

Ramón Guzmán Zapater*

EL PAPEL DEL FMI EN LA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL; LA REFORMA DE SU MANDATO

El Fondo Monetario Internacional ha emprendido desde el inicio de la crisis en 2007 una profunda reforma en su instrumental y las tareas que se le han encomendado dentro de la arquitectura financiera internacional (su mandato). En este artículo se analiza lo realizado en este período y los grandes retos de la institución en las dos funciones principales de su mandato: la supervisión del sistema monetario y financiero internacional y el apoyo financiero a los países miembros.

Palabras clave: FMI, sistema monetario internacional, crisis financiera.

Clasificación JEL: F30, F32, F33.

1. Introducción

De entre las lecciones a extraer de la crisis que comenzó en el verano de 2007 quizás una de las más importantes sea el reconocimiento del grado de interdependencia al que han llegado las economías tras años de integración económica, financiera y comercial global. La crisis del subprime en este sentido ha venido a dar cuerpo y vida a la manoseada idea de la globalización y a demostrar, de manera abrumadora, a los líderes mundiales que la cooperación multilateral en estas esferas es un imperativo moderno. En ese contexto el papel del

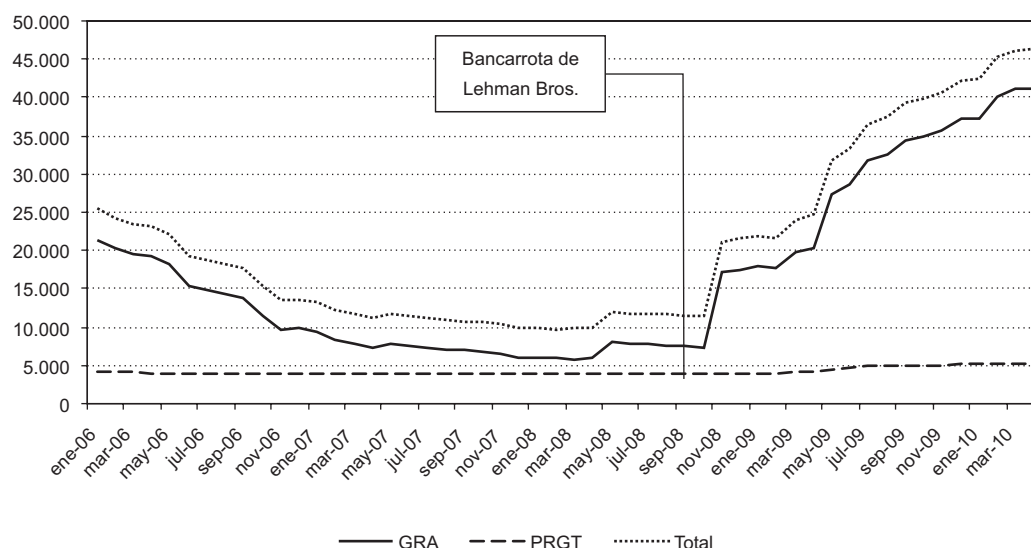
G20 y del FMI como foros de cooperación internacional ha resultado central a la hora de intentar arbitrar soluciones coordinadas a la crisis.

En un sentido amplio, la crisis actuó como un despertador. Hasta el 2007, el G20, grupo informal de cooperación entre los Ministros de Economía y Finanzas de los principales países avanzados y emergentes, languidecía en una sucesión de estériles reuniones anuales. El FMI, por su parte, buscaba en su Revisión Estratégica del año 2005 dar nuevo sentido a su papel en un contexto internacional presidido por la estabilidad, el alto crecimiento y la ausencia aparente de desequilibrios (la era de la gran moderación). Con una cartera de préstamos inferior a 10.000 millones de DEG (Derechos Especiales de Giro) a finales del 2006 (Gráfico 1), la institución buscaba su futuro en el reforzamiento de la función de supervisión y se enfrentaba a un proceso de reestructuración directamente ligado al debate sobre su irrelevancia.

* Director Ejecutivo por Costa Rica, El Salvador, España, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua y Venezuela en el Fondo Monetario Internacional.

El autor desea agradecer particularmente la colaboración de Miguel de las Casas en la realización de este artículo.

GRÁFICO 1
CRÉDITO CONCEDIDO POR EL FMI
(En millones de DEG)



NOTAS: GRA: crédito concedido con cargo a la Cuenta de Recursos Generales (crédito ordinario). PRGT: crédito concedido con cargo al Poverty Reduction and Growth Trust (crédito a tipo de interés reducido, para países de baja renta).

FUENTE: FMI, elaboración propia.

Un año después del comienzo de la crisis, la quiebra de Lehman Brothers y el dramático impacto en los mercados financieros internacionales sacudió a las dos instituciones. El G20 fue relanzado, ahora a nivel de Jefes de Gobierno, y proveyó de manera temprana el impulso político necesario para intentar coordinar los esfuerzos. En ese contexto, el FMI recibió tempranamente del G20 un papel protagonista, no solo dotándolo de los recursos financieros necesarios para acudir al rescate de países en dificultades, sino, quizás tan importante, utilizando su asesoramiento y su análisis como punto de partida para el diálogo y la cooperación de la comunidad internacional. Este rol asesor, en el que el FMI actúa como un secretariado cualificado, es quizás más importante que el que venía desempeñando para el G7 con anterioridad

(por el número de interlocutores y por el papel de bisagra o árbitro neutral que juega la institución entre países avanzados y en desarrollo).

Debemos adaptar la institución FMI, su mandato legal y su instrumental al nuevo marco de arquitectura financiera internacional. Si hoy es posible decir que las propuestas y sobre todo los préstamos del FMI constituyeron una respuesta ágil y ambiciosa a la situación desatada en muchos países, también debemos reconocer que su fallo a la hora de prevenir esta crisis, compartido casi universalmente, requiere una revisión en profundidad de su actividad supervisora. Es en este contexto en el que ha surgido el debate sobre el alcance, la vigencia y la eficacia del mandato de la comunidad internacional al FMI.

2. El mandato del FMI y la naturaleza de sus funciones, una breve introducción a la problemática actual

El FMI se ha revitalizado en su función esencial como mecanismo de resolución de crisis de pagos, y ha probado en este período su eficacia y su utilidad al servicio de la comunidad internacional como ese *lender of last resort* o «banquero de bancos centrales» (títulos ambos tan excesivos como habituales). Al contrario, el estallido y la extensión de la crisis financiera internacional han expuesto la ineficacia de su labor supervisora internacional.

Además, la financiación transitoria a países con problemas de pagos es la función clave en el código genético del FMI, la única explícitamente en sus Estatutos originales (FMI, 2004a)¹. En cambio, la tarea supervisora es un producto posterior, consecuencia del abandono del sistema de cambios-oro en la reforma de 1977 (Segunda Enmienda de los Tratados). Hasta entonces el FMI actuaba como mero vigilante del cumplimiento de las reglas de un sistema de cambios cuasi-fijos. Con el advenimiento de la libertad de cada país para establecer su política cambiaria, el FMI pasó de ser un «guardián de las reglas a un supervisor de las políticas cambiarias de cada país» (Gutián, 1992). Fue así mandatado para «supervisar» las políticas económicas de cada miembro en su Artículo IV (FMI, 2004b), con el objetivo último de garantizar el funcionamiento ordenado del sistema monetario internacional.

Existen dos corrientes de opinión divergentes sobre las reformas necesarias a la misión del FMI. La primera apunta a que el éxito en la gestión de la crisis habría demostrado la eficacia del Fondo como servicio contra incendios de la economía mundial. También justifica el

business as usual en las capacidades de supervisión, apoyándose en la noción greenspaniana del carácter absolutamente excepcional de la crisis y en la imposibilidad de haberla previsto (Greenspan, 2008). Esta corriente conservadora, en el sentido estricto de la palabra, acepta, como mucho, intentar perfeccionar el instrumental de intervención financiera, para adaptarlo a las necesidades de una escena internacional fundamentalmente distinta a la de los años ochenta o noventa, aunque también hay quien entiende que las medidas introducidas en este campo (*vidi infra*) tienen carácter extraordinario y temporal, y es preciso abandonarlas cuanto antes.

Los presupuestos intelectuales de esta tesis son frágiles; sí hubo quien diagnosticó a tiempo los riesgos que se acumulaban (CGFS, 2005²), y el éxito de los programas del FMI —aún por evaluar con suficiente perspectiva— podría haber sido determinado de hecho por su carácter innovador y flexible, lo cual nos debiera llevar a preguntarnos si no sería necesario profundizar más en la renovación del instrumental financiero disponible. En contra de esa posibilidad, críticamente, estas tesis suelen venir asociadas a una valoración de las causas de la crisis que tiende a estilizarlas y simplificarlas, reduciéndolas a un fenómeno de concentración anormal de los riesgos al cual contribuyó de manera fundamental el exceso de ahorro en algunos países/áreas del mundo. El complejo entramado de fallos regulatorios e institucionales, la combinación de incentivos perversos en el gobierno de las entidades financieras y de otras instituciones, suele quedar sistemáticamente relegada a un segundo plano y los proponentes desconfían de que exista una regulación capaz de prevenir este tipo de crisis³.

¹ Sólo en el artículo 1 de sus Estatutos, aparecían recogidas las finalidades más generales (fomentar la cooperación monetaria internacional ... facilitar el comercio, contribuyendo al crecimiento y al pleno empleo, y fomentar la estabilidad cambiaria y eliminar las restricciones corrientes).

² «... important challenges remain. The Working Group believes that risks associated with structured products may not have been fully grasped by some investors ... Use of structured finance instruments, together with the occurrence of worst case scenarios relating to mispriced or mismanaged exposures, might thus lead to situations in which extreme market events could have unanticipated systemic consequences». BIS, 2005.

³ «We have to recognize that this is almost surely a once-in-a-century phenomenon. In that regard, to realize that the types of regulation that

Por otra parte, aún hoy no hay consenso sobre el papel de los denominados desequilibrios globales en la gestación de la crisis (Nguyen y Servén, 2010), pero en cualquier caso, presentarlos como el argumento fundamental para justificar el *status quo* pre crisis en las reglas de actuación del FMI parece un ejercicio de confusión de objetivos.

En resumen, parece imprescindible incluir una reforma de la supervisión nacional e internacional de la economía, y del sistema financiero, si queremos dotarnos de un sistema que sirva al proceso de reasignación de recursos y a un crecimiento económico sostenible, minimizando las probabilidades de crisis. Esto es perfectamente compatible con una revisión a fondo de los marcos de política monetaria y fiscal, para incluir eficazmente la inflación de activos y la evolución de crédito, junto a la interrelación entre políticas monetarias y financieras internacionales, en las funciones de decisión.

En este esfuerzo, resulta fundamental analizar qué falló en la supervisión del FMI, y reformarla conforme al diagnóstico que se alcance. Más allá del propio Fondo, para esa tarea se deben utilizar todas las instituciones que componían la arquitectura internacional *pre* Lehman Brothers. Ahora bien, en última instancia, si el FMI ha salido revitalizado por la crisis, parece evidente que el papel del G20 es, en sí mismo, testimonio de los problemas del Fondo para funcionar como foro de cooperación en materia de política económica. Lo que está claro es que para desempeñar ese papel eficazmente, conviene en primer lugar corregir los defectos observados en la supervisión y en la función como financiador, defectos que en parte residen en la ausencia de un mandato claro de la comunidad internacional a la propia institución.

would prevent this from happening in the future are so onerous as to basically suppress the growth rate in the economy» (GREENSPAN, 2008).

3. La supervisión del FMI

La supervisión del FMI en su faceta bilateral consiste esencialmente en un examen de la política monetaria, fiscal y cambiaria de cada uno de sus miembros, dirigida a comprobar la consistencia de las mismas con un objetivo de estabilidad externa de cada economía definido de manera amplia en términos de equilibrio en la Balanza de Pagos. Producto de esta supervisión son los Informes Anuales del Artículo IV (FMI, 2007b). En su vertiente multilateral, la supervisión del Fondo aprovecha los datos nacionales para realizar un ejercicio de análisis de la coherencia y compatibilidad de la evolución económica entre países, regiones o áreas (producto típico sería el World Economic Outlook o los Regional Economic Outlook).

Otra clasificación de la función supervisora del Fondo es la que distingue entre la supervisión macroeconómica, propiamente dicha, y la supervisión financiera. Esta distinción y el progresivo desplazamiento de la atención del FMI hacia los movimientos de capitales, y el comportamiento de los mercados financieros y la estabilidad de los sistemas financieros nacionales, es el producto lógico del incremento de la importancia de los aspectos financieros en la economía, sobre todo a partir del desarrollo dramático de los mercados financieros internacionales en los últimos 30 años.

Por supuesto, aunque el propósito, el objeto de estudio y el método de estas tareas supervisoras es esencialmente distinto, el mandato de preservar la estabilidad monetaria (y por ende, financiera) internacional, requiere que el FMI encuentre fórmulas que permitan interconectarlas y extraer las conclusiones relevantes de un análisis integrado de todas las materias. Por ejemplo, no es posible analizar la estabilidad o el comportamiento de los principales mercados financieros sin tener en cuenta la ejecutoria de la política monetaria de las grandes aéreas, ni parece razonable juzgar la política fiscal americana haciendo abstracción del impacto que tiene sobre la UE o los grandes emergentes.

Una distinción más significativa es la que se refiere a la naturaleza del proceso supervisor del FMI. Desde un punto de vista objetivo, a la luz de sus estatutos, la supervisión del Fondo está dirigida a dotarlo de las herramientas necesarias para detectar y prevenir episodios de inestabilidad locales o sistémicos y proteger así la estabilidad del sistema monetario internacional. En este sentido, la supervisión permite al Fondo ejercer su papel de consejero independiente. La fuerza de sus recomendaciones reside en su experiencia y en el conocimiento acumulado como mecanismo de rescate para casos de desequilibrios en la balanza de pagos.

En la práctica sin embargo, el gobierno de la institución, centrado en un directorio ejecutivo implicado en la tarea supervisora, hace que ésta pueda ser entendida también como un ejercicio de *peer review*, a través del cual la comunidad internacional dispone de una plataforma institucional, donde debatir la calidad de la combinación de políticas de cada país y la consistencia de la misma con un proceso de crecimiento ordenado a escala global. En este rol, el Fondo aparece menos como el guardián independiente y objetivo de la adecuación de las políticas, y se erige en foro de la diplomacia económica y financiera internacional, una suerte de asamblea donde se comparte y se debate la *best practice*.

Ambas visiones son, de nuevo, compatibles, y ambos objetivos plausibles. Pero el énfasis que se ponga en una u otra visión del proceso supervisor modifica notablemente su naturaleza y su eficacia última. La distinción es paradójicamente importante cuando menos visible es, cuando se acercan tiempos de crisis y ambos procesos, la valoración independiente y el *peer review*, arrojan resultados y recomendaciones convergentes. Es entonces cuando el rol del FMI es particularmente eficaz. En cambio, es difícil pronunciarse sobre la bondad relativa de uno u otro modelo de supervisión fuera de esas ocasiones en que la fuerza de la crisis conduce a la unidad de criterio. Si parece inaceptable el asesoramiento mediatizado por los propios Gobiernos cuyas políticas son objeto de enjuiciamiento, tampoco es necesariamente deseable el que una burocracia internacio-

nal no electa e independiente de cualquier Gobierno, emita regularmente dictámenes,—inevitablemente cargados de juicios de valor—, que pueden afectar a las expectativas, los mercados o incluso la opinión pública.

A estas alturas de su vida, la experiencia del FMI, la excelencia de su plantilla de economistas, la disponibilidad de información y un proceso supervisor, apoyado en contactos frecuentes con las administraciones competentes y en un intensísimo periplo de revisiones para cada documento, permite asegurar sin mayor riesgo la calidad de la supervisión del Fondo. Esto no quiere decir que no sea objeto de críticas.

Algunas son injustificadas. La adhesión del Fondo a un manual rígido de políticas, el pensamiento único neoclásico en que han sido indoctrinados sus cuadros en las universidades americanas, la falta de sensibilidad social en el diseño de rescates, la influencia de la propia administración americana y de la Fed, o la agenda paternalista post colonial de algún país europeo, son todas argumentaciones que han quedado sistemáticamente desacreditadas. A veces estas críticas son manifestaciones de una manía persecutoria que tiene que ver más con el papel de la institución en los episodios traumáticos de las crisis en los ochenta y noventa, que con la realidad del FMI en el año 2010. Otras veces provienen de las ONGs y buscan que el FMI juegue un papel para el que no está ni mandatado ni capacitado en el alivio de la pobreza. Las más de las veces se trata de vanas excusas con las que los Gobiernos utilizan como chivo expiatorio al FMI para salvar así la cara ante sus electorados.

Pueden sin embargo argumentarse tres críticas esenciales a la supervisión del FMI.

a) La primera se podría calificar de teleológica y tiene que ver con su eficacia. Las recomendaciones del FMI no tienen fuerza vinculante salvo que se articulen en la condicionalidad de un programa de rescate financiero. Más allá del efecto reputacional de un dictamen negativo del Fondo, los países son soberanos a la hora de decidir su destino y el Fondo solo dispone de la fuerza persuasiva de sus argumentaciones.

Ahora bien, esta ineficacia entendida como «pecado original» esconde profundas asimetrías. Por un lado el Fondo no es una institución esterilizada contra los prejuicios y lugares comunes que habitan la psicología humana y, en este sentido, sus economistas manifiestan con mayor o menor intensidad sesgos en su análisis, particularmente notables en cuanto se entra a juzgar la credibilidad de unas políticas o la capacidad de un Gobierno de llevar adelante determinados planes o cuando se realizan pronósticos a medio plazo. Las recomendaciones y análisis del Fondo sobre los países avanzados y la forma en que los formula suelen ser más tolerantes que los realizados para países con *track records* dudosos, o sencillamente más pequeños. Esto por supuesto tiene que ver, además de con la «reserva mental» del funcionario, con la estructura de gobierno de la institución y con el papel del directorio ejecutivo ante los cuadros del Fondo.

Una segunda asimetría, quizás más relevante, es la que resulta de la irrelevancia del análisis del Fondo sobre las economías avanzadas y las grandes emergentes. Para estos países el Fondo es un comentarista más entre decenas de entidades públicas y privadas. En cambio para países más pequeños el análisis del Fondo es la principal fuente de información económica independiente y, en esa medida, una pieza crítica para los inversores domésticos y extranjeros.

Corregir este problema requiere aumentar la independencia de la institución, incrementar la diversidad nacional y académica en el *staff* (sin perder calidad), seleccionar profesionales acreditados en *policy making* que incorporen la sensibilidad del gobernante a la visión más distanciada y absorta del FMI y, en general, un cambio cultural en la manera de acometer las relaciones multilaterales. Se avanza en todos estos campos y el denominado FMI 2.0 (Strauss-Kahn, 2009) poco tiene que ver con la institución acusada de arrogancia cuando administró la crisis de la deuda en los años ochenta o cuando rescató con programas de ajuste duro a los países del Sudeste Asiático en el bienio 1997-1998. La propia crisis de 2008 constituye un enorme revulsivo para

la eficacia de las recomendaciones del Fondo, en la medida en que se ha gestado en el sistema financiero de los países avanzados, para los que la crisis supone un baño de humildad. Además, pasado su tremendo impacto inicial, las economías emergentes y en desarrollo se han recuperado notablemente, demostrando en última instancia un cierto grado de *decoupling*, basado, probablemente, no sólo en la menor integración de sus mercados financieros, sino, sobre todo, en la mejora en la gestión de la política económica.

Sin restar importancia a estos factores, las dos críticas siguientes a la supervisión del FMI son más relevantes y ello porque el problema en los años precedentes a la crisis no fue que se hiciera caso omiso de las advertencias del Fondo, el problema fue que las advertencias pertinentes no llegaron nunca (FMI, 2006⁴).

Todos los análisis coinciden en señalar dos problemas de fondo como las principales razones de este silencio: la insuficiencia de la supervisión del sistema financiero internacional y la insuficiencia de la supervisión multilateral.

b) La insuficiencia de la supervisión del sistema financiero internacional es la crítica más reiterada a la actividad del FMI. La financiarización de la actividad económica en los últimos 30-40 años, su aceleración por la progresiva desregulación de los mercados financieros y la integración global, no ha venido acompañada de una adaptación de la supervisión del FMI (ni de las supervisiones nacionales). El análisis de lo financiero en el FMI ha sido un permanente ejercicio de *catch up* con la realidad de unos mercados siempre algunos años por delante de la capacidad del Fondo de comprenderlos y de predecir con un mínimo de rigor su comportamiento (Gola y Spadafora, 2009).

⁴ «Staff and officials agreed that easy financing conditions and flexible U.S. financial markets had supported the housing market... Mortgage securitization had helped channel foreign savings into the U.S. housing market while allowing mortgage originators greater flexibility to diversify credit exposures and reduce systemic risk». Informe del Artículo IV de la economía de los EE UU, 2006.

La crisis del Sudeste Asiático, transmitida a través de bruscos cambios de sentimiento y *sudden stops* en los movimientos de capitales, ya demostró las limitaciones de los diagnósticos del FMI. Éstos apuntaban correctamente a la acumulación de desequilibrios fiscales o en las cuentas corrientes de las economías afectadas, pero la desinformación acerca del mercado financiero doméstico, la relativa falta de capacidad para entender la dinámica de los mercados de capital y, quizás, la creencia dominante en la institución sobre los beneficios de la integración financiera global, impidieron al Fondo advertir contra los riesgos que se acumulaban en los sistemas bancarios de aquellos países. Una manifestación de esta relativa incapacidad del FMI era su sistemática y firme oposición teórica a cualquier forma de control de capital, hoy mucho más matizada (Ostry *et al.*, 2010)

La tempestad asiática trajo enseñanzas importantes, como la necesidad de estudiar los peligros de la liberalización de capitales en ausencia de un marco institucional prudencial suficiente, y el estudio subsiguiente sobre el *sequencing* de la liberalización. Además, aquella crisis trajo un nuevo intento del FMI de adaptar su propia supervisión, se crearon los Financial Sector Assessment Program (FMI y World Bank, 2000) y nació el FSF (Financial Stability Forum, hoy FSB Financial Stability Board), con el ánimo de armonizar una regulación internacional que pusiera coto a la volatilidad observada en los movimientos internacionales de capital.

El FSAP, ejercicio voluntario de examen del sistema financiero doméstico de cada miembro del Fondo, tiene una doble naturaleza. Por un lado es un ejercicio supervisor, en cuanto que analiza la estabilidad del sistema financiero doméstico. Por otro es provisión de asistencia técnica, dirigida fundamentalmente hacia los PVD, y busca contribuir al desarrollo de mercados financieros domésticos capaces de servir al proceso de crecimiento, una de las grandes carencias en muchos países.

Como informe de estabilidad, su carácter voluntario (EE UU nunca se sometió al mismo) y la falta de un análisis sistémico, centrado en la liquidez del conjunto del sistema financiero y en su importancia macro economi-

ca, más que en la solvencia individual de cada entidad, son sus defectos capitales. Para ser justo, en cuanto a instrumento de asistencia técnica a los PVDs el FSAP sí ha constituido un éxito.

Desde una perspectiva más general sin embargo se ha criticado el punto de partida desde el que el FSAP se aproxima a juzgar la estabilidad intrínseca de uno u otro sistema financiero debilitaba sus análisis. Se aceptaba que los mercados constituyen la herramienta más eficiente de asignación del capital y cualquier «distorsión» regulatoria en su comportamiento traería peores resultados que su libre operación. Las externalidades implícitas en el riesgo que supone la inestabilidad del sistema financiero para la sociedad no eran todavía objeto de debate generalizado. El FMI en ese sentido, no era inmune al discurso dominante sobre las bondades del mercado y la innovación.

La otra gran limitación del FSAP como herramienta reside en su propia naturaleza como intrusión en la soberanía nacional; en tanto que la comunidad internacional ha liberalizado los movimientos de capital con carácter casi universal, el control sobre la solvencia y estabilidad de las entidades bancarias y de los mercados ha quedado sometido a las autoridades domésticas, que, dada la importancia económica de los mismos, son celosas protectoras de su competencia. En este sentido, la eficacia del FSAP como instrumento supervisor no puede ser mayor que la eficacia de los supervisores nacionales. Si todos fracasaron en la prevención de esta crisis, —por falta de una aproximación macro-prudencial a la monitorización del sistema financiero, por el seguimiento miope institución por institución, y, en algunos casos, por la desvinculación del análisis de fenómenos monetarios y crediticios agregados, o por la deliberada relajación de los estándares de supervisión, o por el seguimiento de indicadores equivocados— ¿cómo habría el FSAP de ser un instrumento eficaz?

El FSF por su parte, compuesto de supervisores y reguladores (bancos centrales, ministerios de economía y finanzas, supervisores nacionales), organismos de autorregulación (BCBS, CGFS, CPSS, IAIS, IASB e

IOSCO), e instituciones internacionales (BIS, Comisión Europea, IMF, OECD, Banco Mundial), fracasa igualmente en prevenir la crisis, en el sentido de que no es capaz de producir un giro regulatorio que limite la recurrencia ni la intensidad de las crisis. Su composición, legitimidad y su supuesta captura por los propios representantes de la industria financiera son las críticas más habituales al mismo.

Con todos sus defectos, la supervisión del FMI cuenta también con logros significativos. En este orden parece necesario reconocer que se produjo una reacción relativamente temprana a la propia crisis del subprime, ya en el verano de 2007, un año antes de la quiebra de Lehman Bros. La fusión de los departamentos de capitales y mercado monetario (MCM), permitió la creación de un super departamento financiero que, reestructurado y bien organizado, ha mejorado sensiblemente la calidad de sus análisis, bien visible en el Global Financial Stability Report (GFSR) semestral o en las notas de estabilidad financiera que elabora internamente. En septiembre de 2007 (FMI, 2007a), MCM advertía claramente, a quien quisiera escuchar, que la crisis financiera que se avecinaba podría adquirir dimensiones muy preocupantes, y lo hacía frente a la incredulidad del Departamento de Investigación encargado de la elaboración de las previsiones económicas de aquel otoño (FMI, 2007d).

En conclusión, a nuestro juicio la supervisión financiera del FMI requiere una profunda revisión, que debe partir del establecimiento de un mandato claro al FMI sobre el seguimiento de la estabilidad de los sistemas financieros nacionales e internacionales. Los grandes retos de esta empresa residen en:

- La carencia de datos. Los mercados OTC, los riesgos con derivados almacenados en vehículos fuera de balance, la actividad de los *hedge fund* y las exposiciones domiciliadas en paraísos fiscales son áreas de sombra fuera del alcance de autoridades nacionales e internacionales. Además, para otros mercados falta información de detalle (cambiaros) o contrastada (calidad estadísticas). Los trabajos de reforma de la regulación internacional en este aspecto son críticos; nuevos es-

tándares de información, incorporación a mercados de las operaciones OTC y ampliación del perímetro de supervisión (FMI, 2010).

- Potenciar el nivel de recursos humanos y técnicos a disposición del FMI para la monitorización de los mercados. Incluso a día de hoy, la institución sigue siendo esencialmente un centro de monitorización de las políticas macroeconómicas, y el tamaño de MCM no guarda relación con la importancia de su análisis en el conjunto de la actividad supervisora. Este cambio es también un cambio necesario en la propia cultura de la supervisión del FMI, donde las misiones y consultas deberían tener un perfil más pronunciadamente financiero en la mayoría de los países.

- Obligatoriedad del FSAP, al menos para países sistémicos. Focalización del análisis en la estabilidad y liquidez del sistema, no en la observación microscópica de cada entidad. Además, la posible elaboración de Notas de Estabilidad Financiera más breves y de periodicidad más frecuente que el GFSR permitiría hacer un seguimiento eficiente de los acontecimientos

- Finalmente, dada la complejidad institucional de los mercados globales, resulta imperativo forzar la cooperación inter agencias si se quiere obtener un análisis integral de los acontecimientos. El BIS dispone de la mejor información sobre la exposición al riesgo de la banca internacional y se progresa en el análisis de *networks*, y están constituidos o constituyéndose colegios de supervisores que deben coordinar la monitorización de la actividad de las grandes entidades multinacionales. La colaboración FMI FSB parece también imprescindible en la preparación de la necesaria regulación.

c) La tercera gran crítica a la supervisión del FMI es la referida a su excesiva focalización en los problemas país, y la necesidad de que amplíe su perspectiva para hacer sistemáticamente un estudio del impacto multilateral de las políticas de cada país. El impacto sistémico de una determinada tendencia doméstica debería precisarse en términos de los efectos desbordamiento de la misma hacia una región o hacia el resto del mundo. Este tipo de análisis, consustancial a la naturaleza de la insti-

tución, resulta paradójicamente difícil en la medida en que, por problemas de legitimidad y de eficacia en su gobierno entre otras razones, nunca ha podido establecerse como foro de coordinación de políticas. Este papel fue asumido, en su día, por el G7 y hoy lo lidera el G20. Más allá de esta impotencia, la organización de la supervisión bilateral, centrada en equipos-país de economistas y la división regional del organigrama interno favorece comportamientos silo o miopes. La etapa de revisión interdepartamental de los informes país debería cubrir esas insuficiencias pero la dificultad de conectar dinámicas en distintos países o regiones requiere un esfuerzo más concreto.

Tampoco en este campo el FMI ha estado inactivo. Ya en el 2006 el Fondo se ofreció como plataforma de coordinación de políticas y elaboró un informe detallado sobre los desequilibrios globales, sentando a los principales actores internacionales a una mesa para debatir y diseñar la combinación de políticas necesarias para corregir los riesgos percibidos (FMI, 2007c). La falta de continuación por parte de los implicados en las políticas aceptadas convirtió aquel ejercicio en una muestra más de los límites de la cooperación internacional. Mientras escribimos este artículo, subsiste un importante grado de incertidumbre en torno a los posibles resultados de la cooperación del G20 centrada ahora en el ambicioso Mutual Assessment Program lanzado en la Cumbre de Pittsburgh (G20, 2009b), en cuanto a la coordinación de políticas económicas.

Últimamente el FMI ha comenzado a elaborar informes sectoriales de tipo *cross-country*, que se centran en problemáticas determinadas que afectan no necesariamente a países en un determinado contexto geográfico, sino más bien a aquellos que comparten determinados rasgos o dinámicas económicas (exportadores de materias primas, por ejemplo). También se ha sugerido la elaboración de informes periódicos de efectos desborde (directos e inversos) que pondrían de relieve la interconexión regional o económica o financiera. Ambas iniciativas son pasos en la dirección correcta.

Para que todos estos progresos cuajen en una supervisión de mayor calidad resulta imprescindible reforzar el mandato de la institución, dotándola con un reglamento de supervisión multilateral que le otorgue funciones y poderes claros en cuanto a la elaboración de este tipo de análisis. La desconfianza del G7 y G20 en la capacidad del FMI de publicar informes que contengan recomendaciones incómodas para sus políticas, cambiarías u otras, constituye el mayor freno a estas iniciativas. Las posiciones más celosas de la soberanía nacional y más escépticas sobre los efectos benéficos de un análisis multilateral independiente se esconden típicamente tras la demanda de que el FMI no devalúe la calidad de sus supervisión-bilateral-país dedicando recursos a la coordinación económica internacional, análisis que entienden pertenece a un nivel de decisión política separado del nivel técnico de la institución.

4. El apoyo financiero del FMI

La crisis de 2007 reveló las carencias del instrumental de préstamo del Fondo. En términos generales, los principales problemas del Fondo cuando se enfrentó al contagio acelerado de la crisis, en el otoño de 2008, fueron, en primer lugar, su incapacidad para dar una respuesta sistémica y preventiva que detuviese el contagio vía sistema bancario y movimientos de capitales, en segundo lugar, lo limitado de sus recursos frente al tamaño del sistema financiero global y al impacto enorme de la crisis, y, en tercer lugar, el hecho de que el estigma asociado al recurso al FMI lo hace siempre un último recurso, y la pérdida de tiempo agrava los costes de la crisis y complica los programas de rescate.

El instrumental precrisis

Sin ánimo de hacer una catalogación exhaustiva de los éxitos y fracasos de la institución en su función como mecanismo de rescate, se destacan los rasgos esenciales de la financiación que ofrecía el FMI a sus miembros antes de 2007:

- *Financiación ligada.* Los préstamos del FMI llevan asociada una condicionalidad dirigida a restablecer el equilibrio en la Balanza de Pagos. Esta condicionalidad ha sido tradicionalmente criticada y siempre es objeto de debate, muchas veces plagada de malas interpretaciones y producto de la presentación de las medidas del FMI como causa de los males de un país, y no como los dolorosos ajustes necesarios para devolver la salud a una economía con desequilibrios propios y previos. Otra crítica más certera es la dirigida al hecho de que, a lo largo del tiempo, a la condicionalidad macro-crítica se sumaron un conjunto de exigencias de reforma estructural no estrictamente conectadas con la estabilización del país y su retorno a una senda de crecimiento sostenible. La condicionalidad, en el marco de actuación del FMI como prestamista de última instancia, sirve un triple propósito: como desincentivo al comportamiento irresponsable (*moral hazard*⁵), como «sobreprecio» a pagar por la financiación cuando todas las otras vías están cerradas, y como señal a los mercados de que se impone un *policy mix* que recuperará al país.

- *Financiación limitada* en dos sentidos, por el tamaño de recursos totales y porque el acceso a los mismos es proporcional a la participación del país en el FMI, —se expresa cada préstamo en términos de múltiplos de dicha cuota—. Esto origina dos problemas:

- En septiembre de 2008, la capacidad financiera del FMI era un problema grave ante las proporciones de la crisis. La disminución del tamaño del FMI en relación al PIB mundial, al comercio o a los movimientos de capitales internacionales era producto de la escasa disposición histórica de los principales socios a la ampliación de capital. Se argumentaba que el FMI debía intervenir sólo como catalizador de otros recursos (bilaterales o multilaterales, públicos y privados) y que la probabilidad

de una crisis sistémica global era baja. Un defecto imperdonable en un sistema que, en principio, se basa en la noción de un seguro colectivo; la puesta en común de recursos debería garantizar que siempre haya fondos suficientes para atender las necesidades de cada miembro en un determinado evento (Gráficos 2 y 3).

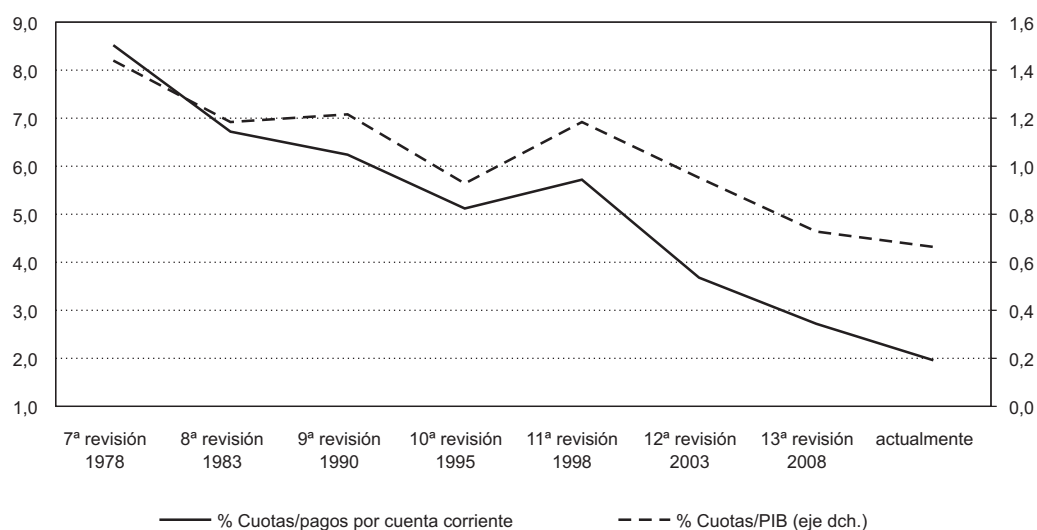
- El tamaño del préstamo individual. Siempre ha existido un debate subterráneo entre los partidarios de que no hubiera reglas en cuanto al tamaño de los préstamos y los partidarios de límites rígidos. Prevalece un término medio, la política de acceso determinaba unos niveles de acceso ordinario (100 por 100 de la cuota en un año, 300 por 100 de la cuota en tres años), y, bajo una serie de circunstancias concretas⁶, el país podía beneficiarse de este acceso extraordinario. Esto por lo demás, no era nada infrecuente, dado el estancamiento del tamaño de la cuota individual. Pero llevaba aparejados desincentivos no despreciables en términos de salvaguardias, requisitos de publicidad e incluso condicionalidad creciente.

- *Financiación quirúrgica.* Nos referimos con ello a que el FMI solo en contadas ocasiones intervenía con carácter preventivo, fundamentalmente porque los países preferían agotar todas las vías antes de ceder soberanía económica. Por si ese factor fuera poco, el concepto de «problema de balanza de pagos» que justifica la ayuda del FMI se interpretaba, las más de las veces, de manera restrictiva. Aunque se podía definir este concepto como una tendencia previa de las reservas internacionales, y aunque el instrumental del FMI contemplaba el otorgamiento de préstamos o líneas de crédito de carácter precautorio (sin necesidad de desembolsos efectivos) para esos casos en que el problema real de pagos todavía no se había materializado, lo cierto es que las cantidades que los países podían solicitar bajo

⁵ Evita el riesgo moral (*moral hazard*), tanto en los Gobiernos, más bien hipotético, como sobre todo en los inversores y prestamistas. La resistencia que se presupone a los Gobiernos a acudir al Fondo, por la cesión de soberanía que supone, evita comportamientos ventajistas en los inversores.

⁶ Los criterios para acceder a la financiación extraordinaria son la existencia de presiones sobre la BdP, una perspectiva razonable de que la dinámica de deuda sea sostenible, perspectiva de recuperación del acceso a los mercados y perspectiva de éxito del ajuste previsto en el programa.

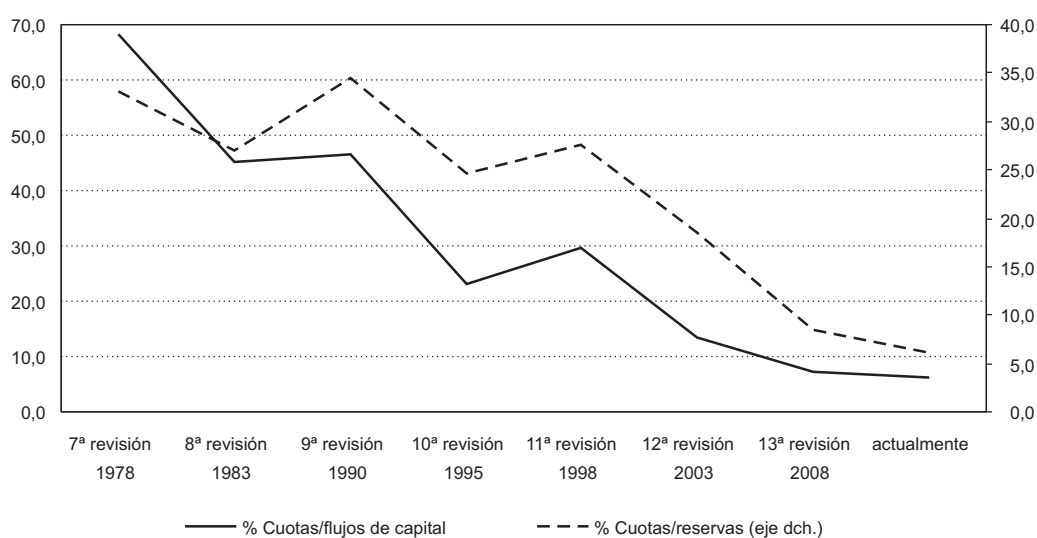
GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE CUOTAS EN EL FMI EN RELACIÓN AL PIB Y CUENTA CORRIENTE



NOTA: Datos para el total de los miembros del FMI.

FUENTE: FMI, elaboración propia.

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE CUOTAS DEL FMI EN RELACIÓN A FLUJOS DE CAPITAL Y RESERVAS



NOTA: Datos para el total de los miembros del FMI.

FUENTE: FMI, elaboración propia.

esta figura preventiva no podían superar los límites ordinarios de acceso a la cuota⁷. El resultado, con independencia de las causas, era un incremento del número y del tamaño de los préstamos; algunas crisis hubieran podido ser evitadas (único ejemplo de esto es el caso del Stand By con Brasil en 2002, año del proceso electoral que llevo a Lula da Silva al poder), pero probablemente todas habrían sido menos costosas de haberse tratado con alguna anticipación⁸.

— *Financiación sujeta a reglas*, en cuanto a plazos, generalmente cortos (Stand By típico desembolsa en año o año y medio, y se amortiza entre 3 años y 5 años) y a precios (tipos estándar). Ahora bien, el abanico de plazos siempre se ha demostrado suficiente y el precio nunca se ha utilizado como desincentivo, es decir, no existe una prima disuasoria para combatir conductas irresponsables (moral *hazard*), porque siempre se ha interpretado que basta con la condicionalidad y el estigma. En este sentido los préstamos del Fondo son siempre mucho más interesantes que la alternativa más barata (se cobra el tipo del DEG, promedio de la cesta de divisas que lo compone, más recargos codificados que recogen los costes de la institución). La única restricción efectiva entre las reglas es la que se refiere al destino de los recursos del Fondo. Salvo raras excepciones, el préstamo es siempre concedido para el restablecimiento de un nivel de reservas mínimas en el Banco Central. Es decir, se articula como un préstamo al Banco Central

para el restablecimiento del equilibrio externo hasta el retorno de la financiación de otras IFIs y, en última instancia, de los mercados de capitales, asegurados por el cumplimiento del programa de políticas asociado al préstamo. En contadas ocasiones se ha prestado al Tesoro con propósitos de alivio fiscal.

— *Financiación impredecible*. Paradójicamente, frente al conjunto de reglas que la determinan (definición del evento crítico, cuantía del acceso, precio, plazo) lo cierto es que resulta muy difícil predecir las líneas básicas de la financiación del Fondo para un país. Dependen de demasiados factores relativamente opacos o sujetos a diversas fuerzas: la ambigüedad calculada en cuanto al momento en que el FMI acepta que puede atender la petición de un país, el *gap* financiero existente, la existencia de terceros financiadores potenciales, la urgencia, la necesidad de evitar posibles contagios, las condiciones que llevará asociada y su negociación, etcétera. Esta incertidumbre ha sido reiteradamente criticada como una fuente innecesaria de costes. Sistemas automáticos y predecibles de seguro, basados en pre-cualificación conforme a criterios preestablecidos tienen muchos partidarios y algunos, poderosos (Alemania y EE UU), detractores.

Los cambios en la práctica acumulada por el FMI en el período 2008-2009

- La condicionalidad se concentra en lo macroeconómicamente relevante y se estiliza y flexibiliza la evaluación de la condicionalidad estructural (FMI, 2009b), no centrada ya solo en *benchmarks* objetivos sino en un análisis integral sobre el progreso del país en el conjunto de reformas. Con anterioridad cualquier flexibilidad en este campo dependía de una autorización (*waiver*) de incumplimiento otorgada caso por caso por el *board*. Pero el cambio más revolucionario en este aspecto es el diseño de la denominada FCL (FMI, 2009d) (beneficiarios México, Colombia y Polonia) instrumento de carácter esencialmente precautorio que permite al prestatario acceder a un recursos extraordinarios (indicativamente,

⁷ Se entendía que no debían comprometerse recursos del Fondo, limitados, para casos en que no era segura su necesidad o utilización, en proporciones múltiples de la cuota del país, porque ello podía producir un abuso de utilización y limitar la disponibilidad de recursos caso de una crisis generalizada.

⁸ El coste de no evitar la erupción de la crisis no evoluciona linealmente, crece vertiginosamente con la correlación en las salidas de capitales a medida que se agrava la desconfianza, en meses, sino en semanas. El coste para el Fondo de proveer un gran paquete disuasorio, de financiación precautoria, en términos de valor presente, debe ser siempre consistentemente inferior al coste de dar financiación extraordinaria después del estallido de la crisis. Si el paquete precautorio no evitase la crisis, el compromiso en que el Fondo habría incurrido sería siempre inferior al mínimo necesario para restablecer la normalidad.

hasta diez veces su cuota) sin necesidad de someterse a condicionalidad expost alguna, por acreditarse con carácter previo la conducción de políticas macro juzgadas prudentes⁹. En la práctica es un examen de condicionalidad ex ante el que permite al país beneficiarse de esta línea de crédito. El instrumento ha contribuido notablemente a la estabilización de la situación en los países beneficiarios.

- La política de acceso se flexibiliza primero aumentando los límites del acceso ordinario (a 200 y 600 por 100 de la cuota para 1 y 3 años) (FMI, 2009a), pero sobretodo, por la elevación del tamaño de los programas hasta alcanzar promedios de acceso sin precedentes. Ejemplo paradigmático el caso de Grecia, con un paquete del FMI 20 veces superior a su cuota. En general, el tamaño promedio del programa del Fondo en esta crisis (12 veces cuota) supera el pasado y los préstamos han alcanzado casi el 7 por 100 del PIB, frente a un promedio histórico del 4 por 100. El juicio por el Directorio sobre el cumplimiento de las condiciones para tener acceso a financiación extraordinaria se ha hecho más flexible, probablemente el origen y el tamaño de la crisis tuvo que ver con este cambio de actitud. Además, se ha aumentado el *frontloading* de los desembolsos con carácter generalizado.

- A esta mayor flexibilidad y generosidad contribuyó, sin duda, el temprano reconocimiento por el G20 (Washington, 15 de noviembre de 2008) de la necesidad de dotar al FMI con los recursos necesarios para contener el contagio de la crisis que se propagaba vertiginosamente por las salidas de capitales de todo el mundo en desarrollo. Los compromisos del G20 de Londres (préstamos bilaterales al FMI por valor de 250 MMUSD, subsiguiente incremento de los *New Agreements to Borrow* hasta 550 MMUS y emisión de 250 MMDEG) corrobora-

ron dicho acuerdo político y facilitaron la acción rápida del FMI, contribuyendo notoriamente a la estabilización.

- Se otorgan además los primeros préstamos precautorios con acceso extraordinario (*High Access Precautionary Arrangements*, HAPAS) que contribuyen eficazmente a detener el deterioro de los equilibrios en Centroamérica (Salvador, Costa Rica, Guatemala). A diferencia de la FCL, estos préstamos son tradicionales en cuanto a que llevan aparejado el correspondiente paquete de condiciones y no van dirigidos en particular a los *good performers*. Todos sus beneficiarios han eludido una crisis que parecía inminente, y todos sin necesidad de que el FMI desembolsase un solo dólar de las líneas abiertas (Cuadro 1).

- Finalmente, el FMI abandona uno de sus principios generales de operación y, tras el acuerdo del IMFC en abril de 2009, decide aceptar, con carácter general, la concesión de préstamos dirigidos a la corrección de desequilibrios fiscales. Esta iniciativa partió de la constatación de que la crisis en EE UU se había traducido en un desplome de la actividad en muchos países, pero no típicamente en un empeoramiento de su balance exterior. Las importaciones cayeron más que las exportaciones y la balanza de pagos no justificaba la petición de ayuda. En cambio, la caída de los ingresos arancelarios y su importancia, así como el menor crédito, la caída de precios de materias primas y las menores remesas, afectaron la actividad y abrieron un enorme agujero fiscal en muchos países.

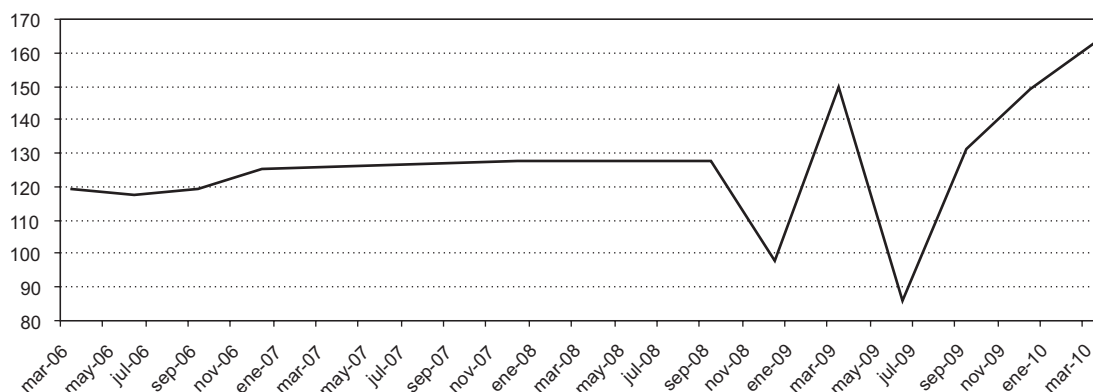
- Una última medida de flexibilización tuvo naturaleza monetaria. El FMI asigna, en septiembre de 2009, 250 MMDEG entre sus miembros, tras la decisión tomada por el G20 en abril de 2009. El propósito de dicha asignación es incrementar la liquidez mundial, y aunque a las economías avanzadas el uso de su asignación alícuota supone una inyección monetaria irrelevante, para países pequeños los DEG suponen un incremento no despreciable del margen de maniobra de las políticas en el corto plazo.

Las reformas descritas en la operativa del FMI se consideran su mayor logro en esta crisis. Si bien la ac-

⁹ Los elementos centrales que se evalúan para la FCL hacen referencia a la solidez de los equilibrios macro y del marco institucional de políticas, a la ejecutoria actual y *track record* de políticas y al compromiso creíble con políticas futuras sostenibles.

GRÁFICO 4

CAPACIDAD DE PRÉSTAMO DEL FMI (En miles de millones de DGE)



NOTA: Capacidad de préstamo a un año (FCC). La FCC incluye la financiación bilateral concedida durante la crisis al FMI (mediante préstamos y acuerdos de compra de bonos). En cuanto a los NAB, no incluye el volumen total potencialmente disponible, sino sólo las cantidades activadas (actualmente 0).

FUENTE: FMI, elaboración propia.

CUADRO 1

CONDICIONES DE LA FINANCIACIÓN EN LA CUENTA DE RECURSOS GENERALES DEL FMI

Línea	Volumen de acceso	Coste	Secuencia	Duración	Plazo recompra
SBA	Normal: 200 por 100 anual y 600 por 100 acumulado.	«Commitment fee» sobre las cantidades no desembolsadas.	Mínimo de dos compras (con evaluación asociada) además de la inicial, con periodicidad anual, semestral o trimestral. Se permite cargar los desembolsos al principio del programa.	Hasta 3 años	3 ^{1/4} -5 años
EFF	Acceso excepcional sujeto a condiciones especiales. En la EFF se espera que sea bajo.	Tipo de cargo básico sobre las cantidades desembolsadas (actualmente 100 pb sobre el tipo del DEG). «Service fee»: 50 pb en cada desembolso.		Hasta 4 años	4 ^{1/2} -10 años
FCL	Ilimitado. Expectativa de no superar el 1.000 por 100.	Sobrecargos: 200 pb sobre las cantidades que superen el 300 por 100 de la cuota; 100 pb adicionales en cantidades por encima del 300 por 100 durante más de tres años.	Un sólo desembolso inicial.	6 meses ó 1 año	3 ^{1/4} -5 años

tividad del FMI ha resultado ser más compleja que nunca, por la delicada situación de los sistemas financieros o por el problema del desapalancamiento privado que se suma a problemas más tradicionales en el

sector público, lo cierto es que del conjunto de programas suscritos entre agosto de 2008 y abril de 2010, han cumplido hasta ahora sus objetivos de estabilización (FMI, 2010c).

Ahora bien, a la hora de escribir este trabajo, la crisis ha mudado su naturaleza y la necesidad de transformar el estímulo público mundial en demanda privada sostenible se está convirtiendo en un reto de proporciones desconocidas que ha provocado la crisis de la deuda soberana en Europa y el retorno de la incertidumbre al sistema financiero europeo. El juicio final sobre muchos de estos programas habrá de esperar.

Líneas de trabajo futuro

El IMFC en Estambul encargó al Fondo progresar en el diseño de instrumentos de aseguramiento, con objeto de desincentivar la acumulación de reservas internacionales, partiendo del éxito de la FCL y de los HAPAs. El esfuerzo es particularmente necesario porque la experiencia de esta crisis demuestra que los países con niveles de reservas disuasorios se vieron menos afectados por los bruscos movimientos de capital que la crisis desencadenó, y este factor ya está causando la constitución de nuevas y más abundantes reservas.

La posición más conservadora prefiere volver al instrumental financiero precrisis, y considera que los cambios operados deben ser considerados excepcionales (se habla ya de una *exit strategy*). Se argumenta que buena parte de las reservas acumuladas en Asia y Oriente Medio no lo han sido por motivo precaución, con lo que no desaparecerían aunque el FMI las sustituyera con un sistema público y multilateral de seguro. Además, frente al ejemplo de los países que han salvado la crisis gracias a importantes colchones de reservas internacionales, contraponen el de otros países (México, Corea) que supieron utilizar los instrumentos de la cooperación internacional a su disposición (FCL, *swap* con la FED) y navegaron el episodio utilizando también la flexibilidad de su tipo de cambio como herramienta disuasoria.

Sea como fuere, el Fondo trabaja (SM 10/72), por ejemplo, en el refinamiento de la FCL, para hacerla más predecible, ligando la cualificación a los informes periódicos de supervisión o adoptando unos criterios tipo

Maastricht, y más eficaz, sobre todo alargando su plazo (ahora solo de un año) y reduciendo su costo. También se persigue facilitar la extensión del uso de instrumentos precautorios similares a la FCL para países que no cumplen con estándares tan altos, pero son en general gestores responsables si bien tienen alguna vulnerabilidad (un tipo de cambio fijo por ejemplo). En su reforma más ambiciosa, el FMI estudia la posibilidad de delimitar un conjunto de circunstancias que le permitiría activar una línea de *swap* de divisas con una lista «platino» de países (MLS Multi Country Swap Line). Con ello superaría las dificultades que tiene operando caso por caso cuando se enfrenta a una crisis de naturaleza sistémica. Estaría así replicando a nivel multilateral la exitosa inyección de liquidez en las principales divisas acometida mediante este tipo de líneas por los principales bancos centrales, en otoño de 2008. De momento el Fondo descarta profundizar en las posibilidades de *emisión de garantías* o de los *préstamos contra colateral*, posibilidades que le darían mucha más flexibilidad operativa, pero para las que sus propios estatutos y naturaleza suponen un límite¹⁰.

Incluso las reformas que se podrían acometer sin modificación de los Estatutos tienen implicaciones económicas y legales complejas. En general, además, de la crítica inmovilista a cualquier innovación en el instrumental del FMI, las herramientas nuevas vienen a superponerse a las existentes, generando una cierta proliferación de facilidades de crédito que analistas e inversores no conocen bien, de modo que los efectos señal pueden confundir. Por otra parte, en cuanto que se profundiza en conceptos como la precalificación o en el diseño de programas específicamente adaptados a un país o grupo de países estándar, el FMI incurre en un riesgo creciente de funcionar,

¹⁰ Piensese que el Fondo en su operativa normal ya adquiere la moneda del país prestatario contra el desembolso de las divisas. ¿Qué otro colateral tiene sentido? Por otra parte, la emisión de garantías, como la salida a los mercados por el FMI para financiarse, está limitada en sus estatutos.

de hecho, como una suerte de agencia de calificación de soberanos. Estas son preocupaciones legítimas que deberán obtener respuestas suficientes antes de proceder a implantar innovaciones que puedan resultar no utilizadas (precedente de la CCL en la década pasada, o de la SLF, de corta vida, ambas inutilizadas) o contraproducentes.

5. Conclusión

La crisis desatada en el verano de 2007 se ha llevado por delante muchas de las certezas bajo las que operaba la ciencia económica durante los últimos años. Tendrá importantes repercusiones sobre la regulación y la supervisión de los mercados financieros, sobre la definición de sus estructuras e instituciones, y sobre la actividad de los intermediarios financieros. El G20, el Comité de Basilea y el FSB avanzan en ese proceso, a veces condicionado por los impulsos descoordinados de los legisladores nacionales. Académicos y banqueros centrales aún no han llegado a un consenso sobre las consecuencias de esta crisis para el diseño y la ejecución de la política monetaria del futuro, pero los debates sobre objetivos e instrumentos son intensos y perfectamente justificados. Últimamente los límites de la política fiscal han vuelto a reabrir el viejo debate sobre la necesidad y el propósito de las reglas e instituciones fiscales.

En el contexto de esa revisión de dogmas el fallo de la arquitectura financiera internacional parece secundario, en la medida en que probablemente nadie espera nunca nada de las instituciones multilaterales. Sin embargo, la necesidad de soluciones cooperativas al dilema que plantea la recuperación de la crisis ha hecho surgir al G20 como una pieza nueva en el orden internacional. Su papel nos obliga a reflexionar sobre la misión del resto de entidades e instituciones que componen el orden económico y financiero internacional, con objeto de adaptarlas a la situación.

Esa adaptación debe partir, necesariamente, de un reconocimiento de los errores cometidos y de la co-

rrección de los mismos. El FMI debe revisar y potenciar su función supervisora para colocarse en una situación en la que sea capaz de servir de emisor de advertencias creíbles a la comunidad internacional. Además, debe completar su instrumental de intervención financiera de modo que la próxima crisis no le lleve a perder tiempo en diseñar instrumentos *ad-hoc*. Para que estas dos líneas de reforma sean verdaderamente profundas es necesario que la comunidad internacional proceda a remodelar y aclarar el mandato del Fondo. Para que estas reformas sean verdaderamente eficaces además, el Fondo deberá resolver sus propios problemas de gobierno y legitimidad, y encontrar su encaje natural en el nuevo mapa institucional internacional.

Referencias bibliográficas

- [1] BIS (2007): *77.º Informe Anual*, BIS, Basilea.
- [2] COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (2005): «The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications», BIS, Basilea.
- [3] FMI y WORLD BANK (2000): «Financial Sector Assessment Program», *A Review: Lessons from the Pilot and Issues Going Forward*, FMI, Washington DC.
- [4] FMI (2004a): *Articles of Agreement, Article I*, FMI, Washington DC.
- [5] FMI (2004b): *Articles of Agreement, Article IV*, FMI, Washington DC.
- [6] FMI (2006): *United States' Staff Report for the 2006 Article IV Consultation*, FMI, Washington DC.
- [7] FMI (2007a): *Global Financial Stability Report. Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies*, FMI, Washington DC.
- [8] FMI (2007b): «IMF Executive Board Adopts New Decision on Bilateral Surveillance Over Members' Policies», *Public Information Notice*, número 07/69, FMI, Washington DC.
- [9] FMI (2007c): «IMF's International Monetary and Financial Committee Reviews Multilateral Consultation», *Press Release*, número 07/72, IMF, Washington DC.
- [10] FMI (2007d): *World Economic Outlook. Globalization and Inequality*, FMI, Washington DC.
- [11] FMI (2009a): «Access Policy and Limits in the Credit Tranches and Under the Extended Fund Facility and on Overall Access to the Fund's General Resources, and Exceptional Access Policy», *Review and Modification, Selected Decisions*

and Selected Documents of the IMF, Thirty-Third Issue, FMI, Washington DC.

[12] FMI (2009b): «Conditionality Governing the Use of Fund Resources», *Selected Decisions and Selected Documents of the IMF, Thirty-Third Issue*, FMI, Washington DC.

[13] FMI (2009c): «IMF Governors Formally Approve USD 250 Billion General DEG Allocation», *Press Release*, número 09/283, FMI, Washington DC.

[14] FMI (2009d): *Flexible Credit Line (FCL) Arrangements*, *Selected Decisions and Selected Documents of the IMF, Thirty-Third Issue*, FMI, Washington DC.

[15] FMI (2010a): *Broadening Financial Indicators in the Special Data Dissemination Standard*, FMI, Washington DC.

[16] FMI (2010b): «The Fund's Mandate», *Future Financing Role*, IMF, Washington DC.

[17] FMI (2010c): *How did Emerging Markets Cope In The Crisis?*, FMI, Washington DC.

[18] G20 (2009a): *Global plan for recovery and reform: the Communiqué from the London Summit*, G20, London.

[19] G20 (2009b): *Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit*, G20, Pittsburgh.

[20] GOLA, C. y SPADAFORA, F. (2009): «Financial Sector Surveillance and the IMF», *Working Paper*, 09/247, FMI, Washington DC.

[21] GREENSPAN, A. (2008): «Committee on Oversight and Government Reform of the House of Representatives. The Financial Crisis and the Role of Federal Regulators», *Written Testimony and Oral Transcript*, octubre 23, US Congress, Washington DC.

[22] GUITIÁN, M. (1992): «The Unique Nature of the Responsibilities of the International Monetary Fund», *Pamphlet Series*, número 46, FMI, Washington DC.

[23] NGUYEN, H. y SERVÉN, L. (2010): «Global Imbalances Before and After the World Crisis», *Mimeo*.

[24] STRAUSS-KAHN, D. (2009): «Multilateralism and the Role of the International Monetary Fund in the Global Financial Crisis», *Speech at the School of Advanced International Studies*, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2009/042309.htm>.

[25] OSTRY, J. D.; GHOSH, A. R.; HABERMEIER, K.; CHAMÓN, M.; QURESHI, M. S., y REINHARDT, D. (2010): «Capital Inflows: The Role of Controls», *IMF Staff Position Note*, número 10/04, FMI, Washington DC.

ECONOMISTAS

COLEGIO DE
MADRID



La revista **Economistas** es la publicación del **Colegio de Economistas de Madrid**. Su periodicidad es trimestral, con tres números ordinarios y uno extraordinario.

Los números **ordinarios** son monográficos.

El número **extraordinario** recoge el análisis y la valoración de la economía española en el año anterior y sus perspectivas para el año en curso. Se presenta como un plural y completo balance del año, realizado por un amplio grupo de especialistas y estructurado en diez áreas del ámbito económico.

Información, ventas y suscripciones:

Colegio de Economistas de Madrid

Flora, 1 - 28013 Madrid

Tel. 91 559 46 02 Fax 91 559 29 16

revista.economistas@cemad.es

www.colegioeconomistasmadrid.com