

Riesgo moral

*¿Alienta el financiamiento del FMI
la imprudencia de prestatarios
y prestamistas?*



Timothy Lane
Steven Phillips

Riesgo moral

*¿Alienta el financiamiento del FMI
la imprudencia de prestatarios
y prestamistas?*

Timothy Lane
Steven Phillips



©2002 International Monetary Fund

Director de la serie
Jeremy Clift
Departamento de Relaciones Externas del FMI

Diseño de la portada
Massoud Etemadi, Jack Federici
Sección de Artes Gráficas del FMI

Edición en Español
División de Español
Departamento de Tecnología y Servicios Generales
Traducción: Graciela Homs
Corrección de pruebas: Magdalena Copeland
Autoedición: Magdalena Copeland

ISBN 1-58906-142-X
ISSN 1020-5098
Marzo de 2002

Las solicitudes de publicaciones del FMI deberán dirigirse a:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, EE.UU.
Tel: (202) 623-7430 Telefax: (202) 623-7201
Correo electrónico: publications@imf.org
Internet: <http://www.imf.org>

Prefacio

La serie Temas de economía tiene como fin dar a conocer a una amplia gama de lectores no especializados algunos de los estudios de investigación sobre temas económicos que realizan los funcionarios del FMI. La serie se basa principalmente en los documentos de trabajo de la institución, que son elaborados por funcionarios e investigadores visitantes, y en estudios sobre política económica.

Este documento se basa en el material publicado originalmente en el documento de trabajo WP/00/168 del FMI titulado *¿Does IMF Financing Result in Moral Hazard?* de octubre de 2000. Las citas de trabajos de investigación mencionados en esta versión condensada son las que se indican en el documento original, que puede adquirirse en el Servicio de Publicaciones del FMI, al precio de US\$10 el ejemplar, o consultándolo en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org). Esta versión fue preparada por Jacqueline Irving.

“El riesgo moral sigue siendo motivo de preocupación. Puede que las instituciones privadas se sientan alentadas a prestar e invertir despreocupadamente, o al menos más de lo que deberían, si piensan que el Fondo garantizará el reembolso de sus deudas”.

Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente,
Fondo Monetario Internacional,
en un discurso pronunciado ante el National Economists' Club,
American Enterprise Institute, Washington, D.C.
Noviembre de 2001

El financiamiento del FMI ¿conduce al riesgo moral?

El término 'riesgo moral' se utiliza con frecuencia al analizar los efectos contraproducentes de los seguros. Se refiere a la idea de que cuando se cuenta con un seguro, aumentan las posibilidades de que ocurra el hecho contra el cual se compró el seguro porque el asegurado se siente menos incentivado a adoptar medidas preventivas. Los siguientes son ejemplos muy sencillos:

- El propietario cuya casa está asegurada no se preocupa tanto por cerrar la puerta con llave.
- El propietario cuyo vehículo está asegurado no lo conduce con tanta prudencia.
- Las personas que adquieren un seguro de salud se preocupan menos de su bienestar físico.

Dentro del contexto financiero, los economistas y los que formulan las políticas se preguntan si la asistencia financiera de instituciones como el Fondo Monetario Internacional (FMI) conduce al riesgo moral. En otras palabras, el papel que desempeña el FMI en calidad de prestamista de países que enfrentan crisis financieras, ¿alienta a los prestatarios y a los prestamistas a comportarse de tal manera que se intensifica la probabilidad de que ocurra una crisis?

Tras las crisis financieras que enfrentaron los países de los mercados financieros emergentes durante los últimos años, algunos analistas han indicado que como resultado del apoyo financiero del FMI, en algunos casos los bancos e instituciones financieras *sí* han prestado con cierta imprudencia, es decir, han concedido préstamos sin tomar en cuenta lo suficiente los riesgos porque confían en que

los países en situación de crisis podrán recurrir al FMI en caso de dificultad. Sostienen, además, que cuando los países saben que pueden recurrir al FMI en caso de crisis se sienten menos motivados a adoptar medidas oportunas para evitarlas. El interés en el tema del riesgo moral ha ocupado un lugar destacado en los recientes debates sobre la reforma del sistema financiero internacional y la función del FMI.

Puede ser que, debido a que la disponibilidad de financiamiento del FMI ayuda a contener el perjuicio económico total producido por una crisis, los prestatarios y prestamistas corran riesgos que no asumirían bajo circunstancias diferentes. Ahora bien, ya que uno de los fines declarados del FMI es “infundir confianza a los países miembros poniendo a su disposición temporalmente y con las garantías adecuadas los recursos generales del FMI”, esto no es necesariamente un problema. Entonces, la pregunta más importante es si el apoyo del FMI alienta a los prestatarios y prestamistas a correr riesgos *excesivos* o *imprudentes* y si dichos riesgos adicionales contrarrestan las ventajas de la asistencia financiera que presta el FMI para paliar los efectos de las crisis; por ejemplo, en una crisis de liquidez, el financiamiento del FMI podría contrarrestar el problema de acción colectiva que resulta del intento de huida de los acreedores. La respuesta a estas interrogantes depende de otra pregunta clave: ¿en qué medida influye el riesgo moral creado por el FMI sobre la conducta de los prestamistas y prestatarios antes de una crisis?

Pese al lugar destacado que ocupa el tema del riesgo moral en el debate sobre políticas, son muy pocos los estudios que investigan la importancia que tiene en el plano empírico. En la presente publicación se examina evidencia preliminar sobre el grado de riesgo moral asociado al apoyo financiero del FMI.



¿Qué es el riesgo moral?

En primer lugar cabe preguntarse qué relación tiene el riesgo moral con el apoyo financiero del FMI. La orientación del concepto del riesgo moral es hacia el futuro; en otras palabras, si existe un riesgo moral en los mercados financieros, los prestatarios y prestamistas asumen el riesgo *ahora*, sobre la base del apoyo que esperan recibir en el futuro en caso de que ocurran ciertos acontecimientos indeseables.

En cuanto a la posibilidad de que el riesgo moral se derive del financiamiento del FMI, debe destacarse que el apoyo del FMI no es solo cuestión de entregar dinero (como ocurre en la industria de los seguros); más bien, constituye un préstamo que debe reembolsarse con intereses. En otras palabras, el financiamiento del FMI es la diferencia entre la tasa de interés de los préstamos que obtiene un país que no proviene del FMI (que en épocas de crisis puede ser muy alta) y la que aplica el FMI (que está vinculada con las tasas de interés de mercado de los países industrializados).

El riesgo moral del acreedor (que puede ser sencillamente una disposición mayor a conceder préstamos) es diferente del riesgo moral del deudor o país prestatario (una menor motivación de adoptar medidas preventivas). La disponibilidad de financiamiento del FMI podría conducir a un riesgo moral de cualquiera de las partes, o de ambas.

Uno de los problemas observados cuando se intenta analizar si el financiamiento del FMI conduce al riesgo moral es saber qué habría pasado de no haber existido el programa de rescate. En otras palabras, de no existir el FMI, un país con dificultades financieras tendría que recurrir a otras alternativas, incluso la posibilidad de incumplimiento de pago de su deuda externa. Una alternativa sería permitir una depreciación mayor de su moneda para promover la competitividad de sus exportaciones y a la vez reducir la deuda denominada en moneda nacional a través del efecto de la inflación. La alternativa que efectivamente se elija determinará qué efecto tendrá la disponibilidad de financiamiento del FMI sobre el rendimiento relativo de los diferentes tipos de deudas.

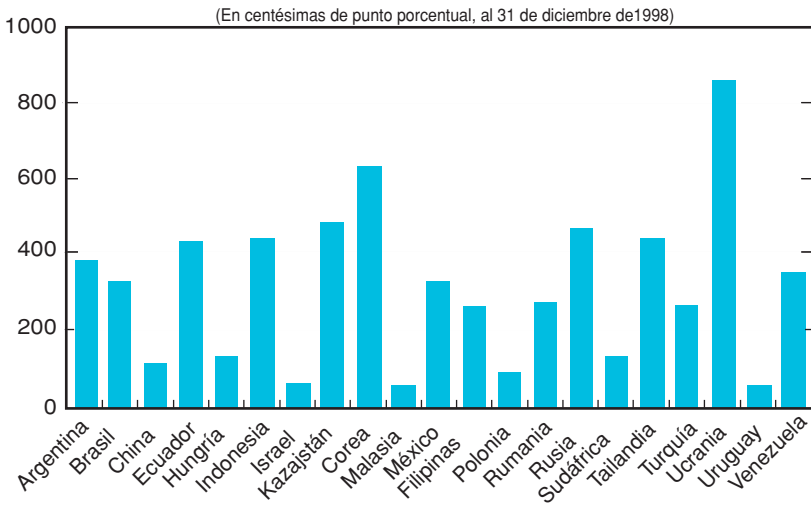


Los acreedores ¿están realmente convencidos de que el FMI los rescatará?

Cuando se analizan los datos sobre las tasas de interés y los márgenes con miras a analizar las diferentes medidas de riesgo percibido, puede descartarse rápidamente la perspectiva extrema sobre el riesgo moral que enfrentan los inversionistas. El diferencial entre el rendimiento de los bonos con riesgo de incumplimiento de pago y el de los bonos sin riesgo de incumplimiento (como los bonos del Tesoro de Estados Unidos) refleja el monto de los intereses adicionales que debe devengar un inversionista para estar dispuesto a tener un bono de mayor riesgo y, por lo tanto, refleja los cambios que se producen en la percepción del riesgo de los inversionistas, así como los cambios en la capacidad crediticia de los acreedores. Cuanto más alto el riesgo de incumplimiento de una emisión de deuda de un país, más amplio el diferencial entre el rendimiento de dicha emisión y el de los bonos del Tesoro de Estados Unidos que tienen vencimientos similares. Si los acreedores privados creyeran realmente que el FMI garantiza totalmente el servicio de la deuda de sus países miembros, todos esos países (o al menos los considerados “demasiado grandes para dejarlos quebrar”) encontrarían una misma tasa de interés en una moneda común. Evidentemente ése no es el caso: los diferentes países encuentran una amplia gama de tasas de interés sobre sus empréstitos en dólares de EE.UU. Véase el gráfico 1, en el que aparecen los diferenciales de las tasas de interés (expresados en puntos básicos, o sea, en centésimas de punto porcentual), a finales de 1998, en una muestra de 21 países de mercados emergentes. Por cierto, entre los diferenciales más amplios se

Gráfico 1

Diferenciales de rendimiento de las deudas denominadas en dólares de EE.UU.



Fuente: Bloomberg.

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

encuentran los de Rusia y Brasil a pesar de que podría considerárseles demasiado grandes para dejarlos quebrar.

La tendencia hacia un aumento de los diferenciales durante épocas de crisis también contrarresta la percepción de una “garantía total”. De hecho, el que ocurra una crisis es prueba adicional de que los participantes del mercado no consideran que el financiamiento del FMI elimine el riesgo. Es evidente que los mercados consideran que el apoyo del FMI y de otras fuentes oficiales es limitado o depende de acontecimientos indefinidos. Por supuesto, ello tampoco prueba la otra perspectiva extrema según la cual los programas respaldados por el FMI no tienen ninguna influencia sobre las posibilidades de reembolso a los acreedores.



Las noticias ¿revelan el riesgo moral?

El tema del riesgo moral también puede explorarse mediante un “estudio basado en las noticias” o “estudio de eventos”. En este enfoque se identifican primero los eventos específicos sobre los cuales puede haberse transmitido nueva información a los mercados que afectaría sus expectativas acerca del futuro apoyo financiero del FMI. El enfoque utiliza datos diarios y examina el comportamiento a corto plazo de los diferenciales; de esa manera, logra separar la influencia de las noticias relacionadas con el FMI de otros factores. Si los inversionistas consideran que la disponibilidad de financiamiento del FMI afectará significativamente el riesgo de sus inversiones, podría preverse que los precios de los bonos del mercado secundario reaccionarían inmediatamente ante tal noticia.

Evidentemente, este enfoque tiene sus limitaciones, sobre todo porque no distingue el riesgo moral (efectos indeseables sobre el comportamiento de la economía) de los efectos deseables de la acción del FMI de reducción de los verdaderos daños económicos de una crisis. Por lo tanto, es preciso buscar evidencia inequívoca del riesgo moral. Sin embargo, también es posible que algunos de los eventos identificados no sean realmente “noticia” ya que los mercados quizás previeron dichos eventos. Esto haría más difícil detectar el riesgo moral.

En todo caso, el estudio de eventos trata de analizar los cambios en el grado del riesgo moral inducido por el FMI, y no su presencia. O sea, el enfoque es especialmente adecuado para estudiar si los cambios en las políticas de concesión de préstamos del FMI de los años noventa aumentaron el riesgo moral.

Examinemos primero los “eventos” de los años noventa que se tradujeron en anuncios sobre nuevos programas respaldados por el

FMI al inicio de las crisis financieras. El caso de México, a finales de 1994 y principios de 1995, reviste particular interés ya que se ha descrito como un evento que sentó un precedente importante y que puede haber contribuido a la crisis de Asia unos años más tarde. El crédito concedido en el marco de un acuerdo de giro en febrero de 1995 fue de US\$17.800 millones, el más grande aprobado hasta ese momento para un país miembro, tanto por su monto absoluto como con relación a la cuota de dicho miembro al FMI.

La magnitud, así como otros aspectos del programa de apoyo del FMI a México, ¿cambiaron las expectativas de los acreedores respecto a sus perspectivas en caso de crisis futuras? Los datos de la época muestran que los diferenciales de las tasas de interés aumentaron marcadamente a partir de finales de diciembre de 1994. Anuncios subsiguientes sobre nuevos programas respaldados por el FMI, a principios de 1995, no impidieron aumentos adicionales, y los diferenciales tampoco volvieron a los niveles imperantes antes de la crisis. Se observa, por lo tanto, que en este caso el enfoque relacionado con eventos no revela el riesgo moral.

Es notable observar también que los eventos de México de 1994–95 no parecen haber tenido una influencia sobre los diferenciales de los bonos de varios mercados emergentes de Asia: dichos diferenciales no se ampliaron cuando México comenzó a enfrentar dificultades financieras; asimismo, no se redujeron cuando se aprobó el apoyo del FMI a México ni tampoco cuando se hicieron los anuncios al respecto antes de la aprobación. Esto parece indicar que la mayoría de los inversionistas no consideró que el programa de apoyo a México tuviera mucha relación con la capacidad crediticia de los países de Asia recientemente industrializados.

Ahora bien, es preciso estudiar si la aprobación del FMI de seis importantes acuerdos financieros con Tailandia, Indonesia y Corea en 1997, y los anuncios correspondientes, provocaron un riesgo moral. El FMI autorizó giros de hasta US\$3.900 millones, US\$10.100 millones y US\$21.000 millones respectivamente.

Por los diferenciales no variaron significativamente en respuesta a los tres primeros anuncios (que se hicieron antes de que se generalizara la crisis en octubre de 1997). Los diferenciales del Índice EMBI para los bonos de los mercados emergentes, de J.P. Morgan, aumentaron

ligeramente tras el cuarto anuncio, lo contrario de lo que hubiera podido esperarse en presencia del riesgo moral. Si bien hubo una disminución de los diferenciales cuando se hicieron los dos últimos anuncios (relacionados con Corea), dicha disminución fue demasiado pequeña para ser significativa. Por lo tanto se observa también en este caso que la intervención del FMI (en este caso, en Asia) no necesariamente tranquilizó a los inversionistas acerca de los mercados emergentes en general.

Otro posible indicio de riesgo moral es la reacción de los mercados financieros cuando el FMI modifica los límites de acceso, o sea, el monto máximo que presta a un país salvo en circunstancias extraordinarias. Se han establecido límites máximos, tanto sobre el financiamiento anual permitido, como sobre el total acumulativo; ambos se expresan como porcentaje de la cuota del país. En principio, si el FMI incrementara los límites de acceso, podría aumentar el riesgo moral *si* los mercados decidieran que dicho incremento es señal de que la institución está dispuesta a prestar montos de mayor magnitud. Pero si se examina la respuesta de los mercados ante el incremento de los límites anuales de acceso en octubre de 1994 (de 68% a 100% de la cuota de los miembros), no se observa señal de un aumento en el riesgo moral: los diferenciales no se redujeron.

Vale la pena estudiar la reacción de los mercados ante variaciones en el volumen total de los recursos del FMI. En septiembre y diciembre de 1997, y luego en febrero de 1998, los comunicados de prensa del FMI anunciaron que el organismo deseaba aumentar las cuotas de sus miembros, decisión que debería haber reforzado la percepción de una ampliación de los recursos del FMI; pero los diferenciales de los mercados emergentes no disminuyeron de manera significativa, de hecho, *aumentaron* considerablemente después del anuncio final en enero de 1999 en el que se señalaba que la cuota había aumentado.

Ahora bien, no necesariamente debe interpretarse que esa respuesta de los mercados rebate la idea de un riesgo moral inducido por el FMI. Dichas respuestas también podrían significar que los inversionistas ya habían previsto el aumento de la cuota.

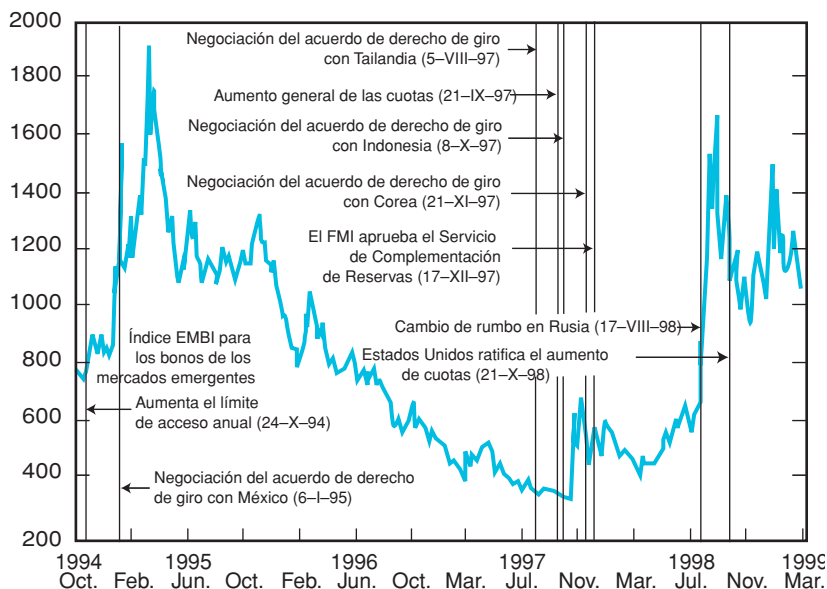
Sería de mayor utilidad observar con detenimiento la respuesta ante un evento que realmente fue noticia para los mercados. Dentro

del proceso global del aumento de las cuotas, la aprobación de Estados Unidos, el accionista más importante del FMI, constituía sin duda el mayor obstáculo porque, inicialmente, la medida no parecía contar con el apoyo del Congreso. Por lo tanto, la aprobación de la propuesta en su totalidad por parte de la legislatura de Estados Unidos, en octubre de 1998, fue probablemente el evento noticioso más importante del proceso. Y habida cuenta de que la aprobación se produjo en un momento en que la posición de liquidez del FMI se había debilitado mucho, los mercados podrían haber decidido que dicha aprobación era una manera de frenar la limitación sobre los financiamientos futuros del FMI, limitación que amenazaba con convertirse en permanente. En realidad, el evento se vio acompañado por una reducción considerable de los diferenciales, lo cual parece ser consecuente con la idea de que la disponibilidad potencial de financiamiento del FMI conlleva cierta medida de riesgo moral.

Pero es preciso tener cuidado con esa conclusión ya que la evidencia no es muy sólida: la reducción de los diferenciales no fue especialmente grande en comparación con los movimientos típicos de corto plazo. En este caso hubo un problema que se debió, en parte, a la manera en que se transmitió la noticia de la aprobación por parte del Congreso de los Estados Unidos. Fue gradualmente, con indicaciones sutiles de una inminente aprobación durante las semanas que la precedieron; no hubo un anuncio único, abrupto. Esto indica que quizás debería haber una “ventanilla” más larga para captar el impacto total de las noticias. Pero en este caso en particular, de existir dicha ventanilla, hubiera sido más difícil separar el efecto del aumento de la cuota del de otros eventos simultáneos, sobre todo del anuncio sorpresivo acerca de la reducción de las tasas de interés que hizo la Reserva Federal de los Estados Unidos el 15 de octubre.

Todos los eventos mencionados anteriormente podrían haber señalado a los mercados que las políticas crediticias del FMI se estaban liberalizando, o sea, potencialmente se le estaba dando mayor seguridad a los inversionistas. Pero salvo una excepción, esos eventos no se vieron acompañados por una reducción significativa de los diferenciales de rendimiento de los mercados emergentes. (Véase el gráfico 2).

Gráfico 2
Diferenciales de rendimiento entre octubre de 1994
y marzo de 1999



Fuente: J.P. Morgan.

La devaluación ocurrida en Rusia, así como el incumplimiento parcial del pago de su deuda interna en agosto de 1998, pueden haber sido motivo de inquietud para los inversionistas. Si bien antes de agosto había señales de que Rusia enfrentaba dificultades, el incumplimiento del pago de su deuda fue noticia para los mercados. De hecho, antes de la crisis, algunos inversionistas se referían al “juego de riesgo moral” cuyo objetivo era aprovechar la percepción de que Rusia era “demasiado grande para dejarla quebrar”, y algunos observadores decían que el crédito que el FMI había concedido a Rusia, y la aprobación de otro aumento en los préstamos, en junio y julio de 1998, eran prueba de que Rusia, efectivamente, era “demasiado grande para dejarla quebrar”. Pero los acontecimientos

de agosto de 1998 echaron por la borda toda expectativa de que el FMI concedería créditos adicionales a Rusia para mantenerla a flote.

En este caso, la “noticia” no fue que el FMI adoptase una acción específica, sino más bien la falta de medidas por parte de la institución que habrían permitido a Rusia evitar las medidas anunciadas el 17 de agosto, así como el hecho de que el FMI no concedió rápidamente financiamiento nuevo.

De hecho, aunque aparentemente los anuncios relativos al FMI y Rusia que se hicieron durante los dos meses anteriores al incumplimiento no tuvieron un efecto sobre el mercado de bonos, los diferenciales aumentaron vertiginosamente alrededor del 17 de agosto (cuando Rusia hizo su anuncio), sobre todo en los días inmediatamente posteriores a esa fecha. Evidentemente, parte del aumento brusco del Índice EMBI para los bonos de los mercados emergentes se debió al incremento de los diferenciales de los bonos de Rusia, aunque el aumento amplio de los diferenciales fue de carácter general.

Podría concluirse que la falta de nuevo apoyo del FMI y de otras fuentes oficiales para Rusia en agosto de 1998 fue una difícil lección para los mercados de bonos y que, por lo tanto, se *redujo* el riesgo moral; y que esto a su vez indica implícitamente que ya existía cierta medida de riesgo moral inducido por el FMI. Pero puede que parte del aumento de los diferenciales de los bonos al exterior de Rusia se haya debido a un efecto de contagio (a través de diversos cauces) o a un llamado de “alerta” que el evento transmitió a los inversionistas acerca de los riesgos de las deudas soberanas, y no a una disminución específica del riesgo moral asociado al FMI.

¿Qué conclusiones arroja el estudio de estos casos? Evidentemente puede descartarse la modalidad más extrema del riesgo moral según la cual los inversionistas creen que tienen plenas garantías del FMI, incluso en el caso de los países considerados “demasiado grandes para dejarlos quebrar”. Es menos clara la evidencia sobre el alcance del riesgo moral. Si se analizan algunas de las repercusiones principales del riesgo moral y se comparan con los datos, la evidencia no es concluyente. En otras palabras, no hay pruebas de que las medidas adoptadas por el FMI desde la crisis de México hayan conducido a una nueva época en la que el riesgo moral es mucho mayor.

Al mismo tiempo, es preciso tener presente que los resultados son preliminares. El enfoque del estudio de eventos se enfrenta a limitaciones obvias porque es difícil separar los efectos de los eventos en cuestión de los efectos que se derivan de otras circunstancias. Más aún, puede que las noticias hayan dado pie a la idea de que había una mayor disponibilidad de créditos del FMI y que, por lo tanto, los países de los mercados emergentes estaban más dispuestos a solicitar préstamos. Si ése fue el caso, y si los efectos consiguientes sobre los diferenciales de las tasas de interés fueron inmediatos, puede que ello contrarrestó el impacto de la mayor disposición de los acreedores de conceder préstamos, con lo que sería difícil detectar el riesgo moral. Quizá deba explorarse esta posibilidad examinando el volumen de financiamiento concedido a los mercados emergentes y los diferenciales en las tasas de interés.



La magnitud de los préstamos del FMI, ¿crea un riesgo moral?

¿Es posible que los inversionistas consideren que el FMI no garantiza sus inversiones? Si es así, podría ser por uno de dos motivos: o no están seguros de que la ayuda financiera del FMI realmente se prestará, o bien dudan que dicha ayuda sirva para proteger sus posiciones, o puede que sea por ambos motivos. ¿Y qué hay con la *magnitud* del apoyo financiero del FMI? ¿Fue suficiente para cubrir una proporción considerable del riesgo crediticio de los inversionistas (suponiendo que todo el apoyo se utilizara para dicho propósito)?

Al tratar de calcular el probable importe del futuro apoyo del FMI, los inversionistas privados deberían tomar en cuenta los límites oficiales del acceso a los recursos del FMI por parte del país miembro; dichos límites están relacionados con la cuota (o suscripción de capital) que paga el país.

Sin embargo, si se examina el historial del apoyo proporcionado por el FMI, no parece que esos límites basten por sí solos para medir las expectativas. En la mayoría de los programas apoyados por el FMI, el monto al que realmente se accede es bastante inferior al límite máximo permitido. Pero en algunos casos excepcionales (de hecho, los que han provocado las mayores controversias), el acceso aprobado puede ser muy superior a dichos límites. Asimismo, en algunos casos, el FMI ha organizado programas de apoyo junto con otras fuentes oficiales, por montos muy superiores a su propio financiamiento.

En la mayoría de los acuerdos de derecho de giro y acuerdos ampliados, el acceso anual a los recursos del FMI tiende a ser pequeño: por ejemplo, en 1997, la mayoría de los acuerdos de derecho de giro disponía un acceso de entre $\frac{1}{2}\%$ y 1% del producto interno bruto (PIB) del país miembro. Teniendo presente los coeficientes típicos deuda externa/PIB, es poco probable que un acceso de esa magnitud hiciera pensar a los inversionistas que el FMI garantizaría sus inversiones. En realidad, la misma conclusión se aplica al caso de los accesos excepcionalmente grandes a los recursos del FMI.

Existen otros factores que restringen las garantías ofrecidas a los inversionistas por los programas de financiamiento respaldados por el FMI. Las cifras publicadas con relación a estos programas se refieren siempre a los compromisos iniciales, y los inversionistas no pueden dar por sentado que efectivamente se desembolsará el importe total, sobre todo porque generalmente el apoyo que proporciona el FMI, así como el de otras fuentes oficiales se presta en etapas y depende de la buena marcha del programa. En algunos casos, el financiamiento bilateral ha diferido de la propuesta original. Por lo tanto, aun en casos excepcionales, el respaldo del FMI no es suficiente para rescatar a los inversionistas privados y, de hecho, la situación no cambia significativamente si se incluyen otros fondos oficiales.



Conclusiones

No es cuestión de descartar a la ligera el argumento de que el financiamiento del FMI conduce al riesgo moral. El presente documento ha reconocido desde un principio que en la medida en que el objetivo de los programas respaldados por el FMI sea limitar el costo económico total de las crisis financieras, una de las consecuencias inevitables, en principio, será la presencia de cierto grado de riesgo moral, o sea, una mayor disposición de los acreedores y deudores a aceptar los riesgos de las crisis. Pero más que la interrogante sobre la presencia o ausencia del riesgo moral, es qué grado de riesgo están dispuestos a aceptar. Hay pruebas básicas, aun en el caso de países que supuestamente son demasiado grandes para dejarlos quebrar, que rebaten la hipótesis más extrema, a saber, que los inversionistas creen que tienen plenas garantías de apoyo del FMI en el caso de una crisis financiera.

El presente documento se ha referido a varios casos recientes de crisis de mercados financieros emergentes para demostrar que, posiblemente, algunos observadores hayan exagerado el papel que desempeña el riesgo moral. Pero, evidentemente, de todas maneras persiste la necesidad de tomar en cuenta las repercusiones del riesgo moral cuando se estudian posibles reformas al sistema financiero internacional. Aunque el riesgo moral no sea importante desde el punto de vista empírico, podría llegar a serlo si no se modifican algunos acuerdos o mecanismos de mercado. Es más, los resultados no reducen la necesidad de adoptar medidas sensatas (tales como esfuerzos recientes para lograr una mayor participación del sector privado en la solución de las crisis financieras) a fin de evitar que el financiamiento del FMI se utilice principalmente para rescatar a los acreedores privados. En todo caso, dichas políticas no deben

fundamentarse en la convicción (no confirmada) de que el riesgo moral constituye un problema abrumador; mientras se requieran más pruebas para determinar la magnitud del riesgo moral, deberá procederse con cautela y comparar la factibilidad de que se produzca el riesgo moral con las demás repercusiones asociadas a los fondos que concede el FMI para aliviar los efectos de las crisis.

Serie de Temas de economía

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer*. Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry y Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits*. 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work*. C. John McDermott y Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets*. Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows*. Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zuli Hu y Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits*. Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications*. Robert Rowthorn y Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter y Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth*. Vito Tanzi y Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*. Francesco Caramazza y Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring*. Claudia Dziobek y Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy*. Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano y Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* Departamento de Finanzas Públicas del FMI. 1998.

-
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*. Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti y Andrew Tweedie. 1999.
 18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade*. Oleh Havrylyshyn y Donal McGettigan. 1999.
 19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen y Donald Mathieson. 1999.
 20. *¿Por qué algunos países logran crear más empleo que otros?* Pietro Garibaldi y Paolo Mauro. 2000.
 21. *Mejora de la gestión pública y lucha contra la corrupción entre los países bálticos y de la CEE: La función del FMI*. Thomas Wolf y Emine Gürgen.
 22. *Dificultades para la predicción de crisis económicas*. Andrew Berg y Catherine Pattillo. 2000.
 23. *Fomento del crecimiento económico de África al sur del Sahara: Qué es lo que funciona*. Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis y Dhaneshwar Ghura. 2000.
 24. *Plena dolarización: Ventajas e inconvenientes*. Andrew Berg y Eduardo Borensztein. 2000.
 25. *Control de la contaminación mediante el uso de impuestos y licencias negociables*. John Norregaard y Valérie Reppelin-Hill. 2000.
 26. *La pobreza rural en los países en desarrollo: Su relación con la política pública*. Mahmood Hasan Khan. 2001.
 27. *La política tributaria en los países en desarrollo*. Vito Tanzi y Howell Zee. 2001.
 28. *¿Alienta el financiamiento del FMI la imprudencia de prestatarios y prestamistas?*

Timothy Lane es Jefe de la División de Examen de Políticas del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas del FMI. La división está a cargo de examinar la experiencia acumulada en los programas respaldados por el FMI, así como otros temas relacionados con las políticas, tales como el diseño y la condicionalidad de los programas. El Sr. Lane también trabajó en el Departamento de Europa I y en el Departamento de Estudios del FMI. Antes de incorporarse al FMI se desempeñó como profesor adjunto de economía de la Universidad Estatal de Michigan. Obtuvo su doctorado en Filosofía de la Universidad de Western Ontario.



Steven Phillips es economista principal de la División del Pacífico del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI. Realizó las investigaciones atinentes al presente documento cuando trabajaba con Timothy Lane en el Departamento de Elaboración y Examen de Políticas. El Sr. Phillips obtuvo su doctorado en Filosofía de la Universidad de California en Berkeley.

