Bernardo Hernández San Juan*

LA EVOLUCIÓN DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL EN UNA ECONOMÍA CAMBIANTE

El Fondo Monetario Internacional ha conseguido mantenerse hasta nuestros días a pesar de que la realidad económica actual se parece poco a aquella para la cual fue diseñado. El Fondo ha demostrado una importante capacidad de adaptación, aunque sería deseable que reaccionara con mayor rapidez frente a estos cambios. Las crisis de la cuenta de capital que comenzaron a mediados de los noventa han supuesto un difícil reto para el Fondo. Es evidente que ha cometido algunos errores en sus actuaciones en los últimos años, pero está realizando un esfuerzo por aprender de los mismos e incorporar esas lecciones a sus políticas. No obstante, aún debe afrontar retos importantes, entre los que destacan decidir exactamente qué papel se quiere que cumpla dentro del sistema monetario y financiero internacional, así como actualizar su reparto de poder interno.

Palabras clave: *instituciones financieras internacionales, crisis financieras, sistema monetario internacional, FMI.*
Clasificación JEL: *F02, F33.*

1. Evolución histórica del FMI

El Fondo Monetario Internacional (FMI) nació en la Conferencia de Bretton Woods, donde fue formulado su Convenio Constitutivo. Éste entró en vigor a finales de 1945 y el Fondo comenzó a operar a mediados de 1946.

A pesar de haber transcurrido casi 60 años desde Bretton Woods y de haber aumentado el número de países desde los 45 reunidos entonces hasta los 184 miembros en la actualidad, los objetivos formales del FMI, recogidos en el artículo I de su Convenio Constitutivo[1] no han sido modificados. Sin embargo, esto no significa en absoluto que la actividad del Fondo no haya

* Técnico Comercial y Economista del Estado.

[1] i) Fomentar la cooperación monetaria internacional por medio de una institución permanente que sirva de mecanismo de consulta y colaboración en cuestiones monetarias internacionales.
ii) Facilitar la expansión y el crecimiento equilibrado del comercio internacional, contribuyendo así a alcanzar y mantener altos niveles de ocupación y de ingresos reales y a desarrollar los recursos productivos de todos los países miembros como objetivos primordiales de política económica.
iii) Fomentar la estabilidad cambiaria, procurar que los países miembros mantengan regímenes cambiarios ordenados y evitar depreciaciones cambiarias competitivas.
iv) Coadyuvar a establecer un sistema multilateral de pagos para las transacciones corrientes que se realicen entre los países miembros, y eliminar las restricciones cambiarias que dificulten la expansión del comercio mundial.

cambiado. En realidad, el FMI ha cambiado su forma de actuar de manera notable, intentando adaptarse a los profundos cambios experimentados por la economía mundial. De este modo ha logrado garantizar su supervivencia. No obstante, el Fondo, con toda probabilidad la institución económica multilateral más relevante de nuestros tiempos, es objeto de numerosas críticas que reflejan la divergencia de intereses de los distintos grupos de agentes que participan en la economía internacional, así como la insuficiente adaptación del FMI a los cambios experimentados por la economía.

En la práctica puede hablarse de tres funciones principales del FMI: supervisión, financiación (resolución de crisis y asistencia a países pobres) y asistencia técnica.

El contenido de estas funciones ha evolucionado considerablemente desde los orígenes de esta Institución.

Bajo el sistema de Bretton Woods, la supervisión se centraba en vigilar el cumplimiento del compromiso de mantener un tipo de cambio fijo con una estrecha banda de fluctuación. Simultáneamente, la función de financiación pretendía servir de ayuda para superar los desequilibrios moderados de la balanza de pagos sin tener que recurrir a un ajuste cambiario. En definitiva, las actuaciones del Fondo estaban enfocadas al mantenimiento de la estabilidad cambiaria y, cuando esto resultaba imposible, el Fondo debía autorizar el ajuste de la paridad, previa comprobación de la existencia de un *desequilibrio fundamental* en la balanza de pagos.

Durante los años cincuenta y sesenta, el Fondo fue el elemento central del sistema monetario internacional diseñado en Bretton Woods, cuyo funcionamiento en este período cabe valorar de forma positiva, pues hizo posible una larga etapa de crecimiento económico y expansión del comercio, en un contexto de estabilidad cambiaria y creciente liberalización de las transacciones internacionales.

A media que avanzaba la década de los sesenta, EE UU continuaba acumulando una creciente cantidad de pasivos externos en dólares lo que, por un lado permitía que creciera el comercio internacional sin verse limitado por la escasez de divisas pero, por otra parte, iba gradualmente minando la confianza en la paridad del dólar frente al oro. Esta situación dio lugar a la primera reforma del Convenio Constitutivo del FMI, que entró en vigor en 1969 creando una nueva fuente de liquidez internacional: los derechos especiales de giro.

El sistema terminó entrando en crisis, pero no por la escasez de liquidez internacional, sino por el exceso de oferta de dólares en relación al *stock* de oro. El resultado fue el fin de la convertibilidad del dólar en oro en 1971 y el definitivo abandono de un sistema de cambio fijo a partir de 1973. En este contexto se aprobó la segunda enmienda al Convenio Constitutivo, que consagraba la libre elección de régimen cambiario por cada país, con la única prohibición de fijar una paridad con el oro. Éste es en esencia el sistema, o según algunas opiniones el *no sistema,* que ha permanecido vigente hasta nuestros días.

Tras el abandono del régimen cambiario establecido en Bretton Woods, el Fondo parecía haber perdido gran parte de su razón de ser. Sin embargo, poco después encontró una nueva actividad, al desencadenarse la crisis de la deuda a comienzos de los años ochenta. Cuando ésta ya se daba por superada, el FMI de nuevo supo buscar una actividad y pasó a centrarse por un tiempo en la transición hacia una economía capitalista y de mercado de las antiguas economías de planificación central.

Desde mediados de los noventa hasta la actualidad, las crisis económicas y financieras de las economías emergentes han avivado el interés en la estructura y funcionamiento de las instituciones financieras internacionales y, en especial, del FMI.

Durante la primera mitad de los noventa existía una opinión generalmente optimista sobre la globalización.

---

v) Infundir confianza a los países miembros poniendo a su disposición temporalmente y con las garantías adecuadas los recursos generales del Fondo, dándoles así oportunidad de que corrijan los desequilibrios de sus balanzas de pagos sin recurrir a medidas perniciosas para la prosperidad nacional o internacional.

vi) De acuerdo con lo que antecede, acortar la duración y aminorar el grado de desequilibrio de las balanzas de pagos de los países miembros.

Se habían reanudado de forma masiva los flujos de capitales hacia los países en desarrollo, alcanzando una magnitud hasta entonces desconocida y contribuyendo a dejar atrás la década perdida. La crisis de México, nos recordó que las economías emergentes son vulnerables, pero se consideró un caso singular por lo que no se le dió demasiada importancia. Sin embargo, este optimismo se ha ido desvaneciendo desde 1997, a medida que un número creciente de países emergentes se han visto afectados por crisis financieras y cambiarias: primero fue la crisis asiática, luego el *default* de Rusia, la depreciación de Brasil, la crisis de Turquía y Argentina, el colapso de Venezuela, etcétera.

Es evidente que las crisis financieras no son nada nuevo, pero sí lo es su magnitud y su frecuencia. La mayor integración de los mercados reales y financieros ha aumentado de forma notable, con efectos muy positivos, pero a la vez conlleva una mayor vulnerabilidad de las economías emergentes frente a eventuales *shocks.* En este contexto cobra de nuevo protagonismo el FMI.

2. Naturaleza de las crisis financieras modernas

Desde mediados de los noventa las crisis de balanza de pagos de las economías emergentes tienen una naturaleza distinta de la de las crisis más tradicionales, debido principalmente a su mayor integración financiera internacional. Las crisis tradicionales, también denominadas crisis de la cuenta corriente, surgen por la persistencia de determinados desequilibrios en los flujos macroeconómicos, principalmente déficit de la cuenta corriente (con frecuenta relacionados con persistentes desequilibrios fiscales) y el correspondiente endeudamiento externo, así como la sobrevaluación del tipo de cambio real. Estas crisis se desencadenaban de forma más gradual y terminaban haciendo inevitable el ajuste de las políticas de demanda y la devaluación, que permitían un regreso gradual a una posición externa sostenible.

Las modernas crisis de la cuenta de capital, a pesar de que los desequilibrios de la cuenta corriente y del tipo de cambio también suelen jugar cierto papel, tienen características bastante distintas. Estos procesos se caracterizan por una fuerte y repentina salida de capitales privados, que conlleva un igualmente brusco ajuste de la cuenta corriente. Esto se produce a través de una intensa depreciación cambiaria (que incluye un importante elemento de *overshooting)* así como una recesión frecuentemente muy intensa. Este proceso es el resultado de una súbita pérdida de confianza de los inversores tras detectar alguna vulnerabilidad. Se trata de desequilibrios en los *stocks* u hojas de balance: el exceso de endeudamiento o los desajustes en plazos y monedas de denominación generan una vulnerabilidad frente a las fluctuaciones de tipos de interés, tipos de cambio o tasas de crecimiento. La importancia relativa de unas u otras debilidades en los balances ha variado según las crisis. Mientras en Asia se han centrado en el sector privado, en Latinoamérica han predominado los más tradicionales desequilibrios en el balance del sector público. En algún momento, los inversores reconsideran sus posiciones y pierden la confianza en el valor de algún tipo determinado de activo: activos denominados en moneda local (cuando se teme una devaluación) o bien, deuda pública o privada, con lo que se desencadena la crisis. En ese momento, las distintas fuentes de vulnerabilidad interactúan entre sí, por ejemplo: ante una elevada dolarización de los pasivos públicos o privados, una devaluación puede provocar la insostenibilidad de la deuda. En caso de una elevada exposición de las entidades financieras al sector público, una crisis fiscal puede provocar serios problemas a los bancos. Por su parte, una crisis bancaria siempre tiene un elevado coste fiscal.

En el período previo a las crisis de la cuenta de capital, los indicadores macroeconómicos suelen ser mejores que los que se daban en los momentos previos a las crisis tradicionales: en las crisis modernas normalmente los déficit públicos son menores, la inflación es más baja, el endeudamiento externo menor y el crecimiento mayor que en la fase previa a las crisis tradicionales. Habitualmente, en los momentos previos a las crisis, se producen notables entradas netas de capitales con fre-

cuencia en torno al 4-6 por 100 del PIB, acompañadas de unos déficit corrientes de magnitud similar (Gosh *et al.,* 2002).

Los desequilibrios pueden surgir relativamente rápido, lo que unido al comportamiento difícil de predecir de factores como la confianza de los inversores, hace que estas crisis resulten menos predecibles y también más difíciles de resolver. En estos casos resulta más complejo encontrar una respuesta adecuada de política económica: una política monetaria contractiva, que en principio ayudaría a frenar la salida de capitales y la depreciación, también contribuiría al deterioro de la posición fiscal y a aumentar la morosidad en el sistema financiero. La depreciación, que tradicionalmente tiene un efecto expansivo, puede resultar contractiva en estos casos, si el grado de dolarización de pasivos es muy elevado. Por tanto, la naturaleza de las crisis tiene gran repercusión sobre los programas del FMI. En las crisis de la cuenta de capital el objetivo inmediato será restablecer la confianza de los agentes económicos y posteriormente corregir las debilidades en los balances. Con frecuencia, son necesarios grandes paquetes de apoyo multilateral para evitar un ajuste doméstico socialmente insoportable.

Adicionalmente, la existencia de un fuerte coste económico suele producir importantes conflictos sobre la distribución del mismo entre los distintos grupos sociales. Esto constituye una fuente de potenciales conflictos políticos y sociales que dificultan la reacción frente a la crisis. Este riesgo es mayor en los países que sufren mayor inestabilidad política y donde las instituciones son menos sólidas.

3. Algunas lecciones

- *Son preferibles los tipos de cambio flexibles.* En general, para una economía emergente que ha liberalizado en gran medida los flujos financieros internacionales, parece más adecuado un régimen cambiario flexible. Un tipo cambiario fijo resulta difícil de mantener en un contexto de flujos de capitales volátiles. Un régimen más flexible concede mayor margen de actuación a las autoridades económicas, facilitando la absorción de *shocks* externos mediante el empleo de la política monetaria. Exceptuando a Ecuador (1998/1999) y Brasil (2002), todas las crisis de la cuenta de capital importantes se han producido en economías con alguna forma de régimen cambiario fijo, ya sea formal o *de facto.* De todos modos, un tipo de cambio flexible no es ninguna panacea y su margen de actuación estará muy condicionado por el grado de dolarización de la economía. Por este motivo, muchas de estas economías mantienen tipos de cambio relativamente fijos en la práctica, aunque no tengan ningún compromiso formal. Muy vinculado a esto, la experiencia demuestra que los procesos de estabilización basados en un tipo cambiario más o menos fijo cada vez tienen menos éxito y frecuentemente terminan colapsando y desencadenando una crisis.

  Esta recomendación debe ser matizada en función del grado de desarrollo de una economía. Aparentemente, las economías poco desarrolladas y poco integradas internacionalmente, cuyas instituciones suelen tener escasa reputación, pueden obtener más beneficios de un régimen cambiario fijo, que les proporcione credibilidad en la lucha contra la inflación. Sin embargo, a medida que las economías se desarrollan, se abren al exterior y sus instituciones ganan credibilidad, entonces cobra más importancia tener un régimen flexible que les ofrezca más libertad en sus políticas de estabilización (Rogoff *et al.,* 2003).

- *Es imprescindible eliminar cualquier duda sobre la sostenibilidad de la deuda pública y la deuda externa.* Hay que evitar la acumulación de un stock excesivo de endeudamiento público y de endeudamiento externo (ya sea público o privado). Igualmente, la insostenibilidad puede deberse a un problema de liquidez cuando la estructura temporal del endeudamiento no es la adecuada. Si la deuda a corto plazo es elevada, será mayor la vulnerabilidad a cualquier problema de confianza, incluido el contagio desde otros países. Las economías emergentes deben ser muy cautas con su endeudamiento y deben tener en cuenta el impacto potencial sobre la deuda de las

fluctuaciones cambiarias o de eventuales problemas en el sector financiero. Una deuda aparentemente sostenible, puede hacerse rápidamente insostenible ante un *shock* si su estructura no es la más adecuada, como demuestran los ejemplos recientes de Rusia, Argentina o Brasil. Es difícil establecer cuál es un nivel adecuado de endeudamiento para una economía emergente pues dependerá de muy diversas circunstancias, pero en todo caso debería ser inferior que en las economías desarrolladas. Como afirma Fischer (2003), «se puede concluir con facilidad que una ratio del 60 por 100 (del PIB) es excesiva para una economía emergente, y que ratios del 30-40 por 100 son mucho más seguras».

- *La regulación y supervisión de los sistemas financieros domésticos debe ser rigurosa* y ha de considerar particularmente la exposición de las entidades al riesgo cambiario, así como al sector público, cuando la solvencia de éste no esté fuera de toda duda. También es muy importante que la legislación y el sistema judicial protejan satisfactoriamente los derechos de propiedad y, en particular, eviten un sesgo a favor de los deudores, pues esto desincentiva el desarrollo del crédito doméstico. La adopción de códigos y estándares internacionales pueden ayudar a dar credibilidad al sistema financiero.

- *Las crisis pueden contagiarse y aunque no existe ninguna protección infalible, la mejor opción es mantener unos fundamentos económicos sólidos.* Cuando se produce una crisis, los inversores tienden a considerar como complementarios los activos de los distintos emergentes, cuando normalmente deberían ser sustitutivos (por sus similares características de rentabilidad y riesgo). Esto desencadena el llamado *comportamiento en rebaño,* en el que todos los inversores venden el mismo tipo de activos simultáneamente. Se suele afirmar que en esas circunstancias lo que se produce es un aumento de la aversión al riesgo de los inversores, que les lleva a modificar la estructura de sus carteras. No obstante, no se trata tan solo de un cambio en las preferencias, sino que también hay una serie de imperfecciones detrás de este comportamiento: problemas de liquidez (ante las pérdidas en un país, los fondos de inversión pueden tener problemas de liquidez y verse forzados a vender en otros mercados), costes de información (los inversores menos informados siguen el comportamiento de los que, supuestamente, sí lo están) y empleo de técnicas comunes de gestión. El Fondo tiene un papel importante que cumplir en relación a la prevención del contagio y a la limitación de sus efectos en caso de que se produzca.

- *Los préstamos del FMI (y de las IFIs en general) pueden provocar un comportamiento poco cauto por parte de los inversores internacionales e incluso de las autoridades de las economías emergentes. No obstante, la evidencia apunta a que su importancia es modesta en la práctica.* Desde la crisis del Tequila se viene argumentando que los grandes paquetes de asistencia financiera del FMI generan riesgo moral, al permitir que muchos inversores que pusieron su dinero en activos arriesgados puedan abandonar el país al surgir la crisis sin sufrir grandes pérdidas. No obstante, no existe evidencia empírica que confirme que este fenómeno sea importante en la práctica (Lane y Phillips, 2002). Incluso si el riesgo moral hubiera sido relevante por unos años, los *defaults* en economías inicialmente apoyadas por el FMI, como Rusia o Argentina, donde los inversores privados han sufrido importantes pérdidas, hacen pensar que actualmente el riesgo moral debe jugar un papel menor en la práctica.

- *La dolarización financiera que afecta a numerosas economías en desarrollo y emergentes, es un importante factor de riesgo en caso de inestabilidad.* Suele ser consecuencia de un largo pasado de inestabilidad monetaria, por lo que solo puede ser reducida significativamente en el medio o largo plazo, manteniendo una situación monetaria estable. En caso de un *shock* cambiario, el impacto negativo sobre la solidez del sistema financiero, así como sobre la solvencia del sector público y el privado, será mayor cuanto más elevado sea el grado de dolarización. En todo caso, de forma inmediata, se puede aplicar una regulación diferencial en el sistema financiero, en función de la moneda de denominación de los instrumentos financieros en cuestión. Esta medida ayuda iniciar una senda de reducción gradual de la dolarización.

RECUADRO 1

Algunas lecciones de la crisis en Argentina, según el *staff* del FMI (*)

- Pueden surgir serias vulnerabilidades incluso en países considerados modélicos
- Es necesario prestar especial atención a la evolución de la deuda. La evaluación del endeudamiento no solo debe tener en cuenta el nivel de deuda, sino también el régimen cambiario, el volumen de exportaciones y factores políticos y administrativos
- Cuando sea insostenible, la deuda debe ser reestructurada lo antes posible. Si se pospone, es probable que aumente el coste final de la crisis. Deben seguirse buscando mecanismos para lograr reestructuraciones más ordenadas
- Es importante elegir un régimen cambiario adecuado a la realidad económica y política de un país. Un régimen cambiario tiene una capacidad limitada para disciplinar otros aspectos de la política económica
- La supervisión del FMI tuvo dificultades para identificar las vulnerabilidades que se iban generando durante las fases de *boom* y tuvo una capacidad limitada para lograr los cambios necesarios una vez identificadas. En los países con un programa del FMI, es deseable una evaluación crítica de la dirección general de las políticas económicas
- Los análisis del tipo de cambio no resaltaron la necesidad de abandonar el *currency board* a tiempo. El Fondo aceptó la negativa de las autoridades argentinas a discutir una posible alternativa
- El FMI mantuvo su apoyo financiero a Argentina hasta septiembre de 2001, a pesar de la existencia de considerables dudas sobre las posibilidades de éxito del programa. Es difícil encontrar el equilibrio adecuado entre mantener el apoyo a un país con dificultades y evitar contribuir a prolongar políticas insostenibles condenadas al fracaso. Si el FMI mantiene su respaldo a programas con alto riesgo de fracaso, el Fondo perderá credibilidad
- En una situación en la que la dinámica de la deuda es claramente insostenible, el FMI no debe proporcionar financiación
- La conveniencia de limitar el ámbito de la condicionalidad del Fondo puede tener efectos contrapuestos. Ayuda a centrarse en los aspectos críticos, pero en Argentina pudieron quedar fuera algunas medidas estructurales que podrían haber sido claves
- La aceptación del programa (*ownership*) por las autoridades y población local es necesaria, pero no suficiente para el éxito del programa cuando, como en Argentina, el programa económico resulta ser insostenible.

(*) Resumen de algunas de las conclusiones del documento del Staff del FMI *Lessons from the Crisis in Argentina*. Octubre 2003.

4. Cambios recientes en el FMI

Una vez comprobadas las nuevas características del sistema financiero internacional y, en particular, de la naturaleza de las crisis modernas, el FMI inició un proceso de adaptación a esta nueva realidad, que aún continúa.

Más atención a la prevención de crisis

Cada vez es más evidente que las crisis financieras de países en desarrollo tienen un gran coste real para la economía afectada. Una vez que estalla una crisis, aunque se reaccione rápido y eficazmente, una gran parte de los costes son ya inevitables. Por este motivo es esencial prestar más atención a la prevención de las crisis.

Las IFIs tienen una función importante que cumplir en materia de prevención: promover la aplicación de políticas económicas adecuadas en todos los países y, en especial, en aquellos más vulnerables. El principal motivo de las crisis sigue siendo la aplicación de políticas económicas insostenibles o poco prudentes, que hacen que una economía sea más vulnerable ante eventuales *shocks* exógenos.

Con este fin, el FMI desarrolla su función supervisora, tanto de la economía mundial, como de cada país miembro individualmente. Esta función tiene especial influencia en los países que recurren a la financiación del Fondo, pues deben aceptar la condicionalidad que va unida a todo préstamo.

El FMI está reforzando su función de supervisión y mejorando su eficacia y su contenido técnico, a la luz de las últimas crisis. Éstas han puesto de manifiesto que la supervisión del FMI tenía algunos puntos débiles, particularmente en lo que respecta a la valoración de los regímenes cambiarios, la evaluación de la sostenibilidad de la deuda pública y externa y en materia de solidez del sistema financiero. Por este motivo, el Fondo está comenzando a tener en consideración la mayoría de las lecciones anteriormente citadas. De hecho, esta institución ha reconocido, aunque sea de manera implícita, algunos de estos errores. Por ejemplo, diversos estamentos del Fondo han reconocido que en el caso de Argentina, durante los años previos a su última crisis, tanto la supervisión en general, como la condicionalidad de los programas fueron insuficientemente rigurosos especialmente en materia fiscal, y también en el ámbito cambiario (Mussa, 2002 y IEO, 2003). Poco después, ambos resultaron ser insostenibles. Igualmente, la visión que predomina en el Fondo respecto a la liberalización de los flujos financieros, contrasta con la defensa a ultranza de la liberalización de hace no muchos años. En un reciente documento, el *staff* del Fondo llegaba a la conclusión de que por ahora no hay ninguna evidencia de que la liberalización de los flujos financieros haya permitido un mayor crecimiento en las economías emergentes o en desarrollo (Prasad *et al.,* 2003). Es más, aparentemente, el efecto más apreciable de la liberalización habría sido un aumento de la volatilidad con sus correspondientes efectos negativos. En el mismo trabajo, el Fondo concluye que la inversión directa parece ser preferible a los flujos de cartera. Otro aspecto al que se está empezando a prestar más atención es la dolarización financiera.

La revisión y reforzamiento de estos análisis debe servir para mejorar la capacidad del Fondo para alertar sobre el riesgo de crisis y así ayudar a evitarlas. Es importante también que esta labor de supervisión sea independiente y transparente. Para ello sería bueno reforzar la autonomía de la supervisión en aquellos países receptores de financiación y objeto de un programa económico del Fondo. En estos casos, la preocupación por el éxito del programa puede limitar la sinceridad de la supervisión. Además, para que la supervisión tenga el efecto estabilizador deseado, debe ser especialmente rigurosa durante las fases de auge. En casos recientes, esta supervisión ha sido más permisiva durante la fase expansiva, lo que ha hecho necesario un ajuste mayor una vez iniciada la crisis.

También se está dedicando una especial atención a la mejora de la transparencia. Para ello, el Fondo publica una mayor cantidad de sus documentos. La publicación

de aquellos que son relativos a una economía específica, requiere el consentimiento de sus autoridades. De todas formas, el Fondo intenta persuadir cada vez con más intensidad a los países que aún no aceptan publicar sus documentos.

Por otra parte, se han desarrollado estándares en áreas tan importantes como la publicación de datos y buenas prácticas sobre transparencia fiscal y las políticas monetaria y financiera. El Fondo evalúa su cumplimiento mediante los *Reports on the Observance of Standards and Codes* (ROSC) y los *Financial Sector Assesment Programs* (FSAP). Si bien existe un acuerdo sobre la conveniencia de adaptarse a estos códigos y estándares, las discrepancias aparecen al decidir sobre su carácter voluntario u obligatorio y su publicidad. Por el momento, los países miembros no tienen ninguna obligación de realizarlos, aunque el Fondo ejerce una presión creciente sobre los países que aún no se someten a estos exámenes.

Por último, a raíz de los atentados del 11-S, se incluyó una nueva área objeto de supervisión: las medidas anti blanqueo de dinero y contra la financiación del terrorismo, a las que el Fondo cada vez presta mayor atención.

Mayor participación del sector privado en la resolución de crisis

La participación del sector privado en la resolución de las crisis financieras internacionales continúa siendo objeto de análisis y debate. Cuando una economía tiene dificultades para cubrir sus necesidades de financiación exterior son tres las fuentes que pueden ayudar a corregir este *gap:* obtener financiación oficial exterior (principalmente de instituciones multilaterales), conseguir que los inversores privados aumenten, o al menos no reduzcan, sus inversiones en el país y, finalmente, realizar un ajuste del gasto doméstico de la economía, reduciendo así las necesidades de financiación. Habitualmente los tres grupos de agentes involucrados intentarán minimizar la parte del *gap* financiero que les toca cubrir. No obstante, el incentivo más claro lo tienen los inversores privados, que se guían por su objetivo de maximizar beneficios, mientras que las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs) y las autoridades locales tienen también otros objetivos políticos.

Se argumenta que los grandes paquetes de asistencia financiera de las IFIs pueden permitir a muchos inversores abandonar una economía en crisis sin soportar el coste correspondiente, que sería asumido por las instituciones multilaterales. Esta situación sería una fuente de riesgo moral y, por tanto, de inestabilidad y nuevas crisis en el futuro[2].

En la asamblea anual del FMI en el año 2000, en Praga, se acordaron unas directrices para aumentar la participación del sector privado en la resolución de crisis *(private sector involvement* o PSI). El *Marco de Praga* propone una solución intermedia entre, por un lado, grandes paquetes financieros multilaterales que sirven como *bail out* para los inversores privados y, por otro, la ausencia de financiación multilateral para forzar un PSI elevado, probablemente provocando una reestructuración forzosa de la deuda (IMFC, 2000). En Praga se propugnó un papel activo de las IFIs en la resolución de crisis, contribuyendo con financiación oficial mientras el país tenga posibilidades de recuperarse razonablemente pronto de la crisis y restablecer su acceso a los mercados de capitales. En estas circunstancias, la asistencia multilateral puede tener un efecto catalítico, al dar confianza a los inversores privados. Cuando la situación es claramente insostenible es necesario tomar medidas más drásticas antes de aportar fondos multilaterales, por ejemplo ejerciendo presión sobre los inversores para que mantengan su exposición *(moral suasion)* o reestructurando la deuda. En todo caso, los préstamos multilaterales estarán sometidos a determinados límites, para no provocar riesgo moral y porque sus recursos son limitados. Paralelamente, el FMI presta más

[2] Entre los defensores de esta tesis destaca el informe para el Congreso de los EE UU, realizado por el profesor Allan MELTZER (2000).

atención al PSI y exige a las autoridades nacionales que se esfuercen para involucrar al sector privado. Dadas las peculiaridades de cada crisis, este marco es aplicado con flexibilidad, caso por caso.

El debate continúa y, aunque existe consenso sobre algunos de los principales puntos, hay diferencias considerables, principalmente entre una mayoría de las economías emergentes, que temen que estas propuestas terminen desincentivando la inversión exterior en sus países, y una parte de los países desarrollados, que consideran que ya aportan suficientes recursos al FMI, por lo que éste debería limitar sus préstamos.

Hasta el momento, este nuevo enfoque se ha reflejado en dos áreas: la redefinición de los límites de acceso a la financiación del FMI, para que sean más estrictos; y los posibles instrumentos para facilitar la reestructuración de la deuda soberana.

CUADRO 1

MAYORES DEUDORES FRENTE AL FMI (31 mayo 2004)

País	Préstamos condiciones normales	Préstamos concesionales	Total
Brasil	26.665		26.665
Turquía	22.469		22.469
Argentina	15.135		15.135
Indonesia	9.825		9.825
Rusia	4.231		4.231
Uruguay	2.527		2.527
Pakistán	486	1.330	1.816
Ucrania	1.684		1.684
Crédito total FMI	**90.590**	**10.016**	**100.606**

Límites de acceso a la financiación del FMI

Como regla general, un país puede acceder anualmente a financiación bajo un préstamo *stand-by* equivalente a un 100 por 100 de su cuota, con un máximo acumulable del 300 por 100. No obstante, este límite ha sido sobrepasado en una parte importante de los grandes paquetes de asistencia financiera de los últimos años. La forma más habitual ha sido recurrir a la facilidad SRF, que no está en principio sujeta a este límite.

Esta situación ha sido criticada porque estos grandes paquetes de ayuda, además de poder generar riesgo moral, han permitido que el riesgo del Fondo esté excesivamente concentrado en un número reducido de países deudores. Esto, como se ha comprobado en el caso de Argentina, puede debilitar la posición negociadora del Fondo a la hora de diseñar un programa.

Durante el año 2003 se aprobó un nuevo marco que regula el acceso a cantidades excepcionales, superiores a los límites normales. El principal criterio para determinar que un país, en caso de crisis, pueda acceder a un volumen de financiación excepcional será que su endeudamiento aparentemente sea sostenible a medio plazo. Con esto se trata de evitar fundamentalmente que el FMI preste muchos recursos a un país que podría tener serias dificultades para devolverle el préstamo. Por otra parte, también se decidió que el Directorio del Fondo participe desde un principio en la decisión sobre el acceso extraordinario, ya que hasta ahora la Gerencia del FMI con frecuencia alcanzaba y anunciaba un compromiso preliminar con las autoridades del país beneficiario, lo que ciertamente comprometía la posterior aprobación definitiva del Directorio.

La reestructuración de la deuda soberana: SDRM y CACs

Los países muy endeudados y con dificultades para hacer frente a todas sus obligaciones son muy reacios a plantear a sus acreedores una reestructuración forzosa y en condiciones no de mercado. Por un lado, estas reestructuraciones suelen ser muy costosas para la economía endeudada (huida de capitales, pánico financiero, pérdida del acceso a los mercados de capitales durante un tiempo, etcétera). Por otro lado, y frente a la situación de los años ochenta, cuando la deuda externa estaba formada principalmente por préstamos

bancarios concentrados en un número reducido de entidades, en la actualidad los acreedores son muy heterogéneos, lo que dificulta los acuerdos de reestructuración.

Además, hoy en día la deuda externa consiste fundamentalmente en bonos, regulados en su mayoría por la ley de Nueva York, los cuales exigen un acuerdo por unanimidad de los acreedores para poder modificar las características de los títulos. Los acreedores, especialmente los minoritarios, tienen un claro incentivo para negarse a aceptar cualquier modificación de sus bonos y en caso de impago o de reestructuración forzosa, tienen la posibilidad de recurrir a los tribunales del país donde se negocian dichos bonos para exigir el pago completo de su título originario. Frente a estos problemas, existen dos tipos de propuestas: el enfoque estatutario o mecanismo de reestructuración de deuda soberana (*sovereign debt restructuring mechanism,* SDRM) y el enfoque contractual o cláusulas de acción colectiva (CACs).

SDRM

Recientemente, la Subdirectora General del FMI, Anne Krueger, recuperó una antigua propuesta: la creación de un mecanismo internacional para la reestructuración de la deuda soberana (Krueger, 2002). El SDRM se crearía con el objetivo de facilitar la reestructuración ordenada, predecible y rápida de la deuda soberana cuando la deuda del país sea considerada insostenible (sólo en este caso se aplicará el mecanismo), lo que ayudaría a reducir los costes de reestructuración tanto para los deudores como acreedores.

Cuatro serían las características básicas de este instrumento:

- Creación de un mecanismo que permita a una mayoría de acreedores la aprobación de un acuerdo de reestructuración que luego pueda ser impuesto a todos ellos. Con ello se evita que inversores minoritarios actúen como *free riders* con la esperanza de obtener el reembolso total de los títulos originarios.
- Imposibilidad de los acreedores de recurrir a los tribunales durante el período entre la declaración de suspensión de pagos y el acuerdo de reestructuración.
- Salvaguardias que protejan los intereses de los acreedores durante la negociación: por un lado, el deudor no podría realizar pagos a los acreedores no prioritarios y por otro, debería aplicar políticas que mantengan el valor de los activos (por ejemplo, a través de un programa del FMI).
- También sería deseable la aportación de nueva financiación por parte de acreedores privados durante el mencionado período. Estos nuevos flujos no podrían ser sometidos a la reestructuración.

CACs

En la medida en que la dificultad de los procesos de reestructuración se deba fundamentalmente a los problemas de coordinación, las CACs pueden ser una solución eficaz y más fácil de aplicar que el enfoque estatutario.

Las principales cláusulas de este tipo son:

- Cláusulas de representación colectiva *(Collective representation clauses):* son mecanismos para coordinar las discusiones y las posibles acciones entre los inversores y el emisor de los bonos.
- Cláusulas de actuación por mayoría *(Majority action clauses):* permiten que una mayoría cualificada de los acreedores modifique las condiciones de los bonos. Estos cambios serían aplicados también a la minoría que se haya opuesto a ellos.
- Cláusulas de reparto *(Sharing clauses):* todos los pagos del deudor serán repartidos entre todos los acreedores.
- Cláusulas de no aceleración *(Non-acceleration clauses):* permiten que una mayoría de los acreedores impida la aceleración (solicitud del pago inmediato, antes del vencimiento, del principal de la deuda) solicitada por un grupo de acreedores.

Las CACs suelen incluirse en los bonos emitidos bajo la ley inglesa y de Luxemburgo, pero no en las emisiones bajo la ley de Nueva York, Japón o Alemania. Esto signifi-

ca que un 69 por 100 del *stock* de bonos internacionales (59 por 100 bajo ley de Nueva York y 10 por 100 bajo ley alemana) no incluye ningún tipo de CAC.

Frente al SDRM, las CACs tienen la ventaja de ser relativamente más fáciles de aplicar, ya que no requieren un acuerdo internacional ratificado por todos los países o una reforma del Convenio Constitutivo del FMI. Sin embargo, la eficacia de las CACs tiene limitaciones: cada emisión de bonos tiene sus propias cláusulas, de modo que se resuelve el problema de coordinación dentro de cada emisión, pero no la agregación entre las distintas emisiones de bonos. Por otra parte, aunque se incluyeran CACs en todas las emisiones nuevas de bonos, quedaría un *stock* acumulado importante de bonos sin ellas y pasarían varios años hasta que se renovara una mayoría del *stock* de bonos.

No obstante, debe destacarse que SDRM y CACs no son enfoques incompatibles y sería posible ir incluyendo CACs en las próximas emisiones, mientras se sigue avanzando en el complejo proceso de crear un SDRM.

El principal beneficio potencial de estos mecanismos sería la reducción del coste de las reestructuraciones de deuda. Un posible efecto negativo es que, en la medida en que estos mecanismos aumenten algo la probabilidad de *default,* los flujos de capital hacia países emergentes se verían afectados negativamente y tenderían a encarecerse.

Desde 2003, han sido varias las economías emergentes que, animadas por el FMI, se han decidido a incluir CACs en sus nuevas emisiones de deuda pública externa: primero fue México, seguido de Brasil, Sudáfrica y Uruguay entre otros[3]. También los países miembros de la Unión Europea han manifestado su compromiso de utilizar estas cláusulas en sus emisiones de deuda bajo otras jurisdicciones. Las emisiones realizadas han demostrado que la inclusión de CACs es factible, pues no se ha apreciado que conlleven un coste mayor (Eichengreen y Kletzer, 2003).

Frente a esto, el SDRM ha quedado de momento aparcado, ya que cuenta con el rechazo de algunas economías emergentes y, sobre todo, no logró el apoyo de EE UU, donde ha pesado mucho la opinión de las entidades financieras privadas, contrarias al SDRM.

Por último, también se está debatiendo la creación de un Código de Buena Conducta sobre renegociación de deuda, que debería ser acordado por emisores de títulos y por inversores internacionales, para que pudiera complementar a las CACs (G7, 2003).

Modificación de los instrumentos financieros

La nueva naturaleza de las crisis financieras de los noventa ha llevado al FMI a modificar algunos de sus instrumentos financieros.

Destaca la creación de dos nuevas facilidades de préstamo:

A finales de 1997, en plena crisis asiática, se estableció la *Supplemental Reserve Facility* (SRF) con el objetivo de conceder financiación a aquellos países que experimenten una súbita salida de capitales. La cuantía de estos préstamos no está sometida a los límites habituales en función de la cuota de cada país, por lo que hace posible paquetes financieros especialmente grandes. Esta financiación es más cara y a más corto plazo (entre 1 y 2 años y medio) que el resto de facilidades. Los préstamos bajo la SRF han sido frecuentes en los programas del Fondo de los últimos años. Su uso como forma de superar los límites habituales de financiación ha sido criticado por algunos de los países desarrollados.

En 1999 se creó la *Contingent Credit Line* (CCL). Su objetivo era proteger a las economías emergentes con fundamentos económicos relativamente sólidos frente al contagio de crisis financieras surgidas en otras economías. Un país podía solicitar ser declarado elegible para esta facilidad, para ello debía comprobarse que su situación económica era fundamentalmente sana. Una vez considerado elegible, en caso de sufrir el contagio

[3] Como indican EICHENGREEN y KLETZER (2003), los gobiernos de Líbano y de Qatar ya realizaron pequeñas emisiones de bonos en Nueva York que sí incluían CACs, pero por su escaso volumen no llamaron la atención.

de una crisis recibiría de forma rápida financiación abundante y a corto plazo que ayudaría a evitar una crisis. A diferencia de la *SRF,* esta facilidad no tuvo aceptación entre los beneficiarios potenciales y nunca fue empleada. Las economías emergentes temían que la solicitud de la CCL fuera interpretada por los inversores como una señal de riesgo de crisis.

En noviembre de 2003, el Fondo decidió no renovar la CCL y ahora se debate sobre cómo adaptar los instrumentos existentes, en concreto los acuerdos precautorios, con el fin de que puedan cumplir un objetivo similar al de la desaparecida CCL. Un acuerdo precautorio no es más que un acuerdo *stand-by* normal, en el que el país solicitante anuncia su intención de no utilizar los recursos que el Fondo pone a su disposición, salvo que la situación económica se deteriore. En definitiva, es un programa del Fondo en un país que no necesita asistencia financiera de forma urgente. Este tipo de acuerdo ha sido relativamente frecuente (se han aprobado más de 50), pero en su mayoría para episodios de inestabilidad más tradicionales, relacionados principalmente con desequilibrios de la cuenta corriente. Estos programas suelen ofrecer al país una cantidad relativamente modesta de financiación. Para que los acuerdos precautorios pudieran cumplir la función de la CCL, sería necesario flexibilizar su funcionamiento e incluir volúmenes de financiación superiores para los casos en que se prevea un *gap* financiero elevado.

Contenido económico de los programas del Fondo

Sin duda, el ajuste en las políticas monetaria y fiscal continúa siendo un elemento clave en los programas del FMI. Sin embargo, las características de estas políticas han variado apreciablemente.

En cuanto a la política monetaria y cambiaria, en los últimos años el Fondo se ha convertido en defensor de los regímenes cambiarios flexibles. Durante la segunda mitad de los noventa, el Fondo aprobó diversos programas en los que uno de los objetivos centrales era mantener un tipo de cambio fijo (el caso de Argentina es el más destacado, junto con otros como el de Brasil en 1998 [4]). El resultado fue en la mayoría de las ocasiones un fracaso. Finalmente hubo que dejar flotar la moneda y el esfuerzo sólo sirvió para agotar las reservas y los recursos prestados por el Fondo. En estos momentos, el Fondo vigila con rigor que los países beneficiados con sus préstamos no los gasten en apoyar el tipo de cambio. De todos modos, a veces sería preferible que el Fondo tuviera una actitud más flexible, tolerando hasta cierto punto las intervenciones cambiarias que ayuden a suavizar las fluctuaciones. Dado que la mayoría de países en crisis utilizaban el tipo de cambio como ancla monetaria, ahora necesitan una nueva. En este punto el Fondo es firme partidario de establecer una estrategia de *inflation targeting* ejecutada por una autoridad monetaria lo más independiente posible.

En relación a la política fiscal, el objetivo se define cada vez más en términos del saldo primario y tiene como finalidad principal restablecer la sostenibilidad de la deuda y recuperar la confianza de los inversores, y no tanto corregir el déficit corriente, como ocurría tradicionalmente. Esto hace que resulte más difícil calcular la magnitud del ajuste necesario. Por eso, este componente de los programas ha sido muy criticado. Por ejemplo en relación a la crisis asiática se ha criticado el excesivo celo fiscal del Fondo. La Oficina Independiente de Evaluación (IEO) del FMI ha reconocido recientemente que el ajuste fiscal en casos como Corea o Indonesia fue excesivo (IEO, 2003a). Más en general, esta Oficina acepta que en algunas ocasiones el objetivo fiscal del Fondo puede haber sido excesivamente restrictivo. El motivo sería que las predicciones de recuperación económica tienden a ser excesivamente optimistas, lo que lleva a plantear objetivos presupuestarios demasiado ambiciosos (IEO, 2003b). En contraste con esto, el programa en vigor con Argentina ha sido objeto de numerosas críticas que consideran que los objetivos fiscales no son suficientemente exigentes, lo que limita las ex-

[4] En estos casos, el Fondo recordaba que los tipos de cambio fijos requieren mercados especialmente flexibles, sistemas financieros sólidos y una posición fiscal saneada. Sin embargo, la realidad ha demostrado que estos requisitos eran muy difíciles de cumplir en la práctica.

pectativas de los inversores de recuperar una buena parte de lo invertido en títulos de deuda pública. Por último, en los países más desarrollados y estables, el FMI es partidario de dejar funcionar plenamente los estabilizadores automáticos, incluso si eso supone modificar las reglas fiscales vigentes, como el Pacto de Estabilidad.

El Fondo cada vez es más reticente a aprobar grandes paquetes financieros. En caso de concederlos, también se tiende a desplazar una mayor parte de la financiación hacia los períodos finales del programa, como forma de lograr que existan mayores incentivos para cumplir la condicionalidad.

En línea con lo anterior, cada vez hay una mayor tendencia a exigir de forma activa una reestructuración de deuda, o a provocarla indirectamente al renunciar a proporcionar financiación. Algunos países miembros tienen la sensación de que en algunas crisis pasadas se concedió ayuda financiera cuando la sostenibilidad de la deuda o del régimen cambiario eran muy cuestionables y finalmente los programas fracasaron. Por este motivo, cuando se considere que la situación de una economía es insostenible, el Fondo no aportará financiación mientras no se realice una reestructuración de la deuda, que puede ser mediante un canje más o menos voluntario (como fue el caso reciente de Uruguay) o puede producirse directamente un impago y una posterior negociación (como ocurrió en Rusia o ahora el de Argentina). En estos casos, el Fondo puede estar dispuesto a prestar al país que mantiene incumplimientos con el sector privado, siempre que se compruebe que está manteniendo una negociación de buena fe con los inversores.

El FMI concede cada vez más importancia a que los programas sean aceptables para las autoridades del país, así como por sus ciudadanos, ya que en los casos en que no se ha dado este sentimiento de propiedad del programa *(ownership)* los fracasos han sido más frecuentes. Para que funcione un programa es imprescindible que el Gobierno que lo debe aplicar esté convencido de que incluye las medidas adecuadas. No obstante, en un país democrático, eso puede ser insuficiente, pues numerosas medidas económicas clave requieren el apoyo del Parlamento, que con frecuencia es difícil de lograr en plena situación de crisis. El Fondo es cada vez más consciente de que la situación política de un país puede condicionar enormemente el funcionamiento de un programa. Por otra parte, también es claro que la actitud del Fondo puede condicionar el mantenimiento de un Gobierno o el resultado de unas elecciones, más aún, cuando es habitual que las crisis se produzcan en los períodos pre-electorales. Estas son cuestiones a las que el Fondo presta una creciente atención, aunque le plantean serios dilemas durante la negociación de los programas. En esta misma línea, también se intenta valorar las consecuencias sociales de los programas, pese a tratarse de un área más propia del Banco Mundial y otras instituciones centradas en el desarrollo. En 1997 el Fondo aprobó unas directrices que recomendaban que durante los programas se siguiera la evolución del gasto en educación y salud y que se animara a las autoridades a incluir objetivos de gasto en estas áreas dentro de sus compromisos con el FMI. Sin embargo, hasta la fecha se ha hecho poco caso a estas recomendaciones.

Por último, también se están haciendo esfuerzos por «racionalizar» la condicionalidad. En concreto, se pretende reducir la cantidad de requisitos y objetivos económicos que se incluyen en un programa. El objetivo es permitir que la condicionalidad se centre en un pequeño número de objetivos esenciales para que el programa funcione y se logre estabilizar la economía, así se evitará desviar esfuerzos a cuestiones no urgentes. Por eso se ha intentado reducir las condiciones estructurales no directamente relacionadas con los ámbitos más tradicionales del fondo que son el fiscal, el monetario y el financiero.

El FMI y los países pobres

A pesar de tratarse de una institución de carácter monetario y no de desarrollo, el FMI viene realizando diversas actividades y aprobando programas en numerosos países en desarrollo. Entre 1986 y 1999, el instrumento fundamental dirigido a los países pobres fueron los préstamos de ajuste estructural, que ofrecían financiación en términos concesionales con el fin de contribuir a

mejorar su balanza de pagos e impulsar el crecimiento. En ese período fueron 56 los países que recurrieron a esta facilidad. Sin embargo, su funcionamiento no era muy satisfactorio y fue objeto de numerosas críticas. En particular, estos programas venían en gran medida impuestos desde el Fondo y no recogían suficientemente las preocupaciones del país en cuestión. Además, su componente social y de lucha contra la pobreza era débil. Por este motivo, en 1999, el Fondo y el Banco Mundial decidieron dar un nuevo impulso a su política frente a los países pobres. Acordaron que todos sus préstamos concesionales y la condonación de deuda debían enmarcarse en una Estrategia para la Reducción de la Pobreza diseñada por el propio país. El objetivo era aumentar la participación de las autoridades y la sociedad de los países beneficiarios, reforzar el componente social y de lucha contra la pobreza y crear una estrategia única que sirva de referencia para todas las instituciones o países que participen en la ayuda al desarrollo.

Actualmente, el FMI tiene dos instrumentos, aparte de la asistencia técnica, dirigidos a los países pobres: la Facilidad para el Crecimiento y la lucha contra la Pobreza (PRGF), que es el resultado de modificar los préstamos de ajuste estructural para adaptarlos a la nueva estrategia, y la iniciativa HIPC para los países pobres con un endeudamiento insostenible. Para financiar el coste de los préstamos concesionales y la condonación de deuda, el FMI creó una cuenta que se nutre de la renta derivada de la venta de oro, así como de las aportaciones de algunos países miembros. Desde que se inició este nuevo enfoque parece que se han corregido algunas de las debilidades anteriores. En todo caso, aún podría aumentar más la involucración de los países en el diseño de los programas PRGF. Además, el Fondo debe buscar la manera de lograr más recursos para estos préstamos, ya que para 2006 está previsto que el fondo que financia el principal de estos préstamos vea sus recursos recortados a la mitad. Por otra parte, sería deseable que la iniciativa HIPC fuera más ágil y ambiciosa. Hasta el momento solo se han beneficiado de ella 27 países, los que han superado el punto de decisión, que además tardan bastante en lograr los beneficios plenos de esta iniciativa. Esto se debe a los problemas de algunos de los beneficiarios potenciales, en ocasiones inmersos en conflictos bélicos, así como a la escasa cooperación de algunos de los acreedores y a la limitación de los recursos disponibles (el PRGF-HIPC Trust que financia la subvención de intereses del PRGF y la condonación de deuda correspondiente al FMI cuenta actualmente con unos US$ 375 millones). Se calcula que si la Iniciativa HIPC es finalmente aplicada plenamente a los 37 países potencialmente elegibles, el importe de la condonación de la deuda en términos de valor presente alcanzaría los US$ 50.000 millones, de la cual, algo más de la mitad correspondería a acreedores bilaterales y el resto a las instituciones multilaterales.

En abril de 2004, el Fondo creó el *Trade Integration Mechanism (TIM),* cuyo objetivo es ayudar a mitigar los costes de ajuste que algunos países en desarrollo pue-

CUADRO 2

MAYORES CUOTAS DE VOTO

País	% de votos
EE UU	17,14
Japón	6,15
Alemania	6,01
Reino Unido	4,96
Francia	4,96
Italia	3,26
A. Saudita	3,23
China	2,95
Canadá	2,95
Rusia	2,75
Países Bajos	2,39
Bélgica	2,13
India	1,93
Suiza	1,65
Australia	1,50
España	1,42
Brasil	1,41
Venezuela	1,24
México	1,20
Suecia	1,11

FUENTE: FMI.

den sufrir a consecuencia del avance de la liberalización comercial multilateral.

La organización interna del FMI

En el seno del FMI se han producido algunos cambios significativos en los últimos años: se reformó el Comité Interino para transformarlo en el Comité Monetario y Financiero Internacional, con carácter permanente. También se han creado departamentos nuevos como el de Mercados de Capitales, centrado en el estudio continuo de estos mercados, y el de Operaciones Especiales, encargado de gestionar las situaciones de crisis, así como la Oficina de Evaluación Independiente, que revisa de forma crítica e independiente diversas actuaciones del Fondo.

Por otra parte, se continúa produciendo un debate sobre el peso de cada país en el proceso de toma de decisiones, es decir, sobre cuál debe ser la cuota y la representación de cada miembro. Actualmente son numerosos los miembros que no se encuentran satisfechos con la cuota de votos y la representación que tienen en el Directorio. En general, los países en desarrollo se quejan de sus escasas posibilidades para influir en las decisiones del Fondo. También se encuentran insatisfechas con su situación aquellas economías cuyo peso económico internacional ha aumentado considerablemente en las últimas décadas, ya que las cuotas efectivas relativas apenas han experimentado cambios en los últimos años. Frente a esto, EE UU detenta una posición de gran privilegio, pues es el único que puede vetar las decisiones más fundamentales que requieren una mayoría del 85 por 100 de los votos. Por su parte, los países de la UE en conjunto tienden a estar sobrerrepresentados, a lo que se añade que el Director Gerente es tradicionalmente europeo [5]. Con el tiempo, cabe pensar que se caminará hacia una única silla de los países del euro.

A comienzos de 2003 concluyó la XII Revisión General de cuotas, pero no se pudo alcanzar la mayoría suficiente para modificar el sistema de cálculo de cuotas ni tampoco se acordó corregir las cuotas de aquellos países que se encuentran más alejados de su valor teórico calculado según las fórmulas existentes.

Siguiendo en esta línea, se consideró que el Fondo dispone actualmente de suficiente liquidez, de forma que no se estimó necesario un aumento general de cuotas para dotarle de más recursos (IMF Executive Board, 2003). Actualmente, el FMI dispone de una capacidad para comprometer recursos durante los próximos 12 meses de alrededor de US$ 80.000 millones. Se trata de una cantidad algo inferior a la disponible en los tres años previos, y similar a la liquidez que tenía el Fondo en 1994, antes de la crisis del Tequila. Parece una cantidad razonable de liquidez, aunque dada la magnitud de las últimas crisis financieras, si se produjera una ola similar a la de los años 1997/1998 los recursos del Fondo podrían resultar insuficientes. Recordemos que la situación actual de los flujos financieros internacionales, en cierto modo, se parece a la existente en 1996/1997. La abundancia de liquidez en los países desarrollados, ha estado impulsando los flujos hacia los mercados emergentes[6]. Recientemente, los tipos de interés de EE UU han iniciado una senda alcista. Si se elevaran bruscamente los tipos de interés en las economías desarrolladas, algunos emergentes se verían muy afectados.

Otra cuestión que se ha estudiado es la forma de mejorar la representación de los países pequeños y pobres, fundamentalmente los africanos, pues su situación actual es claramente insatisfactoria (IMF Executive Board, 2003). No obstante, no han recibido apoyo las propuestas para aumentar su poder de voto o su presencia en el Directorio, por ejemplo aumentando el número de votos básicos (cantidad fija de votos que se

[5] Esto podría justificarse en la medida en que Europa es el principal accionista de esta institución, aunque este argumento no está exento de críticas.

[6] Según el IIF, en 2003 los flujos financieros privados netos a los mercados emergentes ascendieron a US$ 187.000 millones, un 50 por 100 más que en 2002.

asigna a todo país independientemente de su cuota) o el número de puestos relevantes en las sillas que representan a muchos países. Tan solo han obtenido algunas concesiones menores, relativas al personal de apoyo y a su capacitación. Ciertamente estas tensiones son inevitables en la medida en que se pretende que la cuota represente dos cuestiones muy diferentes: la capacidad de contribuir recursos de una economía (representada por su tamaño) y la potencial necesidad de financiación. En la medida en que se trata de una institución financiera no sorprende que los países prestamistas tengan mayor poder de decisión, aunque esto pueda entrar en contradicción con las concepciones más democráticas.

5. Cuestiones pendientes

El FMI lleva intentando adaptarse a una realidad económica muy cambiante desde sus orígenes. Su capacidad de adaptación le ha permitido subsistir hasta la actualidad, a pesar de que no faltan voces críticas que han llegado a solicitar su desaparición. No obstante, su adaptación tiende a ser lenta, lo que le hace susceptible de numerosas críticas. Los cambios realizados desde la segunda mitad de los noventa han sido importantes, pero aún quedan diversas cuestiones pendientes:

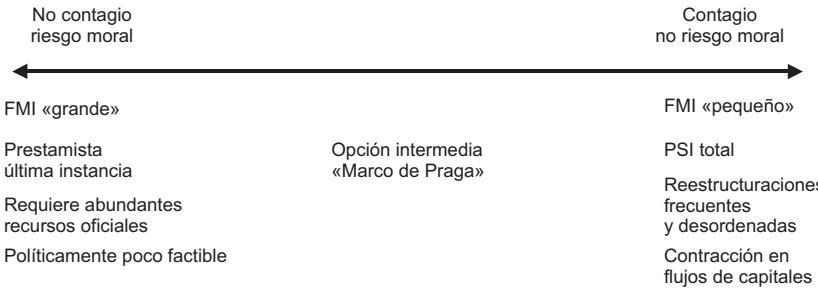
En primer lugar, aún no termina de haber un acuerdo sobre cuál debe ser el papel del Fondo dentro del sistema monetario y financiero internacional. Existen diversos países (una parte importante de los desarrollados) y representantes del mundo académico que son partidarios de un Fondo pequeño, que no gaste excesivos recursos y que se centre principalmente en actividades de prevención de crisis y supervisión económica. En caso de crisis, el Fondo prestaría dentro de unos límites y siempre sujeto a una rigurosa condicionalidad. El resultado sería que una mayor parte del coste de las crisis debería ser soportado por los residentes en el país (ajuste doméstico) y por los inversores privados (PSI). El riesgo sería que se produjeran reestructuraciones de deuda desordenadas con mayor frecuencia y aumentara el efecto contagio. En este escenario, es probable que se redujeran los flujos financieros a las economías emergentes. Frente a esto, se podrían ahorrar recursos los principales contribuyentes al FMI, pues no sería necesario un aumento de cuotas en mucho tiempo. De paso, se mantiene el *statu quo,* ya que mientras no se produzca un aumento general de cuotas, es muy poco probable que se realice un ajuste selectivo de las cuotas de determinados países.

Por otra parte, existen partidarios de un FMI grande, con abundantes recursos, que pueda actuar con decisión en los períodos de inestabilidad, previniendo o mitigando las crisis y evitando el contagio. El Fondo intentaría cumplir la función de prestamista de última instancia del sistema financiero internacional combatiendo más eficazmente las crisis, al menos aquellas en las que predominen los problemas de liquidez frente a los de solvencia. Lógicamente, muy pocos de los grandes contribuyentes del Fondo simpatizan con esta visión. Además de requerir muchos recursos, se correría el riesgo de distorsionar los incentivos para los inversores generando riesgo moral.

Entre estos dos extremos (Cuadro 3), se puede encontrar una solución intermedia bastante razonable, en la que el FMI disponga de recursos suficientes que pueda prestar en aquellos casos en que esté justificado, contribuyendo a reducir el coste de la crisis en aquellos países que están realizando un esfuerzo serio para poner su economía en orden, a la vez que se mantiene una condicionalidad rigurosa que evite que la actividad del FMI distorsione los incentivos privados. En la práctica, el Fondo se encuentra en una situación más o menos intermedia y razonable, después de un período en el que en alguna ocasión se llegó a prestar con cierta ligereza. No obstante, en las discusiones del Directorio se comprueba que, al menos a nivel teórico, predomina la primera de las opciones mencionada y continúan existiendo algunas presiones para que se limite más el papel de prestamista del Fondo. De todos modos, cuando surge una crisis importante, los intereses económicos y políticos de los países miembros tienden a imponerse, lo que lleva en ocasiones a que algunos países

CUADRO 3

POSIBLES OPCIONES PARA EL FMI



normalmente muy preocupados por el riesgo moral y el coste del Fondo, terminen apoyando determinados préstamos que entran en cierta contradicción con su postura habitual. Es decir, mientras en los documentos y políticas generales se aprecia un predominio de los defensores de un Fondo pequeño, cuando se trata de una crisis grave en un país determinado, se suele terminar actuando con más flexibilidad.

En cuanto al contenido económico de los programas y de la supervisión, es cierto que el Fondo, como gran parte de los economistas en general, ha sacado importantes lecciones de las últimas crisis. Así el Fondo ha identificado las principales fuentes de vulnerabilidad en las economías emergentes. Ahora falta adaptar debidamente los programas y la supervisión para que tengan efectivamente en cuenta estas lecciones. Por ejemplo, sería adecuado que el Fondo comience a incluir en sus recomendaciones y en su condicionalidad medidas para la reducción del grado de dolarización, pues actúa como amplificador de los *shocks.* Además, debe buscar la manera de integrar en sus programas aspectos relativos a la calidad de las instituciones económicas y tener en cuenta los condicionantes políticos. Se trata de cuestiones que en su mayor parte son novedosas para el Fondo y que, por tanto, requerirán un tiempo de aprendizaje, pero son aspectos que han demostrado ser fundamentales para la estabilidad económica. Estas medidas lograrían aumentar la eficacia de sus programas. Éste ha sido siempre un tema controvertido y no es una cuestión menor: simplemente en la última década, el Fondo ha prestado más de US$ 200.000 millones a más de 60 países.

Existe una abundante literatura empírica al respecto que, sin embargo, es poco concluyente, probablemente por la dificultad que entraña valorar los resultados de las actuaciones del Fondo. Es muy difícil estimar cómo se encontraría una economía si no hubiera recibido la asistencia del FMI. Por otra parte, no es válido comparar a los países con programas con los que no los tienen, pues los primeros acuden al Fondo normalmente cuando la situación ya es crítica, es decir, la adopción de un programa del FMI está muy correlacionada con la situación económica.

Haque y Khan (1999) realizan un repaso de los estudios empíricos previos y llegan a una conclusión positiva: encuentran que los programas del Fondo claramente mejoran la cuenta corriente y, en conjunto, la balanza de pagos. Mientras que su efecto sobre la inflación es incierto. Finalmente, tendrían un impacto negativo sobre el crecimiento a corto plazo, pero terminaría volviéndose positivo a largo plazo, una vez que la estabilización macroeconómica y las reformas estructurales rinden sus frutos.

Otros estudios son más pesimistas, como por ejemplo, Barro y Lee (2002), quienes consideran que las políticas del FMI deben valorarse a la luz de su influencia sobre el crecimiento. Encuentran que los países que re-

curren a un programa con el FMI ven reducida su tasa de crecimiento durante los cinco años siguientes. Por su parte, Stiglitz (2000), afirma que las políticas del Fondo no hacen sino agravar las recesiones.

Benelli (2003) aplica un enfoque diferente, valorando la eficacia en función de si es o no capaz de generar los flujos financieros privados previstos en el propio programa. Su resultado es que los paquetes financieros mayores tienen más probabilidades de fracasar. Sugiere que esto puede ser consecuencia de la existencia de límites de acceso a la financiación, límites que tienden a ser más vinculantes en los préstamos grandes y que llevarían al Fondo a sobreestimar las inversiones privadas previstas para lograr cerrar el *gap* financiero de estos programas.

Por su parte, Ivanova *et al.* (2003), analizan qué factores determinan que se cumplan en mayor o menor medida los objetivos de los programas. Concluyen que en los casos en que no se cumplen, se debe primordialmente a la interferencia de fuertes grupos de interés, a la inestabilidad política, a un exceso de burocracia o a otras cuestiones de carácter no estrictamente económico.

A pesar de que las conclusiones de los estudios empíricos sean ambiguas, es evidente que hay ocasiones en las que las economías emergentes o en desarrollo necesitan financiación externa para evitar un ajuste económico brusco y costoso. En todo caso, sí parece que existe bastante margen para mejorar el funcionamiento de los programas del FMI.

También es necesario reforzar la eficacia de la supervisión del Fondo. Con excesiva frecuencia la simple supervisión o los propios programas, siempre que no se encuentre en medio de una crisis, tienden a ser demasiado benevolentes con la economía y no destacan con suficiente decisión sus debilidades (Mussa, 2002). El resultado es que la función supervisora del Fondo pierde efectividad, ya que es precisamente en los períodos de boom cuando se suelen sentar las bases de las posteriores crisis. Además, es en esos momentos cuando existe mayor margen para intentar corregir los desequilibrios. Por tanto, los análisis del Fondo deben atreverse a dar su visión sincera de la situación económica, aunque esto pueda no resultar agradable para las autoridades locales. Recientemente, el Fondo ha reconocido que era muy escéptico con los regímenes cambiarios fijos de Argentina o de Brasil, sin embargo en su momento esto no se reflejó suficientemente ni en la actitud ni en los respectivos documentos del Fondo. Igualmente es muy deseable que se terminen adaptando los acuerdos precautorios para que dispongan de la suficiente flexibilidad para servir como instrumentos efectivos de prevención.

Es conveniente que el Fondo mejore su política de comunicación y de imagen y que se sea capaz de explicar mejor al público cuál es su papel, principalmente en aquellos países que solicitan su asistencia financiera. Evidentemente es una tarea difícil, pues esta institución es un blanco fácil de las críticas, ya que normalmente sólo actúa en un país cuando su situación económica está muy deteriorada.

Por otra parte, para aumentar su legitimidad, el Fondo debe modificar su reparto de poder interno. Si se pretende que la representación en el Directorio refleje el peso relativo de cada economía, es necesario realizar un ajuste de las cuotas de diversos países. Principalmente habría que aumentar la de varios países del este de Asia y algunos otros como es el caso de España. Si se aplica exclusivamente este criterio, el peso de los países pobres disminuiría aún más, por ello es necesario algún mecanismo de ajuste, como el aumento del número de votos básicos para mantener cierto elemento democrático. Igualmente, parece un poco desequilibrado que un único país tenga poder de veto sobre las decisiones fundamentales. Eso podría corregirse si la UE termina poniéndose de acuerdo para juntarse en una silla única. En ese caso habría ya dos bloques con derecho de veto, y además, la cuota conjunta europea se reduciría, abriendo la posibilidad de que otras economías insuficientemente representadas mejorasen su posición. También es necesario reducir la interferencia de los intereses políticos y económicos de las grandes economías a la hora

adoptar decisiones. Por ejemplo, Barro y Lee (2002) encuentran evidencia de que cuanto mayor es la cuota de un país y cuanto mayores son sus lazos políticos y económicos con los mayores accionistas (especialmente con EE UU, pero también con Francia, Alemania y Reino Unido), mayores probabilidades tiene de recibir asistencia financiera del FMI.

6. Conclusión

Las IFIs y, en especial el FMI, están haciendo un esfuerzo importante para adaptarse a una realidad económica cambiante, especialmente desde la segunda mitad de los noventa. Los avances han sido significativos, pero aún queda mucho por hacer. En particular, el FMI debe modificar algunos elementos de su organización interna para dotarse de más legitimidad y debe seguir reconsiderando algunos aspectos de sus actuaciones más significativas: la supervisión económica para prevenir las crisis y los programas económicos con asistencia financiera en economías en desarrollo y emergentes. Sus resultados en el pasado reciente no han sido todo lo satisfactorios que cabría esperar. En defensa del Fondo hay que recordar que, en todo caso, son las propias autoridades de cada país quienes más pueden hacer para evitar que sus ciudadanos sufran las consecuencias negativas de la inestabilidad financiera. En este sentido, se observa que son cada vez más los países que aplican políticas económicas prudentes, reduciendo de forma notable la vulnerabilidad frente a la volatilidad financiera. No obstante, aún continuarán existiendo ejemplos de políticas poco responsables.

Referencias bibliográficas

[1] BARRO, R. y LEE, J. (2002): «IMF Programs: Who Is Chosen and What Are the Effects?», *NBER Working Paper,* número 8.951.

[2] BENELLI, R. (2003): «Do IMF-Supported Programs Boost Private Capital Inflows? The Role of Program Size and Policy Adjustment», *IMF Working Paper* 03/231, noviembre, FMI.

[3] EICHENGREEN, B. y KLETZER, K. (2003): «Crisis Resolution: Next Steps», *NBER Working Paper,* número 10.095, noviembre.

[4] FISCHER, S. (2002): «Financial Crises and Reform of the International Financial System», *NBER Working Paper* 9.297, octubre.

[5] GOSH, A., LANE, T., SCHULZE-GHATLAS, M., BULIR, A., HAMANN, J. y MOURMOURAS, A. (2002): «IMF-Supported Programs in Capital Account Crises», FMI, Washington DC.

[6] G7 FINANCE MINISTERS COMMUNIQUÉ (2003): Dubai.

[7] IEO (2003a): *IMF and Recent Capital Account Crises: Indonesia, Korea, Brazil,* IEO.

[8] IEO (2003b): *Fiscal Adjustment in IMF-Supported Programs,* IEO, Washington DC.

[9] IEO (2003): *The Role of the IMF in Argentina 1991-2002. Terms of Reference for an Evaluation of the Independent Evaluation Office,* IEO, Washington DC.

[10] IMF EXECUTIVE BOARD (2003): *Report of the IMF Executive Board to the IMFC on Quotas, Voice and Representation,* 12 de septiembre, FMI.

[11] IMFC (2000): *Communiqué of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the IMF,* FMI, Praga.

[12] IVANOVA, A., MAYER, W. y MOURMOURAS, A. (2003): *What Determines the Implementation of IMF-Supportd Programs,* FMI, Washington DC.

[13] KRUEGER, A. (2002): *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring,* FMI, Washington DC.

[14] LANE, T. y PHILLIPS, S. (2002): «Moral Hazard. Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers?», *Economic Issues,* número 28, FMI, Washington DC.

[15] MELTZER, A. (2000): *Report of the International Financial Institutions Advisory Commission,* Washington DC.

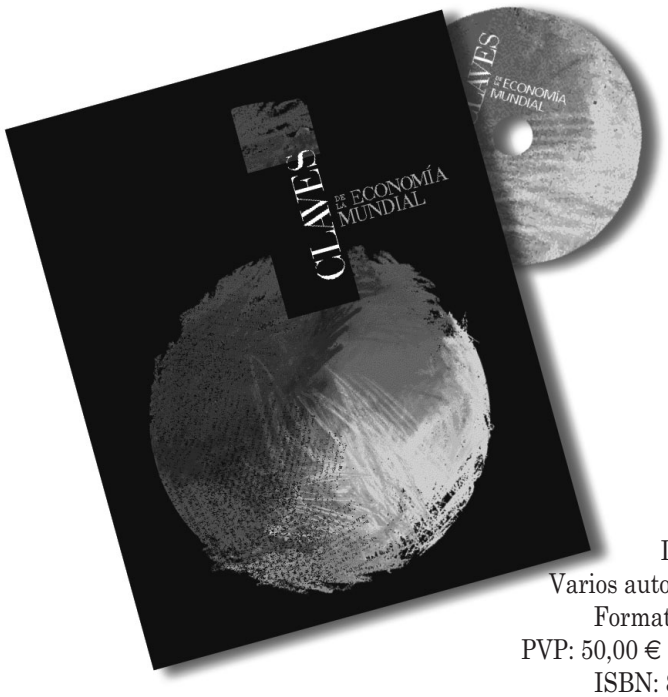
[16] MUSSA, M. (2002): *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy,* Institute for International Economics, Washington DC.

[17] PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S. y KOSE, A. (2003): *Effects of Financial Globalization on Developing Countries. Some Empirical Evidence,* FMI, Washington DC.

[18] ROGOFF, K.; HUSAIN, A.; MODY, A.; BROOKS, R.; OOMES, N.: *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*, FMI, Washington DC.

[19] STIGLITZ, J. (2000): «What I Learned at the World Economic Crisis», *The New Republic,* 17 de abril.

Claves de la economía mundial 2003



Libro y cd-rom
Varios autores, 386 págs.
Formato: 21 x 26 cm.
PVP: 50,00 € (IVA incluido)
ISBN: 84-7811-491-2

Claves de la economía mundial ofrece, en **62** artículos e informes de destacados especialistas, una visión objetiva de la situación actual del mundo y de sus perspectivas de evolución.

Claves de la economía mundial proporciona los perfiles de la totalidad de los países del mundo con los datos sociopolíticos y económicos más relevantes y actuales, y la posibilidad de efectuar cruces, comparaciones y *rankings* entre ellos.

Una obra básica de estudio y consulta.

Un instrumento de análisis.

Una publicación única en lengua española.

Puede adquirir la obra en las principales librerías y en el ICEX.

Instituto Español de Comercio Exterior (ICEX)
Pº. de la Castellana, 14 - 28046 MADRID – tel.: 902 349 000 – c.e.: icex@icex.es – www.icex.es

ICEX