

Este artículo ha sido elaborado por Isabel Garrido Chamorro, Pablo Moreno García y Xavier Serra Stecher, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

### Introducción

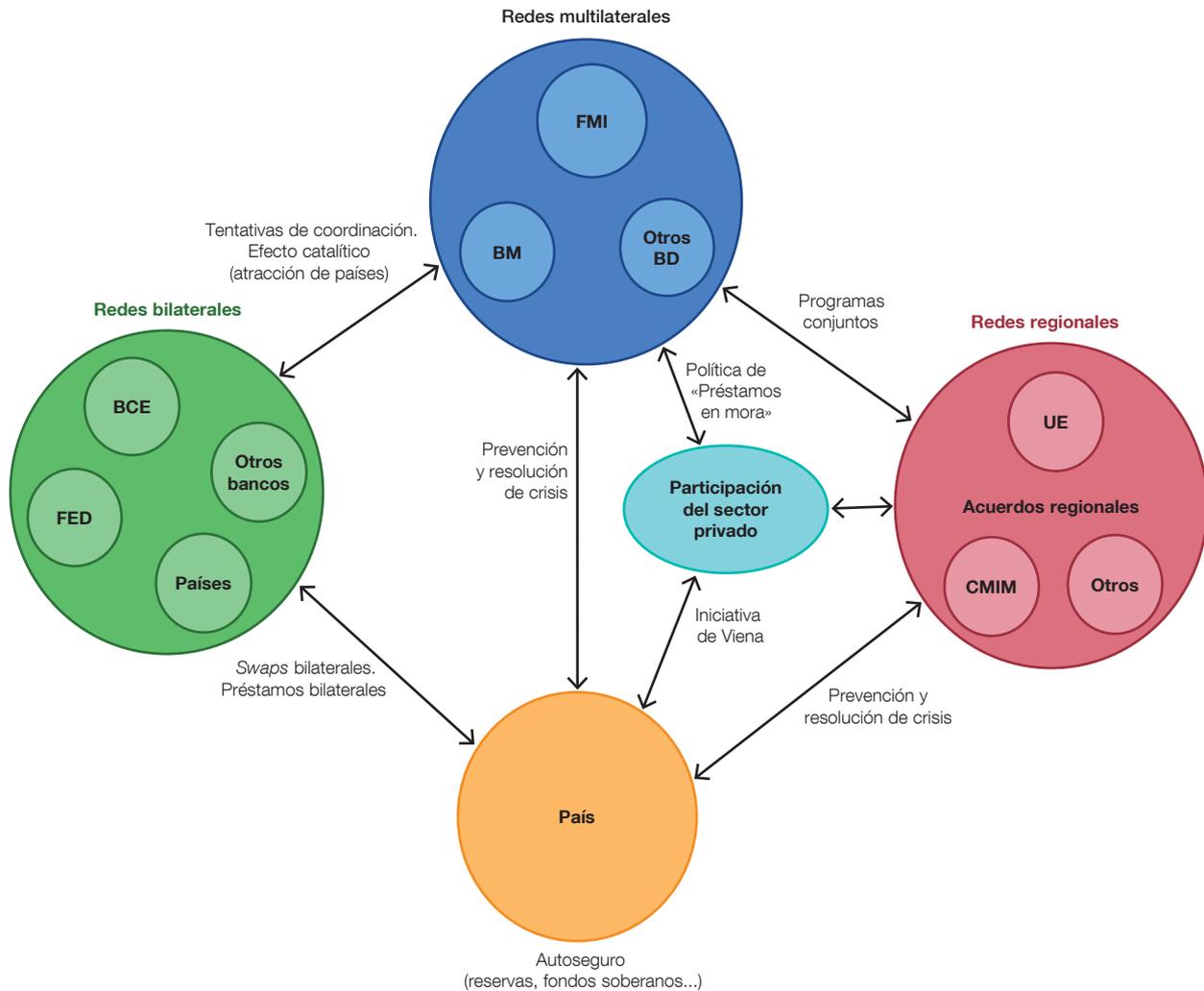
A raíz de la crisis financiera global, el conjunto de instituciones que conforman lo que podríamos llamar la Gobernanza Económica Internacional ha experimentado importantes transformaciones. El punto de partida fue la configuración del G 20 como el principal foro de orientación estratégica global, en sustitución del G 7, a partir de finales de 2008. El G-20 ha impulsado profundos cambios en la estructura institucional multilateral, incluyendo la reforma de los organismos que tuvieron su origen en Bretton Woods<sup>1</sup> —fundamentalmente del Fondo Monetario Internacional (FMI)—, así como la activación del Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*, FSB). En este contexto, los organismos nacionales y regionales, tanto en el ámbito de la financiación como en el de la supervisión y vigilancia (por ejemplo, las nuevas autoridades supervisoras en Europa), han registrado, igualmente, un impulso notable.

La magnitud de la crisis ha provocado también la reactivación de los mecanismos multilaterales de financiación y ha dotado de un nuevo protagonismo a los Acuerdos Regionales de Financiación (*Regional Financial Agreements*, RFA) como respuesta adicional a la política de préstamo tradicionalmente ofrecida por el FMI. En un contexto de elevada interconexión de economías y mercados, la primera línea de defensa de las naciones ante las crisis —políticas macroeconómicas contracíclicas, apoyo a los sistemas financieros nacionales, etc.— puede resultar insuficiente para gestionar crisis que, en ocasiones, se extienden por la vía del contagio, fuera del control de los países. Se hace, así, necesario recurrir al respaldo que ofrecen el FMI y los RFA, especialmente en zonas con una elevada integración económica y un elevado riesgo de contagio entre los países de la región. En este sentido, según estimaciones del [FMI (2011)], si se comparan las crisis producidas a finales de la pasada década de los noventa (en particular, del Sudeste asiático y Rusia) con la crisis global actual, se advierte un incremento significativo en el porcentaje de países con fundamentos sólidos que se han visto afectados, del 7 % al 34 %.

En este artículo se analizan los principales elementos de los acuerdos regionales de financiación, entendiendo como tales los acuerdos en virtud de los cuales diversos países, normalmente circunscritos a un área geográfica, con intereses económicos y financieros análogos, y un grado de integración financiera y económica variable, convienen una determinada política de apoyo financiero común a sus economías o a sus sistemas financieros, en respuesta a las crisis que pudieran afectar a cualquiera de sus miembros<sup>2</sup>. En primer lugar, se enmarcan estos acuerdos dentro del ámbito más amplio de las Redes de Seguridad Financiera Global; en segundo lugar, se analizan las características de los principales acuerdos y sus diferentes niveles de desarrollo; y, por último, se apuntan una serie de elementos en relación con su coordinación con el FMI, como institución tradicional en la prevención y resolución de crisis. Lejos de una concepción antagónica entre el Fondo y los acuerdos regionales, se discute cómo reforzar la cohabitación y potenciar la complementariedad entre ambas vías de aseguramiento financiero.

<sup>1</sup> Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial y Organización Mundial del Comercio (OMC).

<sup>2</sup> En la elaboración de este artículo se han tenido en cuenta las conclusiones del informe elaborado por el grupo de trabajo sobre el FMI del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central Europeo, en el que han participado los autores [IRC Taskforce on IMF issues (2011)].



FUENTE: Banco de España.

NOTA: BCE: Banco Central Europeo; BD: Bancos de Desarrollo; BM: Banco Mundial; CMIM: Multilateralización de la Iniciativa Chiang Mai; FED: Reserva Federal; FMI: Fondo Monetario Internacional; UE: Unión Europea.

### Las Redes de Seguridad Financiera Global

Los acuerdos regionales forman parte del conjunto más amplio de fuentes de apoyo y financiación a las que puede recurrir un país que se enfrenta a una crisis, en lo que se ha venido a denominar las Redes de Seguridad Financiera Global (*Global Financial Safety Nets*, GFSN). El esquema 1 muestra los distintos niveles que componen estas redes y las conexiones entre ellas.

En respuesta a posibles presiones de la balanza de pagos, los países deben apoyarse, en primer lugar, en los recursos acumulados previamente y en la aplicación de políticas de ajuste macroeconómico que reduzcan el desequilibrio exterior. La acumulación de reservas constituye la primera fuente de «autoaseguramiento» ante posibles necesidades futuras de divisas; los fondos soberanos o de estabilización de algunos países pueden jugar un papel análogo en algunas circunstancias. Durante el período 2000-2010, la acumulación de reservas internacionales se incrementó en torno a un 350 %, con una fuerte concentración en unas pocas economías emergentes, fundamentalmente asiáticas. No obstante, una excesiva acumulación entraña riesgos, pues es costosa y puede conducir a una

asignación de recursos ineficiente; además, en muchos casos, la acumulación no responde necesariamente a motivos preventivos, sino mercantilistas o de otra índole<sup>3</sup>.

De manera complementaria, el país puede participar en diversas redes de protección financiera, no excluyentes entre sí, con alcance bilateral, regional y multilateral, que vienen a constituir una fuente de aseguramiento con terceros. En su caso, se puede promover la implicación del sector privado (*Private Sector Involvement*, PSI) en la gestión y resolución ordenada de las crisis.

En el ámbito bilateral, los principales mecanismos son la provisión de liquidez a través de *swaps* de divisas concedidos entre bancos centrales y los préstamos bilaterales entre países. Es frecuente que, tanto unos como otros, se articulen de manera concertada por varios agentes. Los *swaps* de la FED americana han jugado un papel clave porque el mercado demandaba dólares. Desde 2008, la FED ha establecido varias líneas de *swap* con los bancos centrales de las principales economías avanzadas y de algunas economías emergentes, incluyendo Brasil, Corea, México y Singapur. Otras iniciativas han incluido las líneas de *swap* del BCE con países nórdicos y de Europa del Este para afrontar sus problemas de liquidez, o las realizadas por China con terceros países emergentes como Argentina, Indonesia, Malasia, Corea, Hong Kong y Bielorrusia [BIS (2010)]. Estas redes proveen liquidez de un modo discrecional por parte del banco central que la concede, con el fin de evitar generar incentivos perversos en términos de riesgo moral en el país receptor.

También en el ámbito bilateral se han creado redes *ad hoc* a través de préstamos bilaterales entre países con estrechos vínculos económicos. Es el caso reciente, por ejemplo, de los países nórdicos en el rescate a Islandia en 2008, con la concesión de préstamos bilaterales por parte de los Gobiernos de Dinamarca, Finlandia y Suecia, y el banco central de Noruega por valor de 1.775 millones de euros; o el caso de Irlanda, con los préstamos bilaterales del Reino Unido, Suecia y Dinamarca por importe de 4.800 millones de euros. Estas ayudas suelen incluirse en el marco de paquetes más amplios, dentro de programas conjuntos con el FMI y, en su caso, la Comisión Europea.

Las instituciones financieras internacionales (IFI) constituyen las redes multilaterales. Entre ellas, la principal es el FMI, en su función de garante de la estabilidad económica y financiera internacional. En este sentido, la pertenencia al Fondo se puede considerar como la participación en un acuerdo de financiación con cobertura prácticamente universal. Por su parte, el Banco Mundial y los bancos de desarrollo, están más orientados al impulso del crecimiento y ofrecen préstamos de naturaleza más sectorial (aunque no exclusiva); aun así, están reprogramando sus actividades de forma que adquieran un carácter más contracíclico, incrementando sus programas de inversión en las fases recesivas de la actividad.

Desde 2009, el Fondo ha reformado en profundidad sus instrumentos de resolución de crisis, permitiendo un uso más flexible de los mismos que incluye, entre otras medidas, una condicionalidad más adaptada a las circunstancias del país y la duplicación del acceso ordinario a los recursos financieros. También ha activado nuevas líneas financieras de aseguramiento y prevención de crisis para países con fundamentos sólidos, pero vulnerables a contagios y otras perturbaciones exógenas: la Línea de Crédito Flexible y

---

<sup>3</sup> De hecho, este es uno de los factores que contribuyen a acentuar los desequilibrios globales. Para un estudio sobre la acumulación de reservas y sus límites, véase Alberola y Serena Garralda (2007).

la Línea de Precaución y Liquidez (FCL y PLL, respectivamente, por sus siglas en inglés). Se amplía así el instrumental de la función preventiva del Fondo, que ahora se aborda tanto a través de la supervisión como a través de la política de préstamo<sup>4</sup>. Por lo que respecta a las condiciones del apoyo financiero del FMI, siempre se considera sénior con respecto al resto de deudas, por lo que goza de prelación respecto al resto de acreedores<sup>5</sup>.

El FMI también juega un papel crucial en el campo de la participación del sector privado (*private sector involvement*, PSI) a través de su política de préstamo a países en mora (*Lending into Arrears*, LiA) y de su participación, con otras IFI y acreedores oficiales, en procesos de reestructuración de deuda soberana, como los que se negocian en el marco del Club de París desde 1956. Además, ha participado, junto a los bancos centrales europeos y la Unión Europea, en otros mecanismos de implicación del sector privado, como la Iniciativa de Viena, a través de la cual algunos de los principales bancos europeos con importante exposición en Europa del Este convinieron, en marzo de 2009, evitar la detración de depósitos de países del área en apoyo de la viabilidad financiera de la región. Como complemento a todo ello, la participación del FMI en la ayuda a un país opera como catalizador de otros recursos oficiales y privados.

Por último, otro tipo de red de financiación es la de los acuerdos regionales, que suelen coordinar su labor con otros organismos, como el FMI o los bancos centrales.

Cada una de las redes entraña ventajas e inconvenientes. Así, los *swaps* bilaterales ofrecen una implementación rápida y flexible, pero, al mismo tiempo, la discrecionalidad en su aplicación dificulta sustancialmente su predictibilidad y, en consecuencia, su alcance<sup>6</sup>. Los acuerdos regionales tienen, por lo general, un conocimiento más profundo de la región, de sus vínculos y condicionantes sociopolíticos, y pueden ejercer una mayor presión paritaria sobre los países del área. El FMI, por su parte, dispone de una mayor experiencia en el análisis global e interregional, y cuenta con una mayor especialización en el diseño de estrategias de apoyo a los países.

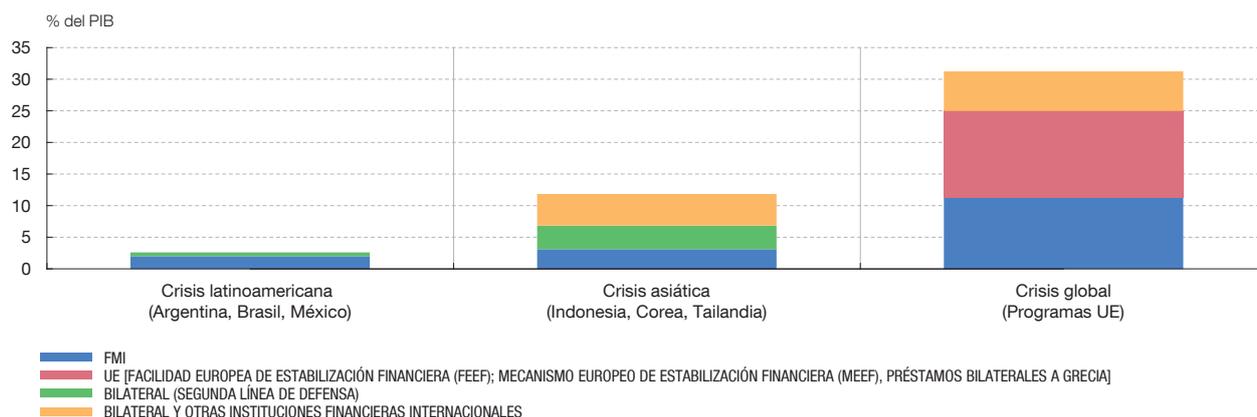
El potencial financiero también es diferente. Como veremos, los acuerdos regionales cuentan con menos recursos financieros que el FMI, y pueden ser insuficientes en el caso de un contagio generalizado. El carácter cuasi universal del Fondo confiere a esta institución una capacidad de financiación mayor, donde el reparto de la carga y el riesgo se diluyen entre un número de países más elevado, sin concentrarse en una única región.

Precisamente, la distinta naturaleza y características de las redes permiten extraer sinergias de su uso conjunto. De hecho, el consenso entre el Fondo y el G 20 avanza hacia un uso complementario de las mismas. En un contexto de crecientes interrelaciones económicas —y de crecientes necesidades de recursos para afrontar crisis de balanza de pagos—, la actuación conjunta, a diversos niveles, en la prevención y resolución de las crisis ofrece importantes efectos multiplicadores sobre los recursos utilizados, además de constituir una valiosa señal para los mercados.

4 Para un análisis de las reformas de la política de préstamos del FMI, véase Moreno (2012), capítulo 5.

5 El estatus de acreedor preferente del FMI sirve de salvaguardia de los recursos financieros de la institución, asegura la financiación del país cuando este pierde el acceso a los mercados internacionales o dicho acceso se torna insostenible, y permite la sustitución de la prima de riesgo por la inclusión de condicionalidad en el programa financiado por el FMI.

6 El Fondo ha intentado promover —aunque sin éxito— la creación de un mecanismo de estabilización global dentro de la institución desde el que centralizar y coordinar, entre otras actuaciones, la provisión de liquidez de modo complementario o sustitutivo a las redes bilaterales que forman los bancos centrales.



FUENTES: FMI (2011) y Ghosh *et al.* (2002).

Este carácter complementario se ha puesto de manifiesto en los últimos años. El gráfico 1 ilustra cómo ha cambiado el reparto de la carga de la financiación, medido por el tamaño medio de las ayudas en porcentaje del PIB de los países receptores, entre los diferentes agentes en diversas crisis. Como se aprecia, ha sido en la reciente crisis financiera global cuando los acuerdos regionales —en particular, las contribuciones de la UE— han pasado a tener un papel protagonista en la resolución de crisis, antes limitado a instituciones financieras internacionales y ayudas bilaterales.

**Los acuerdos regionales de financiación**

Desde finales de la década de los noventa, y antes de la irrupción de la crisis actual, cobró fuerza la idea de constituir nuevos acuerdos regionales o reforzar los existentes como alternativa al recurso financiero al FMI. La tradicional infrarrepresentación de los países emergentes en los órganos de gobierno del Fondo, el descontento con su gestión en la resolución de la crisis asiática y el encarecimiento del crédito concedido conforme disminuía su cartera de préstamos son factores que explican, en parte, una creciente desafección de las economías emergentes con el FMI y el movimiento centrífugo a favor de alternativas regionales. En esos años se creó la iniciativa Chiang Mai, como alternativa regional (2000); más adelante, en 2005, se produjo el reintegro anticipado por parte de Brasil y Argentina de los préstamos que tenían con el FMI, y surgió el proyecto del Banco del Sur en América Latina, en 2007.

La crisis financiera global ha supuesto un nuevo impulso de los acuerdos regionales, esta vez centrado en Europa y —en menor medida y a nivel institucional— en Asia. En este caso, el Fondo ha mantenido una posición más abierta hacia estos acuerdos, abordando desde el principio una estrategia de colaboración como complemento de su propia actividad. Por otro lado, las reticencias de las economías emergentes hacia el FMI han disminuido tras las reformas en la gobernabilidad del Fondo, que han aumentado significativamente su peso en la institución<sup>7</sup>.

Los acuerdos regionales son de muy diversa índole, y sus características vienen determinadas por los objetivos de cada uno y la naturaleza y tamaño de las economías de sus

7 La reforma de 2010 supone: a) la duplicación de los recursos propios del FMI; b) la transferencia de casi un 6 % del poder de voto relativo a favor de los países emergentes y en desarrollo más dinámicos; c) la protección del poder de voto de los miembros más pobres; d) un compromiso de revisión de la composición del Directorio Ejecutivo cada ocho años; e) la reducción de dos directores ejecutivos de países europeos avanzados, en el Directorio y f) un Directorio integrado por 24 directores ejecutivos electos.

Tamaño y ámbito	Principales características	Relación con el FMI	Utilización
Europa (a)			
Área del euro (17 países) FEEF (1.058 mm\$)	Objetivos: apoyo a balanza de pagos (FEEF, MTFA, MEEF); mercado de deuda (FEEF); sistema financiero (FEEF).	MTFA: no previsto, pero en la práctica sí hay cofinanciación y programa conjunto.	FEEF: 2 préstamos/ total 59,7 mm\$.
UE MTFA (10 países- UE no AE) y MEEF (27 países) (presupuesto UE)	Instrumentos: préstamos —incluso precautorios (FEEF; MTFA)—.  Condicionidad: sí en la mayoría de los casos (FEEF admite alguna excepción).	FEEF, MEEF: en general, requieren programa previo FMI + CE. Reparto: FMI (1/3); Europa (2/3).	MTFA: 4 préstamos/ total 21,7 mm\$ (desde 2008).  MEEF: 2 préstamos/ total 65,8 mm\$.
CMIM: Multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai (desde 2010)			
120 mm\$  13 países (ASEAN + 3) Reparto: 80/20, NEA/SEA (b)	Objetivos: hacer frente a crisis de deuda soberana y de balanza de pagos de sus miembros.  Instrumentos: <i>swaps</i> .  Condicionidad: el primer 20 % es incondicional.	El 80 % de la financiación está sujeta a un SBA del FMI.	No se ha utilizado aún.
AMF: Arab Monetary Fund (desde 1977)			
2,85 mm\$  22 países	Objetivos: déficit de balanza de pagos, reformas estructurales, cooperación monetaria, comercio.  Instrumentos: préstamos a corto y medio plazo y garantías. Préstamos para problemas de BdP, reformas estructurales y comercio.  Condicionidad: en algunos casos es preciso un programa de reformas.	No se contempla un papel del FMI.  Vincula el tipo de interés de sus préstamos al del DEG.  El AMF es tenedor de DEG.	1978-2010:  150 préstamos/ total 6,2 mm\$ (67 % para BdP).
FLAR: Fondo Latinoamericano de Reservas (desde 1988)			
2,34 mm\$  7 países	Objetivos: apoyo a balanza de pagos, mejora de las condiciones de inversión de las reservas internacionales, y contribución a la armonización de las políticas cambiarías, monetarias y financieras de sus miembros.  Instrumentos: créditos o garantías a favor de los bancos centrales nacionales.  No existe condicionidad para los créditos.	No se contempla un papel del FMI.  El FLAR es tenedor de DEG.	1988-2011:  21 préstamos/ total 7,5 mm\$ (90 % para BdP y liquidez).

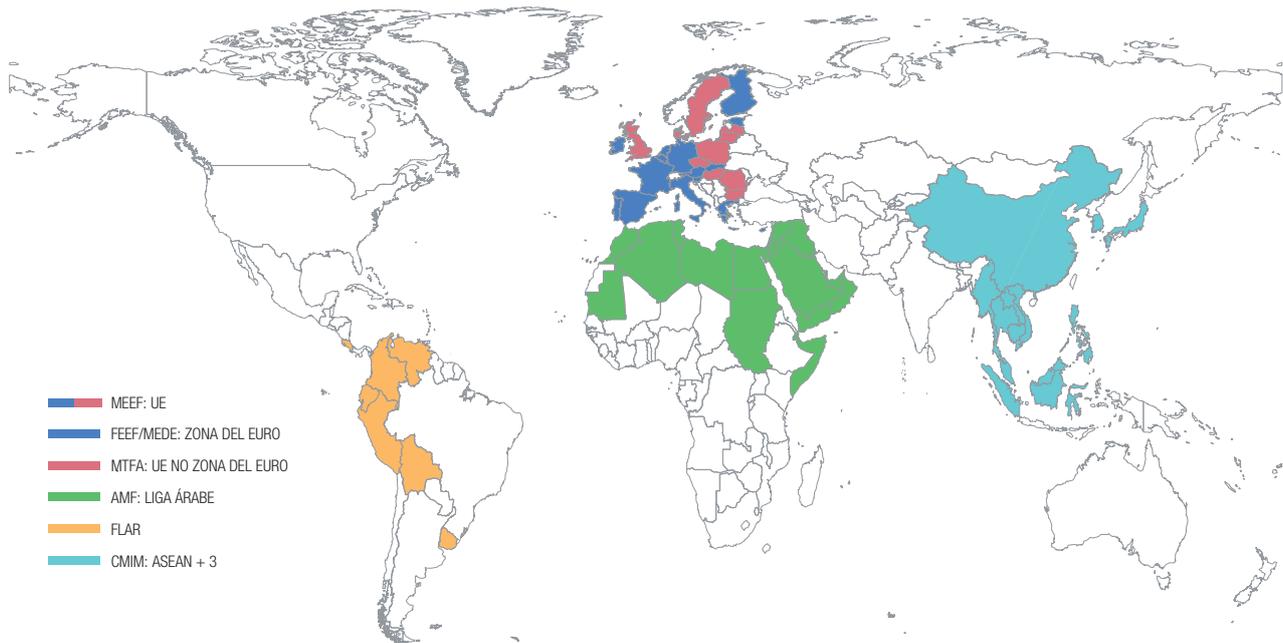
FUENTE: Banco de España.

NOTA: AE: área del euro; BdP: balanza de pagos; DEG: Derechos Especiales de Giro; FEEF: Facilidad Europea de Estabilización Financiera; MEEF: Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera; MTFA: *Medium-Term Financial Assistance*; SBA: *Stand-By Assistance*.

a Para más detalle respecto a las características de los Acuerdos Regionales de Financiación Europeos, véase cuadro 2.

b NEA incluye: China, Japón y Corea; SEA incluye: Indonesia, Tailandia, Malasia, Singapur, Filipinas, Vietnam, Camboya, Birmania, Brunei y Laos.

miembros. Estos organismos no son entes aislados en la región, sino que, por lo general, se inscriben en una red más amplia de estructuras regionales con mayor o menor grado de cohesión o estado de madurez. Si bien todos ellos incluyen entre sus principales objetivos la financiación de sus miembros en situaciones de crisis de balanza de pagos, algunos tienen vocación de convertirse en organizaciones regionales monetarias más allá de un acuerdo de financiación, por lo que atienden, con diversos grados de desarrollo, a otros fines, como promover la estabilidad financiera y el desarrollo del mercado de deuda pública o del comercio en la región. El cuadro 1 sintetiza las características de los principales acuerdos regionales.



FUENTE: Banco de España.

NOTAS: A excepción de Palestina, todos los países señalados pertenecen al FMI.

MEEF: Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera; FEEF: Facilidad Europea de Estabilidad Financiera; MEDE: Mecanismo Europeo de Estabilidad; MTFA: *Medium-Term Financial Assistance*, AMF: *Arab Monetary Fund*; FLAR: Fondo Latinoamericano de Reservas; CMIM: Multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai.

## LOS ACUERDOS EUROPEOS

La experiencia europea en el desarrollo de mecanismos regionales de financiación es la más extensa y ha sufrido una transformación radical con la actual crisis. A lo largo de su historia, la Unión Europea ha ido adaptando sus mecanismos de apoyo a las circunstancias, tanto en cuanto a su finalidad como en cuanto al importe e instrumentos. Los dos factores que han catalizado la evolución de los acuerdos financiación en Europa han sido la construcción de la UE (y el nacimiento del euro) y la reciente crisis económica. El cuadro 2 recoge las características de los principales mecanismos europeos vigentes en la actualidad, además del futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

Desde los años setenta, Europa ha venido desarrollando una serie de mecanismos de financiación en apoyo al tipo de cambio o a la balanza de pagos. Con la introducción del euro y la creación de la Unión Monetaria, unos instrumentos desaparecieron y otros evolucionaron; esto es lo que ocurrió con: i) el Mecanismo de Ayuda Financiera a Medio Plazo (MTFA<sup>8</sup>), que, desde 2002, tras la introducción de la moneda única, ha reducido su volumen y se limita a miembros de la UE que no hayan adoptado el euro, y ii) la Ayuda Macrofinanciera (MFA) concebida en 1972 para el apoyo a las balanzas de pagos de los Estados miembros, que en 1990 se amplió a terceros países con estrechos vínculos políticos y económicos con la UE<sup>9</sup>.

La MTFA y la MFA conceden ayuda financiera sujeta a una fuerte condicionalidad y en estrecha coordinación con aportaciones bilaterales de otros países, de otros instrumentos comunitarios y de instituciones financieras internacionales, principalmente el FMI y el

<sup>8</sup> También denominado Balance of Payments Assistance (BoP). El antecedente del MTFA data de 1972. En 1988 se fusionó con el Mecanismo único de empréstitos comunitarios destinados al sostenimiento de las balanzas de pagos.

<sup>9</sup> Su ampliación abarca países de Europa Central y Oriental y, progresivamente, de la antigua Unión Soviética y Cuenca Mediterránea. Ha jugado un papel importante en la estabilidad política y macroeconómica de los países candidatos a la UE, candidatos potenciales y otros países vecinos.

Mecanismo	Forma legal	Capacidad de préstamo (en mm€)	Ámbito		Origen y garantía de los fondos	Instrumentos
			Prestamistas/ Importe comprometido	Prestatarios		
Ayuda macrofinanciera (MFA).		0,6		Terceros países.	Presupuesto UE.	Subvenciones (a).
Ayuda Financiera a Medio Plazo a Balanza de Pagos (MTFA).	Mecanismo de ayuda financiera de la UE.	50	UE (27 Estados). Importe procedente del presupuesto UE.	Miembros de la UE no pertenecientes a la eurozona (10 Estados).	UE (27 Estados).	Préstamos (pueden ser precautorios).
Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF).		60		UE (27 Estados miembros).		Presupuesto UE: La CE, en nombre de la UE, obtiene fondos en el mercado de capitales mediante emisión de deuda garantizada por el presupuesto de la UE y, en última instancia, por sus Estados miembros.
Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF).	Empresa privada propiedad de estados del área del euro.	440	AE (17 Estados). Garantías por 780 mm€. (1.020 mm\$).		EA (17 Estados).	Préstamos (pueden ser precautorios).
Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).	Institución financiera internacional.	500 (b)	AE (17 Estados). 700 mm€. (950 mm\$). Resto de UE: voluntariamente (c).			Capital aportado por sus socios en proporción a su participación en el capital del BCE.
Acuerdo de Préstamo (LFA).	Acuerdo intergubernamental.	80	AE (16 Estados).	Grecia.	EA (16 Estados).	Préstamos bilaterales coordinados.

FUENTE: Banco de España.

NOTA: CE: Comisión Europea; UE: Unión Europea; AE: Área del euro.

a Ambos instrumentos se pueden combinar en una misma ayuda.

b Se revisará en marzo de 2012 y, a la entrada en vigor del MEDE, como capacidad de préstamo conjunto MEDE + FEEF. Posteriormente, al menos cada cinco años (art. 10 del Reglamento MEDE).

c La participación voluntaria de otros miembros de la UE en el MEDE será posible desde el momento en que el Consejo de la UE, de conformidad con el artículo 140.2 del TFUE, haya adoptado la decisión de suprimir su excepción relativa a la adopción del euro (art. 44 del Tratado MEDE).

Banco Mundial. El Reglamento de la MFA incluye la vinculación con programas del FMI y establece un reparto de la carga financiera con respecto a terceros donantes, de forma que la UE asume entre el 33 % y el 60 %. La MTFA puede conceder financiación hasta un límite de 50 mm de euros (tras sendas ampliaciones en 2008 y 2009), para lo que emite títulos —cuyo coste soporta el país que recibe la ayuda— con el respaldo del presupuesto de la UE.

En respuesta a la crisis de la deuda soberana en Europa, la UE ha articulado una serie de mecanismos adicionales de apoyo financiero a sus miembros. Este desarrollo se ha producido en paralelo con un profundo cambio institucional de los mecanismos de supervisión fiscal y macroeconómica [véanse Comisión Europea (2011), Banco de España (2011 y 2012) y BCE (2011)]: la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento —que refuerza la disciplina fiscal, incluyendo las sanciones—, la ampliación de la vigilancia a otros desequilibrios macroeconómicos y el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza Europea, conocido como *fiscal compact*, pendiente de ratificar por los países.

El punto de partida del nuevo escenario europeo fue el Consejo Europeo Extraordinario de mayo de 2010, en el que se respalda el préstamo (*Loan facility agreement, LFA*) entre Grecia y los Estados miembros de la zona del euro por 80 mm de euros, a los que se añadieron 30 mm de euros del FMI; y se acuerda dotar a la región de dos mecanismos de carácter temporal de asistencia financiera a los países de la región con dificultades excepcionales: el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) destinado a los Estados miembros de la UE, y la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF), para los pertenecientes a la zona del euro. Por otro lado, el FMI estimó su aportación a la cofinanciación en un tercio del total. En la actualidad, la capacidad de financiación máxima del MEEF es de 60 mm y la de la FEEF es de 440 mm de euros (este último con 780 mm de respaldo en forma de garantías de sus socios), importe que puede multiplicarse mediante dos mecanismos de apalancamiento<sup>10</sup>.

El MEEF y la FEEF son mecanismos con naturaleza jurídica distinta. Si bien ambos se financian en el mercado de capitales —con calendarios de emisiones estrechamente coordinados—, el MEEF lo hace con el respaldo del presupuesto de la UE y, en última instancia, de los 27 Estados miembros; y la FEEF, que es una sociedad anónima, cuenta con las garantías irrevocables otorgadas por los países de la zona del euro. Ambos conceden préstamos con desembolsos sujetos a una fuerte condicionalidad *ex ante* (cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y del nuevo mecanismo de supervisión de los desequilibrios macroeconómicos<sup>11</sup>) y *ex post* similar a la del FMI (compromisos acordados con el país beneficiario). Desde julio de 2011, la FEEF incluye, además, la posibilidad de préstamos precautorios en línea con los del FMI, financiación a procesos de recapitalización de instituciones financieras y compra de bonos públicos tanto en el mercado primario como —con el visto bueno del BCE— en el secundario. El proceso de toma de decisiones de la FEEF es por unanimidad.

Las condiciones de los préstamos de estos mecanismos se han modificado, alineándose con la política de préstamo del FMI, lo que ha mejorado la cofinanciación de los programas. Así, se han ido ampliando los plazos y se han reducido los tipos de interés de los préstamos intergubernamentales a Grecia y los proporcionados por el MEEF y la FEEF a Irlanda y Portugal. Además, en diciembre de 2011, se ha acordado incrementar, para los Estados que así lo soliciten, hasta un 10% la cofinanciación con cargo al presupuesto de la UE. Esta cofinanciación es aplicable a los países beneficiarios de préstamos de la MTF y el MEEF y los préstamos bilaterales a Grecia.

A partir de julio de 2012, comenzará un período transitorio, hasta junio de 2013, en el que estos mecanismos temporales convivirán con una estructura permanente de apoyo financiero para los países del área del euro, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que asumirá las funciones de la FEEF y del MEEF, con una capacidad de financiación de 500 mm de euros, que se revisará en los primeros meses de 2012 y, posteriormente, al menos cada cinco años. Su capital será de 700 mm de euros<sup>12</sup>. El proceso de toma de decisiones será

10 Estos son: uno, de protección parcial del riesgo para emisiones de deuda soberana, y otro, consistente en la creación de uno o más *Co-Investment Funds* (CIF), que combinarán fondos procedentes de diversos inversores para adquirir deuda pública del país que lo solicite en los mercados primario y secundario.

11 Los países sujetos a un Procedimiento de déficit o desequilibrio excesivo también son susceptibles de recibir asistencia financiera a través de estos instrumentos, siempre y cuando cumplan las recomendaciones que establece el Consejo en ambos procesos.

12 De estos 700 mm de euros, 620 mm de euros están constituidos por capital exigible, y 80 mm de euros corresponden a capital desembolsado. La existencia de capital desembolsado es una diferencia básica con respecto a los mecanismos transitorios. Esta característica permitirá, junto con su diseño institucional, que sea considerada una Institución Financiera Internacional, con lo que su deuda no se computará como deuda de sus países miembros. El capital desembolsado se abonará en cinco anualidades iguales (la primera, en quince días a partir de la entrada en vigor del Tratado), salvo que sea preciso anticipar su pago para mantener la ratio mínima del 15% entre capital desembolsado y saldo vivo de las emisiones del MEDE. En todo caso, siempre deberá garantizarse la capacidad mínima de préstamo combinado de MEDE y FEEF que se establezca en cada momento.

más ágil, ya que incorpora un procedimiento de emergencia que no requiere unanimidad. Al igual que la FEEF, la finalidad del MEDE será proporcionar apoyo a la estabilidad, bajo estricta condicionalidad, a los miembros que experimenten o corran riesgo de experimentar graves problemas de financiación, cuando ello sea indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto y de sus Estados miembros. Para ello, contará con instrumentos de asistencia financiera similares a los de la Facilidad. El tratado constitutivo del MEDE —pendiente de ratificación por sus miembros— establece que, a partir del 1 de marzo de 2013, la concesión de asistencia financiera a un país requerirá que este haya ratificado el compacto fiscal.

#### LA MULTILATERALIZACIÓN DE LA INICIATIVA DE CHIANG MAI

A raíz de la crisis financiera asiática de finales de los noventa, se hizo necesario el apoyo del FMI a varios países, y el acuerdo de *swaps* ASA (*ASEAN Swap Arrangement*) se transformó en un fondo de reservas, la Nueva Iniciativa Miyazawa. En 2000, el fondo de reservas se complementó con una red de *swaps* bilaterales de ASEAN + 3<sup>13</sup>, denominada Chiang Mai Initiative (CMI), que, a su vez, evolucionó para convertirse en una red multilateral de *swaps*, la actual Multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai (CMIM), en 2010.

Como consecuencia de la crisis, en la reunión de ministros de Economía de ASEAN + 3 de febrero de 2009 se acordó incrementar su importe de 80 mm de dólares a 120 mm de dólares y se estableció una unidad regional de supervisión —ASEAN + 3 *Macroeconomic Research Office* (AMRO)—. Esta unidad ayudará a reducir la elevada vinculación de este mecanismo a la existencia de un programa con el FMI; así, la iniciativa exige que el país cuente con un programa con el FMI para desembolsar más del 20 % del importe comprometido por la CMIM. Curiosamente, fue en parte también la condicionalidad de los programas del FMI —para entonces menos estricta que en el pasado— la que, después de 2009, disuadió a Corea, Singapur e Indonesia de solicitar la ayuda de la CMIM y buscar financiación mediante *swaps* con los bancos centrales de Estados Unidos, Japón y China. De hecho, la CMIM aún no ha concedido ningún préstamo a sus socios.

Si bien el origen de la iniciativa CMIM está relacionado con el deseo de distanciamiento del FMI, en los últimos años se ha avanzado en la definición de mecanismos de activación de ayuda financiera en colaboración con el Fondo. Por su parte, la supervisión que llevará a cabo el AMRO —que ha empezado a funcionar en mayo de 2011— no pretende competir con la del FMI, sino que su forma de trabajar será similar y sus informes serán complementarios a los que emite el organismo internacional. Con ello se espera evitar que se repitan los errores de previsión cometidos en la crisis asiática.

#### EL FONDO MONETARIO ÁRABE

El *Arab Monetary Fund* (AMF) se fundó en 1977 con la finalidad de prestar a los países árabes menos prósperos a tipos bajos mediante aportaciones procedentes de la venta de petróleo. En la actualidad cuenta con 22 miembros y un capital social de 2,8 mm de dólares. Sus actividades, además de la de prestamista, incluyen la promoción del desarrollo del comercio y los mercados financieros en la región y la cooperación monetaria entre sus miembros, con el fin de crear una moneda árabe única.

Los préstamos están sujetos a condiciones muy estrictas, en línea con la condicionalidad del FMI, y cuentan con un riguroso control sobre su destino, de forma que, si el país no utiliza los fondos para los objetivos previstos, se puede llegar a limitar, e incluso prohibir,

13 ASEAN (Asociación de Naciones del Sudeste Asiático) incluye: Brunei, Birmania, Camboya, Filipinas, Indonesia, Laos, Malasia, Singapur, Tailandia y Vietnam. ASEAN + 3 incluye, además, China (+ Hong Kong), Corea y Japón.

su acceso a la financiación del AMF. La finalidad de los préstamos es hacer frente a necesidades de financiación de balanza de pagos —un 67 % del total prestado—, pero su campo de actuación se ha ido ampliando y ahora abarca también reformas estructurales, principalmente en los sectores financiero y bancario.

#### EL FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS

En 1978 se creó el Fondo Andino de Reservas (FAR) en Sudamérica, que, en 1988, se amplió pasando a denominarse Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). Este Fondo cuenta con siete países miembros y un reducido capital social de 2,34 mm de dólares. El FLAR otorga apoyo financiero mediante la concesión, al banco central correspondiente, de crédito o garantías para obtener créditos, sujeto al cumplimiento de un conjunto de medidas a que se compromete el país. Este organismo, particularmente activo en los períodos de crisis (crisis de deuda externa en 1984; hiperinflación de 1991; crisis asiática de finales de los noventa; paro del petróleo de Ecuador en 2005 y en 2009), ha concedido financiación a todos sus miembros —a excepción de Uruguay—, y la mayor parte de los préstamos han sido para hacer frente a problemas de balanza de pagos y liquidez. Su catálogo de préstamos incluye también préstamos para reestructuración de deuda pública externa y financiación contingente.

Además de su labor prestamista, el FLAR proporciona otros servicios a los bancos centrales, como depósitos, gestión de activos y apoyo técnico. Entre los objetivos del FLAR se encuentra la mejora de las condiciones de inversión de las reservas internacionales de sus miembros; asimismo, el FLAR promueve, en coordinación con otros organismos —como la Corporación Andina de Fomento (CAF) o el Grupo Técnico Permanente (GTP) de la Comunidad andina— la cooperación e integración regionales, favoreciendo la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países miembros; y aspira a convertirse en un mecanismo de estabilidad financiera regional.

#### Los acuerdos regionales y el FMI

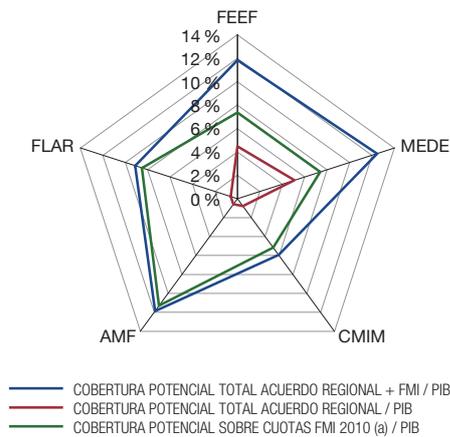
Como ha quedado ilustrado en la sección anterior, cada acuerdo regional cuenta con una historia diferente, que ha marcado su evolución. A su vez, la naturaleza de cada acuerdo, su tamaño y su alcance han determinado las formas de cofinanciación con el FMI y condicionan las estrategias de colaboración de cara al futuro. En este sentido, interesa valorar el tamaño relativo de los fondos regionales y las formas en las que, hasta ahora, se ha articulado la cooperación con el Fondo.

#### EL TAMAÑO RELATIVO DE LOS ACUERDOS REGIONALES Y DEL FMI Y SU ACTIVIDAD PRESTAMISTA

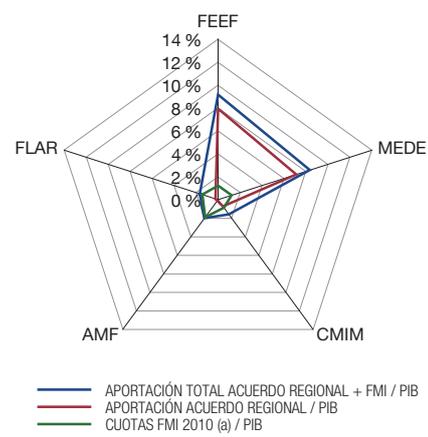
El gráfico 2 compara los tamaños de los distintos fondos con respecto al FMI, tanto en términos de las aportaciones de los países de la región como de la cobertura potencial o teórica. Para el FMI, las aportaciones se miden por las cuotas acordadas en 2010 de los países al FMI, y la cobertura potencial se cuantifica en un 600 % de la cuota del conjunto de países de la región, que es el límite ordinario de los préstamos del Fondo —si bien, individualmente para cada país, la financiación podría llegar a ser mayor bajo la política de acceso excepcional—. Para los acuerdos regionales, se consideran aportaciones tanto las contribuciones al capital (desembolsado o pendiente de desembolso) como las garantías comprometidas; la cobertura potencial la constituye, en el caso de los fondos europeos, la capacidad de préstamo total del fondo regional; y en el resto, la suma de las cantidades máximas que cada país, individualmente, podría solicitar a su fondo.

El gráfico muestra que la cobertura potencial del FMI es para el total de países de cada región superior a la de los respectivos acuerdos, así como la gran disparidad que hay en cuanto a capacidad de financiación de los acuerdos regionales. Así, la cobertura teórica de los acuerdos europeos es notablemente superior al resto y más cercana, en su conjunto,

RATIO DE COBERTURA POTENCIAL DE CADA ACUERDO REGIONAL/FMI SOBRE EL PIB DE LA REGIÓN



RATIO DE APORTACIÓN DE CADA ACUERDO REGIONAL/FMI SOBRE EL PIB DE LA REGIÓN



FUENTE: Banco de España.

NOTAS: FEEF: Facilidad Europea de Estabilización Financiera; MEDE: Mecanismo Europeo de Estabilidad; CMIM: Multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai; AMF: Arab Monetary Fund; FLAR: Fondo Latinoamericano de Reservas.

Se ha tomado el PIB de 2011 del WEO de septiembre de 2011 para cada región.

Tipos de cambio considerados (a noviembre de 2011): 1 DEG = 1,569 \$; 1€ = 1,358 \$.

a Cuotas FMI correspondientes a la XIV Revisión de cuotas.

a la que podría recibir del FMI. Conviene insistir en que el análisis se basa en cobertura «potencial y conjunta» para la región. En la práctica, como se pone de manifiesto en los programas europeos recientes, un país puede recibir del acuerdo regional un importe superior al que recibe del Fondo (véanse gráfico 3 y cuadro 3)<sup>14</sup>.

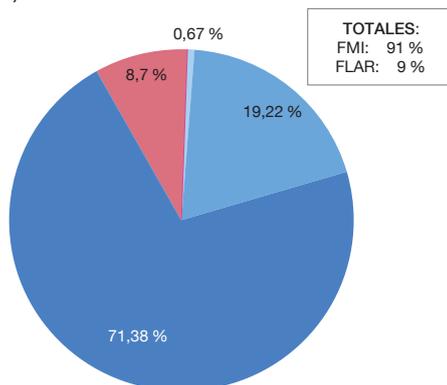
Si se agregan los recursos del Fondo y de los acuerdos regionales, el área del euro cuenta, junto con el AMF de los países árabes, con la red de protección financiera regional más sólida, con una cobertura potencial en torno al 12 % del PIB, seguidos del FLAR latinoamericano (9 %) y, en último lugar, la iniciativa Chiang Mai (CMIM) asiática (6 %). Ante crisis generalizadas en la región, los países precisarían, además del apoyo de su acuerdo regional, el concurso del resto de integrantes de la red de seguridad financiera global.

De igual manera, en relación con las aportaciones, hay que distinguir entre los acuerdos europeos y el resto. La contribución de los países europeos a su acuerdo regional es sustancialmente superior a lo que ocurre en las demás regiones. Los países pertenecientes a la CMIM hacen un esfuerzo similar para su acuerdo y para el FMI. Por su parte, los países latinoamericanos y árabes realizan contribuciones reducidas a su acuerdo regional. Considerando el esfuerzo agregado de cada región por pertenecer al acuerdo regional y al FMI, la zona del euro es, con mucha diferencia, la que soporta un mayor coste, rondando el 9 % de su PIB, frente al 1,75 % de media en el resto de acuerdos.

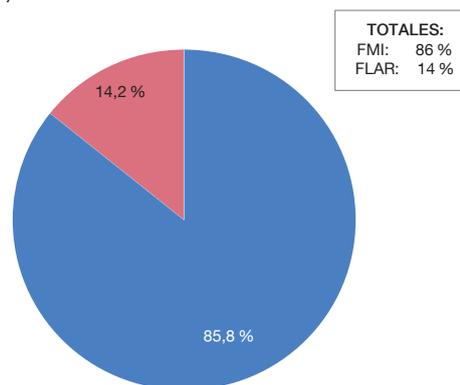
Como se observa en el gráfico 3, la financiación ofrecida por el FMI ha sido y sigue siendo muy superior a la del AMF y del FLAR, lo contrario de lo que ocurre en la UE. El gráfico recoge la financiación que han recibido los países de cada región desde la creación de su acuerdo regional. La columna de la izquierda del gráfico muestra qué porcentajes de

14 Este es el caso de los programas de Grecia, Irlanda y Portugal, en los que la participación del FMI ha supuesto en torno a un tercio del total, pese a que los programas del Fondo han ascendido, respectivamente, al 1.600 %, 1.100 % y 1.100 % de sus cuotas.

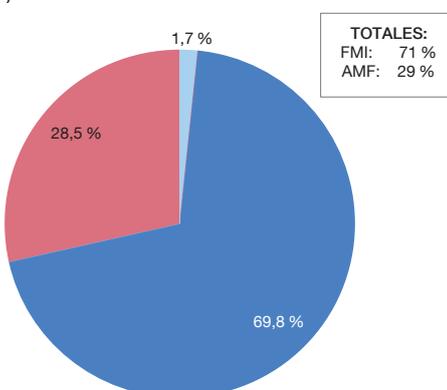
DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA AYUDA.  
FLAR (1988-2011)



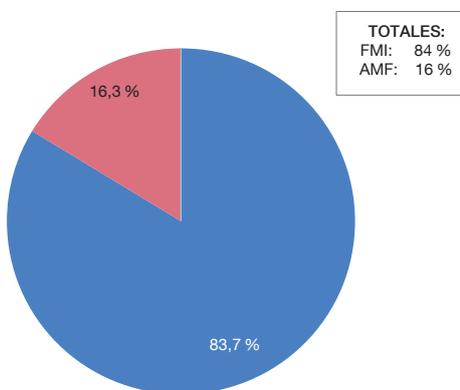
RATIO DE REPARTO DE LA AYUDA EN PROGRAMAS SIMULTÁNEOS.  
FLAR (1988-2011)



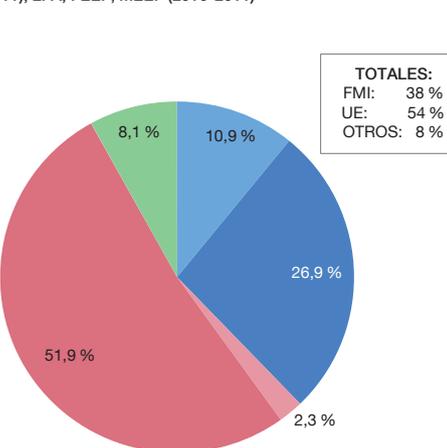
DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA AYUDA.  
AMF (1977-2011)



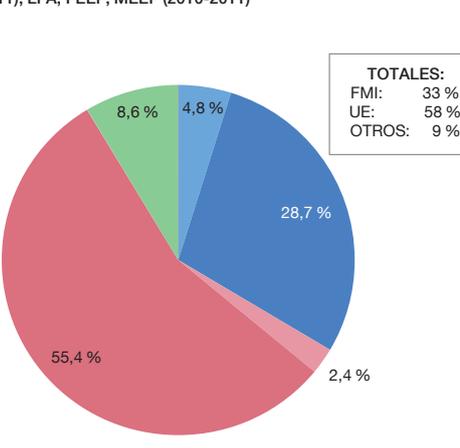
RATIO DE REPARTO DE LA AYUDA EN PROGRAMAS SIMULTÁNEOS.  
AMF (1977-2011)



DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA AYUDA.  
MTFA (2002-2011), LFA, FEEF, MEEF (2010-2011)



RATIO DE REPARTO DE LA AYUDA EN PROGRAMAS COORDINADOS.  
MTFA (2002-2011), LFA, FEEF, MEEF (2010-2011)



■ FMI CONCESIONAL ■ FMI PREVENTIVO ■ RESTO FMI ■ ACUERDO REGIONAL PREVENTIVO ■ RESTO ACUERDO REGIONAL ■ OTROS (BM, BERD, otros bilaterales, país...)

FUENTE: Banco de España.

NOTAS: El CMIM asiático aún no ha sido utilizado, por lo que no aparece en los gráficos.

FLAR: Fondo Latinoamericano de Reservas; AMF: Arab Monetary Fund; MTFA: *Medium-Term Financial Assistance*; LFA: Acuerdo de préstamos bilaterales a Grecia; FEEF: Facilidad Europea de Estabilidad Financiera; MEEF: Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera.

a No incluye el segundo programa de Grecia. Los programas precautorios del FMI corresponden a Colombia y Costa Rica (FLAR) y Polonia (UE).

financiación han procedido del FMI y del acuerdo regional; la de la derecha presenta qué parte de la financiación ha correspondido a cada una de las partes en aquellas ocasiones en que el país ha recibido fondos de su acuerdo regional de forma simultánea (en los casos del AMF y FLAR) o coordinada (en los casos de la UE) con la financiación del FMI.

Del total de recursos provistos en cada región por el FMI y el correspondiente acuerdo regional en el período considerado en cada caso, los mecanismos regionales europeos han aportado un 54 % de la financiación, el AMF un 29 % y el FLAR solo un 9 %. En los casos en los que ha habido financiación simultánea del acuerdo regional y del FMI, la financiación provista por el Fondo ha sido mayor para AMF y FLAR, mientras que, en Europa, la aportación regional es de nuevo mayor que la del FMI.

Frente al 15 % aportado, en media, por AMF y FLAR a los paquetes de ayuda total a los países de su área, en Europa, el reparto de la carga ha diferido según el mecanismo. Tradicionalmente, la aportación del Fondo ha sido mayor en la cofinanciación con la MFA y la MTFA, con alguna excepción<sup>15</sup>. Por el contrario, en cuanto a los mecanismos europeos creados a partir de 2010, la aportación europea es significativamente mayor que la del Fondo. Esta asciende, en media, a un 65 %, llegando a superar el 70 % cuando se incluyen las ayudas individuales de países de la región no articuladas a través de un mecanismo común (parte del área verde de los gráficos). El cuadro 3 detalla la magnitud y el origen de la financiación de los programas aprobados desde 2008 para países de la UE.

#### LA COOPERACIÓN CON EL FMI

En general, los acuerdos regionales no europeos han operado con un elevado grado de autonomía respecto al Fondo. En sus orígenes, el AMF árabe condicionaba la concesión de préstamos a sus miembros a que estos hubieran acudido con carácter previo a otras IFI (como el FMI), aunque esta condición se ha ido eliminando progresivamente<sup>16</sup>. A pesar de ello, la coordinación entre el AMF y el FMI para otorgar ayuda financiera ha sido prácticamente inexistente (23 de los préstamos que ha concedido el AMF en su activa historia de financiación —hasta 2010 había concedido 150 préstamos en beneficio de 14 países— han sido simultáneos al apoyo del FMI). El FLAR latinoamericano tan solo ha cofinanciado con el Fondo cuatro de sus préstamos, y la CMIM asiática no se ha activado aún.

Por su parte, los acuerdos europeos han articulado una colaboración más activa con el Fondo y, a partir de 2010, los mecanismos de cofinanciación han experimentado un decidido avance. En los paquetes conjuntos vigentes, la UE (junto con el BCE) y el FMI actúan de forma independiente pero coordinada. La novedad del caso no radica en que el Fondo destine parte de sus recursos a financiar programas de países avanzados, circunstancia que ya se ha dado en el pasado —incluida Islandia en 2008—, sino en que, en esta ocasión, lo haga junto con el acuerdo regional y la unión monetaria a la que pertenecen los beneficiarios de los fondos.

Ante la creciente cooperación con los acuerdos regionales, el G 20 y el IMFC (siglas en inglés del Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI) han formulado una serie de principios generales para la cooperación entre el FMI y dichos acuerdos regionales:

15 Entre 2008 y 2009, la MTFA ha financiado a tres países — Hungría, Letonia y Rumanía—. En estos casos, el porcentaje provisto por el Fondo ha sido superior (en media, un 70 % de la financiación MTFA + FMI), salvo en el caso de Letonia, en el que la aportación del Fondo ha sido de alrededor del 35 % del total aportado por la MTFA y el FMI. Respecto a la MFA, que se concede en conjunción con el FMI, el Banco Mundial y otros, en general, la mayor aportación ha correspondido al Fondo, si bien algunos años ha sido la MFA la que más ha aportado (1990, 2000 y 2001).

16 En la reforma de 1988 para préstamos automáticos y a mediados de los años noventa para préstamos compensatorios, véase AMF (2003).

Países (a)	Total (mm€)	Aportación UE					BERD, BEI
		Mecanismo	Bilaterales de países de		FMI	BM	
UE	Área del euro						
Hungría (b)	20,0	6,5			12,5	1,0	
Rumanía I (c)	20,0	5,0			13,0	1,0	1,0
Rumanía II (preventivo)	4,9	1,4	MTFA		3,5		
Letonia	7,5	3,1		2,3 (d)	1,7	0,4 (d)	
Grecia I	110,0		LFA	80,0 (e)	30,0 (f)		
Grecia II (g)	130,0	110,0	FEEF		20,0		
Irlanda	85,0	40,2	MEEF	4,8	17,5 (h)	22,5	
Portugal	78,0	52,0	FEEF		26,0		
<b>TOTAL</b>	<b>455,4</b>	<b>47,9 %</b>		<b>23,0 %</b>	<b>28,4 %</b>	<b>0,5 %</b>	<b>0,2 %</b>

FUENTE: Banco de España.

NOTA. Los importes que aparecen en cursiva son programas vencidos.

MTFA: *Medium-Term Financial Assistance*; LFA: *Loan Financing Agreement* (paquete de préstamos bilaterales a Grecia); MEEF: Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera; FEEF: Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

FMI: Fondo Monetario Internacional; BM: Banco Mundial; BERD: Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo; BEI: Banco Europeo de Inversiones.

- a Esta relación no incluye los tres acuerdos precautorios (FCL) consecutivos de Polonia con el FMI que no han contado con financiación paralela de la UE.  
b Vigencia de los programas: 2008-2010. Estos programas se consideran cuasipreventivos, ya que las autoridades no han dispuesto de la totalidad de sus importes.  
c Vigencia de los programas: 2009-2011.  
d 2,3 = 1,9 de aportaciones bilaterales del área del euro (Estonia y Finlandia), UE (Suecia y Dinamarca) y Noruega + 0,4 de BERD, y bilaterales de UE (Polonia y República Checa).  
e Parte no dispuesta: 34 mm de euros.  
f El préstamo del FMI (SBA) se cancela anticipadamente. Parte no dispuesta: 10 mm de euros.  
g En el cuadro se muestran importes máximos para el periodo 2012-2014. Al importe de la FEEF habría que añadir además los 34 mm de euros no dispuestos del primer programa. El acuerdo extendido (EFF) aprobado por el Fondo ha ascendido a 28 mm de euros, de los que 8 mm de euros corresponden al periodo 2015-2016.  
h 4,8 de UE (Reino Unido, Suecia y Dinamarca); 17,5 del área del euro (Irlanda).

a) que impulse una supervisión rigurosa y equilibrada a la vez, y que promueva los objetivos comunes de estabilidad monetaria y financiera a nivel regional y global; b) que respete los papeles, la independencia y los procesos de toma de decisiones de cada institución; c) que edifique la capacidad de prevención de crisis regional; d) que se inicie tan pronto como sea posible e incluya una puesta en común abierta de información; e) que asegure, de manera flexible, unas condiciones de préstamo coherentes, y f) que respete el estatus de acreedor preferente del FMI [G 20 (2011)].

Más allá de estos principios generales, la experiencia de los programas conjuntos entre la UE y el FMI permite extraer una serie de lecciones de interés. Primero, aunque la llamada Troika —el FMI, la Comisión Europea y el BCE— ha tenido que enfrentar las dificultades de coordinar el diseño y el seguimiento de los programas, esta dinámica institucional ha presentado numerosos aspectos positivos: las múltiples consultas informales previas al lanzamiento de los programas, el extenso intercambio de información en el curso de las misiones conjuntas, la revisión coordinada del cumplimiento de la condicionalidad de los programas y los desembolsos asociados, las comparecencias públicas conjuntas, etc<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> Para un análisis de la Troika en la gestión de la crisis de deuda europea, véase Jost y Seitz (2012).

Segundo, los rescates de Grecia, Irlanda y Portugal muestran que el diseño de las líneas de financiación de ambas partes requiere un adecuado sistema de incentivos, y la mayor alineación posible en cuanto a los términos y condiciones de dichas líneas financieras, para evitar obstáculos operativos o riesgos de arbitraje entre líneas. Por un lado, es imprescindible asegurar que el calendario de reembolsos conjunto sea manejable desde la concesión de la asistencia financiera. Por otro lado, el coste de la financiación del FMI y del acuerdo regional deberían estar lo suficientemente alineados como para disuadir a los países de optar por la financiación de una de las dos instituciones sobre la otra, o de demorar la búsqueda de financiación y, en consecuencia, incrementar con ello el importe del rescate en caso de que empeore su situación. Asimismo, resulta evidente que el proceso de toma de decisiones debe ser agilizado y que el objetivo final de los programas debe ser garantizar la sostenibilidad de la deuda y el retorno de los países a los mercados privados de financiación.

Tercero, la implicación del sector privado (PSI) requerida por el FMI y la UE en la resolución de la crisis se ha revelado como una cuestión difícil. El FMI, bajo su política de préstamo a países en mora (LiA), no condiciona de forma explícita su financiación a la implicación del sector privado, sino que mantiene dicha financiación siempre que el país persiga negociaciones de buena fe con sus acreedores privados y aporte garantías suficientes sobre el buen uso de los recursos del Fondo. La UE, tras un enfoque inicial basado en la exigencia de un plan negociador creíble, comparte ahora con el Fondo una posición más abierta y ha limitado la exigencia de reestructuración de la deuda privada al caso griego, como excepción en el tratamiento del PSI.

Por último, el recurso de Polonia a la financiación preventiva del FMI y los nuevos desarrollos del Fondo en este terreno, con la revisión de sus líneas precautorias más recientes, son factores que están empujando a la UE a adoptar un papel asegurador más ambicioso y similar al del Fondo, mediante la introducción de instrumentos financieros preventivos en sus mecanismos de préstamo, como, de hecho, contempla la FEEF y heredará el MEDE.

**Conclusiones: elementos a favor de un impulso de la cooperación entre el FMI y los acuerdos regionales**

A raíz de la crisis económica y financiera de 2008, los RFA se han revelado como fuentes de apoyo y financiación complementarias a otras redes de aseguramiento —bilaterales y multilaterales— en la gestión de crisis. En particular, la contribución de los acuerdos regionales europeos a la resolución de la crisis, en cooperación con el FMI, ha alcanzado cotas muy elevadas. Por ello, el debate sobre la cooperación entre el FMI y los acuerdos regionales de financiación se encuentra muy influenciado actualmente por la situación en Europa. La cofinanciación de programas europeos está generando unas crecientes relaciones institucionales que propician el alineamiento de las características de los programas y su seguimiento. Se trata de un proceso de aprendizaje en el que el Fondo y la UE están sentando las bases de su colaboración, en función de sus ventajas comparativas relativas.

El número de acuerdos regionales vigentes es limitado y sus objetivos, marco institucional y modos de operar difieren sustancialmente entre ellos, tanto en sus diferentes estadios de desarrollo como en su política de préstamo, que varía sustancialmente en cuanto a naturaleza, enfoque y cuantía. En este contexto, no resulta fácil identificar pautas de carácter general con las que estrechar la cooperación y mejorar la coordinación entre el Fondo y los diferentes acuerdos, cuando ambas partes concurren en el rescate de un país —o de una región—. Cualquier tentativa de evitar un enfoque *ad hoc* pasa por reconocer, una vez más, el papel central que desempeña el FMI en la Gobernanza Económica Internacional, en la medida en que esta institución es el común denominador en todos los posibles escenarios de cooperación, dada su naturaleza multilateral.

Dadas las importantes diferencias entre los acuerdos, la coordinación con el Fondo tiene que ser necesariamente específica para cada caso. Por ello, frente a la opción de elaborar un detallado código de conducta; que marque la interacción con el FMI y que sea de aplicación para todos los acuerdos; resulta preferible adoptar un enfoque flexible, que se acomode a las características específicas de cada acuerdo, buscando sinergias que permitan optimizar los recursos. Desde esta perspectiva, cabe señalar las siguientes directrices generales:

- **Fines.** La cooperación entre el FMI y los diferentes acuerdos regionales en materia de préstamo no es un objetivo en sí misma; su finalidad es prevenir las crisis, mejorar su resolución, evitar o limitar el contagio, restituir la estabilidad al país considerado y su acceso a la financiación privada, así como promover la estabilidad de la región. El ejercicio previo de la supervisión, tanto por parte del Fondo como del acuerdo regional, cuando este disponga de un órgano supervisor propio, es fundamental para el logro de estos fines. En algunos acuerdos regionales, teniéndose presente esta necesidad, se están haciendo esfuerzos en esta dirección.
- **Complementariedad y ventajas comparativas.** El concurso financiero del FMI y de los acuerdos regionales debe contemplarse como complementario, nunca sustitutivo, y debe adoptarse un enfoque coordinado que aproveche las ventajas comparativas de cada parte. Dentro de esta delimitación de funciones, el FMI cuenta con una perspectiva multilateral, una dilatada experiencia en el diseño y seguimiento de programas y, en todos los casos, un mayor volumen de recursos en préstamo y una mayor dilución del riesgo de crédito entre sus miembros. Los acuerdos regionales cuentan con un mejor conocimiento de la región, pueden ejercer una mayor presión paritaria (*peer pressure*) sobre las autoridades del país o países en crisis, y obtener una mayor implicación del sector privado en la resolución ordenada de la crisis.
- **Agilidad en la toma de decisiones.** En ocasiones, el retraso en la toma de decisiones puede conllevar que un problema de liquidez acabe por convertirse en un problema de solvencia, multiplicando, en consecuencia, el apoyo financiero requerido. Por ello, es preciso que el proceso de toma de decisiones conjunto sea suficientemente ágil y que exista un flujo de información continuo y una política de comunicación conjunta.
- **No discriminación.** Los compromisos alcanzados bilateralmente entre el FMI y un acuerdo regional en la financiación de un determinado miembro no deberían, en ningún caso, contravenir la naturaleza cooperativa del Fondo, comprometer el principio de uniformidad de trato que gobierna la institución, o ser lesivos para otros miembros del FMI, pertenezcan o no a un acuerdo regional. Conviene recordar que el FMI proporciona financiación a petición de sus miembros, y no a solicitud de las regiones en las que se integran. Preservar la relación bilateral que mantiene el Fondo con sus miembros es, por tanto, esencial.
- **Alineación de términos.** Sería deseable que los términos de las líneas de financiación de los acuerdos regionales se alineasen lo más posible con los del FMI en los casos de cofinanciación. Se trata, en definitiva, de buscar la máxima concordancia en cuanto a la duración de las líneas, el calendario de

desembolsos y reembolsos y el coste mismo de la financiación, con objeto de que el país beneficiario no soporte una carga financiera distinta por el cumplimiento de un mismo programa, ni tampoco incurra, si tuviera la opción, en situaciones de arbitraje entre líneas. Este planteamiento presupone la existencia de una condicionalidad única, convenida entre el Fondo, el país y su acuerdo regional.

- **Flexibilidad de instrumentos.** El conjunto de respuestas en apoyo de un país debería ser amplio y flexible para que se pueda acomodar a sus necesidades. En concreto, en materia de prevención de crisis, es potestad de cada acuerdo regional desempeñar un rol asegurador adicional y disponer, como en el caso del FMI, de instrumentos financieros de carácter preventivo. Esta opción implica otorgar una especial atención al tratamiento de las condiciones vinculadas tanto con la concesión de las líneas de financiación preventiva (condicionalidad *ex ante*), como con los programas económicos eventualmente financiados por dichas líneas (condicionalidad *ex post*). El FMI cuenta actualmente con un abanico de instrumentos preventivos amplio y, aunque su diseño y características distan bastante de ser perfectos, proporciona una base útil en el caso de que los acuerdos regionales optaran por introducir en su política de préstamo líneas preventivas con condicionalidad *ex ante*, *ex post* o una combinación de ambas. Un esquema de este tipo, provisto de instrumentos preventivos con características análogas a las del Fondo, podría facilitar considerablemente los casos de aseguramiento, primero, y, si fuera el caso, cofinanciación después, entre el Fondo y el acuerdo regional.

En suma, la cooperación entre el FMI y los distintos acuerdos regionales de financiación es un proceso abierto, en el que se abre al Fondo una oportunidad para reforzar su privilegiada posición multilateral y enfrentarse al reto de articular las distintas capas que componen las redes de seguridad financiera global y, tal vez, en el largo plazo, consolidarlas en una única red de redes.

20.3.2012.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., y J. M. SERENA GARRALDA (2007). «Una evaluación a los límites a la acumulación de reservas en economías emergentes», *Boletín Económico*, abril, Banco de España (pp. 131-145).
- AMF (2003). *The Lending Activity*.
- BANCO DE ESPAÑA (2011) «La Reforma de la Gobernanza Económica en la UEM». *Boletín Económico*, enero.
- (2012). Informe trimestral de la economía española, Recuadro 3, p. 22. *Boletín Económico*, enero.
- BCE (2011). «The reform of economic governance in the Euro Area – Essential elements». *Boletín Mensual*, marzo.
- BIS (2010). *The global crisis and financial intermediations in emerging market economies*, BIS Papers, n.º 54, diciembre.
- COMISION EUROPEA (2011). *EU Economic governance «Six-Pack» enters into force*. MEMO/11/898.
- EFSF (2011). *Maximising the capacity of the EFSF - Terms and Conditions*, 29 de noviembre.
- FMI (2011). *Analytics of Systemic Crises and the Role of Global Financial Safety Nets*, mayo, p. 33.
- G 20 (2011). *G 20 Principles for Cooperation between the IMF and Regional Financing Arrangements*, G 20 Finance Ministers and Central Bank Governors, octubre.
- GHOSH ET AL. (2002). *IMF-Supported Programs in Capital Account Crisis*, IMF.
- IRC TASKFORCE ON IMF ISSUES (2011). *Connecting the IMF and regional financing arrangements. Special focus on the European experience*, mimeo, junio.
- JOST, T., y F. SEITZ (2012). *The role of the IMF in the European Debt Crisis*, enero.
- MEDE (2012). *Tratado Constitutivo*, febrero.
- MORENO, P. (2012). *La metamorfosis del FMI (2009-2011)*, en proceso de edición, Ed. Civitas, Madrid.