



# Financiamiento del FMI y riesgo moral

*Timothy Lane y Steven Phillips*

Aunque se ha sostenido que el financiamiento del FMI puede crear riesgo moral, no es fácil encontrar indicios claros en este sentido. Si se conociera el alcance del riesgo moral inducido por el FMI, podrían ponderarse los posibles costos frente a los posibles beneficios.

EL TÉRMINO “riesgo moral” (*moral hazard*) se ha utilizado en los debates sobre la reforma de las instituciones financieras internacionales. Según los críticos, la perspectiva de disponibilidad de financiamiento del FMI en caso de crisis financiera aumenta la probabilidad de que se produzca una crisis. La idea es que los acreedores saben que el financiamiento del FMI ayuda a los países proclives a las crisis a evitar la cesación de pagos y están, por lo tanto, dispuestos a conceder crédito a estos países con diferenciales de tasa de interés más bajos que los que regirían si no existiera el FMI. De este modo, la presencia del FMI amortigua la presión que llevaría a los gobiernos a aplicar políticas que contribuyan a prevenir las crisis, como políticas fiscales viables, y medidas de supervisión y regulación financieras estrictas.

Esta visión conlleva también la idea de que posiblemente ha habido un aumento del riesgo moral en los últimos años. Se ha sostenido, en particular, que la reacción del FMI ante la crisis de México, a comienzos de 1995, marcó una nueva era de “rescates financieros” masivos que inspiró la aceptación de un mayor riesgo y creó las condiciones para las crisis de Asia oriental, Rusia y Brasil unos años después.

## Repercusiones del financiamiento del FMI

No se puede desestimar el argumento de que el financiamiento del FMI crea un riesgo moral. Si aceptamos la idea de que el financiamiento del FMI ayuda a algunos países que están al borde de la cesación de pagos y atenúa el costo de una crisis para el país afectado, y si los agentes del mercado y los gobiernos responden a los incentivos, cierto grado de riesgo moral es una consecuencia inevitable.

El riesgo moral es también una consecuencia inevitable de todo seguro. Por ejemplo, asegurar a los conductores contribuye a la frecuencia de los accidentes: si se prohibieran estos seguros, los conductores actuarían con más prudencia, conscientes de que un momento de distracción podría costarles todo lo que poseen. Sin embargo, pocas personas postularían la prohibición de los seguros de los automóviles; sus beneficios, como protección contra el riesgo de imprevistos, superan todo efecto adverso en la seguridad del tránsito.

Esta analogía lleva a pensar que, para proponer la abolición o una reforma radical del FMI, es preciso demostrar no solo la probabilidad de que el financiamiento del FMI afecta sustancialmente los incentivos de los países y de sus

acreedores, sino también que el riesgo moral generado por el financiamiento del FMI neutraliza todo posible efecto benéfico de mitigación de las crisis. Uno de estos efectos es que, en una crisis de liquidez, el financiamiento del FMI puede contribuir a compensar una falla del mercado, a saber, el problema de la acción colectiva vinculada a la retirada masiva —y contraproducente— de los acreedores. Si el FMI puede ayudar a resolver esta situación aportando liquidez, se benefician tanto el país como sus acreedores, y tal vez otros países que se verían afectados por el contagio. Además, este beneficio no causaría pérdida alguna para el FMI, a condición de que reciba los correspondientes reembolsos e intereses. Si la solución de este problema de acción colectiva hace que los países y sus acreedores concierten con más confianza las transacciones internacionales, este tipo de riesgo moral representa una ganancia neta para la estabilidad financiera internacional.

### Indicios de riesgo moral

Antes de basar una decisión política en el problema del riesgo moral, es preciso evaluar la importancia que puede tener el problema en la práctica. Pese a numerosas afirmaciones de que el riesgo moral es una de las causas principales de las crisis financieras, curiosamente, muy poco se ha hecho por establecer pruebas empíricas para fundamentarlo.

Un elemento clave de estas pruebas empíricas sería la evolución de los diferenciales de tasas de interés de los bonos de mercados emergentes. ¿Se comportan estos diferenciales de una manera que indique que los inversionistas estiman que el FMI está dispuesto a amortiguar el golpe si un país se encuentra en graves dificultades? Si así fuera, ello no basta para afirmar que el financiamiento del FMI hace aumentar las probabilidades de crisis puesto que es preciso considerar también la reacción de los gobiernos ante el comportamiento de los diferenciales; sin embargo, sería un primer paso.

Podemos formular una observación muy sencilla, que no puede pasarse por alto. La mera existencia de esos diferenciales permite rechazar una forma extrema de la hipótesis del riesgo moral, a saber, que los inversionistas estarían seguros de ser rescatados en caso de crisis. Si así fuera, todos los países miembros del FMI estarían en condiciones de endeudarse a la misma tasa, libre de riesgos. En realidad, los diferenciales con frecuencia son importantes y varían considerablemente de un país a otro, observándose considerables diferenciales inclusive en algunos países que podrían considerarse demasiado grandes como para caer en una situación de cesación de pagos (gráfico 1).

### El criterio "informativo"

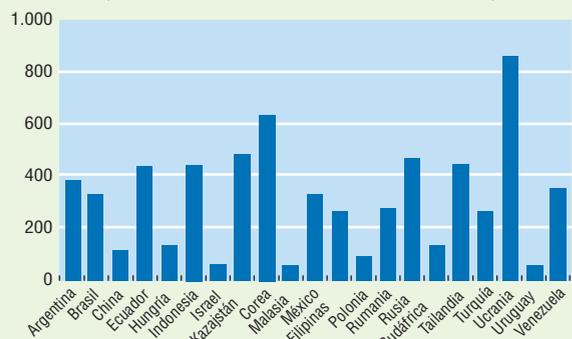
Otra manera de buscar pruebas de riesgo moral en los diferenciales de tasas de interés de los mercados emergentes es aplicar un criterio (un estudio de eventos o criterio "informativo") centrado en la información que pueda haber dado lugar a cambios en el riesgo moral. Podemos observar cómo reaccionaron esos diferenciales en el momento de los distintos anuncios de política que podrían haber transmitido nueva información a los mercados acerca de la futura disponibilidad o escala del apoyo financiero del FMI a los países miembros. Si el financiamiento del FMI crea riesgo moral en un grado significativo, los diferenciales deberían responder inme-

diatamente a esos anuncios. Utilizando datos diarios y examinando el comportamiento de los diferenciales en periodos breves, con este criterio se procura aislar de los demás factores la influencia de la información relacionada con el FMI.

Estudiamos el período 1995–99, rico en eventos que podrían haber incidido en el riesgo moral, entre ellos el gran volumen de asistencia proporcionada a México y otros países, la decisión de incrementar sustancialmente los recursos financieros del FMI y la ratificación del aumento por parte del Congreso de Estados Unidos en octubre de 1998. En el sentido opuesto, podría considerarse que la decisión del FMI, en agosto de 1998, de mantenerse al margen cuando Rusia dejó de reembolsar su deuda interna redujo el riesgo moral.

Los datos indican que los diferenciales de las tasas de interés de los mercados emergentes no variaron mucho en la época de los 22 eventos examinados (gráfico 2). En la mayoría de los casos, las variaciones en el momento de los anuncios estaban dentro de la

Gráfico 1  
Diferenciales de rendimiento de la deuda en dólares  
(centésimos de punto porcentual; al 31 de diciembre de 1998)



Fuente: Bloomberg.  
Nota: Los diferenciales de rendimiento se calculan comparando la deuda denominada en dólares de EE.UU. y los bonos del Tesoro de Estados Unidos con vencimientos similares.

Gráfico 2  
Diferenciales de rendimiento, octubre de 1994–marzo de 1999  
(centésimos de punto porcentual)



Fuente: J.P. Morgan.

gama habitual de fluctuaciones diarias y con frecuencia se producían en el sentido contrario al que cabría esperar en presencia de riesgo moral. Por ejemplo, el rescate financiero de México de 1995 no causó el menor escozor en otros mercados emergentes, lo que sugiere que los inversionistas de Corea y Tailandia no consideraron que la evolución de México tuviera gran relevancia para ellos.

No obstante, en un par de casos los indicios, aunque ambiguos, son consecuentes con la hipótesis del riesgo moral:

- En el momento de la crisis de Rusia de agosto de 1998, los diferenciales de tasas de interés de otros mercados emergentes aumentaron pronunciadamente. Ello es consecuente con la idea de que los inversionistas habían supuesto previamente que la economía rusa era demasiado grande para caer en una situación de cesación de pagos y les sorprendió que el FMI no acudiera con nuevos fondos para evitarlo. Sin embargo, es difícil determinar si el aumento de los diferenciales de los rendimientos reflejaba la percepción de la disponibilidad de financiamiento del FMI para los demás mercados emergentes o si se debía a un contagio originado por los eventos de Rusia.

- Cuando el Congreso de Estados Unidos aprobó el aumento del financiamiento para el FMI, los diferenciales de tasas de interés de los mercados emergentes bajaron. Ello es consecuente con la noción de que los inversionistas consideraban el mayor financiamiento como una protección de sus inversiones en caso de nuevas crisis. También es consecuente con la idea de que el financiamiento del FMI se consideraba como un aporte a una mayor estabilidad financiera mundial, y no como un simple rescate de los inversionistas. A su vez, es difícil aislar el efecto del voto parlamentario de los efectos de la decisión adoptada esos días por la Reserva Federal de reducir las tasas de interés.

Estos son los dos únicos episodios de los 22 examinados que ilustran un comportamiento de los diferenciales de tasas de interés consecuente con la idea de riesgo moral. Pero, aun en estos casos, es difícil separar el comportamiento de las tasas de interés de otros eventos contemporáneos y, en términos más generales, de las turbulentas condiciones del mercado.

Entonces, ¿por qué no detectamos pruebas más claras de riesgo moral? Una de las explicaciones es que, aunque teóricamente razonable, el riesgo moral creado por el FMI en realidad no es sustancial en comparación con los numerosos factores que inciden diariamente en el precio de los activos y los diferenciales de tasas de interés. Ello podría deberse a que la magnitud del financiamiento del FMI es sencillamente insuficiente para garantizar todos los saldos acreedores. Esta explicación concuerda con los datos sobre el volumen de financiamiento del FMI en relación con varios posibles indicadores. Otra explicación es que el criterio de “estudio de los eventos” no permite detectar las variaciones del grado de riesgo moral, por ejemplo, si los eventos examinados no fueron considerados como señal de un cambio en la disponibilidad de financiamiento del FMI, si se prevenían los eventos y, por ende, ya eran un factor en los precios del mercado, o si el mercado necesitó cierto tiempo para “digerir” las implicaciones de los eventos. Por último, la percepción de una mayor disponibilidad de financiamiento del FMI podría haber estimulado la disposición de los países de mercados emergentes a endeudarse y, de ser así, el efecto resultante en los diferenciales de tasas de interés podría haber compensado la mayor disposición de los acreedores para otorgar préstamos; tal vez deba explorarse esta posibilidad examinando los montos del financiamiento pro-



**Timothy Lane (izq.), Jefe de la División de Examen de Políticas del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas del FMI.**

**Steven Phillips, economista principal del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI.**

porcionado a los mercados emergentes y los diferenciales de las tasas de interés. Cabe hacer notar que este estudio no pretende decir la última palabra sobre el tema; si genera nuevos estudios que sustituyan lo que con frecuencia se afirma sin fundamento en el debate público, habrá cumplido su propósito.

### Repercusiones de política

En conclusión, si bien cierta forma de riesgo moral es consecuencia lógica de la disponibilidad de financiamiento del FMI, toda repercusión en las políticas debe basarse en la evaluación del significado empírico del riesgo moral. Este artículo pretende dar un modesto paso en ese sentido, con el examen del comportamiento de los diferenciales de tasas de interés. Si bien el no detectar indicios claros de riesgo moral podría ser reflejo de deficiencias de las pruebas utilizadas, también revela la fragilidad de los fundamentos empíricos de muchas de las afirmaciones hechas en los debates de política.

Por supuesto, estos resultados no anulan la necesidad de considerar las consecuencias del riesgo moral al evaluar las posibles reformas del sistema financiero internacional. Si bien el riesgo moral aún no es empíricamente importante, podría serlo si cambiara este esquema financiero o los mecanismos del mercado. Además, los resultados no hacen menos necesaria la adopción de medidas cautelosas que eviten que el financiamiento del FMI sirva para rescatar a acreedores privados, medidas, por ejemplo, como el intento de obtener una mayor participación del sector privado en la solución de las crisis. Pero estas políticas no deben basarse en la creencia infundada de que el riesgo moral es un problema grave. Hasta que no se disponga de mayores indicios para establecer la magnitud del riesgo moral, las medidas deben ser cautelosas, evaluándose la posibilidad del riesgo moral frente a otros efectos de mitigación de las crisis resultantes de la disponibilidad de financiamiento del FMI. **F&D**

*Este artículo se basa en “Does IMF Financing Result in Moral Hazard?”, IMF Working Paper 00/168, de los mismos autores, (Washington: Fondo Monetario Internacional, 2000).*

■ REUNIONES ANUALES ■ 2001 ■

# PROGRAMA de SEMINARIOS

GRUPO DEL BANCO MUNDIAL ■ FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

*Viernes 28 de septiembre al  
lunes 1 de octubre de 2001*

*Hotel Marriott Wardman Park  
Washington*

Para mayor información, diríjase a:  
Reuniones Anuales de 2001 ■ Grupo del Banco Mundial – FMI  
Washington, D.C. 20431 EE.UU.

## Los beneficios del crecimiento económico

Con asistencia de ejecutivos de empresas, ministros y gobernadores de banco central, representantes de la sociedad civil y de los medios de comunicación y funcionarios del Banco Mundial y del FMI, estas reuniones serán una oportunidad única para poner en contacto a los principales actores y los que adoptan decisiones en la comunidad internacional.

## Temas fundamentales para 2001

El control de las crisis financieras, la reforma de los sistemas de pensiones en América Latina, la titulización en los mercados emergentes, las repercusiones económicas del recalentamiento planetario y la preparación de los países para el mundo virtual son algunos de los temas "candentes" que se examinarán en no menos de 35 seminarios.

Teléfono: [1](202) 473-3394  
Fax: [1](202) 623-4100  
Correo electrónico: seminars@worldbank.org  
Sitio: www.worldbank.org/pos

## Suscríbase a **Finanzas & Desarrollo**

Para informarse sobre las tendencias económicas mundiales, quienes toman decisiones en los campos empresarial, financiero y estatal de más de 180 países leen **Finanzas & Desarrollo**, que se publica en marzo, junio, septiembre y diciembre.

### Sírvase llenar y remitirnos este formulario de suscripción

Nombre \_\_\_\_\_  
(Nombre) (Apellido)

Organismo \_\_\_\_\_ Cargo \_\_\_\_\_

Calle/Casilla de correo \_\_\_\_\_

Ciudad \_\_\_\_\_ Estado/Provincia \_\_\_\_\_

País \_\_\_\_\_ Código postal \_\_\_\_\_

Correo ordinario (envío gratuito)  Correo aéreo (US\$20 anuales)

#### Opciones de pago del envío aéreo (se requiere el pago anticipado)

Cheque o giro bancario en dólares de EE.UU.  
(Cheques en dólares de EE.UU. a nombre de "IMF Publication Services")

Sírvase debitar US\$ \_\_\_\_\_ en mi tarjeta de crédito:  
 American Express  MasterCard  VISA Fecha de expiración \_\_\_\_ / \_\_\_\_  
mes año

Cuenta # \_\_\_\_\_ - \_\_\_\_\_ - \_\_\_\_\_

Firma \_\_\_\_\_ Fax # \_\_\_\_\_  
(Debe figurar en todos los pedidos)

### Campo profesional

- 1 Estudiante universitario
- 2 Banco central
- 3 Ministerio de Hacienda
- 4 Banco comercial
- 5 Otras instituciones financieras
- 6 Organismo de planificación
- 7 Organismo internacional o regional
- 8 Biblioteca pública
- 9 Profesor universitario
- 10 Otros organismos públicos
- 11 Organización no gubernamental
- 12 Agencia de noticias
- 13 Empresa privada
- 99 Otro \_\_\_\_\_

### International Monetary Fund

Publication Services  
Box FD201  
Washington, D.C. 20431 EE.UU.  
Teléfono: (202) 623-7430  
Fax: (202) 623-7201  
Correo electrónico: publications@imf.org

### Idioma de la edición solicitada

Árabe  Chino  Español  Francés  Inglés