1. FMI: diseño institucional

El Fondo se presenta por su concepto y objetivos, los órganos que lo gobiernan y su estructura económico-financiera.

1.1. Definición, objetivos y miembros

Definición: el FMI es una organización intergubernamental integrada entre los organismos especializados de las Naciones Unidas. Tiene sede en Washington, 191 países miembros y unos 3100 empleados, puede movilizar más de 1 billón de dólares y su directora gerente, Kristalina Georgieva, preside el Directorio Ejecutivo.

Objetivos: el artículo I del Convenio Constitutivo los agrupa en cuatro áreas:

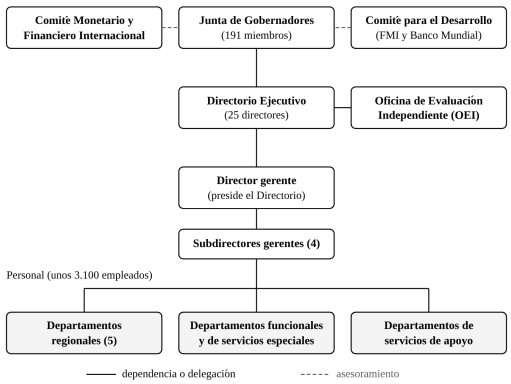
1. *Estabilidad*: fomentar la cooperación monetaria y la estabilidad cambiaria, evitando devaluaciones competitivas.
2. *Expansión*: facilitar el comercio internacional, con el fin último de contribuir al empleo y al crecimiento.
3. *Pagos*: establecer un sistema multilateral de pagos para las transacciones corrientes, sin restricciones cambiarias.
4. *Financiación*: prestar temporalmente sus recursos, con garantías adecuadas, para corregir desequilibrios de balanza de pagos.

Miembros: sus principales accionistas, en porcentaje de los votos, son EE. UU., con un 16,5 %, Japón y China, con un 6 % cada uno, Alemania, con un 5 %, y Francia y el Reino Unido, con un 4 % cada uno.

1.2. Estructura y funcionamiento

1.2.1. Estructura

Cadena de delegación: la Junta de Gobernadores delega la mayoría de sus facultades en el Directorio Ejecutivo, que elige al director gerente, y este dirige al personal, organizado en departamentos. Dos comités asesoran a la Junta, el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI) y el Comité para el Desarrollo, y la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) rinde cuentas al Directorio.



Organigrama del FMI: la Junta, asesorada por dos comités, delega en el Directorio, al que rinden cuentas la OEI y el director gerente.

Junta de Gobernadores: es el máximo órgano de decisión. Cada miembro designa un gobernador, generalmente el ministro de economía, y un suplente, generalmente el gobernador del banco central. Se reúne una vez al año con el Banco Mundial y decide los aumentos de cuotas, las asignaciones de derechos especiales de giro (DEG), la admisión de miembros y las enmiendas al convenio.

Comités: el CMFI, de 25 gobernadores, uno por silla del Directorio, asesora a la Junta sobre la supervisión del sistema financiero internacional y la liquidez mundial. Desde enero de 2024 lo preside Mohammed Al-Jadaan, ministro de Finanzas de Arabia Saudí. El Comité para el Desarrollo, conjunto con el Banco Mundial, asesora sobre el desarrollo y su financiación.

Directorio Ejecutivo: lleva el trabajo ordinario, sobre todo debatir y aprobar los documentos del personal. Desde noviembre de 2024 tiene 25 directores, al crearse una tercera silla para el África subsahariana, todos elegidos por dos años, pues desde la reforma de 2016 no hay directores designados. Ocho países, EE. UU., Japón, China, Alemania, Francia, el Reino Unido, Arabia Saudí y Rusia (desde noviembre de 2026, cuando Siria volvió a la circunscripción árabe), eligen director propio, y las 17 sillas restantes son compartidas.

OEI: la Oficina de Evaluación Independiente, fundada en 2001, evalúa al Fondo sin sujeción jerárquica. Es conocida por su informe crítico sobre la incapacidad del FMI para advertir los riesgos de la crisis financiera global.

1.2.2. Funcionamiento: gobernanza y toma de decisiones

Circunscripciones: es el rasgo más característico de la gobernanza del Fondo y explica buena parte de las críticas que recibe. Salvo los ocho con silla propia, los miembros se agrupan en circunscripciones que eligen un director, y este emite el voto de todos como un bloque indivisible.

España, que ingresó en 1958, forma parte de una circunscripción con varios países latinoamericanos, entre ellos México y Venezuela, en la que la silla rota entre los de mayor cuota según un acuerdo de rotación. Cuando la ocupa, influye más de lo que le daría su cuota aislada, aunque debe representar también la posición de los demás miembros de la circunscripción. Con este sistema, los países pequeños, en cambio, carecen de voz directa en las deliberaciones y dependen de que el director de su grupo defienda su posición.

Mayoría cualificada: las decisiones ordinarias se adoptan por mayoría simple de los votos emitidos, pero las de mayor calado, como las enmiendas del convenio, las revisiones generales de cuotas, las asignaciones de DEG o la venta de oro, exigen el **85 % del total de votos**. Como EE. UU. supera el 15 %, tiene un **veto *de facto***, y es el único que lo posee de forma individual. Las enmiendas exigen, además, la aceptación de tres quintos de los miembros que reúnan ese 85 %. La UE reúne conjuntamente lo suficiente para vetar, pero ejercer ese veto requeriría una coordinación que la dispersión de sus Estados en distintas circunscripciones dificulta.

Dirección: por un acuerdo tácito desde Bretton Woods, la dirección gerente del Fondo corresponde a un europeo y la presidencia del Banco Mundial a un estadounidense. Las economías emergentes lo cuestionan por incompatible con el principio de mérito que ambas instituciones proclaman, y constituye uno de los frentes abiertos del debate sobre la legitimidad de la gobernanza económica internacional.

1.3. Financiación: estructura económico-financiera

1.3.1. Naturaleza del balance

Rasgos: a diferencia del Grupo Banco Mundial o del MEDE, el FMI no obtiene sus recursos en los mercados, sino de sus miembros a través de sus bancos centrales, por lo que son recursos monetarios y no fiscales. Su balance se distingue del de cualquier entidad financiera en tres aspectos.

- *No apalancamiento*: el grueso de sus recursos son aportaciones de capital de los miembros, no deuda emitida.
- *Compras de divisa*: sus operaciones no son técnicamente préstamos. El país adquiere moneda utilizable entregando la suya y se compromete a la operación inversa, de modo que cambia la composición del balance, pero apenas su tamaño.
- *Activo utilizable*: solo sirven las monedas de países con posición exterior sólida, y la capacidad real de préstamo se mide por la **capacidad de compromiso a un año vista** (*Forward Commitment Capacity*).

Activo: la partida principal son las tenencias de monedas, del 75 % de la cuota pagado en moneda nacional. Los **DEG**, creados en 1969, no son una divisa, sino un derecho potencial a obtener monedas de libre uso. Su valor lo fija una cesta de dólar, euro, renminbi, yen y libra, en la que la incorporación del renminbi en 2016 reconoció el peso creciente de China. Se asignan en proporción a las cuotas, lo que concentra la liquidez en quienes menos la necesitan. El oro, unas 2814 toneladas, figura a coste histórico, muy inferior al valor de mercado, y el Fondo tiene prohibido comprarlo y solo puede venderlo con el 85 % de los votos. Los créditos pendientes tienen una calidad excepcional por la condición *de facto* de **acreedor preferente**, es decir, la práctica de atender sus créditos con prioridad sobre los del resto de acreedores. No figura en el convenio, aunque la reconocen textos como el Tratado del MEDE, y descansa en que el Fondo es lo más parecido a un prestamista internacional de última instancia y casi no ha tenido quebrantos.

Pasivo: las posiciones en el tramo de reserva son a la vez pasivo del Fondo y activo de reserva del país. Son la diferencia entre la cuota y las tenencias de su moneda, exigibles a la vista y sin condicionalidad, y se remuneran al tipo del DEG. Los préstamos tomados, los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (NAB, 1997) y los acuerdos bilaterales, son la segunda y la tercera líneas de defensa, tras las cuotas.

Patrimonio neto: lo forman las cuotas, recurso propio y elemento estructural del Fondo, y las reservas prudenciales. Las cuotas se denominan en DEG y se revisan con carácter general cada cinco años.

- *Cálculo*: la cuota calculada pondera el PIB (50 %), la apertura (30 %), la variabilidad de los ingresos corrientes y los flujos de capital (15 %) y las reservas (5 %), con un factor de compresión de 0,95 que favorece a los países menores.
- *Pago*: el 25 % en DEG o divisas convertibles, que forma el tramo de reserva, y el 75 % en moneda nacional.
- *Funciones*: fija el derecho de voto, con votos básicos iguales más votos proporcionales a la cuota, y el acceso máximo a la financiación.
- *Revisiones*: la 14.ª (2010) duplicó las cuotas y transfirió un 6 % a emergentes y países en desarrollo, con lo que China pasó a ser el tercer mayor contribuyente, pero no entró en vigor hasta 2016 por la demora del Congreso estadounidense. La 16.ª (2023) las eleva un 50 % para desplazar la base de los préstamos tomados a las cuotas, pero sin cambiar las participaciones relativas, por lo que se le critica que no aborde la infrarrepresentación de los emergentes. Aún no está en vigor, pues requiere el consentimiento de miembros que reúnan el 85 % de las cuotas. La realineación queda para la 17.ª, guiada por los Principios Rectores de Diriyah (2026).

Reservas prudenciales: acumuladas con los márgenes de intermediación, absorben las eventuales pérdidas por impago o por riesgo operativo. El Fondo fija periódicamente un objetivo mínimo para su saldo, que orienta su política de ingresos.

1.3.2. Cuenta de resultados

Lógica: el FMI no maximiza el beneficio, sino que cubre sus costes y acumula reservas prudenciales hasta un objetivo. Sus ingresos proceden del margen de intermediación entre el tipo de cargo, el del DEG más un margen, y la remuneración del tramo de reserva; de las sobretasas sobre los créditos grandes o prolongados, que buscan desincentivar el uso excesivo de sus recursos, pero se critican por encarecer la financiación cuando el país está peor; de las comisiones, entre ellas la de compromiso, relevante en los instrumentos precautorios, y de la Cuenta de Inversiones. Sus gastos son esa remuneración, los intereses de los préstamos tomados y el personal. La supervisión y la asistencia técnica no generan ingresos y se financian con el margen de la actividad crediticia.

1.4. Evolución

El peso de cada objetivo ha cambiado a lo largo de la historia.

- *Bretton Woods (1945-1971)*: el Fondo fue garante de la estabilidad cambiaria y gestor de la liquidez del sistema de tipos fijos, centrado en la estabilidad y los pagos.
- *Post-Bretton Woods (1971-2007)*: tras el fin de la convertibilidad del dólar (1971), los Acuerdos de Jamaica (1976) y la segunda enmienda, ya no velaba por tipos fijos. Las crisis de los países en desarrollo y el Consenso de Washington lo centraron en la liberalización comercial y la asistencia a países en crisis.
- *Desde 2007*: la crisis financiera global lo reafirmó como gestor de crisis sistémicas y supervisor macroprudencial, y la pandemia y el clima han ampliado su agenda.

1.5. Conclusiones

Aspectos positivos: sin apalancamiento ni mercados, su capacidad de préstamo no depende de la confianza de los inversores, que desaparece justo cuando se necesita. Así ha operado ocho décadas casi sin quebrantos.

Limitaciones: sus ingresos dependen del crédito vivo y empeoran cuando el sistema funciona bien, lo que motivó en 2008 el nuevo modelo de ingresos, con la venta de 403,3 toneladas de oro y una cartera de inversión. El Fondo depende además, cada vez más, de recursos tomados en préstamo, temporales y de renovación incierta. La objeción de mayor calado es, con todo, de gobernanza. Las cuotas reflejan el peso económico de la década de 2000, pues su última realineación data de la 14.ª revisión, y la 16.ª aplazó una vez más el problema. EE. UU. conserva el veto y Europa una sobrerrepresentación heredada, y esa brecha entre poder económico y poder de decisión alimenta instituciones alternativas, desde el Nuevo Banco de Desarrollo hasta los acuerdos regionales de liquidez, que fragmentan la red de seguridad.

En suma, la fortaleza financiera del FMI descansa en una estructura de capital cuya distribución es su principal debilidad política.

2. FMI: servicios y políticas

El Fondo ejerce sus funciones con tres servicios: la financiación, la supervisión e inteligencia de mercado y el asesoramiento técnico.

2.1. Servicios financieros

2.1.1. Concepto y justificación

Concepto: los servicios financieros son, en esencia, la provisión de fondos.

Justificación: es histórica, porque en el periodo de entreguerras los países sin financiación exterior recurrieron a devaluaciones competitivas, controles de cambio e impagos, y económica, porque la volatilidad de las cuentas exteriores y el contagio exigen un **prestamista internacional de última instancia**. Sus principios son la universalidad, la ausencia de lucro, la eficiencia y la coordinación con otros organismos.

2.1.2. Tramos, límites y condicionalidad

Tramos de financiación: el **tramo de reserva** es el de primer recurso, sin comisiones ni condicionalidad. Los tramos de crédito se dividen en instrumentos no concesionales, para todos los miembros, y concesionales, para los de renta baja.

Límites de acceso: la cuota fija el máximo de financiación, y los límites generales se aplican al conjunto del crédito de la Cuenta de Recursos Generales, no a cada instrumento. Desde diciembre de 2024 son el 200 % de la cuota anual y el 600 % acumulado, y bajarán al 135 % y el 405 % con el aumento de la 16.ª revisión, lo que mantiene aproximadamente el acceso en DEG. Por encima rige la política de acceso excepcional.

Desembolso escalonado: la financiación no se entrega de una vez, sino por tramos, que se liberan si las revisiones periódicas, habitualmente trimestrales o semestrales, verifican el cumplimiento del programa. Este diseño constituye el mecanismo esencial de la condicionalidad, porque el Fondo conserva su influencia durante toda la vida del programa y no solo al aprobarlo.

Condicionalidad *ex ante* y *ex post*: la condicionalidad clásica es *ex post*, contrapartida del desembolso. Los instrumentos precautorios creados tras la crisis financiera global la hacen *ex ante*, en la elegibilidad, para evitar el estigma, aunque este ha limitado su uso a muy pocos países, como reconoció el propio FMI en 2014. La *ex post* se concreta en compromisos del país deudor, que se agrupan en cuatro categorías según su efecto sobre la aprobación del programa y sobre los desembolsos:

1. *Medidas previas*: se adoptan antes de aprobar el programa y operan como prueba de compromiso.
2. *Criterios de ejecución cuantitativos*: fijan valores verificables, como el saldo primario o las reservas internacionales netas, y su incumplimiento interrumpe los desembolsos salvo dispensa expresa.
3. *Parámetros estructurales de referencia*: recogen reformas institucionales, a menudo no cuantificables, que se valoran globalmente en la revisión sin interrumpir por sí solas los desembolsos.
4. *Metas indicativas*: orientan sin condicionar formalmente.

2.1.3. Instrumentos no concesionales

Se ofrecen en términos próximos al mercado, con cargo a la Cuenta de Recursos Generales.

- **SBA** (1952), el Acuerdo de Derechos de Giro: el estándar para problemas coyunturales y el más utilizado; condicional, habitualmente de 12 a 24 meses y hasta 36, como con el Reino Unido (1976) o Argentina (2018).
- **EFF** (1974), el Servicio Ampliado: para deficiencias estructurales que exigen un ajuste más largo, de tres o cuatro años, como con Portugal (2011) o Ucrania (2023).
- **FCL** (2009), la Línea de Crédito Flexible: para fundamentos muy sólidos, sin condicionalidad *ex post* ni límite predeterminado. La usan México, su primer usuario en 2009, Chile, Marruecos y Costa Rica, casi siempre como seguro precautorio. Polonia, Perú y Colombia la abandonaron, lo que muestra su naturaleza de seguro transitorio antes que permanente.
- **PLL** (2011) y **SLL** (2020): la primera, condicional, para fundamentos sólidos con alguna vulnerabilidad; la segunda, revolvente y de menor coste que la FCL, para necesidades moderadas y a muy corto plazo, con reembolso en doce meses y extinción prevista en abril de 2027.
- *RFI*: el más utilizado en la pandemia, para urgencias por catástrofes, *shocks* de precios o conflictos, sin programa plenamente articulado.

Síntesis: las tres líneas precautorias, la FCL, la PLL y la SLL, se distinguen sobre todo por la solidez que exigen y por la condicionalidad que conservan.

2.1.4. Instrumentos concesionales

PRGT (2009): el Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza, financiado con contribuciones de los miembros y con los beneficios de las ventas de oro del Fondo, presta a los países de renta baja a tipo nulo, aunque desde 2025 aplica un tipo positivo, ligado al del DEG, a los que están en mejor situación. Sus servicios son análogos a los no concesionales, con plazos más largos: el SCF al SBA, el ECF al EFF, que puede además catalizar la ayuda oficial al desarrollo, y el RCF al RFI.

2.1.5. RST y condonación de deuda

RST (2022): el Fondo Fiduciario para la Resiliencia y la Sostenibilidad financia, con DEG canalizados voluntariamente por países con posiciones exteriores sólidas y a hasta veinte años, retos de largo plazo como el cambio climático y las pandemias. Presta siempre junto a un programa del Fondo con condicionalidad de los tramos superiores de crédito. Representa la mayor ampliación del mandato desde la fundación, porque financia un riesgo para la estabilidad futura y no un problema actual de balanza de pagos. Abre así el debate sobre la dispersión del mandato (*mission creep*) y sobre la delimitación de funciones respecto del Banco Mundial.

Condonación: con el Banco Mundial, la **Iniciativa HIPC** (1996, reforzada en 1999) alivia la deuda de los países pobres en dos etapas, el punto de decisión y el de culminación, que han alcanzado 37 de los 39 países elegibles. La MDRI (2005), que se aplica automáticamente al alcanzar el punto de culminación, elimina después por completo su deuda con el FMI, la AIF y el Fondo Africano de Desarrollo.

2.2. Supervisión e inteligencia de mercado

2.2.1. Concepto y justificación

Concepto: la **supervisión** deriva de la información imperfecta del sistema monetario y financiero internacional y busca identificar vulnerabilidades y externalidades negativas que comprometan su estabilidad.

Base jurídica: el artículo IV obliga a los miembros a colaborar para asegurar regímenes de cambio ordenados y atribuye al Fondo una vigilancia firme sobre las políticas cambiarias. Su alcance se amplió con tres decisiones: la de 1977, centrada en la política cambiaria; la de 2007, extendida a la estabilidad exterior en su conjunto, y la de Supervisión Integrada de 2012, que incorpora los efectos de desbordamiento (*spillovers*) sin crear nuevas obligaciones, de modo que las políticas de cada país se examinan también por su impacto sobre la estabilidad del sistema.

Lógica: al legalizar Jamaica la libre elección del régimen cambiario, el Fondo perdió la custodia de las paridades y reconstruyó su papel en torno a la vigilancia. La supervisión es, por tanto, la contrapartida institucional de la flexibilidad concedida en 1976. Si cada país elige su régimen, alguien ha de evaluar si es compatible con la estabilidad del conjunto.

2.2.2. Supervisión bilateral

Instrumentos: son cuatro.

- *Consultas del artículo IV*: misión anual, informe, evaluación del Directorio y publicación, sobre la política fiscal, monetaria y comercial y las reformas estructurales. Como casi todos los miembros consienten hoy la publicación, el diagnóstico tiene un impacto público considerable.
- *Supervisión cambiaria*: es el mandato legal más fuerte y busca evitar la manipulación de los tipos de cambio. Los países declaran su régimen, de vinculación fuerte, débil o flotación, pero los regímenes *de iure* a menudo no coinciden con los *de facto*. Tras la crisis financiera global surgió el debate sobre si la expansión cuantitativa es una forma heterodoxa de devaluación competitiva.
- *Programas de Evaluación del Sector Financiero* (FSAP): evaluaciones intensivas, con pruebas de tensión, obligatorias desde 2010 para las jurisdicciones sistémicas, que son 47 desde 2021, 32 evaluadas cada cinco años y 15 cada diez.
- *External Sector Report* (2012): estima cada año, de forma multilateral, la desviación de los saldos corrientes y los tipos de cambio reales respecto a los fundamentos. Constituye el principal instrumento con el que el Fondo materializa su vigilancia cambiaria, y su publicación conjunta evita el señalamiento individual.

2.2.3. Supervisión multilateral

Sigue las tendencias regionales y globales y el impacto transfronterizo de las políticas nacionales en tres informes semestrales: el *World Economic Outlook*, sobre la economía mundial, el *Global Financial Stability Report*, sobre los mercados financieros internacionales, y el *Fiscal Monitor*, sobre las finanzas públicas. El Fondo fija además estándares estadísticos y puede censurar la manipulación estadística.

2.3. Asesoramiento y asistencia técnica

El FMI asesora en política económica, como la regulación bancaria, los sistemas de pago, la gestión de la deuda o de las reservas, y forma a funcionarios. Se ha dirigido sobre todo a países de renta baja y, tras la crisis financiera global, también a algunas economías avanzadas.

En suma, la financiación es condicional salvo en el tramo de reserva, y los instrumentos precautorios trasladan esa exigencia a la elegibilidad, aunque el estigma limita su uso. La supervisión sustituye desde Jamaica a la custodia de las paridades, pero choca con la distancia entre lo declarado y lo practicado. Los programas de ajuste combinan los tres servicios.

3. FMI: prevención y solución de crisis

3.1. Concepto y justificación

Fallos de mercado: la intervención multilateral se justifica por tres.

1. *Estabilidad*: la estabilidad macroeconómica internacional es un **bien público global**, no rival y no excluyente, que el mercado provee en cantidad insuficiente.
2. *Externalidades*: los desequilibrios exteriores dañan a terceros países por contagio y desbordamiento, y ningún país lo internaliza.
3. *Información imperfecta*: la incertidumbre sobre los Gobiernos genera expectativas erróneas y primas de riesgo excesivas, que pueden precipitar crisis autocumplidas en economías solventes.

En los países en desarrollo se añaden la **causación acumulativa** y las trampas de pobreza, que exigen un gran impulso inicial (*big push*), y debilidades estructurales como la economía sumergida o la fragilidad institucional.

3.2. Programas de ajuste

Los programas siguen una secuencia de tres fases: diagnóstico, objetivos macroeconómicos y medidas.

3.2.1. Diagnóstico

Parte de misiones sobre el terreno y de un marco de cuatro sectores apoyado en Alexander (1952), Polak (1957) y Johnson (1958, 1972).

Sector exterior: por el enfoque de absorción de Alexander, el déficit corriente es el exceso de la absorción interna sobre la renta nacional disponible:

$$\mathrm{SB}_{\mathrm{CC}} = Y - A$$

Sector monetario: por el enfoque monetario de Polak y Johnson, la oferta monetaria es crédito interno más reservas, y del equilibrio monetario se deduce la variación de las reservas:

$$M^s = \mathrm{CI} + R \;\Rightarrow\; \Delta R = \Delta M^d - \Delta \mathrm{CI}$$

- Con tipo de cambio fijo y demanda de dinero constante, $\Delta R = -\Delta \mathrm{CI}$, de modo que el control del crédito interno es el instrumento principal para estabilizar el saldo exterior y la inflación.

Sector financiero: se examina conforme a Basilea: solvencia y capital, calidad del activo, rentabilidad y liquidez.

Sector fiscal: el déficit se financia con deuda al sector no bancario, crédito bancario y financiación exterior:

$$G - T = \Delta \mathrm{NFB}_G + \Delta \mathrm{CI}_G + \Delta \mathrm{FE}_G$$

- Con el crédito interno controlado, la financiación pública desplaza al crédito privado (*crowding out*). Limitar el déficit controla a la vez la absorción y el crédito.

Corolario: los cuatro sectores están ligados por identidades contables, de modo que un mismo desequilibrio es a la vez exterior, monetario y fiscal, y los objetivos han de ser coherentes.

3.2.2. Objetivos macroeconómicos

Cualitativos: competitividad, disciplina monetaria y fiscal, menos inflación y crecimiento. Se comparan un escenario sin cambio de políticas y otro con programa. En este, las necesidades no cubiertas dan la **brecha de financiación** que cubren el Fondo y otros acreedores oficiales.

Cuantitativos: cada sector del diagnóstico aporta su variable de control: suelos de reservas internacionales netas, techos al crédito interno o a los activos internos netos del banco central y techos al déficit o suelos al saldo primario. Se convierten en criterios de ejecución, de modo que la coherencia del programa se verifica en la propia contabilidad. El ajuste fiscal ha de ser compatible con el techo de crédito interno, y este con el suelo de reservas.

Secuenciación: la estabilización precede habitualmente a la reforma estructural, más lenta, y la apertura de la cuenta financiera va al final, lección de la crisis del sudeste asiático.

3.2.3. Aplicación de medidas

Sector exterior: dos vías y la gestión del régimen cambiario.

- *De demanda*: políticas monetaria y fiscal contractivas, rápidas pero recesivas, que reducen la absorción y las importaciones.
- *De cambio del gasto y de oferta*: la devaluación reorienta el gasto hacia la producción nacional (*expenditure switching*) si se cumple la condición Marshall-Lerner y la inflación no erosiona la ganancia, junto a reformas que amplían la capacidad exportadora.
- *Régimen cambiario*: si la paridad es insostenible, devaluación calculada, flotación transitoria y un ancla nominal nueva, típicamente un régimen de objetivos de inflación.

Sector monetario: la variable operativa es el crédito interno, porque con tipo de cambio fijo su expansión se traduce mecánicamente en pérdida de reservas. Las medidas son techos al crédito interno, subida de los tipos de interés y, para reforzar la credibilidad de la autoridad monetaria, independencia legal del banco central, con prohibición de financiar directamente al Tesoro.

Sector financiero: liquidez de emergencia, recapitalización de las entidades viables, resolución de las inviables mediante bancos puente o venta de activos y negocio, y *bail-in*, para restablecer la solvencia y romper el círculo vicioso entre bancos y soberanos. El *bail-in*, que impone pérdidas a accionistas y acreedores, se generalizó tras 2008 para que el coste del rescate no recaiga sobre el contribuyente.

Sector fiscal: consolidación por gasto o ingreso, reestructuración de la deuda mediante quitas o reprogramación de vencimientos, si el análisis de sostenibilidad la exige, y fortalecimiento de la administración tributaria y de los marcos presupuestarios, ámbito en el que se concentra buena parte de la asistencia técnica del Fondo.

3.2.4. Determinantes del éxito y efectos

Determinantes del éxito: son seis.

- *Velocidad*: un ajuste concentrado al inicio (*frontloaded*) gana credibilidad con más coste político. Uno gradual puede generar fatiga.
- *Volumen*: un gran paquete (*wall of money*) disuade la especulación si el problema es de liquidez, pero exige buenas políticas o condicionalidad reforzada para evitar el riesgo moral.
- *Propiedad local* (*ownership*): los programas sin convicción interna fracasan más.
- *Reforma estructural*: reformas macrocríticas, bien diseñadas y factibles dentro del plazo.
- *Reestructuración de la deuda*: quizá lo más delicado. Si es necesaria, ha de ser temprana, ordenada y profunda.
- *Composición del ajuste fiscal*: recortes en las partidas menos eficientes.

Efectos: a corto plazo, menor crecimiento, menor inflación tras el repunte de la devaluación, más deuda sobre PIB, por los pasivos ocultos y la caída del denominador, menor déficit primario y depreciación. A largo plazo, un programa eficaz recupera el crecimiento, estabiliza la inflación, reduce el déficit y recompone las reservas.

3.3. Experiencias históricas

3.3.1. Tercera globalización (1976-2007)

Terapias de choque y crisis de deuda (1976-1990): la terapia de choque chilena (1975), en vísperas de Jamaica, estabilizó la economía con un notable aumento de la desigualdad. La crisis de deuda latinoame-

ricana (1982-1989) pasó del enfoque de liquidez al Plan Baker (1985), de ajuste con crecimiento, y al Plan Brady (1989), con condonación parcial mediante bonos con principal garantizado.

Corolario: la solvencia no puede tratarse como liquidez. Siete años de financiación puente prolongaron la década perdida.

Crisis en mercados emergentes (1990-2007): el Tequila (1994-1995), con un rescate récord de 50.000 M$, y Asia (1997-1998) pusieron a prueba al Fondo, que en Asia reconoció un ajuste fiscal excesivo y una liberalización prematura de la cuenta financiera, alentada por él mismo.

Corolario: tres lecciones, apertura financiera cautelosa, supervisión macroprudencial y programas ajustados a cada desequilibrio, sin recetas uniformes.

3.3.2. Crisis global y deuda europea (2008-2014)

Crisis financiera global (2008-2014): en Londres (2009) el G20 triplicó los recursos del Fondo y respaldó una asignación de DEG por 250.000 M$. Se crearon la FCL y el RFI. En 2007 su cartera estaba en mínimos y su viabilidad en cuestión. Tres años después era de nuevo el eje de la red de seguridad financiera global.

Crisis de deuda soberana europea (2010-2014): en la *troika*, junto al BCE y la Comisión, el FMI participó en los rescates de Grecia (2010 y 2012), Irlanda, Portugal y Chipre, economías avanzadas sin política cambiaria propia y con cofinanciación regional. Grecia encadenó tres programas, una reestructuración de la deuda privada en 2012 (*Private Sector Involvement*), que afectó a unos 200.000 M€ en bonos con una quita nominal próxima a 107.000 M€, y controles de capital en 2015. El caso abrió tres debates: la sostenibilidad de la deuda y el momento de reconocerla, la viabilidad de la condicionalidad clásica en una economía sin tipo de cambio propio y la gobernanza de la zona del euro.

Corolario: la OEI concluyó en 2016 que el Fondo flexibilizó el acceso excepcional para el primer programa griego y que no reestructurar pronto trasladó pérdidas del sector privado al oficial.

3.3.3. Grandes programas: Argentina (2014-2019)

En junio de 2018 Argentina obtuvo un SBA de 50.000 M$, ampliado en octubre a 57.000 M$, el mayor de la historia en términos absolutos, aunque no en porcentaje de la cuota, donde lo supera el primer programa griego. El acuerdo no restauró la confianza y fue sustituido en 2022 por un EFF destinado a refinanciar las obligaciones con el propio Fondo. En 2025 le siguió otro EFF de 20.000 M$. El caso reavivó tres debates: la propiedad local más allá del ciclo electoral, el riesgo moral de los grandes programas y la aplicación del acceso excepcional, que la evaluación *ex post* del personal del Fondo (2021) examinó críticamente.

3.3.4. Pandemia (2020-2021)

El Fondo dio su respuesta más rápida y amplia: financiación de emergencia a más de ochenta países con el RFI y el RCF, la mayor asignación de DEG, por 650.000 M$ en 2021, y alivio del servicio de la deuda de los más pobres. El reparto por cuotas llevó a canalizar DEG hacia la renta baja a través del PRGT y del RST.

3.3.5. Ucrania y Sri Lanka (2022-actualidad)

Ucrania: en 2023, en plena guerra, un EFF de 15.600 M$ exigió una política para la incertidumbre excepcional y garantías de financiación de donantes y acreedores oficiales. En 2026 lo sustituyó otro de 8100 M$.

Sri Lanka: tras el impago de 2022, un EFF de 2900 M$ quedó condicionado a garantías previas de los acreedores bilaterales. China es ya acreedor de primer orden sin pertenecer al Club de París, y las reestructuraciones se alargan años.

Corolario: la eficacia del Fondo depende de un consenso mínimo entre sus principales accionistas, cada vez más difícil de articular.

3.4. Red de seguridad y deuda soberana

3.4.1. Red de seguridad financiera global

Definición: la **red de seguridad financiera global** reúne los mecanismos que aseguran a los países frente a las crisis de balanza de pagos. Según el FMI, en 2024 sumaba unos 18,5 billones de dólares en cuatro capas:

- *Reservas propias*: unos 14 billones, autoseguro rápido e incondicional, pero costoso y mal repartido.
- *Líneas de swap entre bancos centrales*: la Reserva Federal mantiene desde 2013 líneas permanentes e ilimitadas con el BCE y los bancos centrales de Japón, el Reino Unido, Suiza y Canadá.
- *Acuerdos regionales*: unos 1,3 billones, entre ellos el MEDE (500.000 M€), la CMIM (240.000 M$), el acuerdo de reservas de los BRICS (100.000 M$), el Fondo Latinoamericano de Reservas y el Fondo Monetario Árabe. El MEDE financió los programas de España, Chipre y Grecia, mientras que la CMIM y el acuerdo de los BRICS no se han puesto a prueba y condicionan la mayor parte del acceso, el 60 % y el 70 %, a un programa con el Fondo.
- *El FMI*: en torno a 1 billón, la única capa casi universal y el centro de la red.

Deficiencias: cobertura desigual, porque los *swaps* son discrecionales y quienes carecen de ellos dependen de sus reservas y del Fondo, y fragmentación, con capas poco coordinadas y el estigma de los instrumentos precautorios.

3.4.2. Reestructuración de deuda soberana

Problema: prestar sin reestructurar una deuda insostenible traslada pérdidas al sector oficial, como ocurrió en el primer programa griego. Pero reestructurar choca con un problema de **acción colectiva**, porque a cada acreedor le conviene que los demás acepten la quita, y no existe un procedimiento concursal que imponga a la minoría la decisión de la mayoría.

Mecanismo estatutario: en 2001, Anne Krueger propuso el SDRM, por el que, mediante una enmienda del convenio, una mayoría cualificada de acreedores, con voto agregado sobre todos los instrumentos, vincularía a la minoría, con suspensión de los litigios y un foro independiente de resolución de disputas. En 2003 el CMFI lo consideró inviable ante la oposición de EE. UU., de los acreedores privados y de muchos emergentes.

Enfoque contractual: las **cláusulas de acción colectiva** permiten a una mayoría cualificada cambiar las condiciones para todos. México las incorporó en 2003 y son obligatorias en la zona del euro desde 2013. Como se votaban serie a serie, y el litigio contra Argentina reforzó a los disidentes, llegaron las cláusulas reforzadas, con una única votación, y una nueva cláusula *pari passu*, respaldadas por el Fondo en 2014.

Políticas del Fondo: puede prestar con atrasos frente a acreedores privados desde 1989, si el deudor negocia de buena fe, y frente a oficiales desde 2015. La reforma de 2024 lo permite, con salvaguardas, sin acuerdo a tiempo con los oficiales. El acceso excepcional exige desde 2002 una probabilidad elevada de deuda sostenible, y desde 2016 lo admite con deuda sostenible, aunque sin probabilidad elevada, si otros acreedores aportan financiación, incluso mediante un *reperfilamiento*.

Foros: el Marco Común del G20 (2020) incorpora a China y a otros acreedores ajenos al Club de París a un comité único, y la Mesa Redonda Global sobre la Deuda Soberana (2023) busca entendimientos no vinculantes. El sistema sigue, aun así, sin suspensión automática de pagos ni un árbitro de la comparabilidad de trato.