



Urgente: El FMI necesita reformas inmediatas

Comité Latino Americano de Asuntos Financieros Declaración No. 46

I. Introducción

El Comité ha identificado tres tendencias críticas en la economía global con implicaciones profundas que 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 acompañan a este desarrollo, como son, por ejemplo los shocks de liquidez globales; 2) niveles récord de deuda soberana con aumentos importantes en la deuda doméstica; y 3) la aparición de nuevos acreedores bilaterales oficiales que vienen teniendo presencia significativa en mercados emergentes y países en vías de desarrollo (EMDEs, por sus siglas en inglés). Además, el FMI está experimentando una disminución importante en la credibilidad de sus programas.

Esta declaración presenta propuestas amplias para enfrentar estos nuevos desarrollos: 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 EMDEs, de forma que se diferencie de manera efectiva el tratamiento de las diferentes clases de deuda; y 3) otorgar al FMI la capacidad de refinanciar los saldos de deudas de programas que pueden considerarse como fallidos.

II. Provisión de liquidez internacional para EMDEs

En los mercados financieros internacionales imperfectos, existe la posibilidad de *contagio*, es decir 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 emisiones monetarias, pues sus monedas son consideradas *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 del dinero de reserva creado por 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.

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 los mercados de capitales internacionales golpeen sus economías.

Inspirado en las innovaciones institucionales creadas en la Unión Europea para enfrentar el problema de contagio financiero (tal como el Instrumento de Protección de Transmisión creado por el Banco Central Europeo en 2022), **el Comité propone el establecimiento de un EMF destinado a reducir el contagio que puede ser desencadenado por turbulencias en los mercados internacionales de capital.** 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 de un grupo de países emergentes sujetos a contagio, o, alternativamente, compras de un índice de bonos de mercados emergentes como el EMBIGD (Índice Global Diversificado de Bonos de Mercados Emergentes), 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 solo aquellos mercados emergentes con mayor acceso a los mercados internacionales de capitales.**

Para ser efectivo en el cumplimiento de su misión, **el Comité considera que 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 periodos de estrés sistémico. Estas decisiones normalmente involucrarían juicios de valor, requiriendo una gobernanza fuerte. **El Comité cree que para financiar adecuadamente el mecanismo propuesto se requerirían aproximadamente USD 300 mil millones, cifra que es equivalente al saldo de la deuda externa soberana en bonos a corto plazo de los mercados emergentes (aproximadamente igual al 20% del saldo total de la 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. Con esto se evitaría los problemas innecesarios impuestos a los países emergentes y en desarrollo en momentos de interrupciones en los mercados de capitales internacionales.

El Comité reconoce que la creación del EMF generaría un *trade-off* entre el beneficio de proporcionar liquidez en momentos de paradas repentinas de los flujos de capital internacional y el costo del problema de *riesgo moral* que resulta de proveer un *put option* que induce 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 *put option* puede inducir a los inversionistas extranjeros a asumir en todo momento posiciones más grandes en los mercados emergentes, y no solo en episodios de turbulencia financiera. Esto a su vez induce una sobrevaloración general de los activos de los mercados emergentes. Para mitigar estos efectos del *put option*, es esencial que las intervenciones del EMF sean contingentes a métricas que indiquen que la probabilidad de una parada repentina de flujos de capital está aumentando (por ejemplo, tasas de apalancamiento altas, fuertes apreciaciones reales de las monedas, altos déficits en cuenta corriente). Esto ayudaría a garantizar que el beneficio de prevenir paradas repentinas de flujos de capital inminentes supere las distorsiones del *put option*. Una forma de debilitar significativamente esas distorsiones es mantener el EMF inactivo en momentos en que la probabilidad de turbulencias en los mercados internacionales de capital es baja. **El EMF tendría que estar atento a reconocer situaciones donde los problemas de liquidez generalizados reflejen insolvencias fundamentales en un amplio número de mercados emergentes. Además, el monitoreo del Artículo IV del FMI debería prestar especial atención a la presencia de problemas de consistencia temporal de las políticas.**

III. Reestructuración de la deuda pública

Debido a las necesarias respuestas de los gobiernos a la pandemia de 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 en este grupo de países (por ejemplo, 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 los nuevos acreedores oficiales 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 la implicada en los préstamos de las instituciones multilaterales. En el caso de China, los préstamos a los países en desarrollo han sido involucrado un colateral y han incluido cláusulas de no divulgación, complicando el cumplimiento del Marco Común del G20. **El Comité apoya los llamados para 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. **El Comité no está de acuerdo y considera que 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 implicaciones políticas, sociales y del 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 las deudas externas 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. Sin embargo, el Comité reconoce que esto puede generar un problema de *riesgo moral* e inducir a los bancos a comprar más deuda pública. Por lo tanto, **el Comité recomienda limitar la exposición indebida de los bancos a la deuda del sector público mediante una regulación adecuada.**

En muchos países de 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. Top of Form

IV. Refinanciamiento de la deuda con el FMI en programas fallidos

Los préstamos del FMI tienen dos objetivos principales. En primer lugar, proporciona financiamiento 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 solo busca garantizar la devolución de sus préstamos, sino que también proporciona un respaldo implícito al marco de política del país que recibe financiamiento. Tal respaldo, a veces denominado “sello de aprobación”, es importante para fortalecer la credibilidad de la política de los países y contribuye a reducir el costo de financiamiento 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 disturbios sociales y políticos.

Para permitir la refinanciación de un préstamo fallido sin obligar al FMI a aceptar programas débiles o inconsistentes, **el Comité considera que los préstamos relacionados con programas fallidos deberían ser refinanciados con un recargo (surcharge) de interés, pero sin requerir un nuevo programa del FMI.** El FMI debería tener la capacidad de refinanciar, por solo una 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 costo para el país deudor, pero también es un incentivo para negociar en el futuro un nuevo y adecuado programa. Cuando se acuerda un nuevo programa, el recargo de interés debe ser eliminado.

El Comité considera que introducir este cambio en las políticas de préstamo del FMI protegería la credibilidad de los programas del FMI y haría más transparente la relación con el país deudor. El Comité también considera que la reestructuración de 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 involucrado en las operaciones de préstamo, como el departamento legal. Dicho departamento o división también tendría la tarea de coordinar la reestructuración con otros acreedores bilaterales oficiales para proteger mejor el estatus de acreedor preferido del FMI.

El Comité Latinoamericano de Asuntos Macroeconómicos y Financieros (CLAAF) agradece el apoyo financiero otorgado por el Centro para el Desarrollo Global (CGD), el Banco Central de Chile y FLAR para financiar sus actividades durante el año 2023. El Comité agradece a Nayke Montgomery Guzmán por su apoyo en la producción de esta declaración. El Comité es totalmente independiente y autónomo en la redacción de sus declaraciones

Esta declaración fue producida en conjunto por:

LAURA ALFARO, Profesora Warren Albert, Escuela de Negocios de Harvard, Ex Ministra de Planificación Nacional y Política Económica, Costa Rica.

GUILLERMO CALVO, Profesor, Universidad de Columbia; ex Economista Jefe del Banco Interamericano de Desarrollo.

JOSÉ DE GREGORIO, Profesor de Economía, Universidad de Chile. Ex gobernador del Banco Central y ex ministro de Economía, Minería, Chile.

AUGUSTO DE LA TORRE, Ex Economista Jefe para América Latina y el Caribe del Banco Mundial. Ex gobernador, Banco Central de Ecuador.

PABLO GUIDOTTI, Profesor de la Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato di Tella; ex Vice Ministro de Economía, Argentina.

ENRIQUE MENDOZA, Profesor Presidencial de Economía, Universidad de Pensilvania.

ROQUE FERNANDEZ, Profesor de economía, Universidad UCEMA; ex Ministro de Finanzas, Argentina

ERNESTO TALVI, Senior Fellow del Real Instituto Elcano, Madrid, ex-Director Ejecutivo de CERES y ex-Ministro de Relaciones Exteriores, Uruguay,

LILIANA ROJAS-SUAREZ, presidenta de CLAAF; Senior Fellow y Directora de la Iniciativa de América Latina en el Centro para el Desarrollo Global (CGD); y ex economista jefe para América Latina en Deutsche Bank.

ANDRÉS VELASCO, Decano de la Escuela de Políticas Públicas de la London School of Economics, Reino Unido. Ex Ministro de Hacienda de Chile.

