta del siglo pasado, esta circunstancia no difiere de la prevalencia de Latinoamérica en la financiación del Fondo (véase esquema 1).

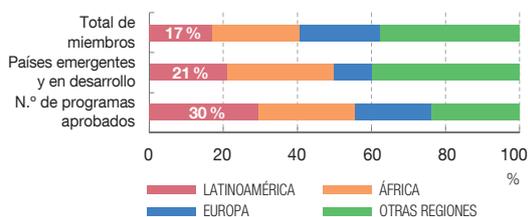
Magnitud de la financiación por el FMI a Latinoamérica

La región, que representa algo menos del 8% del PIB mundial...



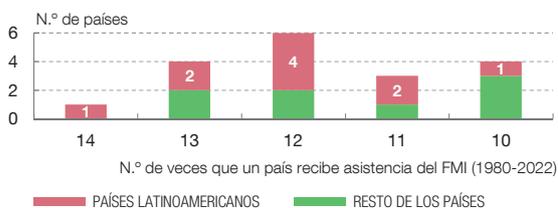
... concentra el 17% de los miembros del Fondo y el 21% de los emergentes y en desarrollo, y ha sido el destino de cerca de **uno de cada tres programas del Fondo**.

DISTRIBUCIÓN REGIONAL DE MIEMBROS Y DE PROGRAMAS



FUENTE: Banco de España, con datos del Fondo Monetario Internacional.

PAÍSES QUE MÁS HAN ACUDIDO AL FONDO



FUENTE: Banco de España, con datos del Fondo Monetario Internacional.



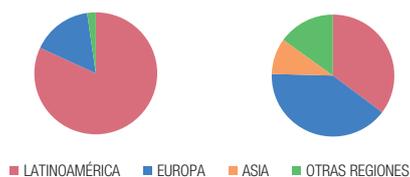
Concentra un **gran número de los países que con más asiduidad han acudido al Fondo**. En concreto, 10 de los 18 países que han recibido más de nueve préstamos o líneas precautorias del FMI son latinoamericanos.



Acumula la mayor parte de la financiación aprobada por el Fondo, con un peso muy significativo en líneas precautorias (más del 80%) y solo muy similar a las cifras de Europa en programas convencionales con desembolsos.

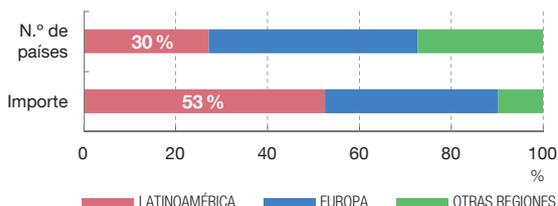
IMPORTES APROBADOS (1980-SEPTIEMBRE 2022)

En líneas precautorias... y en programas con desembolso



FUENTE: Banco de España, con datos del Fondo Monetario Internacional.

LOS DIEZ MAYORES PRESTATARIOS DE PROGRAMAS CON DESEMBOLSO FMI: DISTRIBUCIÓN REGIONAL



FUENTE: Banco de España, con datos del Fondo Monetario Internacional.



Concentra una parte importante de los **préstamos de mayor tamaño** del Fondo. Entre los 10 mayores prestatarios del Fondo, Latinoamérica es la región con mayor volumen de financiación de este grupo, no solo en líneas de aseguramiento, sino también en programas con financiación.

FUENTE: Banco de España.

4 Valoración del uso de las líneas y de sus estrategias de salida

La evolución económica de los ocho países que han solicitado estas líneas en los trece años transcurridos desde su creación indicaría que han cumplido su función preventiva. Por un lado, estos países no han tenido dificultades de balanza de pagos significativas. Por otro, el impacto positivo en los mercados financieros de la solicitud de las líneas resulta indicativo, como mínimo, de la ausencia de «estigma» en su uso, e incluso apuntaría a cierto efecto «señalización». Por este efecto, los países con FCL se han beneficiado de menores diferenciales soberanos, una vez que se ha controlado por otros factores, lo que puede atribuirse al «sello de aprobación» del FMI en la concesión de este tipo de líneas, reservadas a países con fundamentos y políticas sólidos (véase recuadro 1). La cualificación y la supervisión reforzada que establecen estas líneas han ejercido asimismo un efecto catalizador de fuentes de financiación no privadas¹¹. Los mercados tampoco han interpretado como una señal de vulnerabilidad grave la disposición minoritaria de fondos de estas facilidades (parcial en la República de Macedonia del Norte y en Colombia, y completa en Marruecos), a lo que podría haber contribuido la estrategia de comunicación del Fondo y de las autoridades¹².

Una ventaja adicional de estas líneas es que proporcionan un seguro contra crisis externas más eficiente que su alternativa directa, la acumulación de reservas internacionales de divisas. Un cálculo sencillo a partir del indicador propuesto por Birdsall *et al.* (2017)¹³ sugeriría que su coste implícito es muy inferior al del autoaseguramiento con reservas¹⁴ (véase cuadro 2). Todo ello hace pensar que son otro tipo de razones¹⁵ —como, por ejemplo, unos criterios de acceso demasiado exigentes, la presunción del estigma asociado al Fondo (más acusado en algunas regiones) o la falta de experiencia previa de algunos países en programas con el FMI— las que explicarían que hasta ahora su demanda haya sido relativamente escasa.

Desde el punto de vista de los recursos del FMI, la principal objeción planteada a la utilización de estas líneas ha sido la de su uso ininterrumpido, habida cuenta del elevado volumen de recursos que comprometen, que podría reducir la disponibilidad de recursos para otros países con necesidades de balanza de pagos. Siendo esta una consideración relevante para el FMI, que cuenta con recursos limitados, la disponibilidad de recursos desde la CFG —que coincide con el período en el que el volumen de fondos

11 Por ejemplo, coincidiendo con las primeras líneas durante la CFG, Polonia amplió la financiación que recibía del Banco Mundial (BM) y del Banco Europeo de Inversiones, y solicitó una línea *swap* al Banco Central Europeo [Fondo Monetario Internacional (2009b)]. México reforzó su financiación del BM y del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), y obtuvo un *swap* de la Reserva Federal [Fondo Monetario Internacional (2009c)].

12 Véase Fondo Monetario Internacional (2021).

13 Birdsall *et al.* (2017) utilizan el indicador de bonos de mercados emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés) como indicador aproximado del coste social de las reservas, en la medida en que mide el diferencial de rentabilidad del país frente al tipo de interés de las reservas.

14 Queda para un trabajo posterior analizar el coste del acceso a *swaps* de divisas entre bancos centrales, del que se han beneficiado países como México, Brasil o Chile, o de la pertenencia a acuerdos regionales de financiación, como el de la Unión Europea (al que puede acceder Polonia) o el FLAR (al que pueden acceder Colombia, Perú o Chile).

15 Véase Essers e Ide (2018).

Cuadro 2

COSTE ANUAL DE LAS LÍNEAS DE ASEGURAMIENTO ACTUALES EN AMÉRICA LATINA, COMPARADO CON EL COSTE DE ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES DE DIVISAS

El coste de las líneas del FMI es muy inferior al coste de oportunidad de su sustituto directo, las reservas internacionales de divisas.

	Línea actual	Fecha de aprobación	Duración (años)	Importe			Coste FCL/PLL/SLL (%) (a)	Coste de oportunidad de las reservas (%) (b)
				En mm de dólares	En % de su cuota	En % de las reservas		
México	FCL	Noviembre 2021	2	50,0	400	25	0,26	2,18
Colombia	FCL	Abril 2022	2	9,8	350	17	0,25	3,45
Chile	FCL	Agosto 2022	2	18,5	800	36	0,45	1,86
Perú	FCL	Mayo 2022	2	5,4	300	7	0,25	1,72
Panamá	PLL	Enero 2021	2	2,7	500	27	0,27	1,52

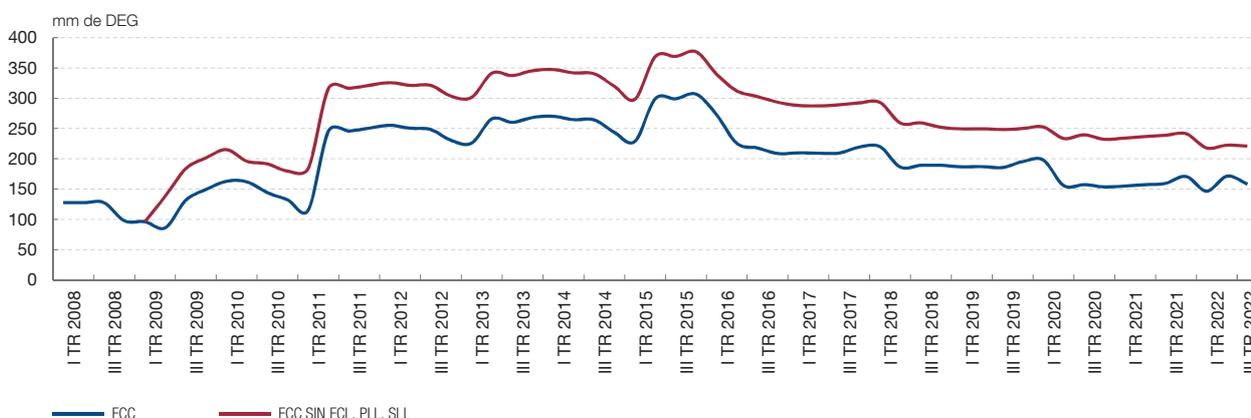
FUENTE: Banco de España.

- a «Comisión de compromiso» únicamente, dado que ninguno de los países ha dispuesto de los fondos en el período de vigencia de las líneas (a partir de 2021). Colombia sí dispuso de parte de sus fondos en la línea FCL de 2020.
- b Aproximado por el EMBI del país. Este coste puede verse reducido por los efectos de valoración del tipo de cambio en períodos de depreciación de la divisa local frente al dólar, o frente a las monedas de denominación de las reservas.

Gráfico 4

LAS LÍNEAS DE ASEGURAMIENTO Y LA CAPACIDAD DE PRÉSTAMO DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Desde la aprobación de las primeras líneas de aseguramiento, la capacidad de préstamo del FMI a un año —medida por la *Forward Commitment Capacity* (FCC) (a)— se ha mantenido relativamente holgada y, aunque menor, no se ha visto comprometida por aquellas.



FUENTE: Banco de España, con datos del Fondo Monetario Internacional.

- a La FCC mide la capacidad de financiación del Fondo a un año vista. Calcula el volumen disponible para prestar sumando a los recursos disponibles no comprometidos las devoluciones al FMI de préstamos previos por parte de los países y les resta los reintegros de recursos prestados además de un 20 % de saldo prudencial.

prestados por el FMI alcanzó niveles máximos— no respalda esta crítica, como se observa en el gráfico 4¹⁶. Además, puede argumentarse que la función de aseguramiento y de señalización

¹⁶ En este sentido, se ha analizado una propuesta de medición de la liquidez del FMI que excluiría del cálculo los importes comprometidos bajo líneas precautorias (en sentido amplio, FCL, PLL, SLL y también SBA precautorios). El criterio del FMI, sin embargo, es tenerlos en cuenta a la hora de evaluar la liquidez, aunque detallando qué importes, de los saldos no dispuestos, son precautorios.

del uso de estas líneas reduce los riesgos de contagio¹⁷. Nada de ello resta importancia a la necesidad de diseñar adecuadamente las «estrategias de salida», considerando el carácter temporal de la utilización de los recursos del Fondo.

Al mismo tiempo, el diseño de la estrategia de salida de estas líneas debe tener en cuenta que la no renovación de una FCL de elevado importe no solo deja al país más expuesto a la volatilidad externa y elimina un elemento de señalización positiva asociado a la solidez de los fundamentos requeridos para su acceso, sino que, además, podría sembrar en los mercados la duda de si la no renovación responde a una pérdida de cualificación para la línea. En este sentido, es interesante analizar las distintas aproximaciones de las autoridades nacionales a la reducción de la dependencia de la FCL, la PLL y la SLL en los tres últimos años: reducciones progresivas del acceso (Colombia, México), reducciones más drásticas (Perú) o recurso a una SLL al vencimiento de la FCL (Chile). Por un lado, la reducción de la dependencia de estas líneas mediante renovaciones por menores importes no parece haber desencadenado correcciones bruscas en los mercados, ni siquiera cuando por un aumento de los riesgos exteriores los países han tenido que revertir parcialmente la reducción del importe de estas líneas. Por otro lado, la utilización de la SLL como transición desde la FCL en el caso de Chile vino acompañada de una serie de medidas de fortalecimiento de la posición de liquidez internacional, de la verificación de la reducción de los riesgos que motivaron la solicitud de la línea y de una comunicación cuidada y coordinada entre las autoridades y el FMI durante todo el proceso. Esta estrategia integral permitió una reducción muy significativa del aseguramiento del país con el FMI, sin penalización por parte de los mercados. No obstante, la acentuación de los riesgos globales en una situación política interna delicada truncó la consolidación de la reducción de estas facilidades, y el país recurrió a una nueva FCL por un importe elevado. No parece que los mercados hayan penalizado a Chile por el cambio de facilidad y por el aumento significativo del importe, lo que sugeriría que, incluso ante un aumento de los riesgos, domina la señalización positiva de la FCL¹⁸.

¹⁷ En particular, si el receptor tiene una importancia significativa en la región [véase Fondo Monetario Internacional (2009b)].

¹⁸ El mercado parecería haber interpretado que Chile sigue siendo un candidato idóneo para el propósito de esta línea, es decir, un país con fundamentos y políticas sólidos, pero expuesto a la volatilidad de los mercados financieros (en este caso, la brusca caída de los precios del cobre durante el verano y la consiguiente depreciación del peso frente al dólar, en un contexto de elevación de los tipos de interés en Estados Unidos).

5 Conclusiones

En los próximos meses, el FMI evaluará, en el marco de la revisión periódica de su instrumental de préstamo, la experiencia en el uso de las líneas de aseguramiento con el fin de explorar opciones de mejora. La experiencia indica una ausencia de estigma en el uso de estas facilidades, un reconocimiento del «sello de aprobación» proporcionado por el FMI y un eficiente reforzamiento del aseguramiento, todo ello sin poner en riesgo la disponibilidad de liquidez para atender las necesidades financieras del resto de los miembros del Fondo. El porqué de la escasez de uso de estas facilidades (en especial, la PLL y la SLL) deberá analizarse en la próxima revisión, considerando las áreas de reforma y la posible continuidad o transformación profunda de cada línea. Dado el buen funcionamiento de estas líneas, su escaso uso podría responder a factores de oferta (como, por ejemplo, el establecimiento de unos criterios demasiado estrictos para la FCL) o a factores de demanda (como una percepción *ex ante* de estigma en el uso de cualquier facilidad del FMI en algunas regiones, el recelo ante una posible reacción adversa de los mercados por cualificar «solo» para la PLL, la prevención ante la incertidumbre de si se mantendrá la cualificación en las revisiones intermedias o la disponibilidad de mecanismos de aseguramiento alternativos al FMI). Por otro lado, desde el punto de vista de la oferta, el Fondo podría plantearse la mejora de la comunicación sobre las bondades de estos instrumentos, o un acercamiento específico a países potencialmente candidatos al acceso a estas líneas pero que habitualmente no han acudido a esta institución en momentos de dificultad. Respecto a las estrategias de salida, la revisión del diseño de la FCL podría considerar algún mecanismo que promueva la reducción de los niveles de acceso acorde con la reducción de los riesgos y el nivel de aseguramiento del país. Adicionalmente, considerando el uso de la SLL como facilidad de salida de la FCL, podría plantearse si un nivel de acceso más amplio a la SLL otorgaría más confianza a los países a la hora de diseñar sus estrategias de salida de la FCL, en escenarios en los que siempre existirá una probabilidad de riesgo y siempre habrá incentivos para prolongar la utilización de las líneas.

IMPACTO DEL ACCESO A LÍNEAS DE CRÉDITO FLEXIBLE EN LOS DIFERENCIALES SOBERANOS

Para evaluar el impacto de la disponibilidad de estas facilidades en la percepción de los mercados sobre la solidez de los fundamentos de los países, se ha estimado un modelo de datos de panel para los diferenciales soberanos¹. Se ha utilizado una muestra compuesta por los países que tienen o han tenido una línea de crédito flexible (FCL, por sus siglas en inglés) (México, Colombia, Polonia, Chile y Perú) y por otro conjunto de países que —por contar en la actualidad con calificaciones crediticias parecidas— se podría suponer que cumplirían con las condiciones requeridas para acceder a este tipo de líneas (Bulgaria, Hungría, Indonesia, Tailandia y Uruguay)².

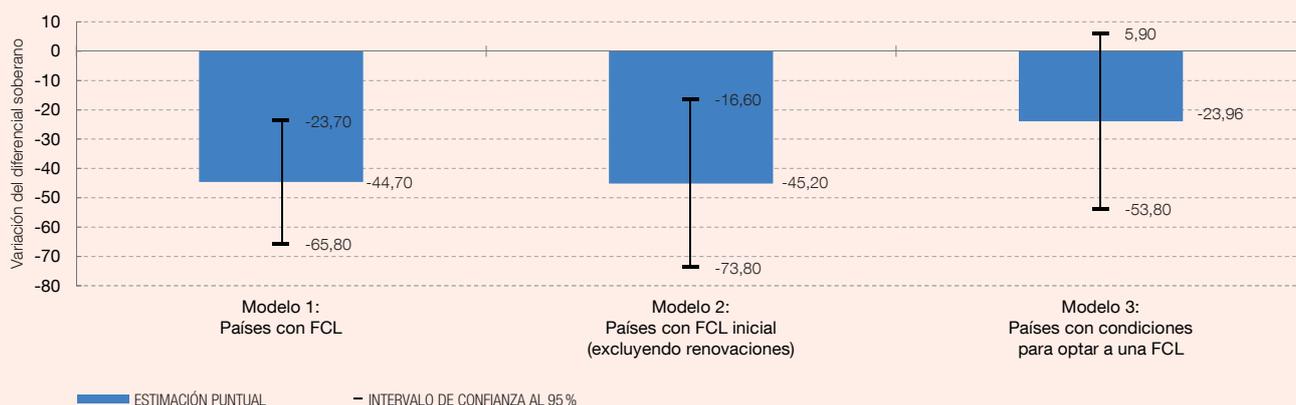
En concreto, en el modelo estimado el diferencial indicador de bonos de mercados emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés)³ se explica por su valor pasado, por un conjunto de variables de control (diferencial EMBI regional, crecimiento del PIB, reservas sobre PIB, deuda pública sobre PIB, saldo corriente sobre PIB) y por distintas versiones de una variable ficticia que indica la existencia de una FCL⁴.

El modelo se ha estimado con información trimestral para el período comprendido entre el primer trimestre de 2001 y el primer trimestre de 2022.

En general, los resultados sugieren que los países a los que se han concedido estas facilidades de aseguramiento han disfrutado de menores diferenciales soberanos, una vez que se ha controlado por otros factores. En concreto, cuando se considera una variable ficticia que toma valor uno para los países y fechas en las que está vigente una línea FCL y cero en el resto de los casos (véase gráfico 1, modelo 1), se obtiene que los diferenciales soberanos para esa submuestra se reducen en 45 puntos básicos (pb), y este efecto es estadísticamente significativo^{5, 6}.

Si estimamos el modelo utilizando una variable ficticia que toma valor uno para los países con FCL, pero solo para las fechas de la primera concesión, se obtiene que los diferenciales soberanos

Gráfico 1
IMPACTO DEL ACCESO A LA FCL SOBRE LOS DIFERENCIALES SOBERANOS (a)



FUENTE: Banco de España.

a El gráfico presenta la estimación puntual y el intervalo de confianza al 95 % del impacto sobre los diferenciales soberanos de: la disponibilidad de una FCL (primera barra), el acceso por primera vez a una FCL (segunda barra) o contar con los requisitos de acceso a una FCL, pero sin tenerla disponible (tercera barra). Los resultados se han obtenido a partir de un modelo trimestral de efectos fijos y errores robustos en el que el diferencial soberano se explica por el diferencial soberano en el período anterior, el diferencial soberano regional, el crecimiento del PIB, el nivel de reservas sobre PIB, la deuda pública sobre PIB y el saldo corriente sobre PIB.

- 1 Véanse Fondo Monetario Internacional (2014), para un análisis similar realizado con información de las primeras líneas de aseguramientos concedidas por el FMI a México, Colombia, Polonia y Marruecos, y Fondo Monetario Internacional (2017), para una evaluación del impacto en los mercados financieros de la reducción del acceso a estas líneas.
- 2 A falta de una evaluación más rigurosa del grado de cumplimiento de las condiciones requeridas para acceder a la FCL por este segundo conjunto de países durante el período analizado, los resultados del análisis deben tomarse con cautela.
- 3 El diferencial EMBI es la diferencia entre el tipo de interés pagado por los bonos soberanos de un país emitidos en dólares y el tipo de interés pagado por los bonos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos.
- 4 Los resultados son robustos a la inclusión de variables que midan el grado de liquidez global.
- 5 Este efecto se ha estimado excluyendo Polonia de la muestra (es decir, considerando solo los países de América Latina con FCL). Si se incluye Polonia, el efecto estimado es menor (18 pb) y no es estadísticamente significativo. Este resultado se explica porque, en el contexto de la crisis soberana europea, Polonia experimentó un repunte significativo de su diferencial soberano a finales de 2011, a pesar de tener una FCL [véase Fondo Monetario Internacional (2014)].
- 6 Este efecto es coherente con los resultados de Díaz-Cassou *et al.* (2006), que muestran que los programas del FMI de carácter preventivo son especialmente efectivos para catalizar flujos de carácter privado.

IMPACTO DEL ACCESO A LÍNEAS DE CRÉDITO FLEXIBLE EN LOS DIFERENCIALES SOBERANOS (cont.)

también se reducen en 45 pb (véase gráfico 1, modelo 2). La comparación de este resultado con el anterior —que mide el impacto sobre los diferenciales de la vigencia de una línea FCL, con independencia de que sea o no una línea a la que se ha accedido por primera vez— parece sugerir que la reducción de diferenciales que se consigue con la concesión inicial de la línea de aseguramiento se mantiene en las renovaciones posteriores.

La estimación del modelo para los países que *a priori* cumplen los requisitos para acceder a una FCL, pero no la han solicitado (en

este caso, la variable ficticia toma el valor uno para estos países a partir de la fecha de concesión de la primera FCL), no muestra un impacto significativo sobre los diferenciales (véase gráfico 1, modelo 3). Este resultado sugiere que, en contra de lo que a veces se ha argumentado, la mera posibilidad de acceder a estas líneas no genera un impacto favorable en los países que en principio reunirían las condiciones necesarias para ello, o que, en todo caso, el impacto es inferior al que se observa en los países que han accedido a este tipo de línea.

Bibliografía

- Birdsall, N., L. Rojas-Suárez y A. Diofasi (2017). *Expanding Global Liquidity Insurance: Myths and Realities of the IMF's Precautionary Credit Lines*, WP 449, Center for Global Development. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2951790>
- Díaz-Cassou, J., A. García-Herrero y L. Molina (2006). «El efecto catalítico del FMI sobre los flujos de capital privado hacia las economías emergentes», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- Essers, D., y S. Ide (2018). «The IMF and precautionary lending: An empirical evaluation of the selectivity and effectiveness of the Flexible Credit Line», *Journal of International Money and Finance*, diciembre. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2018.12.007>
- Fondo Monetario Internacional (2009a). *GRA lending toolkit and Conditionality: Reform Proposals*, marzo.
- Fondo Monetario Internacional (2009b). *Republic of Poland: Arrangement Under the Flexible Credit Line: Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Republic of Poland*, mayo.
- Fondo Monetario Internacional (2009c). *Mexico: Review Under the Flexible Credit Line Arrangement: Staff Report and Press Release on the Executive Board Discussion*, julio.
- Fondo Monetario Internacional (2009d). *The Flexible Credit Line – Guidance on Operational Issues*, noviembre.
- Fondo Monetario Internacional (2014). *Review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and the Rapid Financing Instrument*, enero. <https://doi.org/10.5089/9781498343800.007>
- Fondo Monetario Internacional (2017). *Adequacy of the Global Financial Safety Net – Review of the Flexible Credit Line and Precautionary and Liquidity Line, and proposals for Toolkit Reform*. <https://doi.org/10.5089/9781498346153.007>
- Fondo Monetario Internacional (2020). *IMF COVID-19 Response – A New Short-Term Liquidity Line to Enhance The Adequacy Of The Global Financial Safety Net*, abril.
- Fondo Monetario Internacional (2021). *Colombia: Review Under the Flexible Credit Line Arrangement- Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Colombia*, mayo. <https://doi.org/10.5089/9781513572932.002>
- Moreno, P. (2013). *The metamorphosis of the IMF (2009-2011)*, Estudios Económicos, n.º 78, Banco de España.
- Sánchez, P., y X. Serra (2015). «Las nuevas líneas protectoras del FMI», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

Anejo Líneas de aseguramiento aprobadas

Cuadro A1.1

LÍNEAS DE ASEGURAMIENTO APROBADAS (a)

	Línea	Fecha de concesión (Fecha de revisión)	Duración (en años)	Importe (b)			% del PIB en la fecha de concesión	Desembolsos	
				En millones de DEG	En % de su cuota (c)	En % de su cuota actual		Importe (millones de DEG)	Fecha
América Latina	México	FCL	Abril 2009	1	31.528	1.000	354	5,5	
		FCL	Marzo 2010	1	31.528	1.000	354	4,7	
		FCL	Enero 2011	2	47.292	1.500	531	7,0	
		FCL	Noviembre 2012	2	47.292	1.304	531	6,3	
		FCL	Noviembre 2014	2	47.292	1.304	531	5,5	
		FCL	Mayo 2016	2	62.389	700		8,0	
		FCL	Noviembre 2017 (Noviembre 2018)	2	62.389 53.476	700 600		8,0 6,1	
		FCL	Noviembre 2019	2	44.564	500		4,9	
		FCL	Noviembre 2021	2	35.651	400		3,6	
Colombia	FCL	Mayo 2009	1	6.966	900	341	4,6		
		Mayo 2010	1	2.322	300	114	1,3		
		Mayo 2011	2	3.870	500	189	1,9		
		Junio 2013	2	3.870	500	189	1,5		
		Junio 2015	2	3.870	500	189	1,7		
		Junio 2016	2	8.180	400		4,5		
		Mayo 2018	2	7.848	384		3,5		
		Mayo 2020 (Septiembre 2020)	2	7.850 12.267	384 600		4,1 6,3	3.750	Diciembre 2020
		Abril 2022	2	7.156	350		2,7		
Chile	FCL	Mayo 2020	2	17.442	1.000		11,4		
		Mayo 2022 (cancelación anticipada en agosto 2022)	1	2.529	145		1,1		
		Agosto 2022	2	13.954	800		5,8		
Perú	FCL	Mayo 2020	2	8.007	600		5,7		
		Mayo 2022	2	4.004	300		2,5		
Panamá	PLL	Enero 2021	2	942	250		2,2		
		(Enero 2022)		1.884	500		4,1		
Otras regiones	Polonia	FCL	Mayo 2009	1	13.690	1.000	334	4,9	
		FCL	Julio 2010	1	13.690	1.000	334	4,5	
		FCL	Enero 2011	2	19.166	1.400	468	6,3	
		FCL	Enero 2013	2	22.000	1.303	537	6,6	
		FCL	Enero 2015 (Enero 2016)	2	15.500 13.000	918 770	379 317	4,0 4,0	
		FCL	Enero 2017 (cancelación anticipada en noviembre 2022)	2	6.500	159		1,0	
República de Macedonia del Norte	PCL	Enero 2011	2	345	500	246	5,3	197	Marzo 2011
		(Enero 2012)		413	600	294	6,3		
Marruecos	PLL	Agosto 2012 (Agosto 2013)	2	2.353 4.117	400 700	262 460	3,6 6,5		
		Julio 2014 (Julio 2015)	2	2.941 3.235	500 550	329 362	4,1 4,2		
		Julio 2016 (Julio 2017)	2	1.252 2.504	140 280		1,8 3,5		
		Diciembre 2018 (Diciembre 2019)	2	1.251 2.151	140 240		1,5 2,5	2.151	Abril 2020

FUENTE: Banco de España, con datos del Fondo Monetario Internacional.

a Las líneas actualmente en vigor aparecen sombreadas.

b Donde aparecen dos valores, corresponden a los importes máximos disponibles en el primer y en el segundo año.

c Respecto a la cuota en el momento de su aprobación.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 2110 DMITRY KHAMETSHIN: High-yield bond markets during the COVID-19 crisis: the role of monetary policy.
- 2111 IRMA ALONSO y LUIS MOLINA: A GPS navigator to monitor risks in emerging economies: the vulnerability dashboard.
- 2112 JOSÉ MANUEL CARBÓ y ESTHER DIEZ GARCÍA: El interés por la innovación financiera en España. Un análisis con Google Trends.
- 2113 CRISTINA BARCELÓ, MARIO IZQUIERDO, AITOR LACUESTA, SERGIO PUENTE, ANA REGIL y ERNESTO VILLANUEVA: Los efectos del salario mínimo interprofesional en el empleo: nueva evidencia para España.
- 2114 ERIK ANDRES-ESCAIOLA, JUAN CARLOS BERGANZA, RODOLFO CAMPOS y LUIS MOLINA: A BVAR toolkit to assess macrofinancial risks in Brazil and Mexico.
- 2115 ÁNGEL LUIS GÓMEZ y ANA DEL RÍO: El impacto desigual de la crisis sanitaria sobre las economías del área del euro en 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2116 FRUCTUOSO BORRALLO EGEA y PEDRO DEL RÍO LÓPEZ: Estrategia de política monetaria e inflación en Japón. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2117 MARÍA J. NIETO y DALVINDER SINGH: Incentive compatible relationship between the ERM II and close cooperation in the Banking Union: the cases of Bulgaria and Croatia.
- 2118 DANIEL ALONSO, ALEJANDRO BUESA, CARLOS MORENO, SUSANA PÁRRAGA y FRANCESCA VIANI: Medidas de política fiscal adoptadas a partir de la segunda ola de la crisis sanitaria: área del euro, Estados Unidos y Reino Unido. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2119 ROBERTO BLANCO, SERGIO MAYORDOMO, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2120 MATÍAS PACCE, ISABEL SÁNCHEZ y MARTA SUÁREZ-VARELA: El papel del coste de los derechos de emisión de CO₂ y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2121 MARIO ALLOZA, JAVIER ANDRÉS, PABLO BURRIEL, IVÁN KATARYNIUK, JAVIER J. PÉREZ y JUAN LUIS VEGA: La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2122 MARIO ALLOZA, VÍCTOR GONZÁLEZ-DÍEZ, ENRIQUE MORAL-BENITO y PATROCINIO TELLO-CASAS: El acceso a servicios en la España rural. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2123 CARLOS GONZÁLEZ PEDRAZ y ADRIAN VAN RIXTEL: El papel de los derivados en las tensiones de los mercados durante la crisis del COVID-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2124 IVÁN KATARYNIUK, JAVIER PÉREZ y FRANCESCA VIANI: (De-)Globalisation of trade and regionalisation: a survey of the facts and arguments.
- 2125 BANCO DE ESPAÑA STRATEGIC PLAN 2024: RISK IDENTIFICATION FOR THE FINANCIAL AND MACROECONOMIC STABILITY: How do central banks identify risks? A survey of indicators.
- 2126 CLARA I. GONZÁLEZ y SOLEDAD NÚÑEZ: Markets, financial institutions and central banks in the face of climate change: challenges and opportunities.
- 2127 ISABEL GARRIDO: La visión del Fondo Monetario Internacional sobre la equidad en sus 75 años de vida. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2128 JORGE ESCOLAR y JOSÉ RAMÓN YRIBARREN: Las medidas del Banco Central Europeo y del Banco de España contra los efectos del COVID-19 en el marco de los activos de garantía de política monetaria y su impacto en las entidades españolas. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2129 BRINDUSA ANGHEL, AITOR LACUESTA y FEDERICO TAGLIATI: Encuesta de Competencias Financieras en las Pequeñas Empresas 2021: principales resultados. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2130 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Comparecencias ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados, el 25 de octubre de 2021, y ante la Comisión de Presupuestos del Senado, el 30 de noviembre de 2021, en relación con el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2022. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2131 LAURA AURIA, MARKUS BINGMER, CARLOS MATEO CAICEDO GRACIANO, CLÉMENCE CHARAVEL, SERGIO GAVILÁ, ALESSANDRA IANNAMORELLI, AVIRAM LEVY, ALFREDO MALDONADO, FLORIAN RESCH, ANNA MARIA ROSSI y STEPHAN SAUER: Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area.

- 2132 JORGE E. GALÁN: CREWS: a CAMELS-based early warning system of systemic risk in the banking sector.
- 2133 ALEJANDRO FERNÁNDEZ CERERO y JOSÉ MANUEL MONTERO: Un análisis sectorial de los retos futuros de la economía española.
- 2201 MANUEL A. PÉREZ ÁLVAREZ: Nueva asignación de derechos especiales de giro. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2202 PILUCA ALVARGONZÁLEZ, MARINA GÓMEZ, CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL, MYROSLAV PIDKUYKO y ERNESTO VILLANUEVA: Analysis of labor flows and consumption in Spain during COVID-19.
- 2203 MATÍAS LAMAS y SARA ROMANIEGA: Elaboración de un índice de precios para el mercado inmobiliario comercial de España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2204 ÁNGEL IVÁN MORENO BERNAL y TERESA CAMINERO GARCÍA: Analysis of ESG disclosures in Pillar 3 reports. A text mining approach.
- 2205 OLYMPIA BOVER, LAURA CRESPO y SANDRA GARCÍA-URIBE: El endeudamiento de los hogares en la Encuesta Financiera de las Familias y en la Central de Información de Riesgos: un análisis comparativo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2206 EDUARDO GUTIÉRREZ, ENRIQUE MORAL-BENITO y ROBERTO RAMOS: Dinámicas de población durante el COVID-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2207 JULIO GÁLVEZ: Measuring the equity risk premium with dividend discount models.
- 2208 PILAR CUADRADO, MARIO IZQUIERDO, JOSÉ MANUEL MONTERO, ENRIQUE MORAL-BENITO y JAVIER QUINTANA: El crecimiento potencial de la economía española tras la pandemia. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2209 PANA ALVES, SERGIO MAYORDOMO y MANUEL RUIZ-GARCÍA: La financiación empresarial en los mercados de renta fija: la contribución de la política monetaria a mitigar la barrera del tamaño. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2210 PABLO BURRIEL, IVÁN KATARYNIUK y JAVIER J. PÉREZ: Computing the EU's SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool.
- 2211 LAURA ÁLVAREZ, ALBERTO FUERTES, LUIS MOLINA y EMILIO MUÑOZ DE LA PEÑA: La captación de fondos en los mercados internacionales de capitales en 2021. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2212 CARLOS SANZ: El peso del sector público en la economía: resumen de la literatura y aplicación al caso español.
- 2213 LEONOR DORMIDO, ISABEL GARRIDO, PILAR L'HOTELLERIE-FALLOIS y JAVIER SANTILLÁN: El cambio climático y la sostenibilidad del crecimiento: iniciativas internacionales y políticas europeas. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2214 CARMEN SÁNCHEZ y JARA QUINTANERO: Las empresas *finotech*: panorama, retos e iniciativas.
- 2215 MARÍA ALONSO, EDUARDO GUTIÉRREZ, ENRIQUE MORAL-BENITO, DIANA POSADA, PATROCINIO TELLO-CASAS y CARLOS TRUCHARTE: La accesibilidad presencial a los servicios bancarios en España: comparación internacional y entre servicios. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2216 BEATRIZ GONZÁLEZ, ENRIQUE MORAL-BENITO e ISABEL SOLER: Schumpeter Meets Goldilocks: the Scarring Effects of Firm Destruction.
- 2217 MARIO ALLOZA, JÚLIA BRUNET, VÍCTOR FORTE-CAMPOS, ENRIQUE MORAL-BENITO y JAVIER J. PÉREZ: El gasto público en España desde una perspectiva europea.
- 2218 PABLO AGUILAR, BEATRIZ GONZÁLEZ y SAMUEL HURTADO: Carbon tax sectoral (CATS) model: a sectoral model for energy transition stress test scenarios.
- 2219 ALEJANDRO MUÑOZ-JULVE y ROBERTO RAMOS: Estimación del impacto de variaciones en el período de cálculo de la base reguladora sobre la cuantía de las nuevas pensiones de jubilación. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2220 LUIS ÁNGEL MAZA: Una estimación de la huella de carbono en la cartera de préstamos a empresas de las entidades de crédito en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2221 SUSANA MORENO SÁNCHEZ: The EU-UK relationship: regulatory divergence and the level playing field.
- 2222 ANDRÉS ALONSO-ROBISCO y JOSÉ MANUEL CARBÓ: Inteligencia artificial y finanzas: una alianza estratégica.
- 2223 LUIS FERNÁNDEZ LAFUERZA, MATÍAS LAMAS, JAVIER MENCÍA, IRENE PABLOS y RAQUEL VEGAS: Análisis de la capacidad de uso de los colchones de capital durante la crisis generada por el COVID-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2224 SONSOLES GALLEGO, ISABEL GARRIDO e IGNACIO HERNANDO: Las líneas del FMI para aseguramiento y prevención de crisis y su uso en Latinoamérica (Existe una versión en inglés con el mismo número).