


## Urgente: el FMI necesita reformas inmediatas

**Laura Alfaro** | Profesora Warren Alpert de Administración de Empresas en la Escuela de Negocios de la Universidad de Harvard, y exministra de Planificación Nacional y Política Económica, Costa Rica. Miembro del Consejo Científico del Real Instituto Elcano.


**Guillermo Calvo** | Profesor de Economía en la Universidad de Columbia, y execonomista jefe del Banco Interamericano de Desarrollo.

**Roque Fernández** | Profesor de Economía, Universidad del CEMA (UCEMA), y ex ministro de Finanzas, Argentina | @roquebfernande1 

**José de Gregorio** | Profesor titular y decano de la Escuela de Economía y Negocios de la Universidad de Chile, ex gobernador del Banco Central y exministro de Economía, Minería y Energía.

**Pablo Guidotti** | Profesor de Economía en la Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato di Tella y exviceministro de Economía, Argentina | @ peguidotti 

**Enrique Mendoza** | Profesor presidencial de Economía, Universidad de Pensilvania.

**Liliana Rojas-Suárez** | Presidenta de CLAAF, Senior Fellow y directora de la Iniciativa de América Latina en el Centro para el Desarrollo Global (CGD), y execonomista jefe para América Latina en Deutsche Bank. | @LRojasSuarez 

**Ernesto Talvi** | Investigador sénior asociado del Real Instituto Elcano, exdirector ejecutivo de CERES y ex ministro de Relaciones Exteriores, Uruguay.

**Augusto de la Torre** | Ex economista jefe para América Latina y el Caribe del Banco Mundial, y exgobernador, Banco Central de Ecuador.

**Andrés Velasco** | Decano de la Escuela de Políticas Públicas, London School of Economics, y ex ministro de Hacienda de Chile. Miembro del Consejo Científico del Real Instituto Elcano | @AndresVelasco 

## Tema<sup>1</sup>

Cuatro tendencias críticas en la economía global con importantes consecuencias requieren cambios urgentes en el FMI: (1) la creciente relevancia de la demanda global por activos líquidos, que se ha hecho evidente en las crisis recientes, con las fragilidades que la acompañan, como por ejemplo los shocks globales de liquidez; (2) niveles récord de deuda soberana con aumentos importantes en la deuda doméstica; (3) la aparición de nuevos acreedores bilaterales que ya tienen una presencia significativa en mercados emergentes y países en vías de desarrollo (EMDE, por sus siglas en inglés); y (4) el FMI está experimentando una disminución importante en la credibilidad de sus programas.

## Resumen

Esta declaración presenta un abanico de propuestas para afrontar estos nuevos desafíos: (1) crear un Fondo para Mercados Emergentes (EMF, por sus siglas en inglés); (2) modificar el Marco Común del G20 (*Common Framework*) de restructuración de deuda de los EMDE, de forma que se diferencie de manera efectiva el tratamiento de los diferentes tipos de deuda; y (3) otorgar al FMI la capacidad de refinanciar deudas pendientes de programas incumplidos.

## Análisis

En mercados financieros internacionales imperfectos existe la posibilidad de contagio, es decir, de efectos adversos que se propagan a países con fundamentos sólidos.

Los prestamistas de última instancia de las economías avanzadas pueden enfrentar eficazmente estos problemas y reducir la gravedad y duración de los impactos adversos mediante emisión monetaria, pues sus monedas son monedas de reserva, que se utilizan ampliamente en transacciones internacionales.

Sin embargo, esto no es posible para los países categorizados como mercados emergentes, los cuales tienen que depender de las monedas de reserva de las economías avanzadas. Esto exige una acumulación adecuada de reservas internacionales y/o líneas de liquidez internacional *ex-ante* como la [Línea de Crédito Contingente del FMI](#), una línea de crédito que solo es empleada por un número muy limitado de países.

## Provisión de liquidez internacional para EMDE

En este contexto, el FMI podría reducir esta asimetría entre países desarrollados y emergentes a través de la gestión de un EMF que actúe como un prestamista internacional de última instancia. El funcionamiento de este fondo resultaría en una mejora de la liquidez de la deuda externa soberana de los mercados emergentes en momentos en los que las interrupciones en el acceso a los mercados de capitales internacionales golpeen sus economías.

---

<sup>1</sup> Declaración 46 del Comité Latinoamericano de Asuntos Macroeconómicos y Financieros (CLAAF), <https://claaaf.org/>.

Inspirado en las innovaciones institucionales creadas en la UE para enfrentar el problema de contagio financiero (tal como el *Transmission Protection Instrument* creado por el Banco Central Europeo en 2022), el establecimiento de un EMF destinado a reducir el contagio que pueda ser desencadenado por turbulencias en los mercados internacionales de capital jugaría un papel similar.

En caso de un evento sistémico, el papel del EMF sería “contrarrestar las dinámicas de mercado desordenadas que no estén validadas por los fundamentos económicos de los países emergentes”. Operativamente, el EMF estaría autorizado a realizar compras temporales en el mercado secundario de [deuda soberana del grupo de países emergentes](#) sujetos a contagio, o, alternativamente, compras de un índice de bonos de mercados emergentes como el Índice Global Diversificado de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIGD), si el contagio se extiende a muchos países.

Al crear un instrumento que evita las crisis sistémicas, el EMF contribuiría a la estabilidad financiera de todos los países en desarrollo, no sólo de aquellos mercados emergentes con mayor acceso a los mercados internacionales de capitales.

Para ser efectivo en el cumplimiento de su misión, el EMF debería ser administrado por el FMI, pero segregado de su balance. Las reglas de intervención y toma de decisiones en el EMF deben ser claras pero flexibles, y su Junta Directiva debe estar preparada para actuar a corto plazo durante períodos de estrés sistémico. Estas decisiones normalmente involucrarán juicios de valor, requiriendo una capacidad ejecutiva fuerte y adecuado proceso de rendición de cuentas.

Para financiar adecuadamente el mecanismo propuesto se requerirían aproximadamente 300 mil millones de dólares, cifra que es equivalente al *stock* de deuda externa soberana en bonos mercados emergentes con vencimientos en el corto plazo (aproximadamente igual al 20% del *stock* total de deuda internacional soberana en bonos de los mercados emergentes). Este nivel de financiación es relativamente modesto y podría ser provisto por los Bancos Centrales de las economías avanzadas que emiten moneda de reserva, mediante el otorgamiento de líneas de *swap* al EMF.

Cabe reconocer que la creación del EMF generaría un *trade-off* entre el beneficio de proporcionar liquidez en momentos de interrupciones súbitas de los flujos de capital internacional y los incentivos que resultan de proveer un seguro que puede inducir a los acreedores a asumir un riesgo excesivo en los activos de los mercados emergentes.

Este *trade-off* es complejo, porque la naturaleza prospectiva de los mercados de capitales implica que el seguro puede inducir a los inversionistas extranjeros a asumir en todo momento posiciones más grandes en los mercados emergentes, y no sólo en episodios de turbulencia financiera. Esto a su vez induce una sobrevaloración general de los activos de los mercados emergentes.

Para mitigar estos efectos es esencial que las intervenciones del EMF sean contingentes a métricas que indiquen que se trata de un caso claro de contagio. El EMF tendría por lo tanto que estar preparado para reconocer situaciones en las cuales los problemas de liquidez reflejen insolvencias fundamentales. Además, la monitorización del [Artículo IV](#)

del FMI debería prestar especial atención a la presencia de problemas de consistencia temporal de las políticas.

Esto ayudaría a garantizar que el beneficio de prevenir paradas repentinas de flujos de capital inminentes supere a las distorsiones inducidas por el seguro.

### Reestructuración de la deuda pública

Debido a las necesarias respuestas de los gobiernos a la pandemia del COVID-19 y debido a las debilidades fiscales preexistentes, los ratios de deuda/PIB en los países emergentes y en desarrollo han alcanzado niveles récord históricos.

Actualmente se están llevando a cabo una serie de reestructuraciones de deuda (como, por ejemplo, en Ghana, Zambia, Sri Lanka y Etiopía). Una característica destacada de estos procesos es que se presupone que tendrán lugar bajo el Marco Común del G20, un marco que no ha funcionado.

Existen dos razones principales por las que el Marco Común del G20 ha fracasado hasta ahora. En primer lugar, en los últimos años, el papel de nuevos acreedores bilaterales, en particular, China y los países del Golfo, ha aumentado significativamente, y gran parte de sus préstamos a los países en desarrollo se efectúa con menor condicionalidad explícita que implícita en los préstamos de las instituciones multilaterales. En el caso de China, los préstamos a los países en desarrollo se realizaron con la garantía de colateral y han incluido cláusulas de no divulgación, complicando el cumplimiento del Marco Común del G20. En este contexto se torna fundamental que China participe en esquemas colectivos para reestructurar las deudas bilaterales.

En segundo lugar, el Marco Común del G20 establece que la deuda doméstica debería incluirse en las reestructuraciones, junto con la deuda externa. No estamos de acuerdo. La deuda doméstica debería excluirse del Marco Común del G20 y tratarse por separado, caso por caso, con reglas diferentes según las circunstancias específicas de cada país y la composición de los tenedores de deuda doméstica.

Existen tres argumentos principales a favor de este tratamiento diferencial caso por caso. En primer lugar, existen enormes complejidades legales al mezclar jurisdicciones domésticas y externas. En segundo lugar, está el hecho obvio de que los tenedores de deuda denominada en moneda local están expuestos a la dilución de esta deuda a través de la inflación, mientras que los tenedores de deuda denominada en moneda fuerte no lo están. En tercer lugar, las consecuencias políticas, sociales, y para el sistema financiero que se derivan de la reestructuración de la deuda doméstica, son notablemente diferentes a las de la reestructuración de la deuda externa.

Con respecto al último argumento, mientras que la reestructuración de la deuda externa contribuye a reducir el exceso de deuda del país y a restaurar la sostenibilidad, la reestructuración de la deuda doméstica puede no necesariamente hacerlo. Por ejemplo, si la mayor parte de la deuda doméstica estuviera en manos de los bancos, el gobierno podría verse obligado a recapitalizar el sistema bancario para evitar una crisis bancaria.

Una vez más esta distinción entre deuda externa y doméstica puede generar un problema de incentivos e inducir a los bancos a tener mayor exposición a la deuda pública. Por lo tanto, debe limitarse la exposición indebida de los bancos a la deuda del sector público mediante una regulación adecuada.

En muchas economías emergentes y en desarrollo, la mayor parte de la deuda doméstica está en manos de fondos de pensiones que han sido un factor esencial detrás del desarrollo del mercado de capitales locales. Además, la reestructuración de la deuda doméstica implicaría confiscar a futuros jubilados, lo cual puede ser social y políticamente inaceptable.

### Refinanciación de la deuda con el FMI en programas fallidos

Los préstamos del FMI tienen dos objetivos principales. En primer lugar, proporcionar financiación a los países que experimentan crisis de balanza de pagos y/o estrés fiscal, aunque el estrés fiscal per se no es un objetivo declarado del apoyo financiero del FMI, pero a menudo es uno *de facto*.

En segundo lugar, al negociar las condicionalidades de los programas con los países miembros, el FMI no sólo busca garantizar el repago de sus préstamos, sino que también proporcionan un respaldo implícito al marco de política económica del país que recibe financiación. Tal respaldo, a veces denominado “sello de aprobación”, es importante para fortalecer la credibilidad de las políticas económicas de los países y contribuye a reducir el coste de financiación de estos y a la recuperación del acceso a los mercados financieros internacionales.

En el caso de un programa fallido, como el caso de Argentina, el FMI se enfrenta a una elección difícil. Para refinanciar un préstamo existente, el FMI puede verse obligado a aceptar un mal programa y ser excesivamente indulgente al otorgar sucesivas exenciones por el incumplimiento de los objetivos del programa.

De lo contrario, si no se acuerda un nuevo programa, el FMI no tiene más opción que obligar al país deudor a caer en mora con la institución. Ambas alternativas están lejos de ser óptimas. La primera erosiona la credibilidad del FMI, mientras que la segunda es una especie de “opción nuclear” que puede agravar considerablemente la inestabilidad económica del país involucrado y puede conducir a tensiones sociales e inestabilidad política.

Para permitir la refinanciación de un préstamo fallido sin obligar al FMI a aceptar programas débiles o inconsistentes, los préstamos relacionados con programas fallidos deberían ser refinanciados con un recargo (*surcharge*) a la tasa de interés, pero sin requerir un nuevo programa del FMI. El FMI debería tener la capacidad de refinanciar, por una sola vez, un préstamo relacionado con un programa fallido mediante un nuevo préstamo con alargamiento de plazos (por ejemplo, con un vencimiento a 10 años), pero sin involucrar un nuevo programa. El recargo de interés representa un coste para el país deudor, pero también es un incentivo para negociar a futuro un nuevo programa. Cuando se acuerda un nuevo programa, el recargo de interés debe ser eliminado.

Introducir este cambio en las políticas de préstamos del FMI protegería la credibilidad de sus programas y haría más transparente la relación con el país deudor. La reestructuración de la deuda con el FMI con los países con programas fallidos se manejaría de manera más eficiente por un nuevo departamento dentro del FMI o por una nueva división dentro de un departamento, que no esté directamente involucrada en las operaciones de préstamo, como por ejemplo el departamento legal. Dicho departamento o división también tendría la tarea de coordinar la reestructuración con otros acreedores bilaterales para proteger mejor el estatus de acreedor senior del FMI.