

El Fondo Monetario Internacional y su papel como garante de la estabilidad financiera global

Sonsoles Gallego, Pilar L'Hotellerie-Fallois
y Fernando López-Vicente

Resumen

La creciente integración real y financiera de las economías a escala mundial hace necesaria la existencia de mecanismos supranacionales para hacer frente a situaciones de crisis. El Fondo Monetario Internacional (FMI) es la institución multilateral que está en el centro de la red global de seguridad financiera (RGSF). El rápido desarrollo de otros elementos de esta red desde la última crisis financiera global, como los acuerdos regionales de financiación, ha dotado al sistema de mayor solidez, pero también plantea nuevos retos. La amplia membresía del FMI, el volumen de sus recursos y la experiencia acumulada en la gestión de crisis hacen de esta institución el elemento central para asegurar la estabilidad monetaria y financiera a escala global. No obstante, el Fondo está sujeto a discusiones recurrentes sobre aspectos de su gobernanza y de sus políticas de préstamo, incluidos el tamaño y la composición de sus recursos, y la distribución de poder dentro de la institución. El FMI está inmerso actualmente en el proceso de la XV revisión de cuotas. Como trasfondo de esta negociación está el riesgo de que, en ausencia de un acuerdo satisfactorio sobre el tamaño y la distribución de sus recursos, la suficiencia financiera de la institución, así como su grado de representatividad entre la membresía, pueda verse disminuida en los próximos años. Esta circunstancia podría menoscabar significativamente la capacidad estabilizadora de la RGSF.

Palabras clave: FMI, red global de seguridad financiera, revisión de cuotas, crisis sistémicas.

Códigos JEL: F3, F32, F38, F42, F65, G28.

EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL Y SU PAPEL COMO GARANTE DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA GLOBAL

Este artículo ha sido elaborado por Sonsoles Gallego, Pilar L'Hotellerie-Fallois y Fernando López-Vicente, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

A lo largo de las últimas décadas, el grado de interdependencia e integración, tanto real como financiera, entre países ha aumentado rápidamente. En este contexto, la crisis financiera global (CFG) mostró la elevada vulnerabilidad de las economías expuestas a *shocks* globales, frente a los cuales las políticas y los mecanismos de aseguramiento a escala nacional, como las reservas de divisas, proporcionan una defensa insuficiente, además de tener un coste elevado. La crisis también certificó el papel fundamental desempeñado por los mecanismos multilaterales de apoyo, y en especial por el Fondo Monetario Internacional (FMI o el Fondo). De hecho, y en paralelo con el creciente grado de integración global, los mecanismos supranacionales (bilaterales, regionales y multilaterales) de soporte financiero a los países afectados por crisis externas se han ido reforzando, conformando una red global de seguridad financiera (RGSF) cada vez más potente.

En el centro de esa red de seguridad está el FMI. La naturaleza, tamaño e interrelaciones entre los componentes de la RGSF son objeto de debates y han generado una amplia literatura. En el caso del Fondo, dado su papel central en la RGSF, la discusión es particularmente intensa y, aunque no es nueva, reviste especial relevancia en este momento en el que se está desarrollando la XV revisión de cuotas de esta institución. Las revisiones de cuotas tienen frecuencia quinquenal y suponen un ejercicio de reflexión de toda la membresía (189 países) sobre la suficiencia de los recursos del Fondo para proporcionar un nivel adecuado de aseguramiento de la estabilidad monetaria y financiera global; además, las revisiones sirven para decidir posibles redistribuciones del poder de voto que reflejen el peso cambiante de los países a escala global.

En este artículo se repasa la amplia literatura existente en torno al tamaño del FMI, su funcionamiento y su engranaje en la RGSF. El objetivo es proporcionar la información clave para entender los términos del debate que se está desarrollando actualmente al hilo de la XV revisión de cuotas, la cual deberá completarse en el transcurso de 2019. En las siguientes secciones se describen los elementos que conforman la RGSF y se valora su funcionalidad. A continuación, se analiza el papel del FMI en esa red, así como su tamaño y la composición de sus recursos. La red de seguridad financiera global, pese a ser hoy más potente y diversificada que antes de la crisis financiera, debe ser mejorada en varios aspectos. Entre ellos se encuentran la ausencia de un mecanismo de provisión de liquidez inmediata a países con buenos fundamentos en casos de contagio derivados de crisis globales y la adecuada coordinación entre los diferentes componentes que configuran esa red de seguridad global. Por otro lado, el FMI, y la RGSF en su conjunto, contarían en la actualidad con recursos suficientes para hacer frente a una amplia gama de escenarios adversos, aunque este resultado podría no sostenerse en el caso de crisis globales «extremas». Es más, en el horizonte de los tres o cuatro próximos años, el Fondo podría perder la mitad de esos recursos si no se renuevan los préstamos temporales con los que se financia, junto con las cuotas. Ello plantea un riesgo de infraaseguramiento para muchos países que no están adecuadamente cubiertos por otros componentes de la RGSF, al tiempo que podría generar una mayor presión sobre estos últimos elementos, cuya experiencia y capacidad en la gestión y resolución de crisis son menores, en muchos casos, que las del FMI.

La RGSF es el conjunto de instituciones y mecanismos de prevención, apoyo y financiación a los que puede recurrir un país que se enfrenta a una crisis externa¹. Como señala el FMI, esta red no es un mero oferente de aseguramiento y ayuda financiera, sino que también tiene como objetivo incentivar políticas macroeconómicas adecuadas que permitan minimizar los comportamientos asociados al riesgo moral². La existencia de esta red global de seguridad es, por tanto, esencial para apoyar el buen funcionamiento y la estabilidad del sistema monetario internacional, en su faceta tanto de prevención como de gestión de crisis, apoyando a los países afectados, limitando los costes de las crisis y conteniendo sus efectos externos.

La RGSF se compone, típicamente, de cuatro elementos, que ofrecen distintos niveles de aseguramiento según sus características, mandatos y grado de interconexión:³ i) las reservas internacionales; ii) las líneas de liquidez bilateral entre países —fundamentalmente, líneas *swap* entre bancos centrales—; iii) los acuerdos regionales de financiación (ARF), y iv) el FMI, la institución multilateral encargada de velar por la estabilidad del sistema monetario internacional. Las reservas de divisas representan la forma tradicional de autoaseguramiento de los países, mientras que los mecanismos bilaterales (como las líneas *swap*), plurilaterales (como los ARF) y multilaterales (como el FMI) incorporan diferentes grados de mutualismo en la toma de decisiones y riesgos, siendo los elementos multilaterales los que, de manera más genuina, proporcionan el carácter «global» a la red de seguridad financiera.

Existen diversos factores —políticos, económicos e históricos— que explican el surgimiento, desarrollo y características de los distintos elementos de la RGSF⁴. Esta red se ha ido configurando a través de un proceso descentralizado, no planificado, influido en muchas ocasiones por intereses nacionales o regionales más que globales, y en el que la importancia relativa de sus diferentes componentes ha cambiado en el tiempo⁵ (véase gráfico 1). Tras las crisis experimentadas por diversos países emergentes durante la década de los noventa, las reservas internacionales crecieron a un ritmo elevado, pasando de cifras cercanas a los 2.500 mm de dólares en el año 2000, hasta los 12.000 mm de dólares en 2017. Por su parte, los ARF empezaron a expandirse a raíz de la CFG, tanto en número como en diversidad y tamaño; así, los recursos totales de los ARF se multiplicaron por diez entre 2007 y 2017, hasta alcanzar los 1.200 mm de dólares, un nivel similar a la capacidad financiera del FMI en la actualidad. A escala bilateral, la crisis también propició la aparición de una red de líneas *swap* entre bancos centrales que desempeñaron un papel crucial en la provisión de liquidez, en especial las líneas abiertas por la Reserva Federal de Estados Unidos, que permitieron cubrir la elevada demanda de dólares de los sistemas bancarios a escala mundial.

Estos cambios se han producido en paralelo con los experimentados por el propio FMI en la última década: los recursos del Fondo se han incrementado sustancialmente, a la par que se han reformado sus políticas internas y su gobernanza (véase el apartado 4). La aprobación

1 Sobre la RGSF, véanse BCE (2016) y FMI (2016).

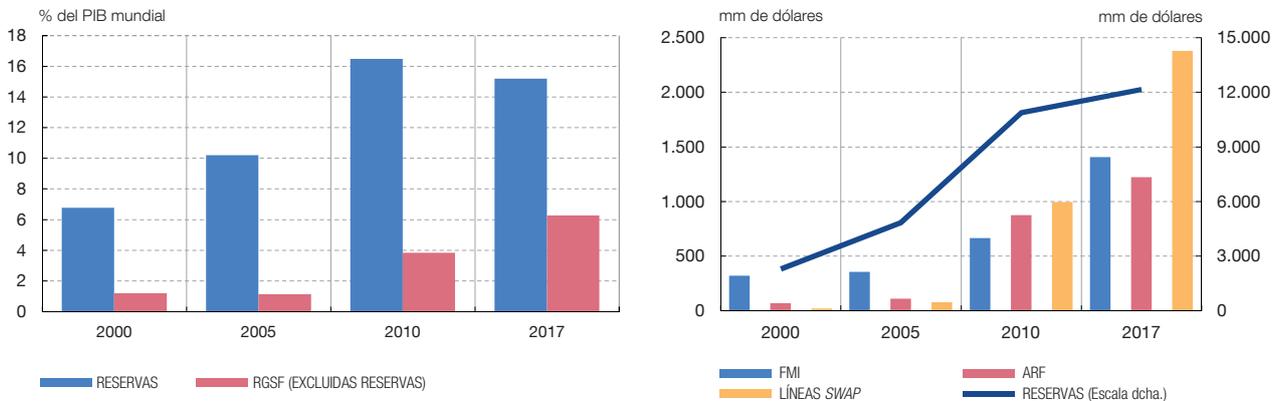
2 El problema del riesgo moral en el contexto de la RGSF se manifiesta en que los deudores y los acreedores podrían tomar riesgos excesivos con respecto a una situación de falta de aseguramiento, a costa de los contribuyentes del país acreedor, y aumentarían los casos de crisis por contagio a otros países. Una forma de mitigar este problema es mediante la supervisión de las políticas macroeconómicas y la condicionalidad ligada a los programas de asistencia financiera. Véase Weder di Mauro y Zettelmeyer (2017) para un análisis más profundo.

3 Véanse FMI (2016) y Garrido *et al.* (2012).

4 Véanse, por ejemplo, Weder di Mauro y Zettelmeyer (2017), Fernández-Arias y Levy-Yeyati (2010), y Scheubel y Stracca (2016).

5 Para una descripción más detallada de la evolución de la RGSF, pueden consultarse, entre otros, BCE (2018a), Garrido *et al.* (2012, 2016) y L'Hotellerie-Fallois y Moreno (2014).

La expansión de la RGSF, en términos tanto de recursos disponibles para afrontar una crisis como de diversidad de elementos que la componen, ha sido muy significativa en las últimas décadas. Más allá de las reservas, los recursos mutualistas de la RSGF se han multiplicado por seis, hasta alcanzar el 6,25 % del PIB mundial, al tiempo que el FMI ha cedido protagonismo como fuente de aseguramiento en favor de las líneas swap y los ARF.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, páginas web de los ARF y Banco Central Europeo (2018b).
 NOTAS: Tipo de cambio (final de año). PIB mundial de la base de datos del WEO (FMI) de octubre de 2018. El tamaño de las líneas swap se estima según el uso máximo que se ha hecho de estas líneas en el pasado.

Descargar

de la XIV revisión de cuotas y la firma de préstamos bilaterales con algunos países miembros permitieron triplicar los recursos del Fondo hasta una cifra cercana a los 1.400 mm de dólares. A pesar de ello, la importancia relativa del Fondo en la RGSF ha disminuido en relación con el período precrisis: en 2005, su tamaño equivalía al 470 % del total de recursos de los ARF existentes⁶, porcentaje que se redujo hasta el 116 % en 2017 (véase gráfico 2).

Valoración de la configuración actual de la Red Global de Seguridad Financiera

La sección anterior ha ilustrado cómo, en la actualidad, la RGSF es más multipolar, descentralizada y compleja que en el pasado, cuando el FMI era casi el único prestamista internacional en casos de crisis externas. Esta nueva configuración permite afrontar las crisis con mayor seguridad, puesto que involucra un mayor número de mecanismos y un volumen de recursos más elevado. Sin embargo, la experiencia reciente también ha puesto de manifiesto ciertas ineficiencias en la RGSF, que ha sido caracterizada, desde diferentes ángulos, como desigual (con importantes *gaps* de cobertura, sobre todo a países emergentes considerados sistémicos), fragmentada (por la falta de coordinación entre sus elementos) y costosa (por el coste económico de algunos de sus elementos, como las reservas, o político, como el estigma asociado a programas del FMI)⁷, así como propensa al riesgo moral. A pesar del amplio consenso existente sobre la necesidad de mejorar la RGSF⁸, las soluciones planteadas son dispares y solo parece haber acuerdo sobre la importancia de incentivar políticas nacionales adecuadas como la primera línea de defensa frente a una crisis financiera.

6 Los ARF considerados son los siguientes: Chiang Mai Multilateral Initiative (CMIM), BRICS Contingent Reserve Arrangement (CRA), Eurasian Fund of Stabilisation and Development (EFSD), Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), Arab Monetary Fund (AMF), European Stability Mechanism (ESM), European Financial Stability Facility (EFSF), European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) y EU BoP Assistance Facility (EU BoP). Para un análisis más detallado de estos acuerdos, pueden consultarse FMI (2017) y BCE (2018a).

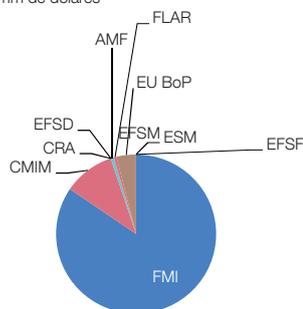
7 Véase FMI (2016) para una valoración de la actual RGSF.

8 Véanse FMI (2016) y el reciente informe del Grupo de Personas Eminentes (EPG, por sus siglas en inglés), auspiciado por el G-20, EPG (2018).

El FMI, pese a continuar estando en el centro de la RSFG por su carácter multilateral, experiencia en la resolución de crisis y capacidad técnica, ha perdido peso relativo tras la emergencia de múltiples acuerdos plurinacionales de carácter regional, siendo los más relevantes los acuerdos promovidos por la Unión Europea y por los países asiáticos, con China a la cabeza.

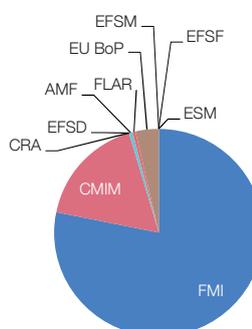
1 2000

Tamaño total: 386 mm de dólares



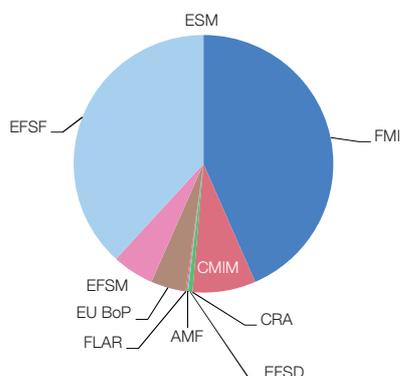
2 2005

Tamaño total: 462 mm de dólares



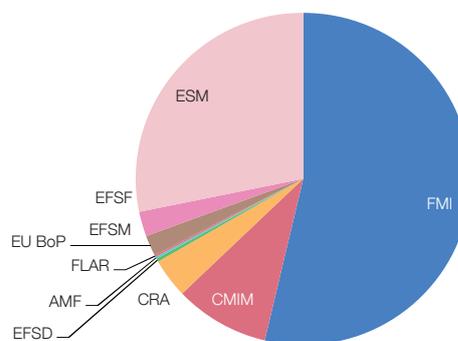
3 2010

Tamaño total: 386 mm de dólares



4 2016

Tamaño total: 462 mm de dólares



■ FMI ■ CMIM ■ CRA ■ EFSM ■ AMF ■ FLAR ■ EU BoP ■ EFSF ■ ESM

FUENTES: Fondo Monetario Internacional y páginas web de los ARF.

NOTAS: Fondo Monetario Internacional incluye cuotas, NAB y BBAs. Los ARF considerados son: Chiang Mai Multilateral Initiative (CMIM), BRICS Contingent Reserve Arrangement (CRA), Eurasian Fund of Stabilisation and Development (EFSM), Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), Arab Monetary Fund (AMF), European Stability Mechanism (ESM), European Financial Stability Facility (EFSF), European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) y EU BoP Assistance Facility (EU BoP). EFSF se incluye en 2010, fecha en que fue acordado, si bien entró en vigor en 2011. ESM se incluye en 2017, ya que entró en vigor en 2012.

 Descargar

Para valorar la idoneidad de la RGSF hay que tener en cuenta factores como el entorno en el que opera, la cobertura que proporciona o la facilidad para acceder a recursos suficientes. El actual contexto internacional se caracteriza por un elevado grado de integración financiera, con flujos de capitales transfronterizos elevados, sujetos a episodios de gran volatilidad y guiados en buena medida por un ciclo financiero global, ajeno a las condiciones macroeconómicas específicas de muchos países⁹. En este mundo interconectado, donde las posibilidades de contagio y de efectos desbordamiento (*spillovers*) son elevadas, incluso hacia economías con fundamentos sólidos, la existencia de un elemento de aseguramiento multilateral como el FMI, con recursos suficientes, que realice las labores de seguimiento, prevención y resolución de crisis sistémicas, aparece

⁹ Véase Eichengreen y Gupta (2016). Sobre el ciclo financiero global, véase Rey (2013).

como un elemento fundamental¹⁰. En el extremo opuesto se situarían las reservas exteriores como elemento puro de autoaseguramiento. Sin embargo, desde un punto de visto global, las reservas no serían eficientes, ya que no permiten diversificar las fuentes de aseguramiento ni suponen un marco coordinado de respuesta ante una crisis. Este problema de coordinación provocaría una acumulación excesiva de reservas y un nivel de aseguramiento global ineficiente. Al mismo tiempo, la utilización (pérdida) de reservas por las autoridades está limitada por el temor a lanzar una señal adversa al mercado. Por otro lado, una acumulación excesiva de reservas puede suponer importantes costes financieros para el país, derivados en parte de los costes de esterilización, pero también imponer costes a otros países si se produce por motivos competitivos.

No obstante, la creciente interconexión financiera entre países eleva la probabilidad de un *shock* global con contagio generalizado, frente al cual incluso la capacidad de intervención del Fondo podría verse superada. Sin duda, la reciente crisis financiera global ha sido un ejemplo en este sentido. Uno de los problemas que se plantean en situaciones de crisis sistémicas, con contagio a países con fundamentos sólidos, es la necesidad de proporcionar liquidez a gran escala con rapidez suficiente a esos países. Una posible solución, planteada en múltiples ocasiones, es el establecimiento de una línea de crédito rápida otorgada por el FMI con condicionalidad *ex ante*; sin embargo, esta posibilidad no ha llegado a concretarse con éxito. De hecho, durante la última crisis, el papel de prestamista internacional de última instancia ha sido cubierto, en cierto modo, por los bancos centrales emisores de monedas de reserva mediante líneas de *swap*. Diversos autores han propuesto formas de abordar esta provisión de liquidez mediante una red organizada y multilateral de líneas *swap*, coordinada, bien por el propio FMI, bien por los propios bancos centrales, dotando a esa red de principios de funcionamiento sobre transparencia, continuidad y reglas claras de acceso, que le permitan funcionar sin involucrar al FMI¹¹.

Ahora bien, el riesgo moral asociado a este tipo de soluciones de prestamista de última instancia es elevado. Este riesgo podría mitigarse estableciendo criterios de calificación *ex ante*, como en el caso de las líneas preventivas del FMI, o dejando a la discrecionalidad de los propios bancos centrales la apertura de líneas *swap* bilaterales (lo que se denomina «ambigüedad constructiva»). De hecho, existen dudas sobre la conveniencia de que los bancos centrales desempeñen un papel mutualista de prestamista internacional de última instancia, fundadas tanto en consideraciones conceptuales (necesidad de preservar su independencia) como prácticas (la red de *swaps* bilaterales existente ha funcionado bien durante la CFG). No obstante, también es cierto que un mecanismo de resolución de crisis globales debería contener elementos de certeza y universalidad, que están ausentes en los *swaps* puramente bilaterales.

En cuanto a los ARF, la presencia de estos mecanismos de aseguramiento descentralizados puede dotar a la RGSF de más recursos y de mayor resistencia, siempre que sean complementarios de una institución multilateral global. En concreto, los ARF permiten introducir un mayor grado de conocimiento de elementos idiosincrásicos regionales, lo que puede mejorar el diseño de los programas de asistencia financiera. Además, la existencia de intereses comunes entre los países de una región facilita el intercambio de información, promueve una vigilancia mutua más estrecha y puede ser más

¹⁰ Véase Scheubel y Stracca (2016).

¹¹ Sobre el tema de la provisión de liquidez de última instancia, véanse Farhi *et al.* (2011), Fernández-Arias y Levy-Yeyati (2010) y Destais (2014).

efectiva en ejercer presión para la conducción de políticas adecuadas¹². Por todo ello, una de las vías de mejora de la red de seguridad global consiste en reforzar la colaboración de los ARF con el FMI¹³. No obstante, las redes regionales también tienen deficiencias que subsanar. Por ejemplo, algunos ARF carecen de la suficiente independencia política y de la capacidad técnica para realizar labores de supervisión o diseñar programas. Sin estos avances, una proliferación excesiva de redes regionales podría crear retos adicionales en la colaboración con el Fondo, e incluso un solapamiento en recursos y funciones con respecto a este¹⁴.

De momento, la experiencia muestra que la colaboración de los ARF con el FMI ha presentado problemas prácticos¹⁵, frente a los que se ha planteado la necesidad de una cooperación más formalizada e incluso el establecimiento de procedimientos de arbitraje para casos de conflicto¹⁶. Con una perspectiva menos exigente, la cooperación también podría mejorarse a través del intercambio de información o de asistencia técnica del Fondo para el desarrollo de las capacidades de los ARF; otras áreas, como la supervisión de los países, la política de préstamo o el diseño de programas, parecen más difíciles de coordinar¹⁷. En cualquier caso, existe consenso en que la cooperación debe respetar la independencia y el mandato propio de las instituciones.

Otro factor que mide la robustez de la RGSF es su cobertura por países y regiones a los que proporciona protección. Desde este punto de vista, un sistema basado únicamente en elementos individuales, bilaterales y regionales sería más propicio a dejar países o regiones insuficientemente aseguradas. De hecho, la distribución de reservas exteriores por países es desigual y, en muchos casos, sus niveles no son adecuados según la métrica utilizada por el FMI¹⁸ (véase gráfico 3). Lo mismo ocurre con los ARF, ya que un elevado número de países, o bien no pertenecen a ninguno de estos acuerdos, como en el caso de muchos países africanos, o bien pertenecen a acuerdos con recursos limitados y capacidad técnica insuficiente para afrontar crisis sistémicas (véase gráfico 4.1)¹⁹.

Finalmente, la idoneidad de la RGSF también depende de los recursos disponibles. El tamaño de la economía mundial y su grado de interconexión son factores clave para determinar el nivel de recursos necesario. Existen diversas formas de abordar esta cuestión de manera cuantitativa (por ejemplo, utilizando escenarios de estrés). Algunos ejercicios recientes apuntan a que el tamaño actual de la red sería suficiente en una amplia gama de escenarios adversos²⁰. No obstante, existen otras consideraciones difíciles de incorporar en estos

12 Véanse Garrido *et al.* (2016) y BCE (2018a) para una revisión exhaustiva de los ARF.

13 El G-20 definió en 2016 unos principios generales para dicha cooperación y el FMI publicó un informe sobre la coordinación entre ambos tipos de instituciones [FMI (2017)].

14 Véanse FMI (2016) y Weder di Mauro y Zettelmeyer (2017).

15 Por ejemplo, la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) del FMI, tras evaluar la actuación del Fondo en la crisis del euro, recomendó mejorar la coordinación entre el FMI y los ARF, así como clarificar las directrices sobre diseño de programas en uniones monetarias [OEI (2014)]. Aunque, en general, la OEI consideró que el mecanismo de cooperación con las autoridades europeas (troika) fue eficiente, también detectó deficiencias en su configuración. En particular, la posibilidad de estar sujeto a presiones políticas, así como la falta de una demarcación clara de responsabilidades, de una política de intercambio de información, de un marco analítico y de condicionalidad común o de un mecanismo para dirimir diferencias de opinión.

16 Véanse EPG (2018) y De Gregorio *et al.* (2018).

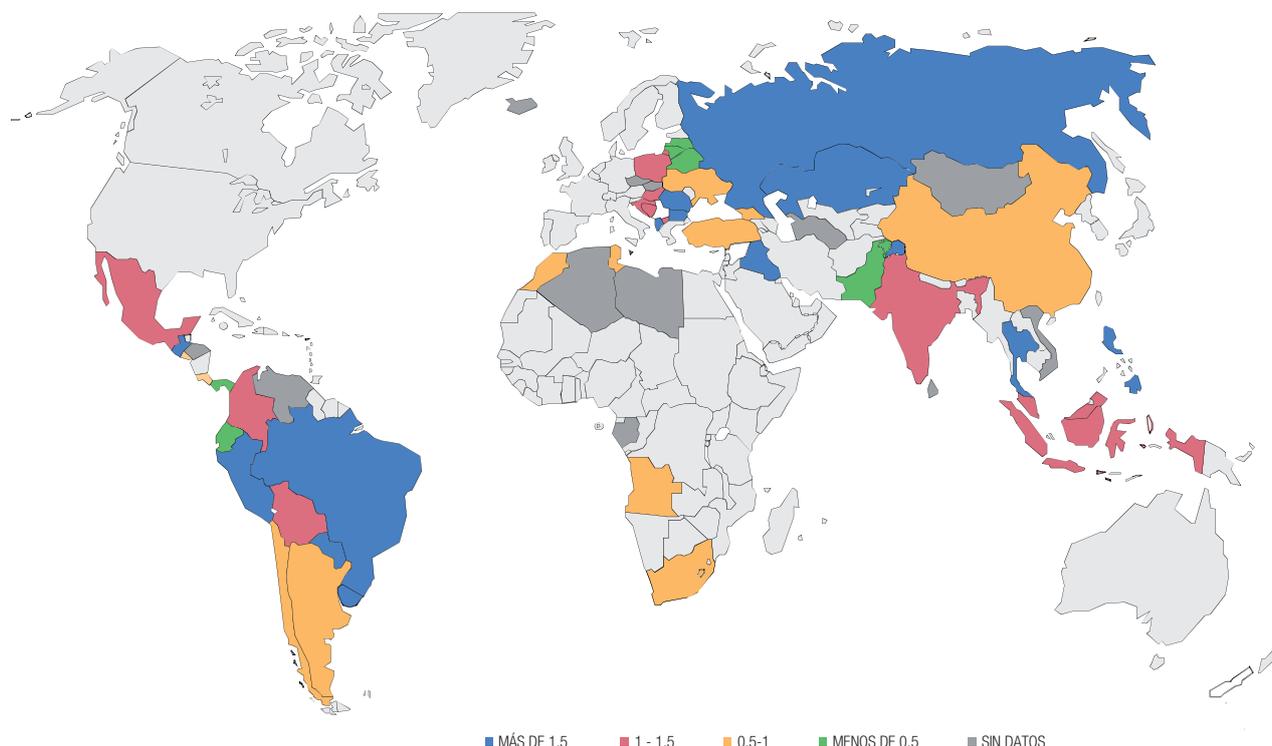
17 Véase BCE (2018a).

18 La valoración del FMI sobre el nivel de reservas de un país, conocida como «ARA» (*Assesing Reserve Adequacy*), consiste en un marco para analizar el nivel adecuado de reservas según las características específicas de una economía, incluyendo indicadores cuantitativos (métrica ARA) y valoraciones sobre los motivos y costes de la acumulación de reservas. En el caso de las economías emergentes, la métrica se compone de cuatro indicadores (ponderados), que representan el drenaje potencial de la balanza de pagos en caso de crisis: los ingresos por exportaciones, un agregado monetario amplio, la deuda externa a corto plazo y otros pasivos de cartera.

19 Véase FMI (2017).

20 Véanse Denbee *et al.* (2016) y BCE (2018b).

Pese a la fuerte expansión de las reservas exteriores como fuente de autoaseguramiento, la fiabilidad de este elemento de la RSGF es limitada en caso de una crisis global en tanto que su distribución es desigual por países, al tiempo que acarrea un coste elevado al sistema por la acumulación excesiva en algunos países sistémicos, propiciando un volumen ineficiente de aseguramiento.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, ARA 2018.

NOTA: Los datos se refieren a la ratio entre el nivel de reservas exteriores y la métrica ARA (*Assesing Reserve Adequacy*) estimada por el FMI. Una ratio de entre 1 y 1,5 se considera adecuada.

ejercicios, como el hecho de que un aseguramiento excesivo pueda incentivar el riesgo moral. Determinar el tamaño óptimo de cada uno de los elementos del RGSF es un ejercicio, si cabe, aún más complejo, sujeto a mayores restricciones y juicios de valor²¹. En el caso de los ARF, la dificultad aumenta si consideramos que, para poner en marcha sus propios programas, muchos de ellos requieren que el FMI también esté involucrado.

Los argumentos expuestos apuntan a que todos los elementos de la RGSF pueden desempeñar un papel importante, al tiempo que existen vías para mejorar el funcionamiento del sistema en su conjunto y aprovechar las sinergias surgidas de la cooperación entre sus componentes.

El FMI en la Red Global de Seguridad Financiera

A raíz de la última crisis global, y en el contexto de los cambios en la RGSF descritos anteriormente, el Fondo puso en marcha en 2009 una serie de reformas de gran calado en sus políticas, con el objetivo de mantener su papel central en la red global²². Los recursos del FMI se han triplicado desde 2008 y su gobernanza, incluida la representación de las economías emergentes, ha mejorado²³.

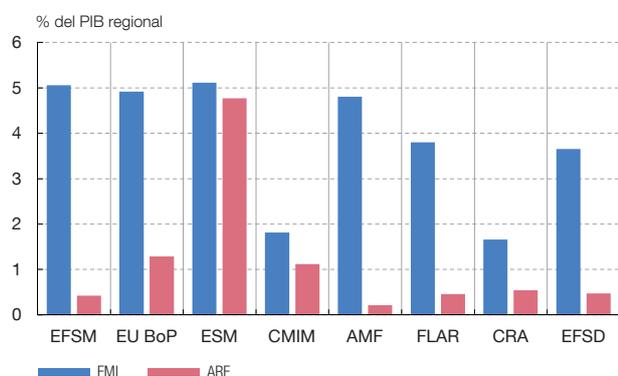
21 Por ejemplo, existe un debate sin resolver sobre la conveniencia de que las economías avanzadas sean autosuficientes en la resolución de crisis y de que los préstamos del FMI se dirijan, principalmente, al resto de las economías.

22 Véanse, entre otros, FMI (2009) y Moreno (2013).

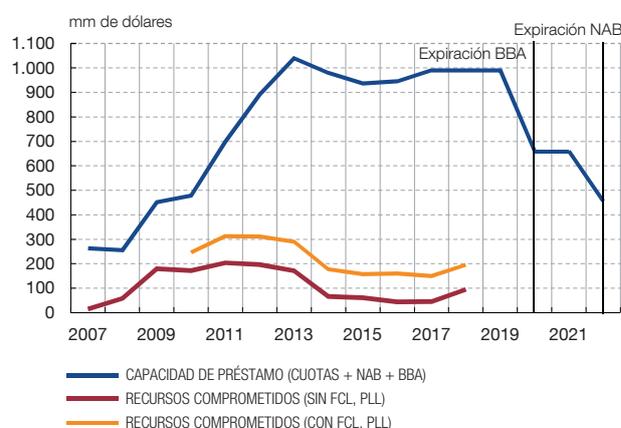
23 Para el detalle del proceso de ampliación de recursos entre 2009 y 2013, véase L'Hotellerie-Fallois y Moreno (2014).

El apoyo potencial por regiones de los distintos ARF es desigual y, en la mayoría de los casos, el FMI sigue siendo el principal prestamista de última instancia en caso de crisis. La capacidad financiera del Fondo ha sabido adaptarse en momentos de necesidad, como tras la última crisis financiera, pero la próxima expiración de sus recursos temporales puede mermar la confianza en la RGSF, sobre todo en las regiones menos aseguradas.

1 APOYO POTENCIAL DEL FMI Y LOS ARF EN CASO DE CRISIS



2 CAPACIDAD FINANCIERA DEL FONDO Y RECURSOS COMPROMETIDOS



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y páginas web de los ARF.

NOTAS: Datos de apoyo potencial referidos a 2017. Tipo de cambio final de año. PIB regional de la base de datos del WEO (FMI) de octubre de 2018. La capacidad de préstamo se reducirá a partir de 2020 si los recursos prestados no son renovados.

Descargar

Entre las reformas realizadas, destaca la de la política de préstamo, con la simplificación del número de facilidades o tipos de financiación disponibles, un aumento sustancial de los límites de acceso normal a dicha financiación²⁴, la flexibilización del ritmo de desembolsos, la ampliación de la política de acceso excepcional (es decir, por importes superiores a los límites normales) y la revisión de la condicionalidad. Además, el establecimiento de la línea de crédito flexible (FCL) en 2009 y de la línea de precaución y liquidez (PLL) en 2011 proporcionó al FMI el instrumental necesario para impulsar el componente preventivo de aseguramiento, que había sido muy limitado hasta esa fecha²⁵. Estas líneas precautorias suponen el reconocimiento de que países con fundamentos sólidos pueden verse afectados por *shocks* externos y de que es necesario disponer de instrumentos para proporcionarles apoyo financiero y garantizar la estabilidad financiera global.

El FMI ha reforzado también su política de supervisión bilateral y multilateral, con un mayor énfasis en el análisis de riesgos y aspectos macrofinancieros. La revisión de la supervisión realizada en 2017 recomendó, de cara al futuro, reforzar el análisis de los *spillovers* de economías sistémicas, perfeccionar el marco de análisis del espacio fiscal y del sector exterior, mejorar la coherencia en los mensajes del Fondo, poner mayor énfasis en los análisis comparativos entre países y reforzar la capacidad de convicción del FMI para hacer efectivas sus recomendaciones de políticas.

En el ámbito del tratamiento de la deuda soberana, el FMI respalda, desde 2014, la inclusión de cláusulas de acción colectiva (CAC) en los contratos de deuda soberana, que facilitarían los procesos de reestructuración de deuda, si esta fuese necesaria, al limitar el

24 Los límites de acceso a los recursos del FMI (es decir, el importe máximo de los préstamos) se fijan como un porcentaje de la cuota del país en el capital del Fondo. Este porcentaje varía dependiendo del tipo de facilidad utilizada y del nivel de acceso: normal o excepcional.

25 Previamente, solo existía la *Contingent Credit Line (CCL)*, que nunca fue utilizada.

poder de veto que acreedores minoritarios disidentes tendrían en el caso de acuerdos de reestructuración consensuados por una mayoría. De esta forma, se facilita que el sector privado pueda complementar, en alguna medida, la financiación oficial ante una crisis. Estas cláusulas están ahora incorporadas en la mayoría de las nuevas emisiones de deuda soberana, incluidas las realizadas por economías emergentes.

A pesar de estos avances, el funcionamiento del FMI sigue siendo cuestionado en aspectos fundamentales, como la coordinación con otros componentes de la RGSF, sobre todo con los ARF, la reforma de su gobernanza, la búsqueda de vías para superar el estigma en sus programas o la provisión de liquidez en situaciones de contagio sistémico. En el caso de la gobernanza, hay una serie de aspectos que siguen sujetos a revisión, en gran medida vinculados a la búsqueda de una fórmula de representación (para el cálculo de la cuota) de los países miembros que refleje, de manera satisfactoria para todos, su relevancia relativa en la economía mundial y en el sistema monetario internacional²⁶. En la práctica, las economías emergentes, especialmente las que más han crecido en las últimas décadas, han acumulado un importante desalineamiento —si comparamos su cuota efectiva en el Fondo con su peso en la economía mundial—, lo que plantea un grave problema de legitimidad institucional. El G-20 ha impulsado un proceso de cambio en la representación dentro del Fondo desde 2010, pero algunos de los principales desalineamientos no se han corregido suficientemente, siendo el de China el más significativo. Además de la reforma de las cuotas, también se han planteado otras iniciativas para equilibrar el reparto de poder entre el Directorio y la gerencia del FMI, tratando de limitar la relevancia de los intereses nacionales en la toma de decisiones de la institución²⁷.

Por otra parte, existe consenso en que el Fondo debe seguir revisando sus facilidades de préstamo. Como se mencionaba anteriormente, las líneas de liquidez preventivas solo han despertado un interés limitado entre los miembros²⁸. En parte, ello puede deberse al estigma que muchos países asocian aún a la participación del FMI, más si cabe en «tiempos tranquilos». Además, la prolongada utilización de algunas de estas líneas ha levantado críticas, pero, de momento, ninguna de las reformas planteadas ha concitado suficiente interés o apoyo²⁹.

En el ámbito de la provisión rápida de liquidez a países afectados por *spillovers* globales, el *staff* del FMI propuso en 2010 el establecimiento de un «Mecanismo de Estabilización Global» (GSM, por sus siglas en inglés), que canalizara recursos en casos de problemas de liquidez a gran escala. Sin embargo, tanto esta propuesta como la más modesta, discutida en 2017, de sustituir la PLL por una línea de *swaps* a corto plazo (SLS) fueron rechazadas por el Directorio del Fondo. Una propuesta reciente, realizada por autores externos, ha sido la introducción de una *Fast Qualification Facility* (FQF), o línea de habilitación rápida para países con fundamentos fuertes³⁰, que contiene algunas de las ventajas de los *swaps* bilaterales (inmediatez, provisión amplia de liquidez), sin alguno de sus inconvenientes, como la discrecionalidad. Además, el acceso a esta línea no requeriría una certificación previa de buenos fundamentos (como la FCL y la PLL), sino que la calificación se obtendría en el momento de solicitar la asistencia financiera, reduciendo el estigma. Además, permitiría minorar la necesidad de acumular de reservas por parte de los países beneficiarios de estas líneas de apoyo. No obstante, la propuesta pone de relieve de nuevo la importancia

26 La fórmula actual que determina la cuota de los países miembros es una combinación de cuatro variables: PIB, apertura comercial, variabilidad de los flujos corrientes y de capital de la balanza de pagos, y reservas internacionales de divisas.

27 Véase, por ejemplo, De Gregorio *et al.* (2018).

28 Tan solo tres países (México, Colombia y Polonia) han solicitado la FCL y uno (Marruecos) la PLL.

29 Una buena revisión de ellas se encuentra en De las Casas y Serra (2008).

30 Véase De Gregorio *et al.* (2018).

de la suficiencia de recursos del FMI, dado que, para detener un ataque especulativo y su potencial de contagio, se necesitaría un volumen importante de recursos. En definitiva, el debate sobre el tamaño idóneo del Fondo sigue abierto, así como la composición óptima de sus recursos, aspectos que se abordan en las próximas secciones.

Tamaño óptimo de los recursos del FMI

Determinar el tamaño óptimo del Fondo, es decir, la cantidad de recursos prestables que serían necesarios para afrontar una crisis, es una labor compleja, que exige consideraciones de tipo cuantitativo y cualitativo. Al mismo tiempo, el FMI forma parte de la RGSF, cuyo crecimiento, diversidad, disponibilidad y complementariedad entre sus elementos son factores clave para determinar la adecuación de dichos recursos.

La metodología tradicionalmente utilizada para valorar el tamaño de los recursos del Fondo consiste en poner en relación el volumen de aquellos con algún indicador económico o financiero, y comparar esa ratio con un valor de referencia histórico de esta. Los indicadores habitualmente utilizados (por ejemplo, el PIB mundial, el volumen de flujos de capital transfronterizos o el *stock* de deuda externa) tratan de aproximar las necesidades de financiación en caso de crisis. El BCE (2018) muestra que esta metodología no arroja resultados concluyentes respecto a la idoneidad de los actuales recursos del FMI. En concreto, los recursos actuales del Fondo serían suficientes al compararlos con métricas de largo plazo del PIB mundial o de los flujos de capital, pero resultarían insuficientes en relación, por ejemplo, con el tamaño de los pasivos exteriores, que posiblemente capturan mejor el tamaño de las interconexiones financieras globales y su potencial de propagación.

Más recientemente, los métodos cuantitativos se han ido refinando con la utilización de modelos más complejos que utilizan, por ejemplo, el análisis de escenarios de estrés³¹. Este enfoque cuantitativo, sin embargo, presenta también limitaciones, en la medida en que sus resultados dependen de los supuestos utilizados; además, las estimaciones proporcionan un amplio rango de resultados. Por ejemplo, en BCE (2018) se estima que, en caso de crisis moderada, las necesidades de financiación no cubiertas por las reservas internacionales y los ARF, y que, por tanto, deberían ser cubiertas por el FMI, ascenderían a cerca de 670 mm de dólares; en caso de crisis extrema, dichas necesidades se elevarían a cerca de 990 mm de dólares (véase recuadro 1). Dichas cifras indican que los recursos actuales del Fondo serían suficientes para cubrir las necesidades de financiación en distintos escenarios de crisis moderadas, pero insuficientes en escenarios más estresados de *shocks* globales.

Además, los modelos no pueden incorporar algunas consideraciones relevantes, de tipo cualitativo, que tienen una influencia sobre el tamaño óptimo del Fondo difícil de cuantificar. Por ejemplo, los avances realizados tras la crisis para mejorar la resiliencia de la economía mundial y fortalecer aspectos clave en la regulación financiera y la gestión de riesgos; o el continuo crecimiento de las interconexiones comerciales y, sobre todo, financieras a escala mundial. El primer factor haría disminuir la demanda de recursos del FMI, mientras que el último ejerce una constante presión al alza sobre ellos. Es difícil anticipar si la mayor duración y amplitud de los ciclos financieros, el mayor volumen y volatilidad de los flujos de capital, y los nuevos riesgos (cambio climático, transformación digital, factores geopolíticos) dominarán o no sobre aquellos determinantes que apuntarían hacia menores necesidades de recursos del Fondo. De

31 Para una revisión de los distintos modelos, pueden consultarse, por ejemplo, Gosh *et al.* (2008), BCE (2018b) y Denbee *et al.* (2016).

hecho, disponer de una red de seguridad financiera global con más actores, más recursos y más descentralizada, como la actual, podría reforzar el papel catalítico del Fondo y reducir su necesidad de recursos, siempre que exista coherencia y suficiente coordinación entre los distintos elementos de la red y no queden áreas infraaseguradas.

Finalmente, el efecto de los cambios en la política de préstamo sobre el tamaño del FMI se antoja incierto, en la medida en que, por un lado, permite a más países acceder a las facilidades y a los recursos del FMI, pero, por otro, su mejor diseño y condicionalidad más realista deberían contribuir a reducir los riesgos para la estabilidad financiera global.

La composición deseable de los recursos del FMI

La estructura financiera del Fondo se compone de cuotas (recursos permanentes) y de préstamos (recursos temporales). Las cuotas están formadas por las aportaciones obligatorias de los países por su condición de miembros, que les confieren el derecho al voto. Las cuotas se revisan cada cinco años, incluyendo su tamaño y su distribución. En la última revisión, la XIV (acordada en 2010, pero que no se implementó hasta 2016), se aprobó un incremento sustancial de los recursos y se avanzó en la redistribución de voto a favor de los países emergentes. En la actualidad, se está negociando la XV revisión general de cuotas, que debe completarse en 2019.

Los préstamos son acuerdos voluntarios de financiación entre el Fondo y sus miembros. Tienen carácter temporal y surgieron como complemento de las cuotas en momentos de crisis internacionales graves. Existen dos tipos de acuerdos: los *New Arrangements to Borrow* (NAB), préstamos multilaterales creados en 1998 como segunda línea de defensa, tras las cuotas; y los *Bilateral Borrowing Agreements* (BBA), préstamos bilaterales firmados por primera vez en 2012 como tercera línea de recursos, tras las cuotas y los NAB. Los NAB deben ser renovados cada cinco años (la próxima expiración es en 2022) y los BBA, con una duración de dos años, vencerán a finales de 2019, con la posibilidad de renovarlos por un año adicional, hasta finales de 2020, como máximo. Dado su carácter temporal, existe la posibilidad de que estos préstamos no sean renovados, lo que implicaría una merma de los actuales recursos del Fondo hasta prácticamente la mitad en el horizonte de los tres o cuatro próximos años.

Tradicionalmente, las cuotas han representado la mayoría de recursos del Fondo. Las cuotas determinan tanto la aportación al Fondo como el volumen de acceso a los recursos, ya que la financiación que un miembro puede recibir en caso de crisis se calcula como un porcentaje de su cuota. Tras la última crisis financiera global, sin embargo, la premura para dotar de recursos adicionales al Fondo sesgó dicha composición hacia los préstamos, de modo que en la actualidad estos representan casi la mitad de los recursos totales. En todo caso, si bien los recursos prestados han sido clave para sostener la capacidad de financiación del Fondo durante los últimos años, de momento las cuotas han sido suficientes para financiar la mayor parte de los programas, incluidas las líneas de crédito preventivas (véase gráfico 4.2)³².

La estructura financiera del Fondo debe ser adecuada para enfrentar diferentes situaciones de estrés. La composición óptima de los recursos del Fondo dependerá, en parte, del tipo de crisis al que pueda enfrentarse en el futuro. En un entorno de crisis periódicas, parecería lógico que el Fondo mantuviera una base permanente y suficiente de recursos para hacerles frente, sin necesidad de tener que movilizar recursos *ad hoc*

³² De hecho, los BBA nunca han sido utilizados para financiar programas del Fondo, mientras que los NAB lo han hecho en una cuantía reducida; en la actualidad, ninguno de los dos se utiliza para financiar nuevos programas.

a través de préstamos, lo que introduciría retrasos y podría estar sujeto a restricciones políticas, en algunos casos.

No obstante, si bien la cantidad de recursos permanentes habría de ser suficiente para cubrir crisis en tiempos normales, el Fondo debería contar también con recursos prestados complementarios, que actúen como líneas de defensa adicionales frente a riesgos de cola (es decir, el desencadenamiento de una gran crisis global). La estructura financiera actual del Fondo responde, de hecho, a esa filosofía, puesto que los recursos prestados actúan como segunda «línea de defensa», después de las cuotas. Sin embargo, el peso relativo de los recursos prestados —un 50 % del total— podría ser excesivo bajo estos criterios, como se ilustra en el recuadro 1, con una aproximación basada en un análisis de escenarios. Además, en un entorno cambiante, marcado por una creciente integración financiera, la categorización de los riesgos entre normales y extremos (y, por tanto, la valoración de la estructura óptima de los recursos) se vuelve una tarea compleja. Por ello es necesario que, en cualquier caso, el Fondo disponga de mecanismos de financiación flexibles, que le permitan ajustar el tamaño y la composición de sus recursos según las necesidades. La revisión de la gobernanza de los acuerdos de préstamo o la apelación directa a los mercados financieros podrían ser opciones en este sentido³³.

Finalmente, es necesario resaltar que la composición de los recursos tiene ramificaciones que afectan a la gobernanza del Fondo. Por un lado, existe consenso entre la membresía en que el Fondo debe ser una institución basada en cuotas, para dotarle de mayor legitimidad, pero la historia de la institución muestra la dificultad práctica para acordar aumentos de cuotas y su distribución³⁴. Por otra parte, las decisiones en el FMI se toman en el Directorio Ejecutivo, en el que los países miembros están representados según sus cuotas; dado el elevado peso de los recursos prestados en la actualidad, existe una potencial disociación entre la toma de decisiones y la contribución financiera de los miembros, ya que la composición de los recursos prestados por países no es la misma que la de las cuotas.

Conclusiones

La creciente integración real y financiera de las economías hace necesaria la existencia de mecanismos supranacionales para hacer frente a situaciones de crisis y estrés. La crisis iniciada en 2008 puso claramente de manifiesto esta necesidad. De hecho, a raíz de este episodio, los mecanismos de apoyo a la estabilidad financiera internacional, a escala tanto nacional como supranacional, se han reforzado, dando lugar a una red global de seguridad financiera más potente y diversificada.

A pesar de ello, la RGSF debe ser mejorada en diversos aspectos. La ausencia de un mecanismo de provisión de liquidez internacional inmediata a países con buenos fundamentos que puedan verse afectados en una crisis sistémica y las dificultades de coordinación entre diferentes elementos de la red (en particular, entre el FMI y los ARF) figuran entre las preocupaciones más claras, si bien las distintas soluciones propuestas tienen aspectos controvertidos y se enfrentan a diversas resistencias en su implementación.

El FMI es la institución multilateral que está en el centro de la RGSF. Su amplia membresía, la importancia de sus recursos, la calidad de su supervisión y la experiencia acumulada en la gestión de crisis hacen de él el elemento central para asegurar la estabilidad monetaria y

³³ Esta opción, existente en los artículos constitutivos del FMI, no ha sido nunca aprobada por el Directorio Ejecutivo.

³⁴ Los retrasos para aprobar la XIV revisión de cuotas y la lenta marcha de la XV revisión son ejemplos del tipo de situaciones en las que la renovación de los préstamos adquiere cierta persistencia y genera fricciones internas.

financiera a escala global. No obstante, el Fondo está sujeto a polémicas casi permanentes sobre aspectos de su gobernanza y sus políticas de préstamo, sobre los que es difícil alcanzar un consenso. El tamaño y la composición de los recursos del FMI y la distribución de poder dentro de la institución, ligada a las cuotas, son cuestiones sobre las que los miembros del Fondo debaten y negocian desde posiciones muy distintas. Las estimaciones realizadas sobre la idoneidad del tamaño del FMI para hacer frente a crisis arrojan estimaciones sujetas a un importante grado de incertidumbre. El Fondo y la RGSF en su conjunto tienen en la actualidad recursos suficientes para hacer frente a una amplia gama de escenarios adversos, aunque, en caso de crisis globales «extremas», su capacidad conjunta podría no ser adecuada.

El Fondo está negociando ahora la XV revisión de cuotas. Las posturas de los miembros reflejan tanto la aspiración de los países emergentes a seguir mejorando su posición en él como las reticencias de algunos países avanzados a reducir su peso y a elevar aún más los recursos permanentes de la institución. Como trasfondo de esta negociación está también el riesgo de que, en ausencia de un aumento de cuotas, y si los recursos prestados del Fondo no se renovaran, la potencia financiera de la institución se viera sensiblemente disminuida en los próximos años. Esta perspectiva podría dañar significativamente la capacidad estabilizadora de la RGSF.

21.11.2018.

BIBLIOGRAFÍA

- BCE (2016). «The layers of the global financial safety net: taking stock», *Economic Bulletin*, n.º 5.
- (2018a). *Strengthening the Global Financial Safety Net. Moving relations between the IMF and Regional Financing Arrangements forward*, Occasional Papers, 207, marzo.
- (2018b). *A quantitative analysis of the size of IMF resources*, Occasional Papers, 213, octubre.
- DE GREGORIO, J., B. EICHENGREEN, T. ITO y C. WYPLOSZ (2018). *IMF Reform: The Unfinished Agenda*, CEPR papers, Geneva Reports on the World Economy, 20.
- DE LAS CASAS, M., y X. SERRA (2008). *Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?*, Documentos Ocasionales, n.º 0806, Banco de España.
- DENBEE, E., C. JUNG y F. PATERNO (2016). *Stitching together the global financial safety net*, Bank of England Financial Stability Paper 36, febrero.
- DESTAIS, C. (2014). *Central Bank Currency Swaps and the International Monetary System*, CEPII Policy Brief n.º 5, septiembre.
- EICHENGREEN, B., y P. GUPTA (2016). *Managing Sudden Stops*, Policy Research Working Paper 7639, World Bank.
- EPG (2018). *Report of the G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance*.
- FARHI, E., P. O. GOURINCHAS y H. REY (2011). *Reforming the international monetary system*, CEPR.
- FERNÁNDEZ-ARIAS, E., y E. L. LEVY-YEYATI (2010). *Global Financial Safety Nets: Where do We go from Here?* Working Paper 231, Inter-American Development Bank.
- FMI (2009). *GRA Lending Toolkit and Conditionality; Reform Proposals*, IMF Policy Paper, junio.
- (2016). *Adequacy of the global financial safety net*, IMF Policy Paper, marzo.
- (2017). *Collaboration between Regional Financing Agreements and the IMF*, IMF Policy Paper, julio.
- (2018). *External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions*.
- GARRIDO, I., P. MORENO y X. SERRA (2012). «El FMI y los acuerdos regionales de financiación», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- (2016). «El nuevo mapa de las instituciones financieras internacionales», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- GOSH, A., M. GORETTI, B. JOSHI, A. THOMAS y J. ZALDUENDO (2008). *Modeling Aggregate Use of IMF Resources - Analytical Approaches and Medium-Term Projections*, IMF Staff Papers, vol. 55, n.º 1.
- L'HOTELLERIE-FALLOIS, P., y P. MORENO (2014). «¿Son suficientes los recursos financieros del Fondo Monetario Internacional?», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- MORENO, P. (2013). *The metamorphosis of the IMF (2009-2011)*, Estudios Económicos, 78, Banco de España.
- OEI (2014). *The IMF and the crisis in Greece, Ireland and Portugal*, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund.
- REY, H. (2013). «Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence», *Proceedings —Economic Policy Symposium— Jackson Hole*, Federal Reserve of Kansas City Economic Symposium, pp. 285-333.
- SCHEUBEL, B., y L. STRACCA (2016). *What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution*, ECB Occasional Paper Series, 177, septiembre.
- WEDER DI MAURO, B., y J. ZETTELMEYER (2017). «The New Global Financial Safety Net. Struggling for Coherent Governance in a Multipolar System», *Essays on International Finance*, vol. 4, enero.

En este recuadro se presenta una estimación de la composición óptima de los recursos del Fondo mediante un análisis de escenarios de estrés, tomando como base BCE (2018), donde se calcula el tamaño óptimo del Fondo, sin entrar en su composición. En primer lugar, se estiman las necesidades de financiación exterior mundiales en caso de crisis, según distintos escenarios; el tamaño adecuado (óptimo) del FMI sería aquel que permitiera satisfacer las necesidades no cubiertas tras el uso de las reservas exteriores y de la financiación concedida por los ARF. En caso de que los recursos prestables del Fondo fueran inferiores a ese tamaño óptimo, diríamos que existe un *gap* de financiación (véase cuadro adjunto).

El estudio considera un tipo de crisis plausible para cada tipo de economía (avanzada o emergente, tomadas de forma independiente), así como diferentes escenarios que representan la severidad de dichos *shocks*. En concreto, se supone que las economías avanzadas están más expuestas a crisis soberanas, mientras que las economías emergentes son más propensas a sufrir paradas bruscas (*sudden stops*) de financiación exterior. Los diferentes escenarios se calibran según la experiencia histórica en episodios de crisis pasados, es decir, según el comportamiento de las variables clave (déficit público, cuenta corriente, flujos de inversión exterior, ratio de *rollover* de la deuda, etc.) durante dichos episodios. Esto nos permite calcular un rango de escenarios según la intensidad de la variación de dichas variables durante los *shocks* (los percentiles de la distribución).

El estudio presenta dos escenarios principales para cada grupo de países: uno central, que representa un *shock* moderado,

según los valores medianos de la distribución; y otro severo, que representa una crisis extrema, con valores más estresados, situados en percentiles superiores de la distribución. En particular, en el caso de las economías avanzadas, un *shock* moderado representa una reducción del *rollover* de la deuda soberana en manos de no residentes por dos años, y un ajuste nacional fiscal. En el caso de las economías emergentes, el *shock* moderado supone un *sudden stop* por dos años, que se materializa en un *rollover* parcial de la deuda externa (pública y privada), un cambio en los flujos de inversión extranjera directa y un ajuste nacional calibrado en línea con la experiencia histórica.

Agregando el resultado de las simulaciones, obtenemos una necesidad de financiación que debe cubrir el FMI (tras el uso de reservas y ARF) cercana a 670 mm de dólares en el escenario central y a 990 mm en el severo. Existe cierto consenso en que las cuotas deben servir para atender crisis en la mayoría de las situaciones, mientras que, en casos extremos, el Fondo debería contar con recursos temporales, fácilmente accesibles, que complementen las cuotas. Si consideramos que los recursos permanentes deben ser suficientes para cubrir el escenario central, mientras que, en el severo, deben ser complementados por recursos temporales, llegaríamos a una estimación del tamaño de las cuotas de 670 mm de dólares; mientras, los recursos prestados deberían ascender a 320 mm de dólares, lo que representa una ratio del 68 % entre recursos permanentes y temporales, muy superior a la existente hoy en día (50 %). En todo caso, esta ratio constituye una referencia y debe tomarse con cautela, ya que podría variar según se consideren escenarios más o menos estresados.

Cuadro RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN

mm de dólares

	Total necesidades financieras	Necesidades remanentes (tras reservas y ARF) (a) A	Capacidad crediticia FMI (b) B	Gap de financiación (c) C = A - B	
Escenarios de <i>shock</i> (2015-2016)	Moderado AEs	947,2	345,5	0	
	Moderado EMEs	1.310,3	323,1	0	
	Total moderado (d)	2.257,5	668,5	491,4	177,1
	Severo AEs	1.050,4	448,6	563,4	0
	Severo EMEs	1.836,7	537,6	677,2	0
	Total severo (d)	2.887,1	986,2	434,3	552,1

FUENTE: Banco Central Europeo (2018b).

- a Según este enfoque, las necesidades financieras no cubiertas tras el uso de reservas y la financiación de los ARF es lo que se denomina «tamaño óptimo» del FMI.
b Los recursos totales del FMI incluyen las cuotas, los NAB y los BBA. Estos recursos se ajustan para calcular la verdadera capacidad crediticia del Fondo (recursos prestables), ya que, por ejemplo, las aportaciones (cuotas) de los países miembros que sufren una crisis no están disponibles para financiar programas y, por lo tanto, deben deducirse del total de recursos. Además, el Fondo destina un 20 % de sus recursos a una reserva prudencial para asegurar su canjeabilidad.
c Si los recursos prestables superan las necesidades remanentes, se considera que el *gap* es cero.
d Resultados informativos. Un *shock* global no puede calcularse como mera agregación de dos *shocks* a distintos grupos de países.