

## ¿SON SUFICIENTES LOS RECURSOS FINANCIEROS DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL?

Este artículo ha sido elaborado por Pilar L'Hotellerie-Fallois y Pablo Moreno, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

### Introducción

Desde 2009, como respuesta a la crisis financiera global, el FMI ha introducido cambios profundos en los principales aspectos de su actividad —gobernanza, políticas de vigilancia y préstamo, y cultura institucional—, cambios que han ido acompañados de un notable aumento de sus recursos financieros. Este aumento, impulsado por el G-20, ha llevado a cuadruplicar los recursos del Fondo entre 2008 y 2013, hasta un monto cercano a 1 billón de Derechos Especiales de Giro (DEG), aproximadamente equivalentes a USD 1,5 *trillion*, en dólares y terminología estadounidenses<sup>2</sup>.

El fuerte incremento de los recursos del Fondo, que se ha llevado a cabo de manera secuencial, utilizando distintas fuentes o instrumentos de financiación, ha venido forzado por la intensidad y la amplia incidencia de la crisis global, que se extendió a economías con sistemas financieros desarrollados y elevadas necesidades de financiación. En principio, el proceso en marcha concluirá cuando Estados Unidos ratifique la reforma de cuotas aprobada en 2010 (la XIV.<sup>a</sup> revisión), que debería haber entrado ya en vigor. No obstante, el debate sobre el tamaño y la composición de los recursos del FMI, en relación tanto con el tipo de instrumento como con su distribución por países, continúa abierto. Debe tenerse en cuenta que, con las decisiones aprobadas, una proporción elevada de los recursos del Fondo serán recursos ajenos (y no recursos propios o cuotas), y un porcentaje significativo de ellos serán temporales. Además, la composición y la distribución de los recursos tienen implicaciones en términos de la gobernanza y de poder de voto dentro de la institución. En este sentido, el G-20 ya acordó la realización de una nueva revisión de cuotas (la XV.<sup>a</sup> revisión), que debería haber finalizado en enero de 2014, pero que se ha retrasado hasta que se apruebe definitivamente la reforma de 2010.

En este artículo se describe cómo han evolucionado los recursos del FMI después de la crisis financiera, en cuanto a volumen y composición, y cuáles son los principales aspectos del debate que sigue abierto en torno al tamaño del Fondo, debate que está vinculado al papel que debe desempeñar esta institución en la gestión y prevención de crisis futuras. El primer aspecto que se ha de considerar es el de la suficiencia, es decir, el Fondo debe contar con recursos suficientes para cumplir su misión, que es garantizar la estabilidad del sistema monetario internacional y contribuir al mantenimiento del equilibrio externo e interno de sus países miembros. Otros dos aspectos relevantes son la neutralidad —es decir, si el volumen de recursos del Fondo minimiza los problemas de riesgo moral, sin alentar conductas arriesgadas por parte de potenciales prestatarios e inversores internacionales— y la flexibilidad y rapidez en el acopio de recursos. La valoración de estos aspectos —suficiencia, neutralidad y flexibilidad— está sujeta a consideraciones a veces contrapuestas, de forma que no existe una solución inequívoca al problema del tamaño del FMI, aunque la flexibilidad es un buen paliativo ante la incertidumbre.

### Volumen y composición de los recursos

La naturaleza global de la crisis financiera que se desencadenó en 2007-2008 explica la importancia que han tenido tanto la coordinación de las medidas de política económica adoptadas

<sup>1</sup> Este trabajo se basa en el informe del IRC-TF (2013), en el que han participado ambos autores, y en Moreno (2013).

<sup>2</sup> A los tipos de cambio actuales, 1 DEG es equivalente a 1,5 dólares de Estados Unidos. 1 billón español = 1 *trillion* de Estados Unidos.

a escala nacional como la disponibilidad de recursos suficientes para la gestión de la crisis a escala global. El FMI, una institución nacida y diseñada precisamente para velar por la estabilidad global, ha desempeñado un papel decisivo en las políticas proyectadas para la salida de la crisis, bajo la guía del G-20. Para ello, los recursos del Fondo se han incrementado en rondas sucesivas desde 2009, de forma que el saldo de la Cuenta de Recursos Generales (CRG)<sup>3</sup> se ha incrementado hasta prácticamente 1 billón de DEG<sup>4</sup>: en torno a 660.000 millones en recursos propios y de naturaleza cuasi permanente, y 330.000 millones adicionales en recursos temporales. El proceso de aumento ha sido largo y no ha estado exento de dificultades.

La cuadruplicación de los recursos del Fondo se ha producido en dos fases. La primera se acordó en las cumbres del G-20 de Londres (abril de 2009) y de Seúl (noviembre de 2010), en las que se decidió elevar los recursos del Fondo hasta un monto próximo a 1 billón de dólares, entre cuotas y nuevos acuerdos de préstamo (*New Arrangements to Borrow*, NAB). Las cuotas desembolsadas por los países miembros constituyen los recursos propios del Fondo y los NAB son recursos ajenos, aunque de naturaleza cuasi permanente, porque tienen un compromiso implícito de renovación automática por parte de los países prestatarios. La segunda fase se lanzó en la cumbre de Los Cabos (junio de 2012), y ha dotado al Fondo con casi medio billón de dólares en recursos adicionales de carácter temporal. El cuadro 1 muestra la secuencia de aumento de los recursos del Fondo.

En la cumbre del G-20 de Londres, en abril de 2009, se acordó una ampliación de 1,1 billones de dólares en recursos para las instituciones multilaterales, incluyendo 500.000 millones en contribuciones al FMI (unos 325.000 millones de DEG) y una asignación extraordinaria de DEG por valor de 250.000 millones de dólares, con objeto de aumentar la liquidez internacional<sup>5</sup>. Esta decisión suponía triplicar los recursos para préstamos que el Fondo tenía en 2007. Inicialmente, los recursos adicionales del FMI se cubrieron mediante contribuciones bilaterales que comprometieron 21 países, entre 2009 y 2010. Dichas contribuciones se formalizaron a través de préstamos bilaterales y de contratos de compra de pagarés (*Note Purchase Agreements*, NPA), un nuevo instrumento creado para satisfacer la preferencia de las economías emergentes, que así podían tratar sus contribuciones al FMI como inversiones dentro de su estrategia de gestión de reservas<sup>6</sup>. Entre las contribuciones bilaterales destacan la temprana aportación de Japón, en febrero de 2009, por 100.000 millones de dólares, y las de la UE (83.000) y China (50.000).

Tras la cumbre de Londres, el Directorio del FMI y los países participantes en los NAB entraron en un complejo debate técnico y político sobre cómo dar carácter permanente a estos nuevos recursos. Este debate estaba marcado también por la demanda de las economías emergentes (que ya había dominado la reforma de cuotas de 2008) de lograr una

3 La CRG financia los principales programas del Fondo. El FMI gestiona además la cuenta PRGT (*Poverty Reduction and Growth Trust*), destinada a programas para países en desarrollo, que se financia con contribuciones bilaterales de los países miembros y que incluye elementos de concesionalidad en los préstamos.

4 En este artículo los importes están expresados en DEG, la unidad de cuenta del FMI, y son convertidos a dólares (u otra moneda) cuando los recursos se hayan comprometido en otras divisas. El cuadro 1 refleja las conversiones.

5 El recurso a los DEG había estado aparcado durante casi 30 años. La primera emisión de DEG se distribuyó en 1970-1972 (9.300 millones de DEG) y la segunda en 1979-1981 (12.100 millones de DEG). En 1997, la cuarta enmienda estableció la duplicación de los DEG (21.400 millones adicionales), aunque el Congreso norteamericano no la aprobó hasta 2008; ese mismo año se aprobaron 167.000 millones de DEG adicionales (250.000 millones de dólares) [Moreno (2009)].

6 En julio de 2009 el FMI aprobó un marco *ad hoc* para la emisión de pagarés al sector oficial como alternativa a los préstamos bilaterales. Los acuerdos bilaterales de préstamo tienen su precedente en las contribuciones de los países a través de los fondos fiduciarios de la financiación al desarrollo. A diferencia de los fondos fiduciarios, los préstamos bilaterales no agrupan los recursos en un único fondo, mantienen su bilateralidad y, en lugar de financiar el desarrollo, se vinculan a los préstamos convencionales del FMI con cargo a la CRG.

## EVOLUCIÓN DE LA CUENTA DE RECURSOS GENERALES DEL FMI

CUADRO 1

Millones de DEG

	2008		2009		2010		2011		2012		2013-2014	
	DEG	USD (b)	DEG	USD (b)	DEG	USD (b)	DEG	USD (b)	DEG	USD (b)	DEG	USD (b)
<b>I Recursos propios</b>												
Cuotas	217.373	334.754	217.373	334.754	217.432	334.845	237.356	365.528	238.116	366.699	476.232	733.397
<b>II Recursos ajenos</b>												
Primera línea de defensa												
Acuerdos NAB												
NAB originales	34.000	52.360	34.000	52.360	34.000	52.360						Repliegue parcial de NAB a cuotas
NAB ampliados							363.247	559.400	369.997	569.795		
Después del repliegue											182.371	280.851
Segunda línea de defensa												
Préstamos bilaterales temporales y contratos de compra de pagarés (NPA)												
Primera ronda			145.981	224.811	180.276	277.626						Conversión préstamos bilaterales a NAB
Segunda ronda							186.932	287.875	299.351	461.000		
<b>III Recursos totales</b>	<b>251.373</b>	<b>387.114</b>	<b>397.354</b>	<b>611.925</b>	<b>431.708</b>	<b>664.830</b>	<b>600.603</b>	<b>924.928</b>	<b>795.045</b>	<b>1.224.370</b>	<b>957.954</b>	<b>1.475.249</b>
Capacidad de compromiso futura (FCC)	97.600	150.304	149.300	229.922	132.100	203.434	251.700	387.618	235.400	362.516	305.000 (a)	469.700 (a)
80 % de segunda ronda de préstamos bilaterales y NPA											246.000	378.840
<b>TOTAL</b>											<b>551.000</b>	<b>848.540</b>

FUENTE: IRC-TF (2013).

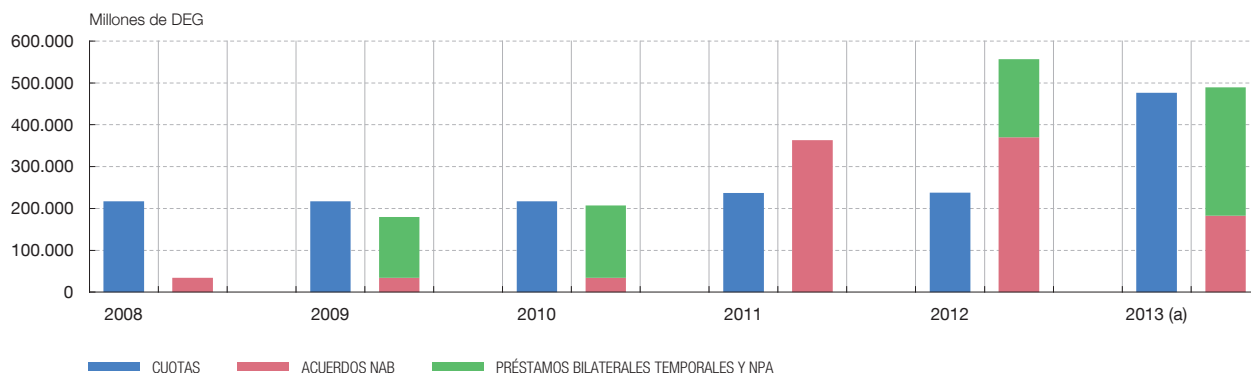
- a** Datos estimados considerando el aumento de cuotas de 2010 más la conversión de los NAB, sin incluir la segunda ronda de los préstamos bilaterales y NPA.  
**b** Tipo de cambio de 1,54 dólares/DEG a 30 de diciembre de 2013.

redistribución del poder de voto y, por tanto, de las cuotas del Fondo en su favor. En este contexto, en noviembre de 2009 se alcanzó un acuerdo para ampliar los NAB hasta los 370.000 millones de DEG (530.000 millones de dólares), lo que multiplicaba casi por diez su capacidad de préstamo<sup>7</sup>; y en la cumbre de Seúl (noviembre de 2010) se estableció que parte de esa ampliación se cubriría con un trasvase de recursos desde los préstamos bilaterales y pagarés a los NAB, dando una mayor durabilidad al aumento de recursos del Fondo (véase cuadro 1). Los NAB ampliados se ratificaron en marzo de 2011.

Además, en Seúl se dio el paso para la consolidación definitiva del aumento de recursos del FMI, al aprobarse una duplicación de las cuotas y un cambio en su distribución a favor de las economías emergentes<sup>8</sup>. Asimismo, se decidió un segundo trasvase, en este caso de recursos de los NAB a cuotas, para financiar parte de ese aumento. El trasvase tendrá lugar previsiblemente en 2014, una vez que entre en vigor la duplicación de cuotas acordada en 2010 (la XIV.<sup>a</sup> revisión), aún pendiente de ratificación por el Congreso de Estados Unidos. Tras estos cambios, la distribución de recursos del FMI quedaría así: 476.000 millones de DEG en cuotas y 182.000 millones de DEG en los NAB (730.000 y 280.000 millones de dólares, respectivamente).

<sup>7</sup> Los NAB eran la opción preferida por el G-20, y especialmente por Estados Unidos, cuyo Congreso aprobó en junio de 2009 una contribución de hasta 100.000 millones de dólares al FMI a través de los NAB.

<sup>8</sup> Para un análisis de la distribución del aumento de cuotas del FMI, véase Moreno (2013), capítulo 4.



FUENTE: IRC-TF (2013).

a Están pendientes de ratificación el aumento de cuotas y la segunda ronda de votación de los préstamos bilaterales y NPA.

A ello hay que añadir que, en junio de 2012, el G-20 impulsó una segunda ronda de aumento de recursos (temporales), que alcanzó los 461.000 millones de dólares (unos 300.000 millones de DEG), con compromisos por parte de 28 países. Este aumento tuvo su origen en la iniciativa del Consejo de la UE de diciembre de 2011, que aprobó contribuciones temporales al Fondo por valor de 150.000 millones de euros (127.000 millones de DEG), como vía de incrementar los recursos globales disponibles para el manejo de crisis, en un contexto de agravamiento de la crisis soberana del área del euro. La nueva ronda de contribuciones se ha articulado también a través de préstamos bilaterales y NPA, y constituyen una segunda línea de defensa, después de las cuotas y los recursos NAB. Con carácter general, tienen un período de disposición máximo de cuatro años (hasta 2017, en su mayoría), con la posibilidad de realizar disposiciones una vez transcurrido este plazo, en determinados supuestos.

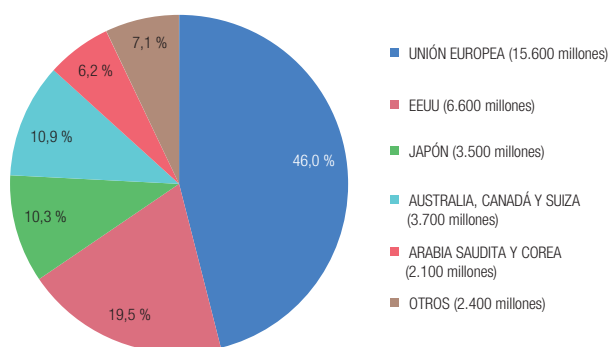
COMPOSICIÓN DE LOS RECURSOS: MÁS RECURSOS AJENOS Y MÁS RECURSOS DE ECONOMÍAS EMERGENTES

Tras las dos fases de aumento de recursos, el cambio producido no solo en el volumen de recursos del Fondo sino también en su composición ha sido muy significativo, como se refleja en el gráfico 1. En 2008, de los 230.000 millones de DEG de los que disponía el FMI, el 87 % eran recursos propios (cuotas) y el 13 % restante provenía de los NAB. En 2014, cuando se haya ratificado la reforma de cuotas de 2010, los recursos alcanzarán 1 billón de DEG, de los que las cuotas supondrán un 49 %. Por tanto, se incrementa la dependencia relativa de recursos ajenos, de los cuales los NAB supondrán un 19 % y los préstamos bilaterales/pagarés un 32 %.

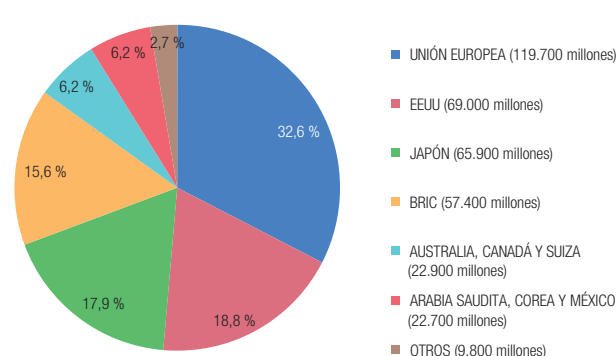
Por otro lado, se ha producido también un giro en la distribución por países, con un mayor peso relativo de las economías emergentes. En el caso de las cuotas, una vez se ratifique la reforma de 2010, las economías emergentes y en desarrollo pasarán a aportar el 40,7 % (desde el 37,5 % actual). En el caso de los NAB, la ganancia en el peso relativo de las economías emergentes es más evidente. Como se observa en el gráfico 2, antes de la ampliación la presencia de economías emergentes en los NAB era marginal, destacando la contribución de Arabia Saudita, en línea con su importante presencia en el FMI. Tras la ampliación de los NAB, las economías emergentes (muchas de las cuales son nuevos participantes) pasan a aportar aproximadamente la cuarta parte de los recursos<sup>9</sup>. Destaca la contribución

<sup>9</sup> La ampliación de los NAB se ha llevado a cabo elevando las aportaciones de los 26 países que ya eran miembros, a las que se añaden las aportaciones de los 14 nuevos miembros. Los antiguos miembros eran: Alemania, Arabia Saudita, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Corea, Chile, Dinamarca, Estados Unidos, España, Finlandia, Francia, Hong-Kong, Italia, Japón, Kuwait, Luxemburgo, Malasia, Noruega, Países Bajos, Polonia, Reino Unido, Singapur, Suecia, Suiza y Tailandia. Los nuevos miembros, a partir de 2011, son: Brasil, China, Chipre, Filipinas, Grecia, India, Irlanda, Israel, México, Nueva Zelanda, Polonia, Portugal, Rusia y Sudáfrica.

NAB 1998-2010 (34.000 millones de DEG)



NAB AMPLIADOS DESDE 2011 (367.400 millones de DEG)



FUENTE: Moreno (2013).

de los cuatro países BRIC<sup>10</sup>, que les da capacidad de veto conjunta en las principales decisiones de los NAB. Las economías emergentes adquieren así un nuevo papel de acreedores principales del FMI, frente a su tradicional rol de primeros prestatarios. Las proporciones en los NAB se mantendrán tras el trasvase de parte de estos fondos a cuotas, que se hará de manera proporcional entre los países miembros.

### Suficiencia

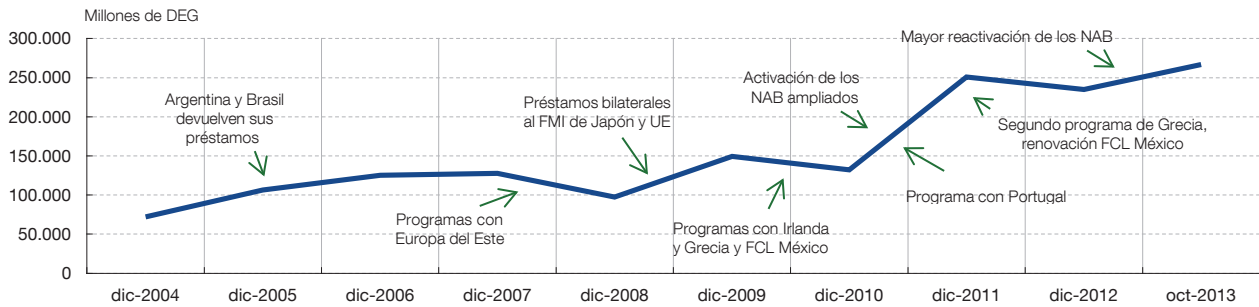
No todos los recursos del FMI están disponibles para ser prestados. La capacidad de préstamo del Fondo (o *Forward Commitment Capacity, FCC*)<sup>11</sup> en cada momento excluye los recursos ya comprometidos en préstamos vivos, y excluye también algunos saldos de tipo precautorio. Como se observa en el gráfico 3, el Fondo alcanzó un pico en su capacidad de préstamo, medida por la FCC, en 2007, una vez que Argentina y Brasil decidieron devolver sus préstamos en 2005. Sin embargo, a finales de 2008 la capacidad de préstamo a un año había vuelto a caer como consecuencia de los préstamos concedidos en el otoño de 2008, tras la caída de Lehman Brothers, a países de Europa del Este. A partir de entonces el Fondo ha mantenido su liquidez gracias, primero, a los préstamos bilaterales, sobre todo de Japón y de la UE en 2009 y 2010; y, a partir de 2011, gracias a las sucesivas activaciones de los NAB ampliados<sup>12</sup>.

De hecho, la capacidad de préstamo del Fondo ha aumentado sustancialmente desde 2009, a pesar de que han sido los años de mayor crecimiento en su volumen de préstamos.

10 China ha contribuido con 50.000 millones de dólares, y Brasil, India y Rusia, con 14.000 millones cada uno. Los cuatro BRIC tienen un poder de voto del 16 %, lo que les otorga capacidad de veto para decisiones relativas al aumento o ingreso de nuevos participantes (que exige mayoría cualificada del 85 %).

11 La capacidad de préstamo a un año del FMI está determinada por: i) los recursos aprobados en el Plan de Transacciones Financieras (PTF); ii) los recursos procedentes de la activación de los NAB y del endeudamiento bilateral del Fondo, si estos han sido activados; iii) las tenencias de DEG del FMI; menos iv) los recursos comprometidos para préstamos vivos (estén o no desembolsados y netos de los reembolsos previstos a un año vista), y menos v) un saldo precautorio (un 20 % de las cuotas de los países incluidos en el PTF). El PTF se aprueba cada tres meses y determina los recursos por cuotas a los que el FMI puede recurrir para financiar sus préstamos. Se incluyen las cuotas de los países que están en situación firme de pagos a juicio del Fondo. La mayoría de ellos son economías avanzadas y emergentes, pero también se incluyen economías en desarrollo. Las cuotas de los países no incluidos en el PTF (por ejemplo, los países con programas con el FMI) no se consideran recursos prestables, como tampoco lo son los recursos comprometidos en forma de NAB por parte de los países deudores.

12 Los nuevos NAB entraron en vigor el 11 de marzo de 2011 y se activaron por primera vez el 1 de abril por un importe máximo de 211.000 millones de DEG. Desde entonces se han venido activando por importes similares cada seis meses. El procedimiento de activación es un acto jurídico independiente de la ratificación que aprueban sus países miembros por períodos semestrales si se juzga que el FMI tiene necesidad extraordinaria de recursos.



FUENTE: Datos del Fondo Monetario Internacional [Moreno (2013)].

El volumen de crédito vivo pasó de 6.000 millones de DEG a finales de 2007 a 85.000 millones en 2013, con un pico de 90.000 millones en 2012. A ello hay que sumar cerca de 77.000 millones adicionales en acuerdos precautorios<sup>13</sup>. Son también los años con programas individuales más elevados en volumen de recursos, destacando la línea de crédito flexible (*Flexible Credit Line*, FCL) de México (47.000 millones de DEG en la actualidad) y los sucesivos programas de rescate con Grecia (26.400 millones de DEG en 2010 y 23.700 en 2012), Irlanda (19.500 en 2010) y Portugal (23.700 en 2011).

No obstante, a pesar de que la capacidad de préstamo superaba los 250.000 millones de DEG a finales de 2013, a los que habría que sumar 300.000 millones de los préstamos bilaterales aprobados en Los Cabos, el debate sobre la suficiencia de los recursos del Fondo se mantiene vivo. Este debate gira en torno a dos líneas argumentales principales: el tamaño relativo del Fondo en relación con la economía global, y los riesgos a los que están sometidos el sistema monetario internacional y los países miembros en un contexto internacional cada vez más interconectado y más globalizado financieramente, y que el FMI debe asegurar.

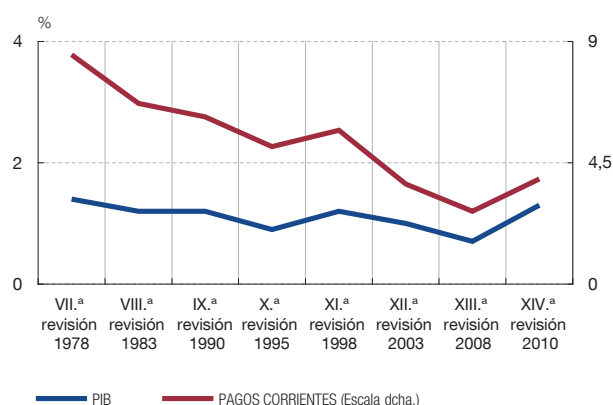
EL TAMAÑO RELATIVO DEL FMI HA DISMINUIDO, PERO SE HAN DESARROLLADO OTRAS REDES DE SEGURIDAD FINANCIERA GLOBAL

Como se observa en el gráfico 4, una vez ratificada la XIV.<sup>a</sup> revisión, aprobada en 2010, las cuotas del FMI recuperarán niveles en torno al 1,3 % en relación con el PIB, equivalentes a los de 1998 o 1978 y en línea con los niveles históricos. Sin embargo, los recursos se mantendrán relativamente bajos, también en términos históricos, en relación con otras variables como los flujos comerciales o de capitales (medidos en el gráfico por los pagos por cuenta corriente y por las entradas de capitales y los pasivos exteriores), que continuarán muy lejos de los niveles de principios de los años noventa. Aun sumando a las cuotas los recursos de los NAB y los préstamos bilaterales de 2012, que duplican la cantidad de recursos disponibles, los niveles en relación con flujos comerciales y de capitales seguirían estando claramente por debajo de los alcanzados en los años noventa.

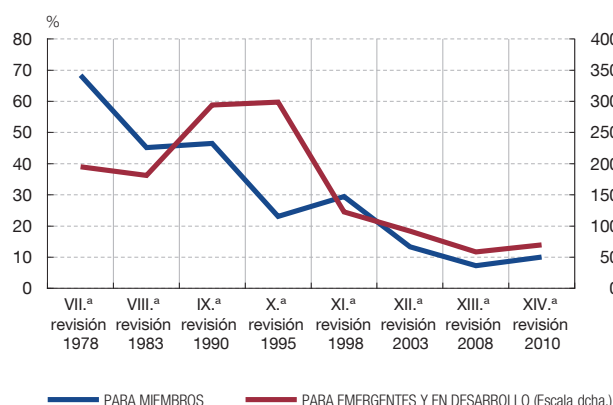
No obstante, desde 2009 se ha multiplicado la importancia de otras redes de seguridad financiera global (*Global Financial Safety Nets*, GFSN), entre las que cabe incluir, además del

<sup>13</sup> Hasta la fecha, nueve países han suscrito acuerdos precautorios. Tres de ellos han suscrito FCL: Polonia (en 2009, por 13.600 millones de DEG, con tres renovaciones, la última en 2013, por 22.000 millones), Colombia (en 2009, por 6.900 millones de DEG, renovado tres veces, la última en 2013, por 3.800 millones) y México (en 2009, por 31.500 millones de DEG, renovado también tres veces, la última en 2012, por 47.000 millones); dos países han suscrito PCL/PLL: Macedonia (PLL en 2011, por un importe de 410 millones de DEG) y Marruecos (PLL en 2012, por 4.100 millones de DEG); además, el FMI ha concedido SBA precautorios a Rumanía, El Salvador, Costa Rica y Guatemala. Actualmente están en vigor cinco programas precautorios con Colombia, México, Polonia, Marruecos y Rumanía.

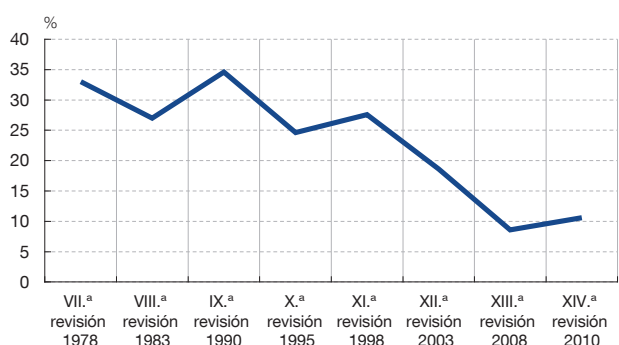
CUOTA SOBRE PIB Y PAGOS CORRIENTES



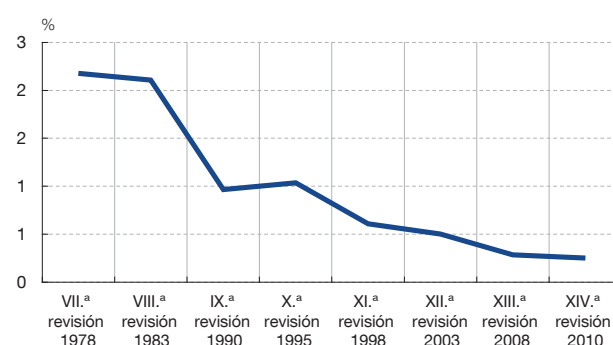
CUOTA SOBRE ENTRADA DE CAPITALES



CUOTA SOBRE RESERVAS



CUOTA SOBRE PASIVOS EXTERIORES



FUENTE: IRC-TF (2013).

FMI, el autoaseguramiento a través de la acumulación de reservas, los acuerdos bilaterales —tipo *swaps*— entre bancos centrales o préstamos entre países, los acuerdos regionales de financiación (*Regional Financial Agreements, RFA*)<sup>14</sup> y la propia involucración del sector privado. Todas estas iniciativas se han fortalecido en los últimos años. Las reservas han aumentado en torno a un 300 % entre 2000 y 2010, aunque su disponibilidad está muy concentrada en economías emergentes asiáticas. Los *swaps* de divisas entre bancos centrales se han hecho más frecuentes y se han aplicado en un marco más predecible; además, se han impulsado esquemas de involucración del sector privado —como la Iniciativa de Viena— o procesos de reestructuración de la deuda. Por último, el desarrollo de los RFA ha sido especialmente relevante; entre ellos, la multilateralización de la Iniciativa Chiang Mai (*Chian Mai Initiative Multilateralization, CMIM*) en Asia, que ha alcanzado los 240.000 millones de dólares (unos 156.000 millones de DEG), y la activación de sucesivos mecanismos en Europa, que han dado lugar finalmente al establecimiento de una institución permanente, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), con una capacidad de préstamo de medio billón de euros (unos 440.000 millones de DEG).

Por tanto, existen redes de seguridad distintas del FMI que pueden actuar alternativa o complementariamente en caso de crisis. De hecho, los RFA contemplan, en general, la colaboración con el FMI. Un ejemplo de trabajo conjunto ha sido el europeo, donde

14 Para un análisis de las GFSN y los RFA, véase Garrido, Moreno y Serra (2012).



la mayor parte de los programas de ajuste de los países en dificultades de la zona del euro —y, previamente, de otros miembros de la UE— se han planteado sobre la base de la colaboración entre el FMI y los mecanismos europeos de financiación, lo que ha introducido también nuevos retos en términos de coordinación.

Por otro lado, la globalización y la creciente interconexión económica y financiera entre los países han elevado los riesgos de contagio y, por tanto, de mayor profundidad y coste de las crisis. Históricamente, las crisis se manifestaban en mayor medida en problemas de financiación de la balanza por cuenta corriente de los países afectados. A partir de los años noventa, sin embargo, en una economía global cada vez más interconectada y con crecientes flujos internacionales de capital, las crisis se han venido manifestando en mayor medida a través de la cuenta financiera, requiriendo mayores volúmenes de recursos. Siguiendo esta tendencia, la crisis más reciente se ha producido en un contexto en el que las interconexiones de los mercados financieros y el tamaño del sistema financiero global se habían expandido enormemente, y ha afectado a países más avanzados, de forma que ha supuesto mayores exigencias aún en términos de recursos y de desembolsos en las fases iniciales de los programas.

En respuesta a estos cambios, el FMI ha reformado en profundidad su política de préstamo, duplicando los límites de acceso normal (hasta el 600 % de la cuota), flexibilizando el ritmo de desembolsos y reevaluando la condicionalidad, para hacerla más realista y buscando el compromiso firme (*ownership*) por parte de las autoridades con los programas<sup>15</sup>. La nueva política de préstamo ha llevado a modificaciones sustanciales en los programas habituales de gestión de crisis (*Stand by Agreements*, SBA), que pueden alcanzar ahora volúmenes más elevados, para atender a las necesidades de economías tanto emergentes como avanzadas. El tamaño medio de los programas ha pasado del 39 % de la cuota en 2007 al 886 % en 2012, y de 242 millones de DEG en 2007 a 12.831 millones de DEG en 2012.

La nueva política de préstamo incorpora, además, una nueva función aseguradora, sustentada en dos instrumentos nuevos: la línea de crédito flexible (FCL) y la línea de precaución y liquidez (PLL). Estas líneas, a las que un país puede acceder si cumple con unos requisitos de acceso *ex ante*, suponen un giro respecto a los programas tradicionales, al estar diseñadas para países con fundamentos sólidos, pero que puedan verse afectados por *shocks* externos, en un contexto económico y financiero cada vez más globalizado y con mayores vulnerabilidades externas<sup>16</sup>.

El impacto de las nuevas líneas precautorias sobre la suficiencia de los recursos del Fondo tiene una doble faceta. Por un lado, son facilidades que consumen una gran cantidad de recursos, especialmente la FCL. Por otro lado, están diseñadas para reducir el riesgo de contagio y, por consiguiente, el recurso al propio FMI en caso de crisis. El diseño de estas facilidades será revisado en 2014 y, ante este debate, hay dos posiciones opuestas: la de los que defienden que su uso debe circunscribirse a situaciones especiales, siendo necesario, por tanto, disponer eventualmente de una estrategia de salida; y la de los que defienden que su uso debe ser continuo, porque contribuyen a la estabilidad de los mercados y son mejores que otras alternativas, como la acumulación (excesiva) de reservas —que es ineficiente desde el punto de vista global— o los *swaps* entre bancos centrales —sujetos a incertidumbre en su activación—.

15 Los préstamos para resolución de crisis de la CRG se simplifican, reduciéndolos a dos líneas de financiación: los Acuerdos de Derecho de Giro (SBA) y el Servicio Ampliado del FMI (EFF).

16 Estas líneas tienen límites de acceso hasta el 1.000 % de la cuota, sin techo explícito en el caso de la FCL.



Por su parte, la comunidad internacional también ha aprendido las lecciones de la crisis y está desarrollando un marco regulatorio y de vigilancia más sólido, que proporciona mayores garantías para que en el futuro no se repitan crisis como la más reciente. Las iniciativas a escala nacional y en los ámbitos regional e internacional han sido múltiples. Las más significativas a escala internacional se han canalizado a través del Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*, FSB), institución creada por el G-20 tras la crisis de 2008 para coordinar la reforma de la regulación y supervisión financieras. Entre las decisiones adoptadas destacan la fijación de mayores requerimientos de capital para bancos y aseguradoras (Basilea III y Solvency II), incluyendo tratamientos específicos para los bancos de importancia sistémica global (G-SIB), el desarrollo de nuevas normas macroprudenciales, el establecimiento de estrategias de seguimiento y control de los movimientos internacionales de capital, y la puesta en marcha en el seno del G-20 de un marco para la vigilancia de los desequilibrios, que pone especial énfasis en los efectos globales y sobre otros países de las políticas macroeconómicas internas de los países del grupo<sup>17</sup>.

El propio FMI ha actualizado su arsenal de vigilancia (*surveillance*), en un doble frente: un mayor énfasis en el análisis de las interconexiones y de los efectos desbordamiento (*spillovers*), y la mejora del marco de vigilancia del sistema financiero. Una mayor y mejor vigilancia debería reducir la aparición de nuevas crisis, o al menos reducir su impacto y facilitar una gestión rápida de estas, rebajando los costes del ajuste.

En definitiva, el debate sobre la suficiencia de los recursos del FMI está condicionado por la valoración que se haga del tipo y la magnitud de las crisis futuras, y por la confianza que se tenga en los instrumentos de prevención que se han desarrollado en los últimos años. No obstante, aunque los mecanismos de supervisión y regulación sean ahora más sofisticados, el horizonte temporal a medio plazo sigue estando caracterizado por una elevada incertidumbre sobre cómo se desarrollará la fase de recuperación, y sobre cómo se efectuará la salida de las políticas fiscales y monetarias expansivas aplicadas en los últimos años, todo lo cual aconseja precaución.

#### Neutralidad y flexibilidad

Otros dos aspectos relevantes a la hora de valorar el tamaño del Fondo son la neutralidad, en cuanto a los incentivos (o riesgo moral) que puede generar un FMI demasiado grande, y la flexibilidad en la disponibilidad de esos recursos.

#### NEUTRALIDAD Y RIESGO MORAL

Un elemento importante para valorar el volumen de recursos del FMI se refiere al riesgo moral que puede derivarse de una institución demasiado grande y con una política de préstamo demasiado generosa, ya sea para los países prestatarios o para sus acreedores.

El nuevo marco —menos estricto— de los programas de resolución de crisis y la ausencia de condicionalidad *ex post* en las líneas de aseguramiento pueden aumentar el riesgo de comportamientos insostenibles o imprudentes, tanto de los países potencialmente beneficiarios de los programas como de los inversores internacionales, ante la expectativa de que, en caso de crisis, el FMI rescatará al país. Ahora bien, como señala Dreher (2004), la literatura sobre el riesgo moral de los programas de resolución de crisis no es concluyente sobre este aspecto<sup>18</sup>.

17 Para un análisis detallado de dicho marco, véase Estrada (2012).

18 Dreher (2004) revisa la literatura sobre el riesgo moral en relación con los programas de resolución de crisis y señala que no es concluyente sobre su importancia. Jeanne y Zettelmeyer (2004) rechazan la existencia de riesgo moral en los programas del FMI al cuestionar los métodos de la literatura tradicional, que justifica la existencia de riesgo moral por la mejora de las condiciones financieras o los flujos de capital hacia los países que reciben los programas, dado que el objetivo del programa es precisamente que estos mejoren. Lo importante es que los programas reflejen las condiciones normales de mercado y los costes que asume el Fondo.

En cuanto a la ausencia de condicionalidad *ex post* de las nuevas facilidades precautorias, hay una tendencia general en el FMI a dar un mayor peso al compromiso firme por parte de las autoridades de los países prestatarios (*ownership*) con los objetivos y políticas incluidos en los programas, y a realizar un seguimiento basado más en su efectividad global que en la proliferación de condiciones prefijadas, como sucedía anteriormente, condiciones que muchas veces no se cumplían.

Por otro lado, un FMI grande puede constituir en sí mismo una fuente de confianza para los mercados financieros, al lanzar un mensaje de que existe apoyo suficiente en caso de necesidad, y reducir así las vías de contagio ligadas a la incertidumbre.

En todo caso, más allá del volumen de recursos, hay otros factores que pueden contener el riesgo moral. En el caso del prestatario, hay que evitar «bajar el listón» en los requisitos de acceso a los programas precautorios y comprobar periódicamente su cumplimiento. También es importante realizar una política de supervisión más efectiva, que permita detectar a tiempo el riesgo de crisis y los comportamientos y las políticas insostenibles, como precondition necesaria de la política de préstamo. En relación con el riesgo moral de los acreedores, cabría ampliar la involucración del sector privado en la resolución de crisis, incluyendo el reforzamiento de aproximaciones del tipo de la Iniciativa de Viena.

#### FLEXIBILIDAD EN LA DISPOSICIÓN DE LOS RECURSOS

En relación con la flexibilidad, es importante que los recursos del Fondo puedan ser recaudados y utilizados con rapidez cuando sean necesarios. En este sentido, algunas fórmulas que se han usado desde 2008, como el encadenamiento de préstamos bilaterales, NAB y cuotas, demuestran una elevada capacidad de reacción inicial, que luego se ha traducido en un incremento permanente de recursos. No obstante, esa mayor flexibilidad está ligada, por el momento, a la consecución de fondos prestados y depende de la voluntad de los países que los prestan: en 2009 la liquidez del FMI solo pudo mantenerse gracias al apoyo temprano de Japón y de la UE. Hay espacio, por tanto, para buscar mecanismos que permitan al propio Fondo una mayor flexibilidad en el acopio de fondos, sin necesidad de depender de terceros.

El cuadro 2 recoge las características de las distintas fuentes de recursos. Las cuotas proporcionan el mayor margen de discrecionalidad al FMI en cuanto a su utilización, al constituir sus recursos propios, pero tienen las mayores restricciones en cuanto a su aumento. Para aumentar las cuotas se exige una mayoría del 85 % y tramitación parlamentaria en la mayoría de países. Idealmente, las cuotas deberían adaptarse en el tiempo para mantenerlas estables en relación con las principales variables de la economía global (PIB, comercio o flujos de capital). Sin embargo, aunque las cuotas se revisan cada cinco años, existen reticencias a los incrementos, ya que pueden afectar al poder de voto de los países. Los aumentos significativos se producen con lentitud y suelen estar ligados a situaciones de necesidad clara de recursos, como ocurrió en 1998 (crisis asiática) o en 2008-2010 (crisis financiera global). Una vez alcanzado el umbral del billón de dólares conjunto entre cuotas y NAB, parece difícil pensar en aumentos de cuotas adicionales, más allá de los necesarios para corregir distorsiones en el poder de voto. Por otra parte, la emisión de DEG para crear liquidez de manera ilimitada tampoco parece viable, porque no hay apoyo político a un FMI actuando como banco central<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> Boughton lo describe utilizando como metáfora del despegue del DEG «el vuelo del dodo», pájaro extinguido que no podía volar y que en la cultura anglosajona simboliza algo ya obsoleto o fuera de lugar [Boughton (2011)].

Recursos propios/Creación de liquidez	
Cuotas	Las cuotas son la fuente principal y permanente de financiación del FMI, que reflejan su carácter cooperativo y de institución monetaria. Las cuotas de los países miembros se asignan empleando una fórmula que tiene en cuenta la posición relativa del país en la economía mundial. Su modificación tiene que ser aprobada por una mayoría del 85 % del total de votos y requiere la aprobación parlamentaria del país miembro para modificarla. Las cuotas se revisan con carácter general cada cinco años, como mínimo en las Revisiones Generales de Cuotas (RGC).
DEG	El FMI podría optar por crear liquidez a partir de la emisión de Derechos Especiales de Giro (DEG), que constituyen un «activo» potencial frente a las monedas de libre uso de los países miembros del FMI. Originariamente, fue creado en 1969 para apoyar el sistema de paridades fijas de Bretton Woods. Sin embargo, las emisiones de DEG han sido limitadas y exigen una mayoría del 85 % del poder de voto.
Apalancamiento	El apalancamiento también podría constituir una fuente de liquidez. Sin embargo, en la práctica el FMI no se apalanca, en el sentido de que solo compromete los recursos con los que es dotado por los países miembros a través de los distintos instrumentos disponibles (cuotas, GAB, NAB, préstamos bilaterales, NPA). Una consecuencia de esto es que en el cálculo de la liquidez del Fondo se deducen el 100% de los recursos comprometidos, haya dispuesto de ellos o no el país en sus programas de préstamos, incluidas las líneas preventivas (FCL y PLL), a pesar de que por su propio diseño están pensadas para no ser utilizadas.
Recursos ajenos (préstamos)	
NAB/GAB	Los NAB son el principal respaldo financiero ( <i>back stop</i> ) del FMI que complementa a los recursos provenientes de las cuotas. Agrupan un conjunto de acuerdos multilaterales de crédito entre el FMI y 40 países miembros, por el que estos últimos se comprometen a prestar recursos adicionales al FMI si las cuotas son consideradas insuficientes. Si bien la renovación de los NAB tiene lugar habitualmente por períodos regulares de cinco años (mayorías del 85 %), <i>de facto</i> constituye un mecanismo de financiación cuasi permanente, porque su renovación ha sido automática y continua desde su entrada en vigor en 1998. Los NAB se activan (para su uso) por períodos máximos de seis meses. Junto a los NAB, los GAB (acuerdos generales para la obtención de préstamos) agrupan a 11 países que están dispuestos a otorgar en préstamo al FMI determinadas cantidades de sus monedas nacionales, y se activan con carácter subsidiario a los NAB.
Bilaterales/NPA	Los préstamos bilaterales y los NPA constituyen una línea de financiación suplementaria a las cuotas y los NAB. Actualmente, estos mecanismos son considerados como un instrumento temporal de carácter excepcional, es decir, una «segunda línea de defensa», destinado a mitigar los efectos de la crisis financiera global, que solo puede ser empleado cuando los NAB están activados y la FCC baja de 100.000 millones de DEG. Se trata de un elemento de financiación muy flexible, porque tan solo exige un acuerdo con el país acreedor en cuestión, una vez que hayan sido aprobados por el Directorio Ejecutivo del FMI.
Sector privado	El FMI está facultado para acudir a los mercados internacionales en busca de financiación emitiendo bonos, según su Convenio Constitutivo, bajo dos condiciones: a) cuando no pueda obtenerla de sus Estados miembros por otros medios, y b) siempre que la necesidad de financiación esté vinculada con las transacciones del FMI. El acuerdo para la emisión de bonos requiere una mayoría simple de los votos. Hasta ahora, este mecanismo nunca ha sido utilizado, por temor a que el Fondo pase a ser dependiente del sector privado.

FUENTE: Información del Fondo Monetario Internacional.

Dos alternativas de financiación muy flexibles podrían ser el recurso al endeudamiento con el sector privado —permitido en el Convenio Constitutivo— y el apalancamiento de los préstamos. Esta segunda alternativa sería especialmente justificable en el caso de la FCL, cuyo peso sobre el cómputo de la liquidez del Fondo supone una fuerte carga (del 100 %), a pesar de que existe la expectativa de que la línea no va a ser utilizada. Se trata de opciones con mayor apoyo político que la emisión de DEG, pero que siguen registrando muchas dificultades para poder prosperar en el seno del Directorio, fundamentalmente por evitar una dependencia acreedora de los mercados.

En definitiva, la alternativa más rápida en caso de necesidad de recursos adicionales es probablemente recurrir a los préstamos bilaterales o a la emisión de pagarés para acreedores oficiales.

## Conclusiones

Desde 2009 el Fondo ha aumentado de una manera muy significativa sus recursos, alcanzando la barrera del billón de dólares de recursos de naturaleza cuasi permanente. Cuenta además con un colchón temporal adicional de otro medio billón en recursos temporales, al menos hasta 2017.

Esta estructura ha permitido dar apoyo a la ampliación de la política de préstamo, pero en el medio plazo se plantea el reto de su suficiencia, en un contexto de recuperación de las economías avanzadas y de desaceleración en las emergentes. Un elemento central será el uso que se dé en los próximos años a las líneas precautorias, que detraen un gran volumen de recursos. Aquí será importante la revisión en marcha de estas facilidades para minimizar los posibles problemas de riesgo moral que puedan plantear.

En un escenario ideal, las cuotas deberían adaptarse de manera automática en el tiempo para reflejar el peso relativo de los países y las necesidades potenciales de recursos (por ejemplo, manteniendo los recursos en un rango en relación con los principales indicadores de la economía global). Ahora bien, teniendo en cuenta la experiencia histórica y las dificultades de gobernanza asociadas al incremento de cuotas (exige una mayoría del 85 %), es improbable que se produzcan automatismos o aumentos significativos, sin perjuicio de posibles aumentos pequeños orientados a reequilibrar el poder de voto y no tanto a garantizar la suficiencia de los recursos.

En este contexto, será importante contar con elementos de flexibilidad que permitan al Fondo aumentar sus recursos de manera rápida en caso de necesidad. La reciente experiencia ya ha sentado el precedente de los préstamos bilaterales y los NPA, que serán probablemente el tipo de instrumento al que se volverá a recurrir en el futuro. Ahora bien, estos instrumentos dependen de la voluntad de los países miembros para contribuir. Otras alternativas también flexibles sobre las que el Fondo tendría más autonomía serían el endeudamiento con el sector privado —permitido en el Convenio Constitutivo— y el apalancamiento de los préstamos, especialmente en el caso de líneas precautorias, sobre las que existe la expectativa de que no llegarán a ser utilizadas. Son opciones con dificultades para prosperar en el seno del Directorio por sus implicaciones de dependencia acreedora de los mercados, pero no está de más explorar su posible desarrollo para tenerlas al menos en la recámara.

13.1.2014.

## BIBLIOGRAFÍA

- BOUGHTON, J. M. (2011). «The Flight of the Dodo: Is there a Future For the SDR?», *ICRIER Conference*, Delhi, 13 de septiembre.
- DREHER, A. (2004). *Does the IMF cause moral hazard? A critical review of the evidence*, EconWPA International Finance, diciembre.
- ESTRADA, Á. (2012). «Nuevas herramientas para la gobernanza económica global: marco para el crecimiento y supervisión de desequilibrios», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.
- GARRIDO, I., P. MORENO y X. SERRA (2012). «El FMI y los acuerdos regionales de financiación», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- IRC-TF (2013). «The size and composition of IMF resources», Taskforce on IMF Issues of the International Relations Committee of the European Central Bank (mimeo).
- JEANNE, O., y J. ZETTELMEYER (2004). *The Mussa Theorem (and other results on IMF induced moral hazard)*, IMF Working Paper 04/192.
- MORENO, P. (2013). *The Metamorphosis of the IMF (2009-2011)*, Estudios Económicos, n.º 78, Banco de España.