



Independent Evaluation Office  
of the International Monetary Fund

Oficina de Evaluación Independiente  
del Fondo Monetario Internacional

# Desempeño del FMI en el período previo a la crisis financiera y económica: La supervisión del FMI entre 2004-07

10 de enero de 2011

Este informe fue preparado por un equipo de la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) dirigido por Ruben Lamdany y Nancy Wagner, e integrado por Angana Banerji, Sanjay Dhar, Alisa Abrams, Andrew Martinez, Chris Monasterski y Roxana Pedraglio. El equipo también contó con las contribuciones de Biagio Bossone y David Peretz. La evaluación también se benefició de conversaciones mantenidas con los participantes en tres talleres realizados en julio de 2009, noviembre de 2009 y abril de 2010, y de comentarios recibidos de Jack Boorman, John Hicklin, Joanne Salop, Marcelo Selowsky y Shinji Takagi. No obstante, la responsabilidad final por los juicios vertidos corresponde exclusivamente a la OEI. Sarah Balbin, Arun Bhatnagar y Annette Canizares proporcionaron asistencia administrativa. Rachel Weaving proporcionó asistencia editorial. El informe fue aprobado por Moises Schwartz.

La evaluación también se enriqueció con los comentarios de un Grupo Asesor integrado por Hamad Al-Sayari, Otmar Issing, Jin Liqun, Tito Mboweni, Rachel Lomax, Guillermo Ortiz, Yaga Venugopal Reddy, Eisuke Sakakibara, Edwin Truman y William White. Dicho Grupo se reunió el 5 de octubre de 2010 para analizar una versión preliminar de este informe y preparó un resumen con sus puntos de vista. Dicho resumen se publica como documento de referencia para esta evaluación (documento titulado *Summary of the Views of the Advisory Group*, BP/10/01).



| <b>Índice</b>   | <b>Página</b> |
|---|---------------|
| Abreviaturas .....  | iii           |
| Resumen ejecutivo .....   | v             |
| I. Introducción.....  | 1             |
| A. Evolución de la crisis .....   | 1             |
| B. Objetivos de la supervisión que realiza el FMI.....  | 2             |
| C. Estructura del informe.....  | 3             |
| II. Marco de la evaluación .....  | 4             |
| A. Alcance de la evaluación.....  | 4             |
| B. Preguntas planteadas en la evaluación .....  | 4             |
| C. Métodos y fuentes de la evaluación .....   | 5             |
| III. Mensajes del FMI en el período previo a la crisis .....  | 6             |
| A. Descripción general de las conclusiones principales .....  | 6             |
| B. Supervisión multilateral .....   | 8             |
| C. Supervisión bilateral de los centros financieros sistémicos .....  | 12            |
| D. Supervisión bilateral de otros países miembros del FMI.....  | 17            |
| IV. ¿Por qué el FMI falló en transmitir una señal de alerta clara? .....  | 22            |
| A. Deficiencias analíticas.....   | 23            |
| B. Obstáculos organizativos.....  | 25            |
| C. Problemas de gobierno interno.....   | 27            |
| D. Limitaciones políticas .....   | 28            |
| V. Hacia una supervisión más eficaz por parte del FMI.....  | 29            |
| Referencias.....  | 55            |
| <b>Recuadros</b>  |               |
| 1. Supervisión multilateral: Una visión idílica de la economía mundial .....  | 9             |
| 2. Supervisión bilateral de Estados Unidos: Optimista en materia de innovación financiera y<br>desfasada en cuanto a la curva de riesgos.....             | 15            |
| 3. Según el FMI, ¿cuál fue la práctica óptima para la supervisión del sector financiero?.....   | 17            |
| 4. Islandia: ¿Qué decía el FMI en 2007–08? .....  | 19            |
| <b>Gráficos</b>   |               |
| 1. Cronología de la crisis en los mercados avanzados y emergentes.....  | 2             |
| 2. Préstamos hipotecarios en Estados Unidos.....  | 10            |
| 3. Principales vulnerabilidades y preocupaciones destacadas en las sesiones sobre la<br>evolución de la economía y los mercados mundiales (2004–08) ..... | 12            |
| 4. Tendencias de la cuenta corriente de Estados Unidos; equilibrio ahorro-inversión de los<br>hogares y saldo fiscal; 1990-2009.....                      | 13            |

|  |    |
|--|----|
| 4a. Tendencia de la cuenta corriente en paralelo con el equilibrio ahorro-inversión de los hogares ..... | 13 |
| 4b. Pero no el saldo fiscal .....  | 13 |
| 5. Análisis de vulnerabilidad.....   | 20 |

#### Anexos

|   |    |
|---|----|
| 1. Cronología de sucesos relevantes .....   | 35 |
| 2. Factores que contribuyeron a la crisis según el personal técnico del FMI .....     | 38 |
| 3. Cobertura de países .....  | 40 |
| 4. Análisis y diagnóstico preliminar de los factores que condujeron a la crisis ..... | 41 |
| 5. Debilidades de los PESF en las economías avanzadas .....                           | 44 |
| 6. Conclusiones/Recomendaciones de anteriores informes y evaluaciones .....           | 46 |
| 7. ¿Qué opinaron las autoridades nacionales sobre el desempeño del FMI?.....          | 49 |
| 8. Encuesta al personal técnico de un departamento regional .....                     | 53 |

## ABREVIATURAS

|             |  |
|-------------|--|
| BCE         | Banco Central Europeo  |
| BPI         | Banco de Pagos Internacionales   |
| CEF         | Consejo de Estabilidad Financiera  |
| CFTC        | Commodity Futures Trading Commission (Comisión de Negociación de Futuros sobre Materias Primas)                                      |
| CMFI        | Comité Monetario y Financiero Internacional  |
| DSGE        | Modelo de equilibrio general estocástico dinámico  |
| EIU         | Economist Intelligence Unit  |
| FAD         | Departamento de Finanzas Públicas  |
| FOMC        | Federal Open Market Committee (Comité Federal de Mercado Abierto)  |
| FSAP        | Financial Sector Assessment Program (Programa de evaluación del sector financiero)   |
| G-20        | Grupo compuesto por los principales países industriales y los países en desarrollo y de mercados emergentes de importancia sistémica |
| G-7         | Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido   |
| Gerencia    | El Director Gerente, el Primer Subdirector Gerente y los dos Subdirectores Gerentes  |
| <i>GFSR</i> | <i>Global Financial Stability Report (Informe sobre la estabilidad financiera mundial)</i>   |
| ICM         | Departamento de Mercados Internacionales de Capital  |
| MCM         | Departamento de Mercados Monetarios y de Capital (combinación de ICM y MFD)  |
| MFD         | Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros  |
| PDR         | Departamento de Formulación y Examen de Políticas (antiguo nombre del Departamento de Revisión y Examen de Políticas)                |
| RES         | Research Department (Departamento de Estudios)   |
| SBA         | Stand-By Arrangement (acuerdo de derecho de giro)  |
| SEC         | Securities and Exchange Commission (Comisión de Bolsa y Valores)   |
| SNB         | Swiss National Bank (Banco Nacional de Suiza)  |
| SPR         | Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación (nuevo nombre del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas)              |
| WEMD        | Sesiones del Directorio sobre las evolución de la economía y los mercados mundiales  |
| <i>WEO</i>  | <i>World Economic Outlook (Perspectivas de la economía mundial)</i>  |



## RESUMEN EJECUTIVO

Esta evaluación analiza el desempeño del FMI en el período previo a la crisis financiera y económica mundial y presenta recomendaciones para reforzar la capacidad del FMI para discernir los riesgos y vulnerabilidades y alertar a sus países miembros en el futuro. Esta concluye que el FMI proporcionó pocas señales claras de advertencia sobre los riesgos y vulnerabilidades vinculados a la crisis inminente antes de que esta estallara. El mensaje general fue de continuo optimismo tras más de una década de condiciones económicas benignas y un bajo nivel de inestabilidad macroeconómica. El FMI, en la supervisión bilateral realizada con respecto a Estados Unidos y el Reino Unido, respaldó en gran medida las políticas y las prácticas financieras que consideraba promovían la rápida innovación y el crecimiento. La creencia de que los mercados financieros eran fundamentalmente sólidos y que las grandes instituciones financieras podrían sobrellevar cualquier problema que pudiera surgir disminuyeron la necesidad de urgencia de hacer frente a los riesgos o a la preocupación por la posibilidad de serias consecuencias adversas. Tampoco se prestó la suficiente atención en la supervisión a los riesgos de contagio o propagación de una crisis en las economías avanzadas. Estas economías no fueron incluidas en los análisis de vulnerabilidad (“Vulnerability Exercise”) iniciados después de la crisis asiática, pese a las discusiones internas y a las solicitudes presentadas a tal efecto por miembros del Directorio y otros.

Algunos de los riesgos que posteriormente se materializaron fueron identificados en diferentes momentos en el *informe sobre la estabilidad financiera mundial (Global Financial Stability Report)*, pero se presentaron en términos generales, sin una evaluación de la magnitud de los problemas, y quedaron opacados por el tono en general positivo de la evaluación global presentada. Estos riesgos no quedaron reflejados en el informe sobre las *Perspectivas de la economía mundial (WEO)*, ni en las declaraciones públicas del FMI. Como correspondía, el FMI destacó apropiadamente la urgencia de hacer frente a los grandes desequilibrios mundiales en cuenta corriente, que, en su opinión, creaban el riesgo de provocar una desvalorización rápida y abrupta del dólar que podría desencadenar una recesión mundial. Pero el FMI no estableció una vinculación entre estos desequilibrios y los riesgos sistémicos que se estaban acumulando en los sistemas financieros.

La capacidad del FMI para detectar riesgos y vulnerabilidades importantes y alertar a los países miembros se vio limitada por la compleja interacción de diversos factores, sobre muchos de los cuales se había alertado antes aunque no fueron atendidos cabalmente. La capacidad del FMI para identificar correctamente los crecientes riesgos se vio obstaculizada por un alto grado de pensamiento de grupo, captura intelectual, una tendencia general a pensar que era improbable una fuerte crisis financiera en las grandes economías avanzadas y enfoques analíticos inadecuados. Un débil régimen de gobierno interno, la falta de incentivos para integrar el trabajo de las distintas unidades y plantear opiniones contrarias, y un proceso de revisión que no lograba atar cabos o asegurar que se siguieran todos los pasos necesarios también jugaron un papel importante, en tanto que las limitaciones políticas posiblemente también hayan influido en cierta medida.

El FMI ya ha tomado medidas para abordar algunos de estos factores, pero a fin de lograr que la supervisión sea más eficaz, reviste importancia crítica definir con claridad las funciones y responsabilidades del Directorio, la Gerencia y el personal superior, y establecer un marco claro de rendición de cuentas. De cara al futuro, el FMI necesita i) crear un entorno que aliente a actuar con franqueza y tenga en cuenta las opiniones en disidencia; ii) modificar los incentivos para “decirles la verdad a los poderosos”; iii) integrar mejor las cuestiones macroeconómicas con las relativas al sector financiero; iv) superar la “mentalidad de silo” y la cultura aislacionista, y v) transmitir un mensaje claro y coherente sobre las perspectivas y riesgos mundiales.

## I. INTRODUCCIÓN

1. **En esta evaluación se analiza el desempeño del rol de supervisión del FMI en el período previo a la crisis financiera y económica mundial.** Se examina si el FMI detectó los crecientes riesgos y vulnerabilidades que dieron paso a la crisis y si alertó de manera efectiva a los países directamente afectados, así como a la generalidad de sus países miembros, sobre los posibles efectos indirectos y de contagio. En esta evaluación se analizan los factores que podrían haber limitado la eficacia del FMI, y se presentan recomendaciones sobre cómo fortalecer la capacidad de la institución para discernir los riesgos y vulnerabilidades y alertar a los países miembros en el futuro.

### A. Evolución de la crisis<sup>1</sup>

2. **Hacia mediados de 2007, los mercados financieros mundiales estaban convulsionados,** y para 2008 el mundo estaba sumido en la peor crisis financiera y económica registrada desde los años treinta. El sistema financiero mundial amenazaba con derrumbarse, y la actividad había sufrido una brusca desaceleración en todas las grandes economías. La historia de la crisis es compleja. La mayoría de los analistas concuerdan en que la crisis tuvo su origen en una combinación de factores: una innovación financiera sin límites, demasiada liquidez mundial, y un prolongado período en que se acumularon desequilibrios macroeconómicos y financieros que sustentaron un aumento insostenible de la influencia y de los riesgos financieros. La crisis inicialmente se manifestó en Estados Unidos y algunos sectores financieros de Europa, al enfrentar las instituciones financieras pérdidas elevadas pero inciertas debido a la aceleración de la caída de los precios de la vivienda y el desplome de los mercados de valores respaldados por hipotecas. Muchos sostienen que el uso generalizado de un alto grado de apalancamiento por las instituciones financieras para financiar emisiones e inversiones en instrumentos financieros estructurados difíciles de valorar se vio facilitado por la laxitud de la regulación y supervisión en Estados Unidos y otros importantes centros financieros. Otros hacen hincapié en que la política monetaria expansiva y el riesgo moral creado por el fenómeno denominado “Greenspan Put”<sup>2</sup> crearon las condiciones propicias para que se desarrollaran burbujas de precios de la vivienda y de los activos financieros, y que los cuantiosos flujos de capital que recibieron los países deficitarios inflaron aun más las burbujas de precios. La presente evaluación analiza la eficacia de la supervisión que realizó el FMI para identificar los factores críticos de vulnerabilidad que contribuyeron de manera importante a configurar o agravar la crisis financiera, y para comunicar dicha información a los países miembros; sin embargo, la evaluación no ahonda en el papel relativo de cada uno de estos factores en la generación de la crisis.

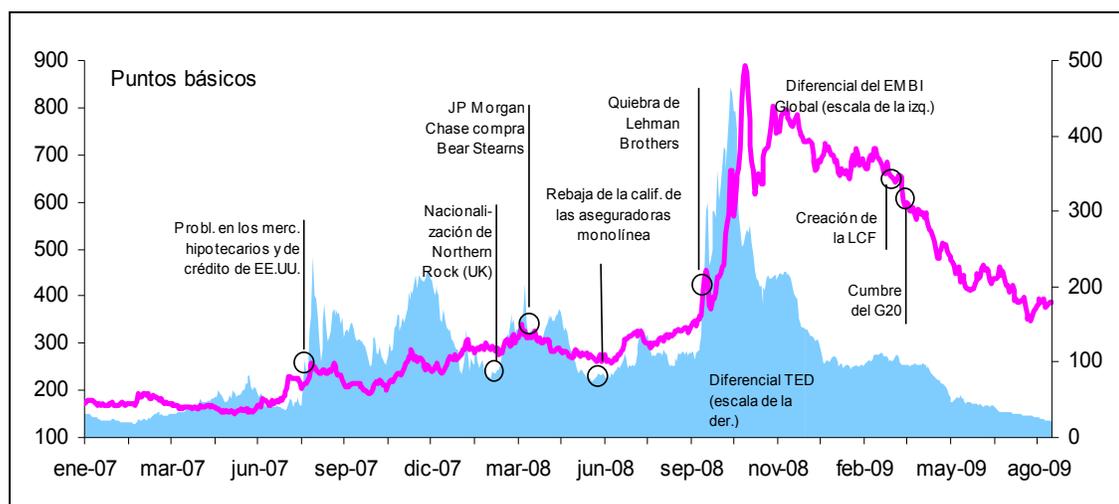
---

<sup>1</sup> En el anexo 1 se presenta una cronología de los hechos relevantes desde 2004 a 2008. En el anexo 2 se resume el propio análisis del FMI con respecto a los factores que contribuyeron a la crisis.

<sup>2</sup> El fenómeno “Greenspan Put” se refiere a la creencia de los mercados de que la Reserva Federal reduciría las tasas de interés y suministraría liquidez en respuesta a una perturbación de gran magnitud del mercado.

3. **La crisis se desarrolló en varias oleadas** (gráfico 1). En Estados Unidos, los precios de la vivienda alcanzaron sus niveles máximos en 2006. Hacia mediados de 2007, el aumento de los impagos en el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo (“subprime”) provocó el derrumbe de algunos fondos de inversión libre (“hedge funds”) y compañías hipotecarias en Estados Unidos y Europa, fuertes alzas de los diferenciales de crédito (“credit spreads”) y problemas de liquidez en los mercados interbancarios. A principios de 2008, muchas de las economías avanzadas estaban entrando en una fase de desaceleración económica. Entre marzo y setiembre de 2008, Bear Stearns, Fannie Mae y Freddie Mac fueron rescatadas de problemas financieros profundos con el respaldo del gobierno de Estados Unidos. En setiembre de ese año, el derrumbe de Lehman Brothers provocó una reevaluación de los riesgos, lo cual desencadenó una crisis de liquidez y una interrupción brusca de los flujos de capital en todo el mundo. Esto, sumado al fuerte declive de la actividad económica mundial, hizo que la crisis se propagara a los mercados emergentes. Los factores internos de vulnerabilidad también tuvieron un papel importante en los efectos de contagio. Algunas de las economías emergentes y economías avanzadas más afectadas habían aplicado políticas que las hacían especialmente vulnerables: habían registrado rápidos aumentos de la deuda para consumo, altos coeficientes de apalancamiento en muchas instituciones financieras y auges de precios en los mercados de la vivienda y de acciones.

Gráfico 1. Cronología de la crisis en los mercados avanzados y emergentes



Fuente: Reproducido de FMI (2009d).

## B. Objetivos de la supervisión que realiza el FMI

4. **Esta evaluación examina en qué grado el FMI logró cumplir los objetivos de la supervisión en el período previo a la crisis.** La supervisión es una de las actividades centrales del FMI. Consiste en el monitoreo de la economía mundial y la de sus países miembros a fin de ayudar a prevenir riesgos para la estabilidad monetaria y financiera internacional, alertar a los países miembros de los potenciales riesgos y vulnerabilidades, y asesorarlos sobre los ajustes de política económica necesarios. Las dos modalidades básicas de la supervisión son la supervisión multilateral y la bilateral. La supervisión multilateral está focalizada en asegurar la estabilidad del sistema global y se realiza principalmente por medio

de dos publicaciones emblemáticas semestrales —el informe sobre las Perspectivas de la economía mundial (*World Economic Outlook* (informe *WEO*)) y el informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Finance Stability Report* (informe *GFSR*))— y por medio de discusiones confidenciales sobre la evolución de la economía y los mercados a escala mundial (WEMD, por sus siglas en inglés)<sup>3</sup>. La supervisión bilateral se centra en las consultas del Artículo IV, es decir, las deliberaciones que se celebran en el Directorio Ejecutivo (el Directorio) para analizar el informe preparado por el personal técnico después de su visita al país en cuestión para evaluar las políticas y el cumplimiento del Convenio Constitutivo del FMI<sup>4</sup>.

**5. La forma en que se lleva a cabo la supervisión y las expectativas con respecto al papel del FMI han evolucionado en respuesta a los cambios en el entorno económico global.** La serie de crisis registradas en los años noventa llevó a que se reconociera la importancia de un sector financiero sano que respalde la estabilidad macroeconómica, lo cual dio lugar a algunos cambios relevantes en las modalidades prácticas de la supervisión. En 1999, el FMI y el Banco Mundial introdujeron el Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF, o FSAP por sus siglas en inglés) para ayudar a promover la solidez de los sistemas financieros en los países miembros. Se solicitó a los departamentos regionales del FMI que examinaran los vínculos macrofinancieros como parte de las consultas del Artículo IV. En 2001 se creó en el FMI el Departamento de Mercados Internacionales de Capital (ICM, por sus siglas en inglés) con el objeto de que centrara su labor en la evolución y los riesgos sistémicos de los mercados de capital. En 2006, se creó el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital (mediante la fusión de ICM y el Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros), a fin de integrar mejor el trabajo relacionado con las instituciones financieras y los mercados de capital. En junio de 2007, el Directorio adoptó una decisión a efectos de clarificar el propósito de la supervisión bilateral, partiendo de la base del concepto de estabilidad económica externa de un país como principio organizativo.

### C. Estructura del informe

**6. El presente informe está organizado de la siguiente manera:** En la sección II se analiza el marco de la evaluación, incluyendo su alcance, las preguntas planteadas y los métodos utilizados. En la sección III se consideran los mensajes transmitidos por el FMI a los países miembros en el período previo a la crisis. En la sección IV se consideran las posibles razones que explican el desempeño del FMI, y la sección V concluye con recomendaciones encaminadas a fortalecer la función de supervisión a cargo del FMI en los años venideros.

---

<sup>3</sup> Las deliberaciones denominadas WEMD se refieren a discusiones periódicas, estrictamente confidenciales, que celebra el Directorio Ejecutivo del FMI sobre los riesgos clave para las perspectivas económicas y financieras mundiales.

<sup>4</sup> Véase, en particular, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/aa04.htm>, donde se detallan las obligaciones que impone a los países miembros el Artículo IV del Convenio Constitutivo de la institución.

## II. MARCO DE LA EVALUACIÓN

### A. Alcance de la evaluación

7. **En esta evaluación se analiza el desempeño del FMI durante el período previo a la crisis, centrando la atención principalmente en el período de 2004 a 2007 inclusive<sup>5</sup>.** Se apoya en tres pilares, cada uno de los cuales estudia un aspecto diferente de la supervisión que realiza el FMI: supervisión multilateral, supervisión bilateral de los centros financieros sistémicos en los cuales se originó la crisis (por ejemplo, Estados Unidos y el Reino Unido), y supervisión bilateral de un grupo de otras economías avanzadas y economías emergentes que se vieron afectadas por la crisis (véase en el anexo 3 una lista de los países comprendidos en el grupo). En el informe se han integrado las conclusiones, lecciones y recomendaciones surgidas de estudios de casos específicos y de informes de referencia preparados sobre la base de dichos pilares<sup>6</sup>.

8. **En la evaluación se examinan los análisis, diagnósticos y recomendaciones del FMI sobre cuestiones financieras, monetarias, fiscales y estructurales en el período previo a la crisis.** Se centra la atención en las cuestiones financieras y monetarias, las cuales se considera que fueron la raíz de la crisis. Se pasa revista a los mensajes transmitidos por el personal técnico, la Gerencia y el Directorio a los países miembros y otras partes interesadas. Técnicamente, la opinión del FMI comprende lo avalado por su Directorio. En este informe también se incluyen las declaraciones públicas realizadas por la Gerencia y los funcionarios de alto rango en su carácter oficial, los documentos emblemáticos y las notas preparadas para el G-7 y el G-20 que se presentaron como expresión de las opiniones del FMI, debido a que son percibidas como tales por los interlocutores externos y por las altas autoridades de política económica, aun cuando en términos estrictos reflejan las opiniones de los funcionarios del FMI. Esta evaluación se centra en el aprendizaje más que en la rendición de cuentas, lo cual tiene implicaciones en cuanto a las preguntas planteadas y los métodos utilizados, incluida la ventaja que ofrece la visión retrospectiva, útil como marco para extraer lecciones y recomendaciones.

### B. Preguntas planteadas en la evaluación

9. El FMI no previó la crisis, el momento en que se produciría ni su magnitud, por lo cual no pudo advertir de la misma a sus miembros. Pero este no es el parámetro utilizado aquí para evaluar el desempeño del FMI. En su lugar, **la evaluación se centra en determinar si el FMI detectó los riesgos y vulnerabilidades que se estaban gestando y**

---

<sup>5</sup> También se analizarán otros períodos, particularmente a partir de 2008, cuando sean pertinentes para comprender la evolución de los hechos en el período previo a la crisis, ya sea a nivel global o en un país en particular. Sin embargo, en esta evaluación no se examinan los múltiples programas y otras iniciativas emprendidas por el FMI para hacer frente a la crisis. Estos posiblemente sean objeto de un estudio futuro de la OEI.

<sup>6</sup> Banerji (2010), Bossone (2010), Dhar (2010), Peretz (2010) y Wagner (2010).

**que llevaron al sistema financiero a una situación de fragilidad**, y los mensajes del FMI con respecto a estos riesgos y vulnerabilidades. Específicamente:

- Si el FMI exploró, y hasta qué punto, los riesgos y vulnerabilidades que se estaban gestando, especialmente en los centros financieros sistémicos, en el período anterior a la crisis.
- Hasta qué grado el FMI examinó las posibles interacciones entre la economía real y el sector financiero (es decir, los vínculos macrofinancieros).
- Qué tipo de análisis y advertencias proporcionó el FMI a los países en los cuales se originó la crisis, y a sus países miembros en sentido más amplio.
- Si el FMI prestó suficiente atención a los efectos indirectos y los riesgos de contagio y proporcionó asesoramiento apropiado para mitigar dichos riesgos.
- Ante qué limitaciones se vio el FMI para transmitir mensajes difíciles.
- Qué factores podrían haber obstaculizado el desempeño del FMI.

### **C. Métodos y fuentes de la evaluación**

10. A fin de responder a estas preguntas, el equipo encargado de la evaluación recopiló información mediante el examen de documentos del FMI (tanto internos como externos), evaluaciones de la OEI pasadas y en curso, y documentos de los países miembros, otros organismos internacionales, investigaciones del sector privado y círculos académicos. También se recopilaron datos a partir de entrevistas semiestructuradas, grupos de discusión y talleres organizados con interlocutores clave, tanto dentro como fuera del FMI, incluyendo autoridades de los países, miembros del Directorio Ejecutivo del FMI, funcionarios y representantes de la alta gerencia del FMI pasados y actuales, organizaciones financieras privadas, y contrapartes de otras instituciones multilaterales, incluido el Banco de Pagos Internacionales (BPI), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y el Banco Central Europeo (BCE)<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Para este estudio se recurrió a la triangulación, una técnica de evaluación común, a fin de examinar la información recopilada a partir de todas estas fuentes diferentes, así como la obtenida mediante los estudios de casos específicos y los informes de referencia. La evaluación abordó estas preguntas desde distintas perspectivas independientes, y consideró que las observaciones coincidentes se validaban mutuamente. Las opiniones y respuestas no coincidentes fueron objeto de ulterior análisis y fueron descartadas a menos que otros datos las respaldaran. A los efectos de la exposición, en este informe se citan declaraciones de funcionarios del FMI y representantes de la alta gerencia de la institución, así como de funcionarios de los países miembros. Estas citas, en realidad, reflejan opiniones ampliamente compartidas, por lo menos en su esencia, si no en la manera en que fueron expresadas.

### III. MENSAJES DEL FMI EN EL PERÍODO PREVIO A LA CRISIS

#### A. Descripción general de las conclusiones principales

11. **Durante el período comprendido entre 2004 y el comienzo de la crisis a mediados de 2007, el FMI no advirtió a los países en el epicentro de la crisis, ni a sus países miembros en general, de las vulnerabilidades y los riesgos que finalmente provocaron la crisis.** Durante gran parte de ese período el FMI procuró despertar la atención de los países miembros con respecto al riesgo de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales que podría desencadenar una depreciación rápida y brusca del dólar, y posteriormente, con respecto a los riesgos de inflación resultantes del aumento de precios de las materias primas. El FMI prestó muy poca atención al deterioro de los balances del sector financiero, las cuestiones relacionadas con la regulación financiera, los posibles vínculos entre la política monetaria y los desequilibrios mundiales, así como el auge del crédito y las burbujas de precios de los activos que se estaban gestando. No analizó posibles enfoques macroprudenciales para ayudar a contener esos riesgos en ciernes. Incluso, ya llegados a abril de 2007, el mensaje general del FMI era de continuo optimismo dentro del entorno global benigno que imperaba en ese momento. Los informes del personal técnico del FMI y otros documentos de la institución señalaban que las perspectivas a corto plazo eran positivas y la situación de los mercados financieros era fundamentalmente sólida. Solo después de la erupción de las turbulencias financieras, el FMI adoptó efectivamente un tono más cauteloso en los informes de octubre de 2007 sobre las perspectivas de la economía mundial y la estabilidad financiera mundial (informes *WEO* y *GFSR*).

12. En diferentes momentos durante el período que abarca la evaluación, **en el informe *GFSR* se identificaron muchos de los riesgos que posteriormente se materializaron, pero no se hizo de manera eficaz.** Las señales de alerta con respecto a estos riesgos rara vez se incorporaron a los mensajes fundamentales transmitidos por el FMI. Se suministraron en términos generales, sin una evaluación de la escala de los problemas o la severidad de su impacto potencial, y se vieron debilitadas por el panorama global optimista en el que estaban enmarcadas. En gran medida esto se debió a la creencia de que, gracias a la supuesta capacidad de las innovaciones financieras para remover los riesgos de los balances de los bancos, las grandes instituciones financieras se encontraban en una posición sólida y, por lo tanto, los mercados financieros de las economías avanzadas eran fundamentalmente sanos. Esta creencia se vio reforzada por el prolongado período de crecimiento mundial y baja volatilidad financiera, que había generado la idea de que podían evitarse las recesiones severas, y que la economía mundial había entrado en un período de “Gran Moderación”. Otro factor que dio lugar a la complacencia fue el resultado de las pruebas de resistencia y otras técnicas analíticas en uso que no lograron captar las vulnerabilidades creadas por los nuevos y complejos instrumentos financieros.

13. **El FMI no detectó elementos clave que subyacían a la crisis en ciernes.** En Estados Unidos, por ejemplo, no analizó, hasta que se desató la crisis, el deterioro de las normas para la concesión de préstamos hipotecarios, ni evaluó de manera adecuada los riesgos y el impacto que tendría en las instituciones financieras una fuerte corrección de los precios de la vivienda.

Se mostró optimista con respecto a la propensión a recurrir a la titulización para dispersar los riesgos, y con respecto a los riesgos que planteaba para el sistema financiero el aumento de los niveles de apalancamiento y la rápida expansión de un sistema bancario “paralelo”. De hecho, el FMI elogió a Estados Unidos por la flexibilidad de su regulación y supervisión, que permitió la rápida innovación financiera que en definitiva contribuyó a los problemas del sector financiero. Asimismo, el FMI recomendó a otras economías avanzadas seguir el enfoque aplicado en Estados Unidos y el Reino Unido con respecto al sector financiero, lo que las ayudaría a promover una mayor innovación financiera. El FMI no analizó de modo suficiente qué estaba impulsando la burbuja de precios de la vivienda o qué papel podrían haber desempeñado las políticas monetaria y financiera en ese proceso<sup>8</sup>. Tampoco vio el FMI las similitudes entre la evolución que se estaba produciendo en Estados Unidos y el Reino Unido y lo ocurrido en otras economías avanzadas y de mercados emergentes que se habían visto antes confrontadas con crisis financieras.

**14. Tal como correspondía, el FMI hizo hincapié en la urgencia de corregir los persistentes y crecientes desequilibrios mundiales en cuenta corriente, pero no consideró en qué forma esos desequilibrios estaban vinculados a los riesgos sistémicos que se estaban acumulando en los sistemas financieros.** El FMI centró la mira en los riesgos de una crisis cambiaria caracterizada por una rápida retirada de inversiones en activos en dólares, lo cual llevaría a una desvalorización desordenada del dólar y a una fuerte alza de las tasas de interés<sup>9</sup>. Intentó hacer frente a esta cuestión por medio de una estrategia multifacética, utilizando sus instrumentos de supervisión bilateral y multilateral y el proceso de consultas multilaterales, de reciente creación<sup>10</sup>. Entre sus recomendaciones se incluía la consolidación fiscal en Estados Unidos, una mayor flexibilidad del tipo de cambio en China, reformas estructurales en la zona del euro, la reforma del sector financiero en Japón, y un aumento del gasto interno en los países productores de petróleo<sup>11</sup>. Una segunda consulta, sobre cuestiones

---

<sup>8</sup> Hacia mediados de 2006, las preocupaciones en torno al estallido de la burbuja inmobiliaria se habían generalizado. Por ejemplo: “Los titulares de *The Wall Street Journal* y otros periódicos, y las portadas del *New Yorker*, *The Economist*, y prácticamente todas las revistas de noticias y periódicos de Estados Unidos presagiaban el estallido de la “burbuja inmobiliaria”” (Case y Shiller, 2006). Ya en 2004, la Oficina Federal de Investigaciones de Estados Unidos advertía de una “epidemia” de fraude hipotecario.

<sup>9</sup> En definitiva, durante la crisis financiera se produjo una reducción de los desequilibrios mundiales debido a que disminuyó la absorción privada en Estados Unidos. Entretanto, el dólar pasó a ser el refugio seguro, y las tasas de interés mundiales alcanzaron nuevos mínimos.

<sup>10</sup> Esta consulta multilateral tenía por objeto estimular el debate y la adopción de medidas de política con respecto a un problema de importancia sistémica entre interlocutores clave. Participaron en la primera (y única) consulta multilateral Arabia Saudita, China, Estados Unidos, Japón y la zona del euro. Dicha consulta se realizó en 2006-07 y se centró en facilitar la reducción de los desequilibrios mundiales.

<sup>11</sup> En preparación para la consulta multilateral de 2006–07, un equipo de expertos financieros del FMI examinó el impacto que tendría un ajuste desordenado en los sectores financieros de Estados Unidos y la zona del euro. En el informe que presentó dicho equipo se delinearon los contornos de una crisis sistémica (en el anexo 4 se presenta parte del contenido de dicho informe). Sin embargo, no se dio seguimiento a las preocupaciones expresadas en este informe de referencia.

relacionadas con el sector financiero, no contó con respaldo suficiente entre los países involucrados y por lo tanto no se llevó a cabo.

15. **En muchas economías emergentes y otras economías avanzadas se incorporaron elementos de una buena supervisión, pero en su mayor parte se centraron en los riesgos macroeconómicos tradicionales y no necesariamente en los que se materializaron en la crisis.** El FMI instó a los países a aprovechar las condiciones favorables para emprender medidas que reforzaran la capacidad de resistencia del país en caso de un shock. En algunos de estos países, el FMI también proporcionó asesoramiento sobre políticas para fortalecer la regulación y supervisión del sector financiero. Al mismo tiempo, el FMI prestó muy poca atención a los posibles efectos indirectos o de contagio provenientes de las economías avanzadas, pese a las inquietudes planteadas en el informe *GFSR* de abril de 2006.

16. **Las conclusiones clave de los tres pilares de la evaluación** descritos precedentemente son: En términos generales, la supervisión multilateral no transmitió a los países miembros un mensaje claro con respecto a la urgente necesidad de hacer frente a los riesgos del sector financiero, aun cuando se identificaron algunos de los riesgos pertinentes. La supervisión bilateral en Estados Unidos y el Reino Unido, los centros financieros sistémicos más directamente ubicados en el epicentro de la crisis, no logró llamar la atención con respecto a los factores de vulnerabilidad relevantes. Por otro lado, los resultados de la supervisión bilateral en otros países fueron más dispares, con algunos ejemplos más meritorios en varios mercados emergentes que tradicionalmente presentaban vulnerabilidades macroeconómicas tradicionales pero con resultados menos positivos en muchos otros países.

## B. Supervisión multilateral<sup>12</sup>

17. **La supervisión multilateral no dio señales de alarma anticipando la crisis, aun cuando el FMI identificó algunos de los riesgos relevantes.** Hasta octubre de 2007, los mensajes generales del FMI, especialmente en cuanto a las perspectivas de la economía mundial, fueron básicamente optimistas, como dan cuenta las citas que se presentan en el recuadro I. Solo después de los primeros signos de la crisis, se advertía en los informes *WEO* y *GFSR* de octubre de 2007 de la existencia de riesgos que podrían hacer que las perspectivas “se descarrilaran” debido a la turbulencia financiera, que se había intensificado la volatilidad en los mercados financieros y que se estaba produciendo un rápido proceso de desapalancamiento y los inversionistas se estaban deshaciendo de los activos de mayor riesgo. Sin embargo, incluso entonces el FMI creía que la crisis financiera se mantendría bajo control debido a que las grandes instituciones financieras podrían sobrellevar incluso las tensiones más graves. La preocupación en el FMI creció a medida que se desarrolló la crisis. En el informe *GFSR* de abril de 2008 se señalaba que algunas grandes instituciones financieras podrían tener problemas de insolvencia, y se estimaba que las pérdidas en el sector financiero podrían llegar a alcanzar hasta un billón de dólares, estimación que altos funcionarios de algunas economías avanzadas criticaron por alarmista. Sin embargo, para el tercer trimestre de 2008 el FMI

---

<sup>12</sup> Esta sección se basa en Banerji (2010).

declaraba públicamente, ya con mayor confianza, que la crisis había sido contenida (aunque muchos funcionarios de la institución seguían preocupados por las vulnerabilidades que se estaban detectando).

18. **En el informe *GFSR* y otros documentos se analizaron muchos de los riesgos relevantes, pero las inquietudes quedaron debilitadas por el tono tranquilizador de los mensajes fundamentales**, que indicaban que los mercados financieros y las grandes instituciones financieras eran fundamentalmente sólidos. Durante el período comprendido en la evaluación, en varias ediciones del informe *GFSR* se advirtió que la abundante liquidez estaba provocando una revalorización de los activos más allá de los niveles justificados por las variables fundamentales de la economía y estaba impulsando a los inversionistas a actuar de manera complaciente, que un proceso de cambio estructural en los mercados financieros mundiales —a través de las innovaciones financieras— estaba redistribuyendo el riesgo de crédito de los bancos a las instituciones no bancarias, lo cual podría repercutir en la estabilidad financiera, y que la proliferación de instrumentos financieros hacía que cobrara cada vez más relevancia el riesgo de liquidez. Sin embargo, los riesgos señalados en el informe *GFSR* no ocuparon un lugar prominente entre los mensajes fundamentales transmitidos por el FMI. La falta de una línea discursiva coherente para describir la situación macrofinanciera de manera que permitiera comprender la larga lista de riesgos, y el papel preponderante de los mensajes transmitidos en el informe *WEO* —que eran más optimistas que los del informe *GFSR*— en los pronunciamientos públicos del FMI, daban la impresión de que la institución solo estaba dando señales de advertencia con respecto a los desequilibrios mundiales y la inflación. Ese fue el mensaje que recibieron las autoridades de los países, otras partes interesadas y la mayoría de los funcionarios del FMI entrevistados como parte de esta evaluación.

### **Recuadro 1. Supervisión multilateral: Una visión idílica de la economía mundial**

*En los informes WEO y GFSR se pusieron de relieve algunas de vulnerabilidades relevantes durante el período comprendido en la evaluación, pero no con la fuerza suficiente. En cambio, los mensajes clave extraídos de los documentos emblemáticos fueron de tono positivo, respaldaron la creencia generalizada en la “Gran Moderación” y llevaron a una actitud complaciente frente a los riesgos y vulnerabilidades que se estaban gestando:*

**Según el informe WEO**, las perspectivas de la economía mundial se contaban “entre las más benignas” de los últimos diez años (edición de abril de 2004); se esperaba que fuera “uno de los años de crecimiento más vigoroso” a menos que los acontecimientos dieran un “giro funesto” (octubre de 2004); en el “medio de una racha extraordinaria” (abril de 2006); y un crecimiento “vigoroso” (octubre de 2006); durante todo el período hasta llegar a abril de 2007, cuando en dicho informe se predecía que “se mantendría un pujante crecimiento mundial” y se opinaba que los riesgos económicos mundiales habían disminuido desde septiembre de 2006.

**Las declaraciones públicas de los altos funcionarios** —basadas mayormente en el informe *WEO*— reiteraban estos mensajes; llegados ya a agosto de 2007, la Gerencia consideraba que las perspectivas económicas mundiales eran “muy favorables”. Incluso en el tercer trimestre de 2008, la Gerencia transmitía prematuramente un mensaje tranquilizador: “... Estados Unidos logró evitar un aterrizaje brusco” y “ya hemos dejado atrás las peores noticias”. Entretanto, en una sesión WEMD en julio de 2008, el mensaje era que “los riesgos de un evento financiero extremo se han atenuado”.

**El informe GFSR se hacía eco de estas apreciaciones** y declaraba que el panorama financiero mundial estaba “disfrutando de un ‘momento dulce’” (abril de 2004); que era “difícil ver de dónde provendrían [los riesgos sistémicos] en el corto plazo” (octubre de 2004); que el sistema financiero mundial había “mejorado”, era “fuerte y resistente” (ediciones de varios años) y “bastante sano” (abril de 2006).

**A partir de entonces, el informe GFSR adoptó un tono bastante más cauteloso, que no quedó reflejado en los demás mensajes públicos del FMI.** En el informe *GFSR* de abril de 2007 se transmitió un mensaje de advertencia más sombrío, que indicaba que “los riesgos financieros subyacentes están cambiando” y que “la acumulación colectiva de posiciones de inversión en determinados mercados podría dar lugar a una corrección desordenada cuando las condiciones cambiaran”. Sin embargo, incluso este mensaje de tono más cauteloso estuvo acompañado de una evaluación según la cual los cimientos de la estabilidad financiera mundial eran “sólidos”.

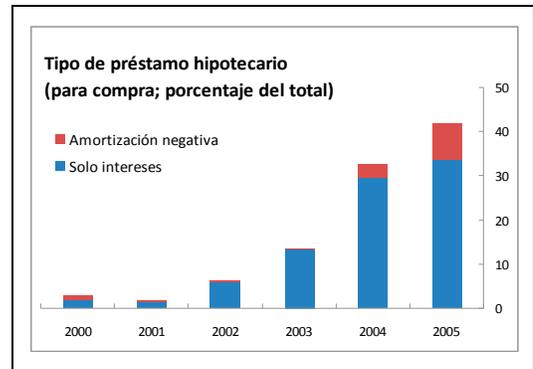
19. **Varios miembros del Directorio expresaron su desacuerdo con el tono positivo de los mensajes fundamentales transmitidos en los documentos emblemáticos antes de que estallara la crisis, como también lo hicieron varios funcionarios que participaron en los procesos de revisión interna.** “Las burbujas financieras que verdaderamente causaron daño fueron las que persistieron durante un período lo suficientemente prolongado como para que casi todas las instituciones comenzaran a creer en un ‘nuevo paradigma’”, advirtió un departamento del FMI (cuarto trimestre de 2005). Varios miembros del Directorio tampoco se mostraron convencidos; como señaló un director ejecutivo, “...la favorable evaluación presentada por el personal técnico describe la calma antes de la tormenta, y es preciso actuar con urgencia para evitar un desplome” (segundo trimestre de 2005). Una gran mayoría de los funcionarios del FMI que presentaron comentarios durante el proceso de revisión, la Gerencia y muchos miembros del Directorio no se mostraron convencidos por la conclusión presentada en el informe *GFSR* de 2006 de que la innovación financiera estaba “reforzando la capacidad de resistencia” de los bancos y el sistema financiero en general. De manera similar, se criticó en el Directorio el informe *WEO* por ser demasiado optimista, y varios comentarios presentados como parte del proceso de revisión cuestionaban la posición adoptada en dicho informe con respecto a las políticas para mitigar las burbujas inmobiliarias, especialmente la política monetaria.

20. **El FMI, y en particular su informe *GFSR*, no puso de relieve las vulnerabilidades que se estaban gestando en las grandes instituciones financieras hasta el segundo trimestre de 2008, cuando ya se había desatado la crisis.** En el informe *WEO* se mencionó reiteradamente la inquietud por los altos precios en los mercados inmobiliarios de los países avanzados, que cada vez estaban menos respaldados por los parámetros económicos fundamentales, pero se centró la atención casi exclusivamente en el impacto que podría tener una corrección en la economía real. Ya llegados a abril de 2006, poco después de que los precios de la vivienda en Estados Unidos alcanzaran su nivel

máximo, en los informes *WEO* y *GFSR* se desestimaba la cuestión del aumento de la proporción de hipotecas no tradicionales en Estados Unidos (gráfico 2) con la siguiente explicación: “La morosidad de los préstamos hipotecarios residenciales se ha mantenido en niveles históricamente bajos. Junto con la titulización del mercado hipotecario, esto lleva a pensar que el impacto de una desaceleración del mercado de la vivienda en el sector financiero probablemente sería limitado”.

21. **El Consejero Económico del FMI había advertido del aumento de los riesgos en el sector financiero en una conferencia organizada por la Reserva Federal en Jackson Hole en agosto de 2005.** Contrariamente a la opinión predominante, Rajan (2005a) observó que, en ciertas condiciones, la innovación financiera podría dejar a los países más expuestos que en el

Gráfico 2. Préstamos hipotecarios en Estados Unidos



Fuente: WEO, abril de 2006, p. 18.

pasado a turbulencias inducidas por el sector financiero, pese a que dicha innovación permite al sector financiero distribuir los riesgos de manera más amplia. Alertó de que una pérdida de confianza en un contexto en que los “swaps” de riesgo de incumplimiento del deudor (“credit default swaps”) estaban registrando un crecimiento exponencial y en que el ahorro era administrado cada vez más por intermediarios no bancarios podría paralizar el mercado interbancario y precipitar de lleno una crisis de liquidez. También explicó la forma en que estaban aumentando los incentivos para asumir riesgos y de qué manera esto podría hacer que los precios de los activos se apartaran del curso justificado por las variables económicas fundamentales, lo cual se acentuaría en un entorno de tasas de interés bajas. En consecuencia, Rajan destacaba la necesidad de una “mayor vigilancia de las autoridades de supervisión ... para contener las burbujas de precios de los activos”, y señalaba que los bancos centrales deberían “mantenerse atentos a toda posible insuficiencia de liquidez agregada”. Llegaba a la conclusión de que “debemos estar preparados para una desaceleración, cuya probabilidad es baja pero tendría un alto costo”. El discurso de Rajan fue publicado en el sitio externo del FMI en Internet, y Rajan presentó sus opiniones en diversas ocasiones y publicaciones<sup>13</sup>. Pese a la importancia del cargo de Consejero Económico, no se dio seguimiento a los análisis e inquietudes planteadas por Rajan: sus opiniones no influyeron en el programa de trabajo del FMI ni en los documentos emblemáticos publicados después del discurso de Jackson Hole<sup>14</sup>.

**22. La insostenibilidad de los desequilibrios mundiales fue un tema persistente y se transmitieron señales claras de alerta con respecto a una desvalorización desordenada del dólar, pero en general la supervisión multilateral no estableció una conexión clara entre esto y los riesgos señalados en los informes *GFSR* y *WEO* con respecto a los mercados financieros e inmobiliarios.** No se pusieron de relieve los problemas sistémicos que se estaban acumulando en las grandes instituciones financieras, causados en parte por la gran afluencia de capitales y las bajas tasas de interés. Los analistas opinan que estos factores contribuyeron a generar presión al alza sobre los precios de los activos, lo cual llevó a buscar mayor rentabilidad y a subestimar los riesgos, y esto a su vez indujo a crear activos cada vez más riesgosos.

**23. Las opiniones expresadas en las discusiones confidenciales coincidieron en gran medida con los mensajes públicos del FMI.** En el período previo a la crisis, en las sesiones restringidas WEMD celebradas por el Directorio se centró la atención principalmente en los riesgos macroeconómicos (gráfico 3). En fecha tan tardía como julio de 2007, el personal técnico consideraba que “[se mantendría] una vigorosa expansión mundial” y se revisaron al

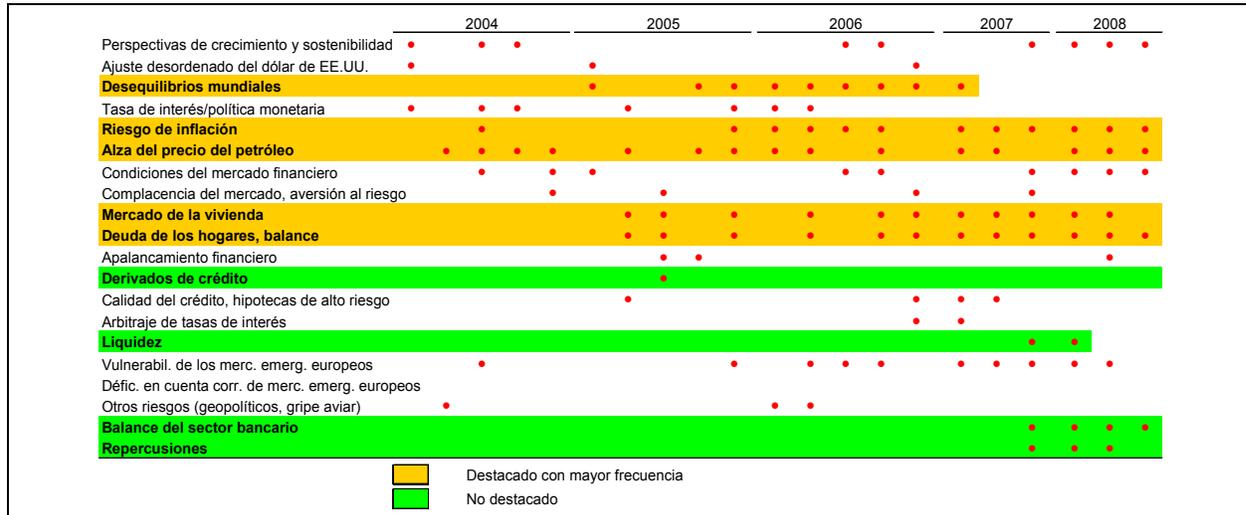
---

<sup>13</sup> Rajan (2005b, c y d).

<sup>14</sup> El equipo evaluador escuchó varias explicaciones posibles sobre las razones por las cuales las opiniones de Rajan no tuvieron mayor influencia. La más común fue que se estimó que la posibilidad de que se materializaran sus inquietudes era baja, principalmente debido a que el personal técnico consideraba que los mercados financieros eran inherentemente estables. Otros opinaron que en este caso hubo cuestiones “territoriales” que influyeron de manera importante; es decir, otros funcionarios del FMI objetaron que Rajan asumiera una posición de liderazgo en cuestiones relacionadas con el sector financiero. En cualquier caso, el hecho de que las inquietudes expresadas repetidas veces por el Consejero Económico del FMI no hayan logrado influir en el programa de trabajo de la institución ni en los documentos emblemáticos son una indicación de la falta de claridad respecto de quién tenía la responsabilidad de dar seguimiento a estas cuestiones.

alza las perspectivas de crecimiento, en tanto que se destacaron las crecientes vulnerabilidades en algunos mercados emergentes. Se consideró que la turbulencia que afectó a los mercados financieros a principios de 2007 “no justifica[ba] una reconsideración fundamental de las perspectivas mundiales” (marzo de 2007), opinión que el FMI también transmitió al G-7 y el G-20.

Gráfico 3. Principales vulnerabilidades y preocupaciones destacadas en las sesiones sobre la evolución de la economía y los mercados mundiales (2004–08)<sup>1</sup>



Fuente: Documentos del Directorio del FMI sobre las sesiones WEMD.

<sup>1</sup> Incluye los riesgos específicamente destacados para su análisis y las cuestiones identificadas como causa de preocupación en el texto principal.

### C. Supervisión bilateral de los centros financieros sistémicos<sup>15</sup>

24. **En gran medida el FMI avaló las políticas y prácticas seguidas por los principales centros financieros sistémicos ubicados en el epicentro de la crisis.** En lo que respecta a las cuestiones del sector financiero, el FMI se basó en gran medida en las evaluaciones realizadas por las autoridades de Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro, quienes tenían confianza en la capacidad de sus respectivos sectores financieros para absorber los shocks que pudieran surgir. La opinión predominante era que sus sistemas financieros eran robustos, y que las instituciones de regulación y supervisión eran sólidas y sofisticadas. Asimismo, se creía que las opiniones de las autoridades estaban basadas en información sobre algunas instituciones que no estaba a disposición del personal técnico del FMI y que, en todo caso, este no habría tenido los recursos para analizar dichos datos en profundidad. Al mismo tiempo, muchos de los riesgos y vulnerabilidades pertinentes y más específicos que fueron detectados en el curso de la supervisión multilateral o por analistas independientes durante ese mismo período no tuvieron mayor eco en la mayoría de las deliberaciones mantenidas como parte de la supervisión bilateral<sup>16</sup>. Una excepción fue el caso de Suiza, donde los funcionarios del FMI se mostraron

<sup>15</sup> Esta sección se basa en cuatro documentos de referencia de la OEI sobre la supervisión bilateral, preparados por Bossone (2010), Dhar (2010), Peretz (2010) y Wagner (2010).

<sup>16</sup> En el anexo 4 se presenta una muestra de citas de comentarios de analistas, tanto de dentro como de fuera del FMI, que dieron señales de alerta sobre los riesgos y vulnerabilidades del sector financiero antes de la crisis.

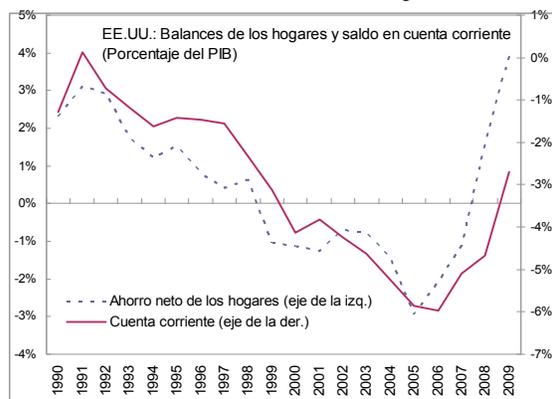
más dispuestos a expresar sus inquietudes y a proporcionar asesoramiento con respecto al sistema financiero durante la supervisión bilateral, algo que las autoridades suizas agradecieron.

**25. La supervisión bilateral de Estados Unidos no logró alertar a las autoridades de los riesgos y deficiencias de política económica pertinentes, ni se advirtió a los países miembros en general de la posibilidad de efectos indirectos o de contagio generados por problemas que se originaran en Estados Unidos.** En realidad, el FMI a menudo aparentaba ser el promotor del sector financiero estadounidense y de las políticas de las autoridades del país, y sus opiniones en general eran paralelas a las de la Reserva Federal de Estados Unidos. La mayor preocupación eran los riesgos derivados del fuerte y creciente déficit en cuenta corriente, y las principales recomendaciones se relacionaban con el ajuste fiscal y la continua innovación financiera para atraer flujos de capital. No se examinó adecuadamente la interacción entre la innovación financiera, el capital extranjero y el auge del sector inmobiliario y la titulización. Tampoco se promovió el uso de medidas de regulación prudencial como respuesta apropiada frente al sobreendeudamiento de los hogares.

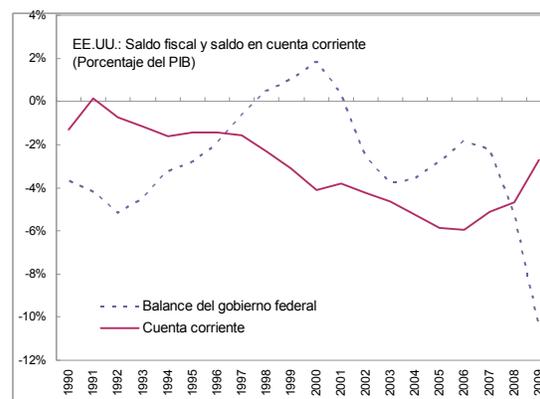
**26. En las deliberaciones sobre la consulta del Artículo IV con Estados Unidos se hizo hincapié reiteradamente en la necesidad de consolidación fiscal para reducir el déficit en cuenta corriente.** Entretanto, el análisis realizado por el Departamento de Elaboración y Examen de Políticas (PDR) en 2006 mostraba que el saldo en cuenta corriente de Estados Unidos seguía de cerca la relación ahorro-inversión de los hogares, mientras que se observaba una escasa correlación con el saldo fiscal (gráfico 4). Pese a haber llegado a esa conclusión, se prestó poca atención a las políticas encaminadas a corregir el desequilibrio entre el ahorro y la inversión, y tampoco se analizó qué papel podría haber cumplido la política monetaria en el auge del crédito y de los precios de la vivienda.

Gráfico 4. Tendencias de la cuenta corriente de Estados Unidos; equilibrio ahorro-inversión de los hogares y saldo fiscal; 1990-2009

Tendencia de la cuenta corriente en paralelo con el equilibrio ahorro-inversión de los hogares



Pero no el saldo fiscal



Fuente: Bakker y Meier, "Asset Price Booms, Monetary Policy, and Global Imbalances", Mimeografía del FMI, 2006; Oficina de Análisis Económicos de Estados Unidos.

**27. El FMI promovió los beneficios de la titulización debido a sus (supuestas) propiedades de diversificación de los riesgos y desestimó la probabilidad de una fuerte**

**caída de los precios inmobiliarios.** Incluso cuando ya los precios de la vivienda habían empezado a bajar, el personal técnico del FMI creía que los efectos indirectos en las instituciones financieras no serían graves. No logró ver los riesgos de liquidez ni las oportunidades de arbitraje regulatorio creadas por el sistema bancario paralelo, y el primer análisis del problema de las hipotecas de alto riesgo solo apareció en un informe del personal técnico de julio de 2007, más de seis meses después de que los problemas salieran a la luz. En dicho informe se analizaban diversos riesgos resultantes de la innovación financiera y los desafíos regulatorios que estos planteaban —al ponerse cada vez más en evidencia los problemas en los mercados inmobiliarios y financieros— pero el tono seguía siendo positivo en cuanto a la solidez y la capacidad de resistencia de las principales instituciones financieras basándose en su rentabilidad y su adecuada capitalización. En consecuencia, el mensaje general fue que “[e]l escenario más probable es un aterrizaje suave de la economía de Estados Unidos”. En el recuadro 2 se presentan algunas otras citas clave, organizadas por tema, extraídas de la consultas del Artículo IV con Estados Unidos.

28. **El FMI no realizó una evaluación del sector financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) para Estados Unidos debido a que las autoridades de este país no dieron su consentimiento,** pese a reiteradas solicitudes presentadas durante 2004–07. Esta omisión es lamentable, debido a que dicha evaluación podría haber ayudado a las autoridades y a otros especialistas de gran experiencia a analizar las cuestiones del sector financiero de manera más integral. Una evaluación FSAP posiblemente hubiera ahondado en el análisis de los riesgos señalados en el informe *GFSR* y detectado algunas de las vulnerabilidades que estaban surgiendo<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> No obstante, la dispar experiencia con las evaluaciones del sector financiero de otras economías avanzadas plantea interrogantes con respecto a los resultados que habría arrojado en Estados Unidos. En el anexo 5 se enumeran los factores que dieron lugar a evaluaciones demasiado positivas en los FSAP de varias economías avanzadas. En este sentido, el FMI (2009b) diplomáticamente señala que “no resulta claro que el enfoque analítico típicamente empleado en el FSAP hubiera permitido detectar los problemas con las hipotecas de alto riesgo o los problemas de valoración de los activos y los riesgos relacionados con los productos de crédito estructurados de Estados Unidos ....”.

**Recuadro 2. Supervisión bilateral de Estados Unidos: Optimista en cuanto a la innovación financiera y desfasada en cuanto a la curva de riesgos**

**Financiamiento de la vivienda:** “Las hipotecas exóticas recién comenzaron a proliferar cuando los prestamistas contaron con datos más propicios y herramientas financieras más refinadas, tales como complejos modelos de comportamiento e innovaciones financieras sofisticadas que permiten adaptar los riesgos concomitantes a clases de inversionistas especializados” (2006).

**Titulización de hipotecas de alto riesgo:** “El creciente incumplimiento de pagos de las hipotecas de alto riesgo ocasionó un aumento brusco del diferencial (*spread*) de los valores que estas respaldan, pero hasta ahora hubo escaso contagio fuera del segmento próximo a primera clase (“Alt-A”) del mercado de hipotecas, lo cual refleja la amplia dispersión del riesgo y la concentración de dificultades en los originadores especialistas en hipotecas de alto riesgo, muchos de los cuales cayeron en quiebra” (2007).

**Solidez financiera:** “Los principales bancos comerciales y de inversión se encuentran en una posición financiera sólida, y los riesgos sistémicos parecen ser bajos. La rentabilidad y la suficiencia de capital del sistema bancario son altas según las normas internacionales... a pesar del leve aumento que tuvo lugar recientemente tras el problema de las hipotecas de alto riesgo, las medidas del mercado en cuanto al riesgo de incumplimiento han continuado siendo benignas” (2007).

**Innovación y riesgo:** “[Las agencias calificadoras del riesgo crediticio se encontraban] en una posición excepcional para evaluar una amplia gama de transacciones estructuradas” (2006).

“Si bien la complacencia estaría fuera de lugar, parecería que la innovación ha apuntalado la solidez del sistema financiero. Nuevos mercados de transferencia del riesgo han facilitado la dispersión del riesgo crediticio desde un núcleo donde se concentra el riesgo moral hacia una periferia donde la disciplina de mercado es el principal factor que restringe la asunción de riesgos. A su vez, el mecanismo de transmisión ha facilitado que se ampliara la concesión de créditos, con el importante matiz cualitativo de que buena parte del reciente crecimiento del crédito ha reflejado el financiamiento otorgado por nuevos prestatarios, anteriormente excluidos, en lugar de ‘darle más dinero a la misma gente’. Aunque no han desaparecido los ciclos de exceso y pánico —con el auge y caída de las hipotecas de alto riesgo como ejemplo más reciente— los mercados han demostrado que pueden autocorregirse y, de hecho, lo hacen” (2007).

**Regulación:** “El sector financiero de Estados Unidos sigue teniendo capacidad de resistencia y está bien regulado” (2005).

“La clave de la innovación ha sido que se ha permitido actuar a las fuerzas del mercado. La filosofía reguladora ... ha hecho hincapié en la selectividad al aplicar la supervisión de la seguridad y la solidez ... donde la Reserva Federal desempeña un papel singular como guardián contra tentaciones más dirigistas. Se ha hecho funcionar un conjunto creciente de instituciones financieras sin el apoyo ni las restricciones de las normas prudenciales, ni el asesoramiento ni la intrusión de inspectores, y muchas se han convertido en laboratorios de innovación” (2007).

**Innovación financiera y flujos de capital:** “... si bien los mercados de renta fija desarrollados, líquidos e innovadores de Estados Unidos deberían continuar atrayendo el capital extranjero, deberán seguir innovando más rápido que otros centros financieros para retener una ventaja relativa” (2007).

**29. De manera similar, en el caso del Reino Unido la supervisión presentó un panorama excesivamente optimista, aun cuando se realizó una evaluación FSAP de seguimiento en febrero de 2006.** En dicha evaluación se señalaron apropiadamente los riesgos creados por una mayor dependencia del financiamiento mayorista, el deterioro de la calidad de los activos, el rápido crecimiento del mercado de transferencia del riesgo de crédito y un aumento de los préstamos hipotecarios de alto riesgo. Pero en definitiva, la innovación y la regulación financieras recibieron elogios, se consideró que el sector bancario era sólido, y el mensaje global fue tranquilizador. En el análisis posterior al FSAP se señaló: “El sistema bancario del Reino Unido se cuenta entre los más sólidos de las economías avanzadas”; “las carteras de préstamos hipotecarios de los bancos no parecen de manera

directa una causa importante de vulnerabilidad” y “en general, el sector financiero está bien regulado”. En realidad, el personal técnico planteó inquietudes con respecto al riesgo de una caída de los precios inmobiliarios en el Reino Unido, pero se centró en el impacto que podría tener dicha caída en el consumo, no en su impacto en las instituciones financieras. Nuevamente en este caso, la atención se centró en los desequilibrios mundiales, y los principales riesgos externos que se identificaron fueron el riesgo de un ajuste desordenado de los tipos de cambio y/o el riesgo de un aumento abrupto de las tasas de interés.

30. **La supervisión de la zona del euro también transmitió un mensaje positivo.** Por ejemplo, según el informe del personal técnico sobre la consulta del Artículo IV de 2007 (presentado en julio de 2007), “[L]as perspectivas son las mejores en años. La economía se encamina hacia una fase sostenida de aceleración, en parte debido a consideraciones cíclicas, pero también debido a las políticas...” y “En general se considera que el entorno externo es propicio”. Con respecto al sector financiero, el FMI parecía reconfortado por el hecho de que “la volatilidad en el mercado financiero y las primas por riesgo se mantienen en niveles históricamente bajos”. Se sugería, sin embargo, que en algunos segmentos del sector corporativo y el sector de hogares el apalancamiento podría haber alcanzado niveles excesivos y se señalaba que la complejidad de las actividades e instrumentos financieros de las instituciones financieras no bancarias fuertemente apalancadas planteaba riesgos importantes. Aun así se creía que en el plano regulatorio “el desafío clave era asegurar la implementación uniforme de las directivas [de la Unión Europea] por parte de las autoridades nacionales de supervisión prudencial ...” en lugar de destacar la necesidad de atender los riesgos antes mencionados.

31. **La supervisión bilateral de Suiza fue más eficaz, pero el mensaje general del FMI fue aun relativamente optimista.** Dada la importancia del sector financiero de Suiza, en la supervisión realizada por el FMI con respecto a dicho país durante mucho tiempo se prestó especial atención a las cuestiones financieras. La sensibilidad con respecto a estos temas se agudizó especialmente en una actualización de la evaluación FSAP realizada en mayo de 2007, apenas antes de que la crisis comenzara a cobrar fuerza, en la cual se plantearon valiosas observaciones. Dicha actualización se centró en una serie de cuestiones muy relacionadas con la crisis, que abarcaron desde la dificultad de determinar el precio de los instrumentos financieros complejos hasta los posibles canales de transmisión de los riesgos sistémicos. Correctamente, el personal técnico del FMI planteó inquietudes con respecto al alto grado de apalancamiento y exposición internacional de los dos bancos más grandes, inquietudes que resultaron ser muy premonitorias. En la mencionada actualización también se reconoció la importancia de los efectos indirectos que podrían tener los hechos ocurridos en el extranjero, incluidos los efectos indirectos que podría tener una caída brusca de los mercados de la vivienda en Estados Unidos. Sin embargo, el informe del personal técnico sobre la consulta del Artículo IV correspondiente a 2007 adoptó un tono más optimista que la actualización y restó importancia a las inquietudes en torno a riesgos sistémicos del sector financiero.

## D. Supervisión bilateral de otros países miembros del FMI<sup>18</sup>

32. **La calidad de la supervisión bilateral varió mucho de un país a otro en cuanto a las señales de alerta con respecto a los riesgos que en definitiva se materializaron.** A diferencia de los mensajes positivos transmitidos a los principales centros financieros sistémicos, algunas economías avanzadas más pequeñas y algunos países de mercados emergentes con vulnerabilidades similares recibieron reiteradas advertencias con respecto a la acumulación de riesgos en sus economías internas. En general, el análisis de los vínculos macrofinancieros también fue mejor en el caso de los mercados emergentes que en el de las economías avanzadas<sup>19</sup>, aunque el FMI consideró que había hecho un mejor trabajo en las economías avanzadas (recuadro 3).

### Recuadro 3. Según el FMI, ¿cuál fue la práctica óptima para la supervisión del sector financiero?

En 2006 se formó un grupo de trabajo para examinar la forma en que el FMI podría fortalecer su análisis del sector financiero e integrarlo mejor a la supervisión en el marco del Artículo IV. El informe del grupo de trabajo sirvió de base para un enfoque más sistemático, que asegurara la cobertura adecuada de las cuestiones del sector financiero en lo referente a supervisión bilateral<sup>1</sup>. A pesar de las pautas para la supervisión futura, el informe incluye algunos ejemplos de prácticas óptimas que, en retrospectiva, parecen ser totalmente incorrectos:

- Los hechos acontecidos en **Islandia** en el período 2003–06 “ilustran en forma provechosa la importancia de un análisis apropiado de las relaciones entre los mercados financieros, el sector financiero y la economía en general”. Luego de una extensa descripción de la política monetaria interna y las operaciones de arbitraje de tasas de interés, en el informe se concluye que “afortunadamente, en el caso de Islandia, y según las conclusiones de la misión de 2006 en el marco del Artículo IV, las prácticas en materia de cobertura de riesgos, así como la solidez de los balances y la gestión de activos y pasivos dotaron al sistema financiero de una relativa resistencia a los shocks recientes”.
- En el estudio del caso de **Alemania**, que ejemplifica el nexo entre el análisis estructural y el cíclico, el informe señala que “las comparaciones con países “equivalentes” son pruebas contundentes. La comparación de las tendencias de la rentabilidad molestó a las autoridades pero sirvió para generar un debate sobre un sistema que tradicionalmente había sido considerado como muy estable y sólido en comparación con los de los vecinos”. En una entrevista sobre esta evaluación, un alto funcionario del FMI admitió que las ganancias de los sectores bancarios de Estados Unidos y del Reino Unido constituyeron una de las alertas rojas fundamentales de la crisis que no fue advertida por el FMI.
- En un recuadro con ejemplos de prácticas óptimas para la supervisión del sector financiero incluidos en recientes informes del FMI en el marco del Artículo IV, se señala a **Estados Unidos** como uno de dichos ejemplos. El grupo de trabajo concluye que “el informe del personal técnico del FMI la consulta de 2006 con Estados Unidos es un buen ejemplo tanto de la identificación de riesgos y nexos como del uso de herramientas analíticas. Se describen claramente los riesgos existentes que se derivan de la posición y el nivel cíclicos de los desequilibrios macroeconómicos, así como las dificultades para supervisar uno de los sistemas financieros más sofisticados y complejos del mundo... Además, se centra la atención en los vínculos internacionales, la posibilidad de que los acontecimientos de Estados Unidos repercutan en los mercados financieros del resto del mundo. Dos informes de la serie *Selected Issues* también se centran en aspectos del sector financiero”. Basándose en dicho análisis, el personal técnico del FMI concluye con mensajes tranquilizadores, tales como “...una serie de indicadores daban a entender que los riesgos sistémicos eran bajos”; “Los riesgos del sector financiero relacionados con el endeudamiento de los hogares parecían ser relativamente controlables”, y “En estos últimos años, el sector financiero de Estados Unidos ha demostrado innovación y capacidad de resistencia. El sistema parece estar bien posicionado al invertirse el ciclo de crédito...”.

<sup>1</sup> “Report of the Taskforce on Integrating Finance and Financial Sector Analysis into Article IV Surveillance” (documento SM/07/57), 2 de febrero de 2007.

<sup>18</sup> Esta sección se basa en Wagner (2010).

<sup>19</sup> Véase también Watson (2008).

33. **Una serie de países avanzados —como España, Irlanda e Islandia— compartían muchas vulnerabilidades, pero los mensajes transmitidos por el FMI como parte de la supervisión fueron diferentes en cuanto a su contenido y su fuerza.** La crisis que experimentaron cada uno de estos países posiblemente haya sido provocada por hechos externos, pero hubo factores internos que determinaron su gravedad. Estos países registraban fuertes déficits en cuenta corriente, un auge del mercado inmobiliario y niveles de deuda en rápido aumento, a la vez que se enfrentaron a muchos riesgos financieros similares a los que afectaban a Estados Unidos y el Reino Unido (por ejemplo, elevada liquidez, financiamiento transfronterizo, deficiente gestión de los riesgos y bajas primas por riesgo). En Irlanda, en el contexto de la supervisión se pusieron de relieve los riesgos y vulnerabilidades, pero los mismos no fueron considerados en el caso del Reino Unido (aun cuando los dos países caen bajo la órbita de la misma unidad del Departamento de Europa); por ejemplo, el FMI señaló los riesgos que acechaban al sistema financiero irlandés debido a la exposición a un mercado inmobiliario en proceso de sobrecalentamiento. Aun así, llegados ya a mediados de 2006, en la actualización del informe FSAP correspondiente a Irlanda se llegaba a la conclusión de que “las perspectivas para el sistema financiero son positivas”, que las instituciones financieras disponían de suficientes reservas para absorber una variedad de shocks, y se citaba la diversificación de las fuentes de financiamiento mayorista como un factor positivo. Al mismo tiempo, un informe FSAP correspondiente a España parecía promover la integración del análisis del sector financiero en la supervisión macroeconómica; el FMI elogió el dinámico sistema español de constitución de reservas para pérdidas crediticias en un contexto de rápido crecimiento del crédito y la posibilidad de una burbuja inmobiliaria. No se sugirió este mismo enfoque con respecto a la constitución de reservas ni en el caso de Irlanda ni en el del Reino Unido, que se enfrentaban a situaciones similares. En lo que respecta a la supervisión de Islandia, fue notable que no se resaltaran los peligros creados por un sistema bancario sobredimensionado, y que en cambio se centrara la atención en la posibilidad de sobrecalentamiento (recuadro 4).

#### **Recuadro 4. Islandia: ¿Qué decía el FMI en 2007–08?**

A pesar de que el sector bancario había crecido desde alrededor del 100% del PIB en 2003 a casi el 1.000% del PIB, **los problemas del sector financiero no fueron el punto central de las conversaciones en el marco de la consulta del Artículo IV de 2007.** Se mencionó la enorme magnitud del sector bancario, pero esto no se destacó como una vulnerabilidad clave que debía abordarse con urgencia. En cambio, al FMI le inquietó la posibilidad de un recalentamiento, y el informe del personal técnico fue optimista respecto a las perspectivas generales de Islandia. Por ejemplo, las frases de encabezamiento del informe rezaban “Las perspectivas a mediano plazo de Islandia siguen siendo envidiables. Mercados abiertos y flexibles, instituciones sólidas... han permitido que Islandia saque provecho de las oportunidades que brinda la globalización”. El informe pintaba un panorama positivo del sector bancario propiamente dicho, señalando que “el sector bancario parece estar bien posicionado para soportar *shocks* significativos del crédito y del mercado” y “En estos últimos años, los bancos tomaron medidas importantes para reducir las vulnerabilidades e incrementar su capacidad de resistencia”.

**Los bancos de inversión y un miembro del Directorio Ejecutivo del FMI plantearon serias dudas sobre la salud y viabilidad de los tres bancos privados más grandes de Islandia.** Dicho miembro subrayó en la consulta del Artículo IV que Islandia esencialmente estaba funcionando como un fondo de inversión especulativo, endeudándose en el extranjero para adquirir activos externos, y añadió que el fuerte apalancamiento de Islandia planteaba un riesgo al sistema financiero. Pero estos argumentos no surtieron efectos en la supervisión realizada por el FMI. De hecho, luego de concluir las consultas del Artículo IV de 2007, Islandia estuvo unos seis meses sin jefe de misión del FMI, a pesar de que muchos analistas externos consideraban que la posición de Islandia se estaba volviendo precaria en lo concerniente al continuo acceso al financiamiento externo.

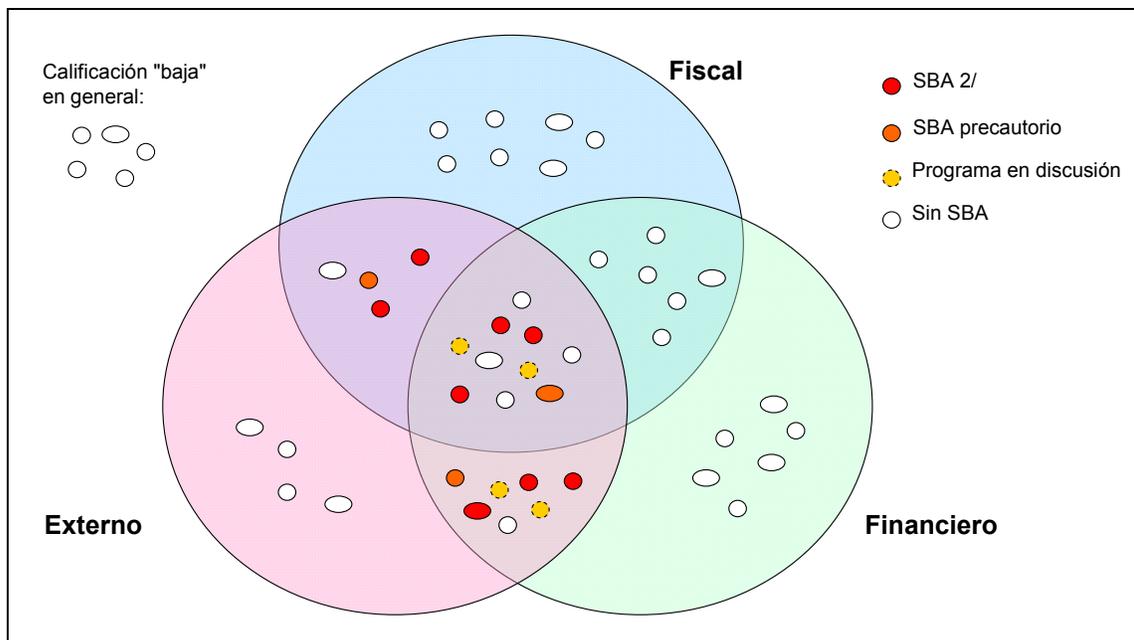
En **agosto de 2008**, pocos meses antes de estallar la crisis, el FMI publicó una actualización de la EESF y un informe para la consulta del Artículo IV de 2008. Aunque parezca raro, **el tono de la actualización era relativamente tranquilizador, mientras que el informe del FMI sobre la consulta del Artículo IV, que tenía una perspectiva macroeconómica más amplia, pintaba un panorama bastante alarmante.** En la actualización se señalaba que “los indicadores financieros del sistema bancario declarados están por encima de los requisitos regulatorios mínimos y las pruebas de resistencia indican que el sistema tiene capacidad de resistencia”. Luego se incluía una larga lista de vulnerabilidades, pero se concluía que “los bancos están implementando medidas para manejar estos riesgos... Han diversificado sus fuentes de financiamiento, incrementando la proporción de depósitos de particulares”, haciendo referencia al desarrollo de operaciones minoristas del extranjero (por ejemplo, Icesave) y se mencionaba al pasar que dichos depósitos pueden ser más volátiles. En cambio, en el informe sobre la consulta del Artículo IV se aseveraba que “dada la rigidez de las restricciones de liquidez externa, se prevé que los niveles insosteniblemente altos de actividad económica disminuyan en forma significativa .... La incertidumbre sobre las perspectivas es inusitadamente grande, con el predominio de riesgos significativos de deterioro de la situación, tanto externos como internos. En caso de una prolongada compresión de la liquidez externa, la economía podría afrontar serias presiones financieras, especialmente si se materializan los riesgos internos en forma simultánea”. El contraste entre estos dos informes pone de relieve la forma en que las deficiencias del gobierno interno pueden restar claridad y coherencia a los mensajes que emite el FMI.

34. **En el caso de algunos países avanzados con una regulación relativamente más rigurosa, las recetas del FMI en materia de políticas parecían preconizar los enfoques adoptados en Estados Unidos o el Reino Unido.** El asesoramiento en esta materia se focalizó en promover la innovación, a la que se veía como el principal factor detrás de la altísima rentabilidad en Estados Unidos y el Reino Unido, con poco o ningún análisis de los riesgos que la misma entrañaba. Alemania y Canadá se contaron entre los países avanzados con respecto a los cuales el FMI creía que “... la rentabilidad aún no está a la par de los niveles internacionales y es necesario promover aún más la innovación” (informe del personal técnico sobre la consulta del Artículo IV de 2006 con Alemania) o que “las estrategias bancarias conservadoras seguidas en Canadá generan rendimientos sobre los activos considerablemente más bajos que los de Estados Unidos” (informe del personal

técnico sobre la consulta del Artículo IV de 2007 con Canadá). En estos países, el asesoramiento del FMI se concentró en las reformas orientadas al mercado para superar los “obstáculos” estructurales, algunos de los cuales ayudaron a dichos países a protegerse de los factores que desencadenaron la crisis.

35. **El FMI logró mejores resultados en la supervisión de algunos mercados que estaban sujetos a vulnerabilidades macroeconómicas más “tradicionales”.** Una serie de crisis en los años noventa y principios de los años 2000 habían llevado al FMI a concentrarse en la detección de los riesgos y vulnerabilidades en dichos países. En 2001 el FMI estableció un mecanismo de evaluación de la vulnerabilidad, un ejercicio de supervisión interdepartamental orientado a discernir las vulnerabilidades subyacentes y los riesgos de crisis en los mercados emergentes. Mediante esta evaluación se logró determinar cuáles eran los países más expuestos a riesgos y reforzar los mensajes transmitidos a dichos países como parte de la supervisión<sup>20</sup>. En el gráfico 5 se presentan los resultados de una evaluación realizada utilizando datos correspondientes a septiembre de 2007, en la cual todos los países que finalmente solicitaron un programa respaldado por el FMI aparecen clasificados como países con un grado de vulnerabilidad mediano a alto. Estos resultados ayudaron a focalizar la colaboración interdepartamental, que sirvió para fortalecer la supervisión bilateral de los mercados emergentes.

Gráfico 5. Análisis de vulnerabilidad  
Vulnerabilidades sectoriales en los mercados emergentes en septiembre de 2007<sup>1)</sup>



Fuente: Reproducido de FMI (2009d).

<sup>1</sup> Los países dentro de los círculos fueron identificados como países con vulnerabilidad "mediana" a "alta" en las áreas respectivas.

<sup>2</sup> Stand-By Arrangement (acuerdo de derecho de giro)

<sup>20</sup> “Review of Recent Crisis Programs”, FMI (2009d).

36. **El éxito logrado mediante la evaluación de vulnerabilidad en cuanto a determinar qué países eran proclives a crisis lleva a preguntarse por qué dicha evaluación, junto con el trabajo del FMI sobre los sistemas de alerta temprana, se centró solamente en los mercados emergentes.** El FMI pareció ignorar el hecho de que una serie de economías avanzadas también habían sufrido graves crisis financieras en un pasado no tan distante, ya en 2003–04, algunos altos funcionarios y directores ejecutivos habían sugerido que se incluyera a los países avanzados en la evaluación de vulnerabilidad. No está totalmente claro por qué en definitiva estos países quedaron excluidos; algunos altos funcionarios indicaron que se hubieran sentido incómodos de haber tenido que informar a las autoridades pertinentes que sus países serían incluidos<sup>21</sup>.

37. **La supervisión que realizó el FMI en algunos mercados emergentes tuvo elementos de mejor calidad que en las economías avanzadas, pero con algunas deficiencias importantes.** En estos casos, el FMI transmitió de manera consecuente señales de advertencia con respecto a las vulnerabilidades relacionadas con el sobrecalentamiento, los elevados déficits en cuenta corriente, los auges del crédito y la acumulación insostenible de deudas. Si bien se reconoció que los bancos extranjeros aportaban recursos y conocimientos especializados, en algunos países el FMI señaló que la dependencia excesiva del financiamiento proporcionado por la casa bancaria matriz podría ser un riesgo. Aun así, en la mayoría de los países los mensajes generales fueron demasiado positivos, incluso en el caso de los países más proclives a crisis. Con respecto a Hungría, por ejemplo, el mensaje básico del informe del personal técnico sobre la consulta del Artículo IV de 2007, fue que “[d]ado que la consolidación fiscal se encuentra bien encaminada para 2007 y 2008, los riesgos a corto plazo han retrocedido, especialmente debido al favorable entorno financiero internacional”. Además, en general la supervisión se focalizó en las vulnerabilidades internas, no en las asociadas a los efectos indirectos o de contagio, aunque algunas de las vulnerabilidades internas tuvieron poca influencia en la variante de la crisis que afectó al país en cuestión.

38. **En algunos otros mercados emergentes, la calidad de la supervisión fue dispar.** En India, por ejemplo, el FMI había recomendado durante cierto tiempo una liberalización más rápida de los mercados financieros y de la cuenta de capital. Sin embargo, el hecho de que India haya sobrellevado tan bien la crisis podría atribuirse a que su sector bancario era más conservador y a que se aplicó un enfoque gradual para liberalizar la cuenta de capital. Otros mercados emergentes, en particular los exportadores de materias primas y los situados en regiones que habían sido más golpeadas por crisis pasadas, habían acumulado superávits

---

<sup>21</sup> En 2009, el FMI estableció la evaluación de vulnerabilidad para las economías avanzadas. En ese momento, el personal técnico del FMI preparó un informe en que se demostraba que, utilizando los datos disponibles en 2006, el nuevo marco de análisis de la vulnerabilidad habría indicado que Estados Unidos, Islandia y el Reino Unido tenían un alto grado de riesgo de crisis financiera en 2007. Este resultado se ve atemperado por el hecho de que dicho marco fue desarrollado sobre la base de las lecciones aprendidas de la experiencia. Pero aún se plantea el interrogante de si la inclusión de los países avanzados en una etapa más temprana habría proporcionado pistas con respecto a la necesidad de tomar medidas correctivas.

en cuenta corriente en el período anterior a la crisis. En el caso de estos países, el FMI había previsto un “desacoplamiento” y no llegó a reconocer en su totalidad el impacto adverso de la crisis en los mismos. En realidad, los funcionarios nacionales tenían la sensación de que el FMI estaba empujando a estos países a reducir el ritmo de acumulación de reservas “excesivas” (las cuales en definitiva ayudaron a estos países a sobrellevar lo peor de la crisis). Algunos observadores suponían que estos mensajes reflejaban presiones políticas ejercidas por economías avanzadas miembros de la institución para hallar una solución a los desequilibrios mundiales que fuera más conveniente a sus intereses internos.

**39. En una serie de casos, la Decisión de 2007 sobre la Supervisión Bilateral llevó a que se hiciera mucho más hincapié en los desajustes del tipo de cambio, de manera y en grado tales que provocaron tensiones entre el FMI y las autoridades nacionales.** En Letonia, por ejemplo, las tareas de supervisión, que de otro modo hubieran resultado positivas<sup>22</sup> terminaron por descarrilarse debido al nuevo énfasis que se puso en el nivel del tipo de cambio, lo cual creó una brecha en las comunicaciones y debilitó el grado de influencia ante las autoridades del país justo antes de que se desatara la crisis. En el mes de diciembre de 2008, las consultas del Artículo IV con varios países estaban considerablemente retrasadas, debido a “discusiones internas en curso sobre la aplicación de la Decisión de 2007 sobre la Supervisión”<sup>23</sup>. Estas demoras se produjeron durante el período más crucial que precedió a la crisis.

#### **IV. ¿POR QUÉ EL FMI FALLÓ EN TRANSMITIR UNA SEÑAL DE ALERTA CLARA?**

**40. Varios factores influyeron para que el FMI no pudiera detectar los riesgos y transmitir señales de alerta claras.** Muchos de estos factores representan problemas de larga data que habían sido resaltados durante más de una década<sup>24</sup>. En esta sección, dichos factores se agrupan en las siguientes categorías generales: deficiencias analíticas, obstáculos organizativos, problemas de gobierno interno y limitaciones políticas<sup>25</sup>. Hay considerables

<sup>22</sup> Las consultas del Artículo IV con Letonia transmitieron mensajes claros con respecto a la preocupación por el sobrecalentamiento, los fuertes desequilibrios y las vulnerabilidades del sistema bancario. La actualización del informe FSAP en marzo de 2007 convalidó la intensa atención que ya se prestaba a los vínculos macrofinancieros y a los riesgos sistémicos en el sector bancario. El personal técnico del FMI expresó tal grado de preocupación por las vulnerabilidades de Letonia que a principios de 2007 se formó un grupo de trabajo interdepartamental con el objeto de realizar un monitoreo frecuente de la economía y desarrollar planes de contingencia. Esto representa un buen ejemplo de colaboración interdepartamental durante ese período.

<sup>23</sup> Documento EBD/08/114, 23/XII/08.

<sup>24</sup> En el anexo 6 se presenta una lista de las conclusiones y recomendaciones extraídas de informes y evaluaciones preparados en los últimos 15 años que son pertinentes para analizar el desempeño del FMI en el período previo a la crisis.

<sup>25</sup> En este informe los obstáculos organizativos y los problemas de gobierno interno se dividen en categorías separadas. Sin embargo, es común incluir los problemas organizativos estructurales y las cuestiones relacionadas con los incentivos y la cultura corporativa en una única categoría de “gobernanza”. El equipo evaluador consideró, no obstante, que ese enfoque habría desdibujado algunos factores importantes que ayudan a comprender el desempeño del FMI. En cualquier caso, muchos de los factores analizados también podrían formar parte de una categoría diferente.

interconexiones entre estas categorías, y su importancia relativa se basa en criterios subjetivos. La capacidad del FMI para identificar correctamente los crecientes riesgos se vio obstaculizada por un alto grado de pensamiento de grupo, captura intelectual, una tendencia general a pensar que era improbable una fuerte crisis financiera en las grandes economías avanzadas y enfoques analíticos inadecuados. Un débil régimen de gobierno interno, la falta de incentivos para integrar el trabajo de las distintas unidades y plantear opiniones disidentes, y un proceso de revisión que no lograba establecer todas las conclusiones necesarias o asegurar que se siguieran todos los pasos necesarios también fueron factores importantes, en tanto que las limitaciones políticas posiblemente también hayan influido en cierta medida. Muchos de estos factores quedaron reflejados en las entrevistas con autoridades de los países (anexo 7) y las encuestas a funcionarios del FMI (anexo 8).

### A. Deficiencias analíticas

41. **Las deficiencias analíticas ocuparon un lugar central entre algunas de las limitaciones más evidentes del FMI en su función de supervisión, en particular con respecto a las principales economías avanzadas.** Estas deficiencias fueron de dos tipos generales: pensamiento de grupo y otros sesgos cognitivos, y limitaciones en los enfoques analíticos y los conocimientos. Ninguno de los dos implica que el personal técnico del FMI no tuviera la idoneidad o los conocimientos especializados necesarios; el primer tipo se relaciona con los procesos mentales y la toma de decisiones, el segundo con los enfoques y las herramientas que el personal técnico utilizó.

42. Varios **sesgos cognitivos** parecen haber sido factores importantes. *El pensamiento de grupo* se refiere a la tendencia entre grupos homogéneos y cohesivos a considerar los problemas solo dentro de un cierto paradigma y a no cuestionar sus premisas básicas (Janis, 1982). La opinión predominante entre el personal del FMI —un grupo cohesivo de macroeconomistas— era que la disciplina de mercado y la autorregulación serían suficientes para evitar problemas graves en las instituciones financieras. También creían que era improbable que se produjeran crisis en las economías avanzadas, donde los mercados financieros “sofisticados” podían prosperar de manera segura en un contexto en que una parte amplia y creciente del sistema financiero funcionaba con una mínima regulación.

43. Esencialmente, el personal técnico del FMI estaba de acuerdo con las opiniones de las autoridades de Estados Unidos, el Reino Unido y otras economías avanzadas en el sentido de que los sistemas financieros de estos países eran fundamentalmente sólidos y resistentes. También estaban de acuerdo con el paradigma según el cual el sistema no solo podía asignar los recursos eficientemente, sino también redistribuir los riesgos entre los más preparados para asumirlos. Además, al personal técnico del FMI le resultaba incómodo cuestionar los puntos de vista de las autoridades de las economías avanzadas en cuestiones monetarias y regulatorias, dado que dichas autoridades tenían un mayor acceso a los datos del sector bancario y mayor conocimiento de sus mercados financieros, y al gran número de economistas altamente calificados que trabajan en sus bancos centrales. El FMI estaba

excesivamente influenciado (y en algunos casos intimidado) por el prestigio y la experiencia de las autoridades nacionales, y tal vez se trate de un caso de *captura intelectual*.

44. ***El sesgo de confirmación*** es un sesgo cognitivo abundantemente documentado que se refiere a la tendencia de la gente a notar solamente la información que coincide con sus propias expectativas y a ignorar la información que es incompatible con las mismas (Bazerman y Moore, 2009). Posiblemente esto explique por qué el personal técnico focalizó la atención en el motivo primario de inquietud para el FMI —los desequilibrios mundiales y una caída desordenada del dólar— como riesgo clave para la estabilidad mundial, ignorando en gran medida los datos que mostraban otros riesgos.

45. La **elección de los enfoques analíticos e importantes limitaciones de los conocimientos**, algunas de las cuales son comunes a todos los profesionales de la disciplina, también fue un factor que determinó que no pudieran identificarse los riesgos y las vulnerabilidades. Siguió aplicándose un análisis inadecuado de las **relaciones entre la macroeconomía y el sector financiero**, aun cuando una serie de evaluaciones realizadas desde la crisis asiática habían instado a prestar más atención a los vínculos macrofinancieros en la supervisión realizada por el FMI (Caprio, 2011, y anexo 6). Esto se debió a la falta de un marco conceptual adecuado para analizar dichos vínculos dentro de la profesión económica en general, así como al hecho de que el punto de vista común entre los economistas del FMI era que las cuestiones financieras no revestían importancia central<sup>26</sup>.

46. Los economistas del FMI en general asignaron la mayor consideración **a modelos macroeconómicos que resultaron inadecuados** para analizar los vínculos macrofinancieros. El modelo dinámico estocástico de equilibrio general (modelo DSGE, por sus siglas en inglés), que era el caballito de batalla utilizado en las discusiones de política económica, solo incluía los mercados monetarios y de activos en forma muy rudimentaria. Se está trabajando actualmente en el desarrollo de modelos que puedan incorporar las fricciones financieras. Algo quizá más preocupante fue el uso excesivo de modelos por parte de muchos economistas como única herramienta válida para analizar circunstancias económicas que son demasiado complejas para modelarlas<sup>27</sup>.

47. ***El análisis de los balances*** se utilizó de manera insuficiente y en ciertas ocasiones de manera incorrecta, a pesar de que en algunos casos este enfoque logra captar los riesgos y vulnerabilidades mejor que un modelo macroeconómico típico de economía abierta. Como

---

<sup>26</sup> Por ejemplo, en un documento de la serie IMF Working Papers de abril de 2009 (Blanchard, 2009), el Consejero Económico del FMI señaló lo siguiente: “En aras de una total transparencia, este es un primer esfuerzo por parte de un economista que, hasta hace poco, pensaba que la intermediación financiera era un tema de poca importancia relativa para las fluctuaciones económicas ...”.

<sup>27</sup> Este problema era generalizado en la profesión. Krugman (2009) declaró que “la profesión económica se extravió porque los economistas, como grupo, confundieron la belleza, ataviada de una imponente matemática, con la verdad”. Más recientemente, Rogoff observó que “la corriente principal de la investigación académica en macroeconomía antepone la coherencia teórica y la elegancia a la investigación de los datos” (Rampell, 2010).

señaló un alto funcionario del FMI, “el análisis de los balances fue el eslabón perdido en el análisis macro”. Lamentablemente, en algunos casos en que se utilizó dicho enfoque, los resultados fueron engañosos debido a que no tuvo en cuenta la burbuja que se estaba formando en los precios de los activos.

48. En el análisis FSAP se utilizaron *pruebas de resistencia* para ayudar a determinar la solidez de los sistemas bancarios. Si bien las pruebas de resistencia son útiles para un primer examen de los riesgos, generalmente no logran captar los efectos de segunda ronda o los shocks de liquidez. En consecuencia, varios funcionarios nacionales y del FMI opinaron que estas pruebas pueden haber inducido a actuar con complacencia, debido a que no se analizaron explícitamente sus limitaciones.

49. **La falta de datos y de información, si bien fue un problema, no fue la razón central que explica el desempeño del FMI.** En primer lugar, muchos de los datos disponibles fueron ignorados o interpretados erróneamente (por ejemplo, el crecimiento del crédito, el apalancamiento, la expansión de instrumentos de alto riesgo y los balances de los hogares)<sup>28</sup>. De hecho, para el informe *GFSR* de abril de 2008 se preparó una estimación de las pérdidas del sector financiero sin ningún acceso adicional a los datos. En segundo lugar, la falta de datos no impidió que el FMI elogiara la situación de algunos sistemas financieros o las posibilidades de diversificación de riesgos que ofrecía la titulización. Asimismo, la relativa escasez de datos en algunos mercados emergentes no impidió que el FMI diera señales de alerta en estos países. Por último, los equipos encargados de la supervisión de los países avanzados en general recibieron la información que solicitaron, y en todo caso no queda claro de qué manera habrían utilizado cualquier dato adicional sobre instituciones financieras específicas dado el marco conceptual prevaleciente para el análisis de los vínculos macrofinancieros.

## B. Obstáculos organizativos

50. **Un importante obstáculo organizativo que limitó el desempeño del FMI es el hecho de que la institución opera en compartimentos estancos o “silos”,** es decir, el personal técnico tiene tendencia a no compartir información ni solicitar asesoramiento fuera de sus unidades. Se ha alegado que esto tiene la culpa de que el FMI no haya podido “establecer todas las conclusiones necesarias” en el período previo a la crisis. Este comportamiento aislacionista es un problema de larga data, y tiene lugar entre los departamentos, dentro de cada departamento, dentro de las divisiones, e incluso dentro de la Gerencia, y afecta de manera adversa la capacidad del personal del FMI para aprender de la experiencia y conocimientos de los demás<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> Véase Reinhart y Rogoff (2009).

<sup>29</sup> Este comportamiento fue analizado en varias evaluaciones internas y externas. El informe McDonough explicaba que “lo que se necesita es un entorno que promueva y cree incentivos para que exista una estrecha colaboración y cooperación entre los departamentos, para que haya mayores oportunidades de compartir ideas y

(continúa)

51. **El funcionamiento en compartimentos estancos hace que sea difícil integrar la supervisión multilateral y la bilateral, vincular los fenómenos macroeconómicos con los financieros, y extraer lecciones de la experiencia de los distintos países.** El análisis de los riesgos y vulnerabilidades que llevaron a la crisis nunca llegó a ser incluido en la supervisión bilateral de los principales centros financieros sistémicos, aun cuando algunos de esos riesgos fueron señalados en los informes *GFSR*. Según una encuesta realizada para la evaluación de la OEI sobre las tareas de investigación (OEI, 2011), casi la mitad de los encuestados que trabajan en departamentos regionales admitieron que rara vez, o nunca, usan los informes *GFSR*; la razón que más se mencionó es que los análisis de dichos informes no conducían a conclusiones específicas sobre los distintos países.

52. **El proceso de revisión interna no logró “establecer todas las conclusiones necesarias” ni asegurar que el Directorio, la Gerencia y los revisores internos realizaran un análisis ulterior de las inquietudes planteadas.** No conectó la supervisión bilateral y la multilateral, ni coordinó el análisis de los informes *WEO* y *GFSR*. Típicamente, la revisión interdepartamental formal tenía lugar en una etapa avanzada de producción de los documentos emblemáticos, los informes sobre países o los informes del personal técnico. Esto explica en parte por qué no logró asegurar que hubiera coordinación y se compartieran las ideas y experiencias. Para el momento en que se recibían los comentarios de los otros departamentos, las opiniones ya estaban cristalizadas, y a menudo era demasiado tarde para introducir cambios significativos. Por consiguiente, solo se prestaba una mínima atención a los comentarios recibidos<sup>30</sup>.

53. **En los informes del FMI rara vez se hizo referencia al trabajo de analistas externos que señalaban el aumento de los riesgos en los mercados financieros.** Más que falta de conocimiento al respecto, es probable que esto sea un ejemplo de la cultura aislacionista del FMI, ya que esto también era común en gran parte del trabajo analítico relacionado con la supervisión, donde son escasas las referencias a trabajos de investigación realizados fuera del FMI (OEI, 2011).

54. **Los macroeconomistas del FMI, sobre todo en los departamentos regionales, no valoraban suficientemente las capacidades y experiencia de los expertos del sector financiero.** En ciertas oportunidades se produjo un “choque cultural” entre los macroeconomistas y los especialistas del sector financiero y sus enfoques analíticos. Además, las misiones encargadas de la supervisión bilateral de los centros financieros sistémicos no siempre contaron entre sus miembros a los especialistas con mayor experiencia en el sector financiero.

---

experiencias entre el trabajo macroeconómico tradicional del FMI y su labor en temas relacionados con los mercados financieros y de capital, y para superar la mentalidad aislacionista que está menoscabando la eficacia general y la influencia de la institución en su conjunto”.

<sup>30</sup> Después de la crisis, el FMI trató de cambiar este enfoque adoptando (en lugar de los documentos informativos (“briefing papers”) notas más cortas sobre política económica que se analizan en una etapa más temprana. Es demasiado pronto para juzgar qué resultados está dando este proceso.

### C. Problemas de gobierno interno

55. **El gobierno interno se refiere a los incentivos y procesos de gestión que aplican los funcionarios del FMI y la organización en su conjunto.** La evaluación observó que los incentivos no estaban correctamente calibrados para promover el franco intercambio de ideas que se necesita para una buena supervisión, y muchos funcionarios mencionaron que les preocupaban las consecuencias de expresar opiniones contrarias a las de sus supervisores, la Gerencia y las autoridades de los países. También se observaron fallas en la supervisión y deficiencias en la rendición de cuentas<sup>31</sup>.

56. **Los funcionarios técnicos señalaron que los incentivos estaban orientados a generar consenso con las opiniones predominantes en el FMI.** Varios altos funcionarios opinaron que el hecho de expresar fuertes puntos de vista en contra de la corriente podía “arruinarles la carrera”. Por lo tanto, las opiniones tendían “a gravitar hacia el centro” y “nuestro asesoramiento se convirtió en procíclico”<sup>32</sup>. El personal técnico veía que las evaluaciones que se adaptaban a la opinión general no eran penalizadas, aun cuando resultaran erradas. Con frecuencia se destacó que la falta de rendición de cuentas era un serio obstáculo para establecer los incentivos correctos.

57. **Muchos economistas de departamentos regionales sentían que había fuertes desincentivos para “decirles la verdad a los poderosos”, especialmente en los grandes países,** debido a que el personal técnico tenía la sensación de que no contarían con el respaldo de la Gerencia si expresaban su desacuerdo con las autoridades de estos países. Un alto funcionario del FMI afirmó que los departamentos regionales estaban “excesivamente dominados por los países” sobre los que trabajaban. El trabajo analítico estaba orientado a “justificar” las propuestas de política económica de las autoridades. Todo esto estaba impulsado por el “objetivo de llevarse bien” con las autoridades nacionales.

58. **Una queja frecuente de las autoridades nacionales era el alto grado de rotación del personal técnico del FMI,** tema que se planteó en varias evaluaciones anteriores de la OEI. Debido a esta alta rotación los equipos encargados de las misiones se veían ante la constante necesidad de ponerse al corriente de las cuestiones específicas de cada país, lo cual hacía difícil que surgieran puntos de vista y opciones de política económica diferentes. El personal asignado a países con sistemas financieros sistémicos complejos declaró que les resultaba incómodo plantear cuestiones difíciles durante su primera misión.

---

<sup>31</sup> Si bien esta evaluación considera las cuestiones sobre el gobierno interno solo en cuanto a su relación con la crisis, las entrevistas con funcionarios del FMI indican que la opinión generalizada es que los problemas de gobierno interno fueron una limitación clave que restó eficacia a la institución.

<sup>32</sup> La mayoría de los funcionarios que respondieron a la encuesta realizada para la evaluación de la OEI sobre los trabajos de investigación señalaron que sus investigaciones y conclusiones debían ser acordes a las opiniones del FMI.

59. **El recambio de los miembros de la Gerencia y otros altos funcionarios también debilitó la eficacia del FMI durante el período previo a la crisis.** En ese período, el FMI tuvo tres Directores Gerente, y un Director Gerente Interino que ocupó ese cargo durante tres meses. Este alto grado de rotación hizo que se modificaran las prioridades, no se prestara la debida atención a los desafíos con que se veían confrontados la economía mundial y el FMI, y que la supervisión del personal superior fuera deficiente. La eficacia del FMI también sufrió las consecuencias del reemplazo del Primer Subdirector Gerente y de los Consejeros Económicos y Financieros durante ese período.

60. **Las luchas territoriales, estrechamente relacionadas con la cuestión del comportamiento aislacionista y los incentivos, también fueron mencionadas como una barrera importante a la cooperación y la colaboración.** Esta es una prueba más de la insuficiente supervisión y análisis ulterior por parte de los altos funcionarios y la Gerencia. Suele describirse al FMI como una organización jerárquica, sujeta a controles estrictos, con límites claramente definidos. Según un alto funcionario, “el Fondo opera como pequeños feudos”. El personal técnico atribuyó la falta de integración de la supervisión bilateral y la multilateral en parte a estas luchas territoriales.

#### **D. Limitaciones políticas**

61. **¿Qué papel podrían haber desempeñado las limitaciones políticas en el período previo a la crisis?** La respuesta tiene múltiples facetas debido a que las limitaciones políticas tienen numerosas dimensiones, entre ellas las solicitudes de modificar los mensajes de los informes del personal técnico, exigencias de las autoridades nacionales de que se reemplace a determinados miembros de una misión, percepciones de presión de las autoridades que llevan a la autocensura, y solicitudes de que se lleven adelante ciertas iniciativas de política. En diverso grado, cada uno de estos factores influyó en la supervisión realizada por el FMI durante el período comprendido en la evaluación. Pero con la posible excepción de la autocensura, no fueron un factor importante que explique el desempeño del FMI en el período previo a la crisis.

62. **En los mensajes transmitidos como parte de la supervisión, el grado en que se percibieron presiones políticas explícitas o implícitas de las autoridades varió considerablemente según el país.** En Estados Unidos, por ejemplo, el personal técnico y la Gerencia indicaron que no hubo presión manifiesta para cambiar los mensajes de la misión. En algunas otras grandes economías avanzadas, sin embargo, el personal técnico señaló que las autoridades adoptaron un enfoque rígido y ejercieron presión explícita para atemperar los mensajes críticos. Tal como explicó un funcionario encargado de un país de gran envergadura, “era espinoso transmitir mensajes difíciles a las autoridades aun cuando el equipo tuviera los análisis...las reuniones finales en realidad eran solo sesiones de negociación sobre cuestiones de lenguaje”. En cambio, los equipos parecían sentirse más cómodos para presentar análisis contundentes a las economías avanzadas más pequeñas y a los mercados emergentes, lo cual confirma la creencia de las autoridades de algunos países de que la supervisión carecía de imparcialidad.

63. **La autocensura aparentemente fue un factor significativo aun cuando no hubiera presiones políticas manifiestas.** Muchos funcionarios técnicos consideraban que había límites en cuanto al grado de crítica que podían plantear con respecto a las políticas de los principales accionistas, y que “no se les puede decir la verdad a las autoridades” debido a que “...los gobiernos de estos países son nuestros dueños”. Asimismo, el personal técnico percibía que en caso de desacuerdo, la Gerencia terminaría por apoyar los puntos de vista de las autoridades del país y no las de los funcionarios del FMI. En algunos casos las autoridades nacionales solicitaron el reemplazo del jefe de misión o de algún miembro específico de la misión. Si bien a veces puede haber razones valederas para este tipo de solicitud, por ejemplo, discordancia en las competencias necesarias o incluso en las personalidades, estos cambios deben ser explicados clara y abiertamente al personal, pues de lo contrario podrían tener sobre este un efecto disuasivo a la hora de plantear opiniones contrarias a las de las autoridades nacionales. Aunque ha habido pocos casos de este tipo, está claro que el personal de todo el FMI estaba al tanto de los mismos, y eso puede haber llevado a la autocensura.

64. **La presión para que se adoptaran determinadas iniciativas distrajo a la Gerencia de preocupaciones más urgentes en la economía mundial, y la implementación de dichas iniciativas impidió que la atención del personal técnico se concentrara en otros problemas.** En una organización multilateral como el FMI, es natural que las autoridades de los países influyan en la adopción y el diseño de las iniciativas de política. De hecho, la sensación es que los grandes accionistas fueron la fuerza propulsora de determinadas iniciativas que se considera distrajeron la atención de la institución en el momento en que se estaba gestando la crisis. Los dos principales ejemplos son las deliberaciones que llevaron a la adopción de la Decisión de 2007 sobre la Supervisión Bilateral, que hizo que la atención del personal técnico se centrara en el análisis de los tipos de cambio y que se reforzara la focalización en los desequilibrios mundiales, y el proceso de reducción del personal del FMI en 2008, que absorbió la atención de la Gerencia y de los altos funcionarios en un momento particularmente importante.

65. Muchas autoridades nacionales y otras partes interesadas mencionaron los problemas en el **régimen global de gobierno del FMI** como factores cruciales para comprender el desempeño de la institución en el período previo a la crisis. Señalaron que a fin de potenciar la eficacia del FMI, la institución debería definir con claridad las funciones del Directorio, el Director Gerente y sus subdirectores gerentes, y establecer un marco claro de rendición de cuentas. En una encuesta realizada en 2007, los miembros del Directorio señalaron que la falta de imparcialidad y las deficiencias en la rendición de cuentas limitaron la capacidad del FMI para reaccionar de manera efectiva frente a los riesgos que estaban surgiendo (OEI, 2008).

## V. HACIA UNA SUPERVISIÓN MÁS EFICAZ POR PARTE DEL FMI

66. **Al considerar las recomendaciones, el objetivo no es predecir una crisis, dado que las crisis y sus factores desencadenantes son impredecibles por naturaleza.** El objetivo es más bien fortalecer el entorno operativo del FMI y su capacidad analítica para

que esté en mejores condiciones de discernir los riesgos y vulnerabilidades y alertar a los países miembros a tiempo para prevenir o mitigar el impacto de una crisis futura. El FMI necesita fomentar una cultura que aborde la prevención de crisis de manera proactiva, en lugar de actuar fundamentalmente de manera reactiva para responder y controlar las crisis. Debe tomar medidas para prevenir o mitigar el impacto de crisis futuras, a la vez que debe corregir las deficiencias que las crisis pasadas pusieron en evidencia<sup>33</sup>. A ese fin, debe analizar continuamente los riesgos y hacer hincapié en las vulnerabilidades, en lugar de actuar como defensor entusiasta de las autoridades y la economía de los países y no plantear críticas.

**67. El FMI ya ha tomado medidas para corregir algunas de las deficiencias que se hicieron evidentes en el período previo a la crisis.** Entre dichas medidas se cuentan la inclusión de las economías avanzadas en las evaluaciones de vulnerabilidad, la adopción de un mecanismo de alerta temprana, la intensificación de los estudios sobre los vínculos macrofinancieros, la preparación de informes que analizan los efectos indirectos y los efectos de contagio de las economías de importancia sistémica, y la reciente decisión de incluir con carácter obligatorio las evaluaciones de estabilidad financiera en el marco del FSAP como parte de la supervisión del sector financiero de los 25 países de mayor importancia sistémica. Estos son medidas positivas. Sin embargo, el FMI expresó la necesidad de adoptar medidas similares después de crisis anteriores, pero algunas de ellas no llegaron a implementarse en ese momento, y los resultados de otras no han sido tan positivos como se esperaba. Por lo tanto, es crucial establecer un proceso de monitoreo de las reformas y evaluación de su impacto, como base para diseñar nuevas iniciativas correctivas. Esto es válido tanto para las recomendaciones de la OEI que se presentan a continuación como para las reformas en curso y las recomendaciones de estudios anteriores (anexo 6). Será necesario que la Gerencia siga de cerca la implementación de estas iniciativas y que el Directorio la supervise, y que se cuente con el apoyo de las autoridades de los países miembros.

**68. Un tema común a todas las recomendaciones de este informe es la necesidad de corregir las deficiencias en la estructura de gobierno del FMI,** un elemento que aparece reiteradamente en las evaluaciones de la OEI. En este contexto, es crucial definir con claridad las funciones y responsabilidades del Directorio, la Gerencia y el personal superior en lo que respecta a crear incentivos para que el personal técnico realice evaluaciones francas, superar los obstáculos creados por el comportamiento aislacionista y los “feudos”, y confrontar las limitaciones políticas. El FMI debe perfeccionar los mecanismos para dar seguimiento a la implementación de las recomendaciones y debe establecer un marco claro de rendición de cuentas.

---

<sup>33</sup> La mayoría de las recomendaciones que se presentan a continuación se centran en cambios para hacer frente a los riesgos y vulnerabilidades en el sector financiero. El FMI también debería analizar los riesgos y vulnerabilidades en otras áreas que podrían ser el epicentro de una crisis futura. Por ejemplo, una crisis futura podría tener sus orígenes en la sostenibilidad fiscal y/o la sostenibilidad de la deuda. En tal caso, una posible respuesta podría ser la formulación de un programa integral de diagnóstico focalizado en las finanzas públicas, tal vez siguiendo los lineamientos de las evaluaciones FSAP.

69. **Se presentan cinco recomendaciones generales, seguidas en cada caso de sugerencias más específicas sobre cómo podrían implementarse.** Estas sugerencias deben considerarse un punto de partida para una reflexión ulterior; no constituyen necesariamente la única forma de llevarlas adelante, y posiblemente los diversos enfoques tengan consecuencias muy diferentes con respecto a los recursos necesarios.

***Crear un entorno que promueva la franqueza y aliente a plantear diversos puntos de vista y opiniones divergentes o en disidencia***

- Solicitar activamente opiniones alternativas o disidentes invitando de manera regular a reconocidos analistas ajenos a la institución a participar en las deliberaciones del Directorio y/o en discusiones con la Gerencia.
- Crear una unidad de evaluación de riesgos que rinda cuentas directamente a la Gerencia, con el objeto de formular escenarios de riesgo para los países de importancia sistémica y analizar los riesgos de eventos extremos para la economía mundial. Esta unidad debería organizar seminarios periódicos para el Directorio sobre los escenarios de riesgo y presentar una evaluación que muestre en qué medida sus análisis fueron debidamente incorporados en la supervisión bilateral y multilateral.
- Cambiar la cultura aislacionista del FMI mediante una mayor diversidad profesional de su personal técnico, en particular mediante la contratación de más expertos en el sector financiero, analistas con experiencia en mercados financieros y economistas con experiencia en la formulación de políticas.
- Asegurar que las exposiciones sumarias de las deliberaciones del Directorio reflejen mejor los aspectos en que existen desacuerdos significativos y las opiniones minoritarias.
- Alentar al personal técnico a actuar con mayor franqueza en lo que respecta a las “incógnitas conocidas”, mostrarse más dispuesto a cuestionar sus propios preconceptos y a informar abiertamente sobre las limitaciones de los datos y las herramientas técnicas en que se sustentan sus análisis.

***Fortalecer los incentivos para “decirles la verdad a los poderosos”***

- La Gerencia debería alentar al personal técnico a plantear preguntas inquisitivas y cuestionar los puntos de vista de la Gerencia y de las autoridades de los países. Los análisis bien fundamentados deberían contar con el apoyo de la Gerencia y del Directorio aun cuando las autoridades del país en cuestión no compartieran el diagnóstico.
- A fin de promover una supervisión bilateral más eficaz, debe considerarse la posibilidad de que se den a conocer los informes del personal técnico sin necesidad de

aval del Directorio. Esto podría estar seguido de un proceso de revisión por los pares estructurado de manera tal que se potencie la influencia y eficacia de la supervisión.

- Definir con claridad las funciones y responsabilidades de los miembros del Directorio y la Gerencia en cuanto a asegurar que el personal técnico no se vea indebidamente limitado por consideraciones políticas en el ejercicio de su función de supervisión.
- Realizar autoevaluaciones regulares a nivel de todo el FMI para examinar la solidez y el funcionamiento de la organización. Como es común en las empresas privadas y en algunas otras organizaciones internacionales, esta evaluación debería ser dirigida por un consultor externo independiente, y sus resultados deberían presentarse al Directorio. Además de considerar factores tales como la moral del personal, las comunicaciones, el trabajo en equipo y la diversidad, la evaluación debería indagar en las percepciones del personal con respecto a su capacidad para cuestionar las opiniones del FMI en las discusiones internas y las políticas de las autoridades de los países en el ejercicio de la función de supervisión.

***Integrar mejor las cuestiones relacionadas con el sector financiero en las evaluaciones macroeconómicas***

- La reciente decisión del Directorio de que el componente de evaluación de la estabilidad financiera del informe FSAP forme parte obligatoria de la supervisión bilateral que realiza el FMI con respecto a los 25 principales centros financieros del mundo cada 5 años es un paso positivo. Sin embargo, es necesario asegurar que la cobertura, periodicidad y participación en las evaluaciones obligatorias de la estabilidad financiera reflejen los rápidos cambios en las instituciones y los mercados financieros. En particular, la cobertura de las cuestiones institucionales, regulatorias y de supervisión es crucial para asegurar que los resultados de dichas evaluaciones sean robustos. El Directorio también debería reconsiderar la posibilidad de llevar a cabo evaluaciones obligatorias de la estabilidad financiera cada tres años, una vez que el FMI haya recopilado suficiente información para determinar con qué rapidez estas evaluaciones quedan desactualizadas en relación con la evolución de los correspondientes sistemas financieros.
- Seguir perfeccionando el informe FSAP y resolver los problemas señalados en el anexo 5 que limitaron su eficacia antes de la crisis<sup>34</sup>. En particular:
  - Elaborar herramientas analíticas para integrar mejor el análisis y los resultados de los informes FSAP en la supervisión bilateral.

---

<sup>34</sup> Esta recomendación se basa en el documento titulado “Financial Sector Assessment Program After Ten Years: Background Material” (FMI, 2009b).

- Seguir mejorando el rigor analítico de las evaluaciones mediante el perfeccionamiento de la metodología para evaluar el riesgo de liquidez, los efectos indirectos y de contagio.
  - Con respecto a las pruebas de resistencia y los análisis FSAP, considerar shocks más severos, teniendo en cuenta los acontecimientos y riesgos nacionales, regionales y mundiales (tomando como base el mecanismo de alerta temprana, los informes *WEO* y los informes *GFSR*).
  - Lograr una mayor franqueza y claridad en las evaluaciones de la estabilidad del sector financiero, entre otras formas mediante una discusión más explícita de las limitaciones de los datos y la metodología en lo que respecta a los resultados de las pruebas de resistencia.
  - Prestar mayor atención al papel de las instituciones y mercados no bancarios, y a los conglomerados financieros en la evaluación de la estabilidad financiera.
- El FMI debería reforzar su capacidad para monitorear, evaluar y alertar sobre la estabilidad de las instituciones y mercados financieros a escala sistémica y mundial. A tal efecto, debería seguir intensificando su colaboración con el Consejo de Estabilidad Financiera, sobre todo en el desarrollo de los sistemas necesarios para monitorear de manera más eficaz la estabilidad financiera. Pero el FMI también debería fortalecer su propia capacidad para evaluar de manera independiente los riesgos y vulnerabilidades en los sectores financieros como parte de la supervisión bilateral.
  - La Gerencia debería informar semestralmente al Directorio Ejecutivo sobre los resultados de sus esfuerzos por lograr una mayor integración macrofinanciera en la supervisión bilateral y multilateral. Debería asignarse mayor prioridad a las investigaciones sobre los vínculos macrofinancieros.
  - Reforzar la especialización del FMI en el sector financiero actualizando los conocimientos del personal mediante capacitación y contratando, tanto en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital (MCM, por sus siglas en inglés) como en los departamentos regionales, a profesionales con experiencia en mercados.
  - Las misiones a las economías del G-20 y a otros centros financieros deberían incluir expertos de vasta experiencia en cuestiones financieras. Asimismo, MCM debería asumir un papel de mayor relevancia en la supervisión de estas economías, por ejemplo asignándole a este departamento la responsabilidad de dar su visto bueno final, de manera similar al Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación (SPR, por sus siglas en inglés).

***Superar el comportamiento y la mentalidad aislacionistas***

- La Gerencia debería establecer claramente las reglas y responsabilidades pertinentes al proceso de revisión interna, en particular para “establecer las conclusiones necesarias”. Debería asignar a las unidades y a los altos funcionarios correspondientes la responsabilidad de integrar la supervisión multilateral y bilateral, tomar en cuenta las opiniones divergentes y las enseñanzas recogidas de la experiencia de los distintos países y asegurar la coherencia de las políticas entre los países y regiones en lo que respecta a cuestiones de interés común.
- Establecer una relación de colaboración interdepartamental desde las etapas iniciales del proceso de las consultas del Artículo IV y del desarrollo de temas e ideas para los documentos de supervisión multilateral. Asegurar que las diferencias sustanciales en los puntos de vista de los distintos departamentos se aborden oportunamente en cuanto surjan.

***Transmitir un mensaje claro y coherente a los países miembros sobre las perspectivas y riesgos mundiales***

- Asegurar que la evaluación de la economía mundial sea coherente e integral, que asuma una postura con respecto a un escenario central, con especificaciones claras de los riesgos y vulnerabilidades en torno a este escenario. Esta evaluación debería transmitirse a los países miembros de manera clara. Una forma de hacerlo es mediante la integración del análisis y las evaluaciones que se presentan en los informes sobre las perspectivas de la economía mundial (*WEO*) y sobre la estabilidad financiera mundial (*GFSR*). Como alternativa, el FMI podría publicar un informe por separado sobre la supervisión mundial, como documento corto, redactado en términos francos, sobre las perspectivas macroeconómicas, los riesgos para la estabilidad financiera mundial y los efectos indirectos potenciales.
- En lo que respecta a cuestiones de importancia sistémica, el FMI debería estar preparado para hacer hincapié con mayor frecuencia en los riesgos y vulnerabilidades, en lugar de centrar la atención en posibles escenarios benignos. Este cambio de enfoque debería ser discutido y consensuado por los países miembros en general.

## Anexo 1. Cronología de los sucesos relevantes

### 2004

- *EE.UU.*: La Reserva Federal sube las tasas de interés por primera vez en cuatro años (junio)
- El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea publica las normas de Basilea II (junio)
- *FMI*: Rodrigo de Rato es nombrado Director Gerente del FMI (junio)
- *FMI*: Mensaje del examen bienal de la supervisión: el análisis del sector y los mercados financieros no está integrado a la supervisión bilateral (julio)
- *EE.UU.*: La tasa anual de aumento de los precios de las viviendas supera el 20%, un nivel sin precedentes (julio)
- *EE.UU.*: La Comisión de Valores y Bolsa suspende la regla sobre capital neto para los “cinco grandes” bancos de inversión (agosto)

### 2005

- *EE.UU.*: Greenspan señala la formación de “espuma” en los mercados locales y califica a los precios de la vivienda de insostenibles (junio)
- *FMI*: En un discurso en Jackson Hole, Rajan señala que el desarrollo financiero ha vuelto más riesgoso al mundo, y que existe una asimetría en los incentivos del sector financiero; un documento predice que una desaceleración muy costosa es poco probable (agosto)

### 2006

- *FMI*: El Director Gerente da instrucciones para que se integre el análisis del sector financiero y las vulnerabilidades de los balances en los informes preparados por el personal técnico del FMI (marzo)
- *FMI*: El Subdirector Gerente manifiesta que en el futuro la labor del FMI será más la de doctor (preventiva) que la de bombero (junio)
- *EE.UU.*: Los precios de las viviendas alcanzan un nivel sin precedente (julio)
- *EE.UU.*: La Reserva Federal mantiene invariable las tasas de interés por primera vez tras dos años de aumentos (agosto)
- *REINO UNIDO*: El *Daily Telegraph* pronostica una escasez de crédito (septiembre)
- *FMI*: Los Departamentos de Mercados Internacionales de Capital y de Sistemas Monetarios y Financieros se fusionan en el de Mercados Monetarios y de Capital (diciembre)

### Enero–junio de 2007

- *EE.UU.*: Se desploma el mercado de hipotecas de alto riesgo
  - Freddie Mac anuncia que no comprará préstamos hipotecarios de alto riesgo (*subprime*)/valores respaldados por hipotecas de alto riesgo (febrero)
  - Comienza la venta forzosa de Countrywide y otras instituciones de crédito hipotecario (febrero)

- New Century Financial Corp. solicita la apertura de concurso de acreedores (abril)
- *FMI*: Consulta multilateral sobre los desequilibrios económicos mundiales (abril)
- *FMI*: El Directorio Ejecutivo examina la Decisión de 1977 sobre la supervisión (enero-junio)
- *EE.UU.*: Moody's rebaja la calificación de 100 bonos respaldados por hipotecas de alto riesgo (junio)
- *EE.UU.*: Bear Stearns suspende los reembolsos sobre fondos especulativos (*hedge funds*) (junio)

### **Julio–diciembre de 2007**

- *EE.UU.*: Dificultades en el sector financiero
  - S&P coloca en observación crediticia 612 valores respaldados por hipotecas de alto riesgo
  - Bear Stearns liquida dos fondos de inversión en valores respaldados por hipotecas de alto riesgo (julio)
  - American Home Mortgage Invest. Corp. solicita la apertura de concurso de acreedores (agosto)
- Señales de tensión en los mercados financieros mundiales; disminuye la liquidez en los mercados interbancarios (agosto-septiembre)
  - BNP Paribas paraliza los reembolsos en tres fondos
  - El BCE inyecta €95.000 millones en el mercado
  - La Reserva Federal de Estados Unidos reduce la tasa de descuento (agosto) y la tasa de los fondos federales (septiembre)
- *REINO UNIDO*: El Banco de Inglaterra provee liquidez a Northern Rock
- *CMFI*: Las variables fundamentales de la economía son sanas; sólido crecimiento de los mercados emergentes y los países en desarrollo (octubre)
- *FMI*: Dominique Strauss-Kahn asume el cargo de Director Gerente (noviembre)
- *EE.UU.*: El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal inicia *swaps* temporales por 6 meses (BCE, Banco Nacional de Suiza) (diciembre)
- *Director Gerente*: Mensajes (diciembre)
  - Externos: El FMI debe jugar un papel clave frente a la escasez de crédito
  - Internos: recorte presupuestarios por US\$100 millones; se llevará adelante la reducción de personal

### **Enero–agosto de 2008**

- *FMI*: Grupo de trabajo sobre las crisis financieras del futuro, encabezado por el Primer Subdirector Gerente (enero)
- *REINO UNIDO*: El Tesoro del Reino Unido asume el control de Northern Rock (febrero)
- *EE.UU.*: La Reserva Federal anuncia financiamiento para JPMorgan Chase con vistas a la adquisición de Bear Stearns (marzo)

- *FMI*: El Directorio Ejecutivo analiza la turbulencia; aprueba un nuevo modelo de ingresos para el FMI (marzo), reestructuración administrativa/reducción de personal (abril)
- *EE.UU.*: Subastas del gobierno, aumentan las líneas de *swap* existentes (mayo)
- *FMI*: En declaración pública, el Director Gerente señala que el foco de atención se traslada de los asuntos internos hacia los problemas económicos y financieros mundiales (julio)
- *EE.UU.*:
  - Intervención de IndyMac por parte de la Oficina de Supervisión de Entidades de Ahorro y Préstamo (julio)
  - Autorización provisoria para adquirir acciones de Fannie/Freddie en caso de ser necesario (julio)
  - El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anuncia que los riesgos a la baja que pesan sobre el crecimiento se han acentuado apreciablemente (agosto)

### **Septiembre de 2008**

- *EE.UU.*: Sucesos cruciales en el mercado financiero
  - Intervención gubernamental de Fannie/Freddie (7 de septiembre)
  - Lehman Brothers se declara en quiebra (15 de septiembre)
  - El gobierno otorga un préstamo de emergencia a AIG (16 de septiembre)
- Comienza el retiro masivo de inversiones en el mercado monetario/ congelamiento de los mercados de crédito (16-17 de septiembre)

## Anexo 2. Factores que contribuyeron a la crisis según el personal técnico del FMI

*Este anexo está extraído del propio análisis ex-post del FMI. Según el personal técnico del FMI, los siguientes factores contribuyeron a la crisis<sup>35</sup>:*

**Fuerzas macroeconómicas:** Un largo período de alto crecimiento, bajas tasas de interés real, y una volatilidad limitada propiciaron un excesivo optimismo sobre el futuro, el aumento de los precios de los activos y el apalancamiento, así como la búsqueda de rentabilidad, subestimando los riesgos.

- **Política monetaria:** Las tasas de interés de corto plazo eran bajas, lo que reflejaba una política monetaria acomodaticia. Los bancos centrales y los reguladores financieros centraron su atención principalmente en la inflación y la actividad agregada, y de ese modo no prestaron suficiente atención a la acumulación de riesgos sistémicos asociados con los rápidos aumentos de precios de los activos (especialmente en los mercados de vivienda) y con el creciente apalancamiento.
- **Desequilibrios mundiales:** Estos también jugaron un papel en la acumulación de riesgos sistémicos. El alto nivel de ahorro en Asia y en los países con superávit petrolero tuvo como contrapartida una gran afluencia de capitales a Estados Unidos y Europa. Esto contribuyó a las bajas tasas de interés de largo plazo y apuntaló el aumento de precios de los activos, el apalancamiento, la búsqueda de rentabilidad y la correspondiente creación de activos más riesgosos.

**Arquitectura mundial:** El sistema fragmentado de supervisión agravó la incapacidad de detectar vulnerabilidades/ riesgos crecientes. La coordinación y colaboración multilateral carecían del liderazgo suficiente para lograr la reacción necesaria ante los riesgos sistémicos. En materia de regulación financiera, no existían reglas ex ante con respecto a los casos de quiebras transnacionales o a la distribución de la carga. Dada la ausencia de un seguro general de liquidez, la respuesta internacional ante el congelamiento de los mercados interbancarios de todo el mundo fue inadecuada.

**Sistema financiero:** Las nuevas estructuras y los nuevos instrumentos eran más riesgosos de lo que parecían. La suposición de que estos instrumentos dispersaban el riesgo bancario ignoraba el hecho más importante de que el riesgo seguía estando concentrado en las entidades vinculadas al núcleo del sistema bancario. La disciplina de mercado fracasó ante el optimismo reinante, la función de mantener la debida diligencia fue delegada a las agencias calificadoras del riesgo crediticio, y el sistema de remuneraciones del sector financiero, basado en las ganancias a corto plazo, estimuló la asunción de riesgos.

---

<sup>35</sup> “Vulnerability Exercise for Advanced Economies: Companion Paper on Methodology and Theoretical Background”, Mimeografía del FMI, 2009.

- **Perímetro regulatorio:** En Estados Unidos, un sistema bancario paralelo, poco regulado y generalmente no supervisado, había logrado igualar en tamaño al sistema bancario formal. Los bancos evadían los requisitos de capital trasladando los riesgos a sus filiales del sistema bancario paralelo. La regulación no estaba equipada para advertir la concentración de riesgos y los incentivos viciados que impulsaban el auge de la innovación financiera. Había deficiencias en la supervisión consolidada y las normas de suscripción.
- **Disciplina de mercado:** La debida diligencia—para evaluar la solidez de las contrapartes y las garantías—fracasó. La supervisión y regulación crearon incentivos para que se dependiera excesivamente de las calificaciones crediticias, que a su vez estaban basadas en metodologías deficientes e inapropiadas para aplicarlas a productos estructurados complejos y, por ello, no lograron detectar los riesgos. Las agencias calificadoras del riesgo crediticio también estaban sujetas a conflictos de interés. La disciplina de mercado fue erosionada por la característica de “demasiado grande para quebrar” de las instituciones más grandes e interconectadas. La complejidad y opacidad de los instrumentos de crédito estructurado socavaron la disciplina de mercado. En muchas instituciones financieras, las prácticas de gestión del riesgo, basadas una capacidad de evaluación y un marco administrativo poco sólidos, eran deficientes: los modelos de gestión del riesgo eran utilizados por personas cuya capacidad de evaluación era mediocres, y a veces la alta gerencia ignoraba o subestimaba las advertencias formuladas por los gestores de riesgos.
- **Prociclicidad:** Una constelación de prácticas regulatorias, el tratamiento contable (a valor razonable) de los productos estructurados, las calificaciones y los incentivos amplificaron el auge del crédito y exacerbaron la turbulencia del mercado. Algunas iniciativas regulatorias recientes (tales como Basilea II) también pueden haber intensificado el comportamiento procíclico.
- **Carencias de información:** La información financiera era insuficiente, por lo que se subestimaban los riesgos de las entidades que proporcionaban dicha información. Había grandes lagunas en los datos de que disponían los reguladores y los mercados y en la comprensión de los riesgos subyacentes. Esta carencia de información afectaba especialmente a los riesgos inherentes a los productos estructurados complejos, el grado de apalancamiento y concentración de riesgos en instituciones financieras de importancia sistémica, la dificultad de evaluar los riesgos de liquidez y de contraparte, así como los riesgos incluidos en el balance y los vínculos con los no incluidos en el balance. Los defectos de los modelos y prácticas de valoración también jugaron un papel.
- **Gestión de la crisis:** Las diferencias entre los marcos de liquidez de emergencia de los distintos países y las deficiencias de los marcos de gestión de crisis, incluidas las garantías de depósitos, incidieron en la propagación de la crisis.

### **Anexo 3. Países comprendidos en la evaluación**

Los países comprendidos en la evaluación son: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Austria, Belarús, Bosnia y Herzegovina, Brasil, Canadá, China, Colombia, Corea, Costa Rica, El Salvador, España, Estados Unidos, Francia, Guatemala, Hungría, India, Indonesia, Irlanda, Islandia, Italia, Jamaica, Japón, Letonia, Luxemburgo, México, Polonia, Reino Unido, Rumania, Rusia, Serbia, Seychelles, Sudáfrica, Suiza, Turquía, Ucrania y la Unión Europea.

En esta lista se incluye el G-20 y los países (excluidos los países de bajo ingreso) que iniciaron un nuevo acuerdo con el FMI, incluidos los compromisos de contingencia en el marco de la LCF, luego de la crisis (hasta 2009 inclusive). También se incluyen los centros financieros tales como Luxemburgo y Suiza, y países como España e Irlanda que tenían vulnerabilidades similares a las que precipitaron la crisis en Estados Unidos y el Reino Unido.

#### **Anexo 4. Primeros análisis y diagnósticos de los factores que condujeron a la crisis**

*Diversos analistas externos al FMI señalaron las vulnerabilidades y deficiencias de las políticas económicas que a la larga condujeron a la crisis. A continuación se reseñan brevemente algunos de estos estudios, elaborados hasta 2006.*

##### **Advertencias sobre la perspectiva de un colapso del mercado de la vivienda:**

- Se ilustra el arraigo de la especulación con los precios de la vivienda al observar la actual apreciación desde una perspectiva histórica (Shiller, 2005).
- Se predice una recesión a través del ajuste de los precios de los activos (Krugman, 2006; Richebacher, 2006).
- Vincula la insostenibilidad de los de los hogares con un cambio radical del gasto de los hogares (Parenteau, 2006).

##### **Pronósticos que vinculan el colapso del mercado de la vivienda con una implosión financiera:**

- Reconoce que una burbuja de activos respaldada por hipotecas de alto riesgo insostenibles no podría perdurar (Burry, 2005, según se describe en Lewis, 2010).
- Investiga dónde radica el riesgo de las hipotecas y las repercusiones para las instituciones tenedoras luego del previsible colapso del mercado de la vivienda (Roubini, 2006).

##### **Se subrayan las deficiencias regulatorias y los riesgos consiguientes:**

- Se advierte sobre la necesidad de fortalecer los requisitos de información y la supervisión de los derivados extrabursátiles (Commodity Futures Trading Corporation, 1998).
- Se advierte sobre los riesgos y conflictos de interés inherentes al uso de calificaciones crediticias privadas para medir la calidad de los préstamos como fundamento para reducir los requisitos de capital (Shadow Financial Regulatory Committee, 2000).
- Se subraya un conjunto de riesgos provenientes del carácter evolutivo del financiamiento estructurado (resumen de las actas de una conferencia organizada por el Instituto del FMI, 2005).

**Se exhorta a tener en cuenta el efecto de la política monetaria sobre la expansión del crédito y los precios de los activos**, y se advierte sobre los problemas en caso de no hacerlo (Borio y Lowe, 2002; Borio y White, 2003).

*Pero algunos dentro del FMI también avizoraban con bastante claridad el carácter cambiante de los riesgos y las vulnerabilidades, como puede apreciarse en los comentarios que siguen, formulados hasta 2006.*

### **Señalamiento de los riesgos resultantes de la evolución de los mercados financieros:**

- El Consejero Económico del FMI advirtió a título personal que la evolución del desarrollo financiero y la naturaleza de los incentivos de la remuneración de los gerentes de inversiones estaban impulsando al sistema financiero hacia riesgos crecientes que en definitiva podrían congelar el mercado interbancario y derivar en una verdadera crisis financiera (Rajan, 2005a y b).
- “La falta de liquidez como posible amplificador de los *shocks* de precios de mercado constituyó un importante “punto ciego” que deberá ser prioritario en todas las futuras iniciativas para seguir perfeccionando la arquitectura financiera mundial (*GFSR*, 2005).
- “Desde el punto de vista histórico, el riesgo más importante de los mercados financieros en tiempos de bonanza es la autocomplacencia. Las actuales primas por riesgo dejan un margen escaso o nulo para los errores de valoración de los activos” (*GFSR*, 2005).
- El cambio cíclico y estructural de los mercados financieros mundiales podría “volverse peligroso para la estabilidad financiera” (*GFSR*, 2005).
- La combinación de bajas primas por riesgo, autocomplacencia, y sistemas no probados de gestión del riesgo aplicados a instrumentos financieros complejos podría volverse peligroso para los mercados financieros. La proliferación de instrumentos financieros complejos y apalancados (tales como los instrumentos derivados sobre créditos y los productos estructurados) aumentó la relevancia del riesgo de liquidez (*GFSR*, 2005).

### **Se subrayan las deficiencias regulatorias y los riesgos consiguientes:**

- Riesgos resultantes de los derivados extrabursátiles no regulados, incluidos los relacionados con las consecuencias en materia de liquidez al deshacerse los contratos sobre derivados. “Podría producirse un tsunami del crédito que podría convertirse en una tormenta perfecta...”, al advertir sobre el riesgo de contraparte y la evaporación de la liquidez (Schinasi, 2006).
- “... De hecho podría resultar que el riesgo de crédito que aparentemente ha desaparecido del sistema bancario, todavía se encuentre en él” (declaración de uno de los miembros del Directorio Ejecutivo en relación con el informe *GFSR*, 2006).

### **Pronósticos que vinculan el colapso del mercado de la vivienda con una implosión financiera:**

- Cuanto más persistan [las burbujas de precios de los activos no justificadas por los parámetros fundamentales de la economía], mayor será la probabilidad de correcciones que produzcan perturbaciones” (*GFSR*, 2004).

### **Advertencias sobre la perspectiva de un colapso del mercado de la vivienda:**

- “Preocupación especial” por el auge de los precios de las propiedades en el Reino Unido, Australia, Irlanda y España, y en menor grado en Estados Unidos y Nueva Zelanda (*WEO*, 2004).
- “Creciente preocupación” por una burbuja de precios de activos y una brusca corrección de la misma (*WEO*, 2004).
- Preocupación por la posibilidad de una desaceleración sincronizada con efectos adversos significativos (*WEO*, 2004).

### **Bosquejo de una crisis financiera sistémica en el contexto de los desequilibrios mundiales** (documento de antecedentes para la consulta multilateral preparado por un equipo de expertos financieros del FMI, 2006):

“... el ajuste de los desequilibrios mundiales plantea riesgos para el sector financiero. Los desequilibrios mundiales tienen su contrapartida en los balances sectoriales y en las carteras y el perfil de riesgo de las instituciones financieras. Un ajuste desordenado probablemente repercuta en los sectores donde los bancos están más expuestos a riesgos importantes ... Evaluar el comportamiento de los mercados de capital en un marco hipotético de perturbación es ... difícil ... ya que abarca productos y mercados financieros que todavía no han sido sometidos a prueba en condiciones de peligro sistémico mundial. Estos efectos no han sido tenidos en cuenta en el subsiguiente análisis de riesgos de los sistemas bancarios, pero merecen atenderse durante las consultas multilaterales”.

“... preocupación por el uso creciente de productos hipotecarios no tradicionales sobre los cuales el historial de incumplimiento era limitado... si bien históricamente las pérdidas por hipotecas han sido en general pequeñas, el crecimiento de los instrumentos hipotecarios innovadores ha incrementado los riesgos potenciales. Una corrección apreciable de los precios de las viviendas conjuntamente con una desaceleración de la economía podría originar un aumento significativo de la falta de pago de los préstamos a los hogares y los préstamos inmobiliarios comerciales. En la medida en que los prestatarios no comprendan cabalmente los productos hipotecarios no tradicionales, un contexto caracterizado por tasas de interés más altas podría desencadenar riesgos para los bancos en forma de deterioro de su reputación y de litigios”.

“... En varios países, los bancos y otras instituciones financieras están sumamente expuestos al mercado inmobiliario, incluido el mercado de hipotecas estadounidense a través de inversiones en valores respaldados por hipotecas. Dado que se desconocen en gran medida los efectos definitivos de la transferencia de riesgos entre instituciones y sectores, también es posible que el riesgo de contraparte y la concentración excesiva de riesgos ocasionen un contagio financiero que multiplicaría los costos en un marco hipotético de perturbación”.

## **Anexo 5. Deficiencias de las evaluaciones de la estabilidad del sector financiero de las economías avanzadas**

En este anexo se describen los principales factores que contribuyeron al dispar historial de la calidad y utilidad de los informes sobre la estabilidad del sector financiero (FSAP por su siglas en inglés) en los países avanzados. Se basa en los FSAP de los países avanzados en el período 2004–08 y en una retrospectiva de 10 años sobre el FSAP a cargo del personal técnico del FMI (FMI, 2009b)

**Falta de franqueza y claridad:** Esto parece haber sido mucho más problemático en los FSAP de los países avanzados que en los de otros países, ya que algunas de las evaluaciones que elaboró el FMI sobre los mercados emergentes estaban directamente focalizadas sobre los riesgos y vulnerabilidades. Según el FMI (2009b), la falta de franqueza y claridad “podría ser síntoma del deseo de los miembros del equipo de evitar conflictos con las autoridades nacionales”. La tendencia habitual era presentar un informe “balanceado”, que comenzaba con una declaración positiva antes de señalar cualquier riesgo.

**No se consideraron o se analizaron de manera insuficiente los temas pertinentes a la crisis:** Los riesgos de liquidez, la preparación para afrontar una crisis, las quiebras bancarias y el riesgo de financiamiento externo parecen haber recibido un tratamiento menos sistemático en los FSAP de los países avanzados que en los de mercados emergentes. Para evaluar los riesgos de liquidez, por ejemplo, en los FSAP a veces se examinaban solamente los instrumentos de gestión de la liquidez del banco central. Algunos aspectos de los mercados de capital que deberían haber recibido atención en los países avanzados — titulización de activos, efectos comerciales y mercados de financiamiento a corto plazo— no fueron analizados de forma sistemática.

**Deficiencias de la pruebas de resistencia.** Según el FMI (2009b), “las pruebas de resistencia ... no aportaban información significativa en lo concerniente a la crisis”. Las razones son, entre otras: la especificación de shocks que no eran suficientemente graves (lo cual refleja, en parte, la sensibilidad de las autoridades nacionales y la dificultad para “pensar lo impensable”); la omisión de importantes fuentes de inestabilidad —riesgos de liquidez, concentración de riesgos inmobiliarios, riesgos no incluidos en el balance—; el trabajo con datos insuficientes, particularmente en lo que respecta a los riesgos no incluidos en el balance y la interconectividad del balance; así como problemas metodológicos para modelizar el riesgo de liquidez, los canales de contagio, los efectos indirectos, las características no lineales y la correlación entre carteras.

**No integración de las perspectivas multilaterales.** En los FSAP de la mayoría de los países no se examinaban la macroeconomía mundial ni los cambios que ocurrían en países que tenían fuertes lazos económicos con el país considerado. Normalmente se centraban en asuntos y escenarios internos, sin considerar los riesgos o los efectos indirectos a escala transfronteriza, las cuestiones intersectoriales o los riesgos económicos mundiales. De hecho, en aquellos casos en los que se consideraron los riesgos mundiales, el escenario fue el efecto de un colapso desordenado del dólar, conforme al enfoque básico del FMI, que no es la forma en que la crisis afectó a los sectores financieros.

**Mensajes tranquilizadores que inducen a actuar con complacencia:** En el período previo a la crisis, los mensajes fundamentales de los FSAP de los países avanzados eran, entre otros: “las perspectivas del sistema financiero son positivas”, “las instituciones financieras tienen suficiente margen de seguridad para hacer frente a diversos shocks”; “la diversificación de fuentes de financiamiento mayorista externo es una fuente de solidez”; “las pruebas de resistencia [...] indican que el sistema financiero, considerado en conjunto, está bien posicionado para absorber una caída significativa de los precios de las viviendas”; “en general, el sector financiero muestra solidez y debería ser resistente a shocks de gran magnitud aunque verosímiles”; “no se identificaron debilidades que puedan causar riesgos sistémicos”.

## **Anexo 6. Conclusiones/recomendaciones de anteriores informes y evaluaciones**

### **Informe Whittome sobre la supervisión de México por parte del FMI (1995)**

- La idiosincrasia del FMI no estimula la discusión franca de los riesgos. El personal técnico ha desarrollado la costumbre de anticiparse a las ideas de la gerencia y el Directorio.
- El Director Gerente debe insistir en que el análisis sea pertinente y preciso, y asumir la responsabilidad por el grado de interpretación “política” que podrían tener las conclusiones del personal técnico.

### **Evaluación externa de la supervisión que ejerce el FMI (1999)**

- El FMI debería hacer más hincapié en la supervisión de las cuestiones del sector financiero y los mercados de capital.
- Es necesario un vínculo más estrecho entre la supervisión bilateral y la multilateral.
- El Directorio Ejecutivo, la gerencia y los altos funcionarios deberían tratar de modificar la estructura de incentivos estableciendo con claridad que, de ser necesario, respaldarán al personal técnico que brinde asesoramiento franco.
- La supervisión debería dedicar más tiempo a la identificación y el análisis de las distintas opciones de política económica.
- Más especialización en el sector financiero; más especialización en políticas económicas (por ejemplo, a través de programas de adscripción o intercambio de funcionarios con otras instituciones) y más experiencia externa en general para mitigar el aislamiento, la conformidad y la falta de experiencia práctica.

### **Informe Lipsky (2001)**

- Debería perfeccionarse la focalización, la especialización y el apoyo en cuestiones del sector financiero y los mercados de capital.
- Los vínculos entre la supervisión multilateral de los mercados de capital y las actividades básicas de supervisión bilateral que ejerce el FMI son débiles.
- Los departamentos regionales deben intensificar su labor de seguimiento de la evolución de los mercados financieros de los países.
- Un papel activo de la gerencia del FMI para mejorar la eficacia del trabajo relacionado con el sector financiero. Se requiere un “claro apoyo de los altos funcionarios” para superar la “inercia institucional natural”.

### **Informe McDonough (2005)**

- Incentivar la colaboración interdepartamental para promover el intercambio de ideas entre los campos de la macroeconomía tradicional y la problemática de los mercados financieros/de capital; vencer la mentalidad aislacionista que está reduciendo la eficacia e influencia global del FMI. Requiere directivas claras de la gerencia y del Directorio Ejecutivo.
- Se requiere un cambio fundamental de orientación y mentalidad en todos los departamentos, la gerencia y el Directorio Ejecutivo, con estructuras de incentivos que recompensen la colaboración y penalicen el comportamiento aislacionista, establezcan objetivos claros sobre lo que se espera en lo referente a integrar las cuestiones financieras en la supervisión. Realizar un seguimiento continuo para garantizar la rendición de cuentas.
- Se requieren directrices claras, monitoreo continuo, así como un compromiso y un liderazgo directo, regular, continuo y visible por parte del Director Gerente y los altos funcionarios del FMI.
- Un cambio fundamental de mentalidad en la forma en que el FMI considera las cuestiones financieras. Ubicar las cuestiones financieras en una posición central en lugar de la periferia. Los departamentos regionales todavía no han adoptado totalmente la idea de cambiar el enfoque macroeconómico tradicional y asignarles a las cuestiones financieras una importancia fundamental en su labor. Los equipos todavía están integrados por macroeconomistas tradicionales que carecen de los conocimientos necesarios sobre cuestiones financieras o no las manejan con suficiente dominio.
- Los departamentos establecen sus propios programas de trabajo y prioridades. La colaboración sistemática es más la excepción que la regla, y se limita mayormente a actividades que siguen un calendario preestablecido. Problemas sintomáticos de una mentalidad aislacionista en los distintos departamentos impiden la cooperación, y la estructura de incentivos recompensa la comunicación “hacia arriba” (con la gerencia y el Directorio Ejecutivo) en lugar de con el resto de la institución. La división en compartimentos estancos solo puede superarse con una dirección fuerte.
- La existencia de dos publicaciones separadas (informes *WEO* y *GFSR*) genera cuestionamientos en materia de duplicación de esfuerzos y eficacia, y poco aportan para reforzar una visión integral de los nexos entre la evolución mundial de la macroeconomía y las finanzas. El *GFSR* no es ampliamente leído o utilizado por el personal técnico dentro de la organización, y no desempeña un papel significativo en la labor con los países.

### **Evaluación de la OEI sobre el Programa de evaluación del sector financiero (2006)**

- Mejorar la calidad y el efecto de las evaluaciones del sector financiero (FSAP) mediante una priorización más clara de las recomendaciones; el perfeccionamiento

del análisis de las pruebas de resistencia, y una mayor inclusión sistémica en el análisis de los vínculos transfronterizos del sector financiero.

- Fortalecer los vínculos entre los FSAP y la supervisión en el marco del Artículo IV, integrando los FSAP y la labor de seguimiento a las actividades regulares de supervisión. Fortalecer el proceso de revisión interna para garantizar que los mensajes fundamentales sobre la estabilidad macrofinanciera queden cabalmente reflejados en los informes sobre las consultas del Artículo IV.
- La gerencia debería indicarle claramente al Directorio Ejecutivo cuáles son los países que en su opinión deberían tener la mayor prioridad en los FSAP y su actualización, independientemente de que dichos países se hayan ofrecido a participar voluntariamente.
- En el proceso de supervisión, utilizar con más eficacia los conocimientos del personal especializado en el sector financiero (especialmente de los departamentos de Sistemas Monetarios y Financieros y de Mercados Internacionales de Capital).

#### **Evaluación de la OEI sobre la supervisión multilateral (2006)**

- Potenciar el papel del Directorio Ejecutivo y del CMFI en la supervisión multilateral.
- Mejorar los resultados de la supervisión multilateral en cuanto a forma y contenido, mediante la racionalización y la focalización en las cuestiones clave.
- Fortalecer la supervisión multilateral clarificando las metas operacionales, las estrategias de organización, y la rendición de cuentas. Clarificar el alcance de la supervisión regional.
- Integrar el informe *WEO* con el *GFSR* y la supervisión bilateral y multilateral (estructura compartimentalizada; enfoque ascendente; demasiados productos, escasa focalización).

#### **Examen Trienal de la Supervisión de 2008 (septiembre de 2008)**

- Es necesario fortalecer la evaluación del riesgo (establecer todas las conclusiones necesarias; hacer hincapié en los elementos desconocidos, pensar lo impensable), proteger contra los riesgos extremos, incorporar los riesgos a nivel multilateral/regional.
- Integrar mejor la supervisión macroeconómica con la del sector financiero.
- Perfeccionar los análisis de los efectos indirectos desde y hacia el exterior, los estudios comparativos de varios países, los análisis de los tipos de cambio.
- Prestar atención a la comunicación eficaz; preservar sus actuales virtudes.

## **Anexo 7. ¿Qué opinaron las autoridades nacionales sobre el desempeño del FMI<sup>36</sup>?**

**Las autoridades nacionales entrevistadas opinaron en forma casi unánime que el FMI no logró advertir suficientemente sobre los riesgos y vulnerabilidades que condujeron a la crisis<sup>37</sup>.** Sin embargo, pocas culparon al FMI o a los diversos equipos de las misiones por esta deficiencia. Admitieron que la mayoría de los observadores (incluidas dichas autoridades y sus homólogas en otros países) se habían sentido excesivamente tranquilizadas por la prolongada coyuntura benigna a nivel mundial. Como dijo uno de los entrevistados, “Ni nosotros ni el FMI ejercitamos la imaginación”. Las escasas voces ajenas que habían expresado graves temores (William White y Nouriel Roubini se cuentan entre los citados con mayor frecuencia) normalmente fueron desoídas en este aparente “nuevo paradigma” de un sistema financiero mundial más estable, apuntalado por la innovación y la dispersión del riesgo.

**A pesar de que el FMI no logró advertir sobre la inminencia de la crisis, en la mayoría de los casos las autoridades tenían muchas cosas positivas para decir sobre el FMI y el proceso de supervisión bilateral.** Entre las cosas positivas se encontraba un alto concepto general sobre la competencia del personal técnico del FMI y el análisis que efectuaban. Las autoridades consideraban que las conversaciones con los equipos de las misiones eran usualmente francas, constructivas y de gran calidad, y que aportaban al diálogo sobre políticas económicas enfoques útiles e independientes. Además, la mayoría de los entrevistados consideraban que el análisis del sector financiero efectuado por el FMI había mejorado significativamente con el paso del tiempo, y generalmente tenían un alto concepto sobre el Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP) en particular. A menudo, el FSAP había sido el catalizador para fortalecer las políticas nacionales del sector financiero, e incluso estimulaba a los países para efectuar sus propias pruebas de resistencia y avanzar en la adopción de las prácticas internacionales óptimas de supervisión y regulación.

**Al mismo tiempo, las autoridades formularon muchas críticas sobre el desempeño del FMI antes de la crisis.** Las críticas abarcaban desde deficiencias analíticas hasta sesgo político, el proceso de supervisión y problemas de organización.

---

<sup>36</sup> Las opiniones expresadas aquí se basan en entrevistas con autoridades nacionales y de algunas instituciones regionales e internacionales.

<sup>37</sup> Los resultados de la encuesta llevada a cabo por la OEI para evaluar las *Interacciones del FMI con los países miembros* (OEI, 2010) indican que solo una minoría de las autoridades de economías avanzadas y países de mercados emergentes consideraron que el FMI alertó correctamente a los países miembros sobre los inminentes riesgos externos. Si bien la mayoría de las autoridades nacionales tuvieron una opinión muy positiva sobre diversos aspectos de las interacciones, hubo dos aspectos en los que solo una minoría consideró que el FMI había tenido un buen desempeño: i) la presentación de escenarios alternativos y la formulación de preguntas del tipo “¿qué sucedería si?” y ii) alertar sin demora a las autoridades sobre las derivaciones de las cambiantes condiciones externas.

### En el plano analítico:

- La **mentalidad imperante en el FMI de que los mercados son sabios** y que la innovación financiera reduce los riesgos habría dificultado que el personal técnico del FMI advirtiera la acumulación de riesgos sistémicos.
- La supervisión bilateral por lo general **se focaliza principalmente en las políticas internas** y las vulnerabilidades, y apenas analiza los efectos indirectos y el contagio (incluso en el caso de pequeñas economías abiertas)<sup>38</sup>. En algunos casos en los que se analizaron los efectos indirectos o el contagio, el FMI normalmente consideró que los problemas provenían de los mercados emergentes, no de las economías avanzadas.
- A pesar de las mejoras que se produjeron en la última década, **el FMI todavía no ha vinculado en forma adecuada el análisis de la macroeconomía y el análisis del sector financiero**. Esta deficiencia quedó reflejada en el uso frecuente de modelos que hasta la fecha no han podido captar adecuadamente los vínculos macrofinancieros<sup>39</sup>.
- **El análisis de los balances** se empleó con poca frecuencia. Además, cuando se utilizaba, a veces se hacía en forma incorrecta.
- Si bien el FMI no tuvo un peor desempeño que otros en prever la crisis, **no utilizó su ventaja comparativa** para analizar las cuestiones interrelacionadas a nivel mundial e identificar riesgos.
- Un mayor uso del **análisis comparativo de países** (especialmente en los países que estaban afrontando problemas similares) podría haber servido para identificar vulnerabilidades comunes.

### Sobre el sesgo político:

- Un tema recurrente fue la aparente **falta de imparcialidad** en la forma en que el FMI trata a sus accionistas más importantes con respecto al resto. Muchas de las

---

<sup>38</sup> Análogamente, en la evaluación de la OEI sobre las *Interacciones del FMI con los países miembros* (OEI, 2010) la mayoría de los participantes de una encuesta a autoridades nacionales deseaba que el FMI dedicara más atención a los análisis de los efectos indirectos, aunque no otorgó una buena calificación al FMI por su eficacia en esta área.

<sup>39</sup> En la encuesta de autoridades nacionales que llevó a cabo la OEI para evaluar el trabajo de investigación que efectúa el FMI (OEI, 2011), se concluyó que si bien la mayoría de las autoridades nacionales consideraba que los informes de la serie *selected issues* tenían cierta o mucha utilidad para la toma de decisiones en el proceso de formulación de políticas; en los casos en que no se los consideraba “muy útiles”, las razones citadas con más frecuencia eran que el marco analítico no se ajustaba a la realidad del país o que la investigación era demasiado teórica con escasa posibilidad de aplicación práctica.

autoridades nacionales consideraban que el FMI criticaba con mucho más rigor las políticas de los mercados emergentes y los países avanzados más pequeños. Mientras tanto, aun cuando existían similitudes obvias con las vulnerabilidades de países más pequeños, a los países avanzados más grandes se les concedía el beneficio de la duda de que sus autoridades, supervisores y entidades reguladoras serían capaces de conducir sus economías en momentos difíciles. La Decisión de 2007 sobre la supervisión bilateral solo agudizó esta sensación de tratamiento desigual. Esta percepción también se manifestó claramente en la encuesta a autoridades nacionales efectuada por la OEI para evaluar el IMC; por ejemplo, el 86% de los encuestados procedentes de los grandes mercados emergentes manifestaron que la supervisión se llevaba a cabo en beneficio de los “mayores accionistas del FMI”. En particular, algunos consideraban que el FMI no era suficientemente crítico de las políticas de un accionista importante.

### **Sobre el proceso de supervisión propiamente dicho:**

- Varias autoridades nacionales reconocieron que el FMI había identificado muchos de los riesgos y las vulnerabilidades pero normalmente los presentaba en una “lista larga de advertencias, sin establecer prioridades”. Es decir, todos los informes del personal técnico del FMI tenían el enfoque usual de los economistas de presentar por un lado una lista de elementos positivos en primer lugar, lo cual fija la tónica, seguida, por el otro lado de una lista de riesgos de corte negativo. Las autoridades preguntaban cómo se debería actuar ante una lista de riesgos tan amplia, enumerada sin orden de probabilidades ni de urgencias.
- Las recomendaciones sobre política económica a menudo eran obvias (por ejemplo, endurecer la política fiscal, aplicar una política económica creíble y sanasata, o fortalecer la supervisión) pero carecían de especificidad sobre la forma de implementarlas. Según uno de los entrevistados, “las interacciones en el marco de las consultas del Artículo IV a menudo se sienten como cualquiera de las otras reuniones que mantengo con todas esas instituciones internacionales, demasiado formulista”.
- En cuanto al valor agregado por el Directorio Ejecutivo a la supervisión bilateral, casi todos opinaron que en el mejor de los casos era mínimo, ya que los comentarios del Directorio Ejecutivo normalmente eran muy tardíos (formulados meses después que el equipo de la misión elevara su informe final a las autoridades nacionales) y a menudo superficiales (por ejemplo, las exposiciones sumarias normalmente eran una reiteración bastante genérica del informe del personal técnico).

### **Sobre los problemas de organización:**

- A menudo se citaba la alta rotación del personal de los equipos de las misiones. Esto implicaba una considerable pérdida de conocimientos sobre el país y una constante

capacitación de nuevos miembros de las misiones para comprender la coyuntura, historia y cultura de un país, todo lo cual es muy importante para formular un asesoramiento relevante sobre políticas económicas y ganarse la atención de las autoridades nacionales.

- El problema de la rotación del personal se agravó por la reestructuración del FMI, que fue llevada a cabo precisamente cuando se estaba desatando la crisis. En algunos casos, la reestructuración dio lugar a que los equipos de algunas misiones rotaran la totalidad de sus integrantes o incluso transcurrieran períodos sin jefe de misión.
- Por último, el problema de carácter más general de la insuficiencia de personal también se reflejó en la muy escasa frecuencia de las actualizaciones de los FSAP. Un seguimiento más continuo de los problemas del sector financiero podría haber puesto en evidencia los problemas mucho antes.

**Los encuestados también plantearon algunas cuestiones que podrían interpretarse como que presentaban aspectos tanto positivos como negativos con respecto al desempeño del FMI:**

- Casi todo el mundo considera que el FMI debe *mantener un delicado equilibrio entre la necesidad de señalar los riesgos de una crisis y el riesgo de precipitar esa crisis*. Por esta razón, los mensajes más difíciles a veces deben ser comunicados a las autoridades en privado y verbalmente. Sin embargo, hubo casos en que las autoridades receptoras de dichos mensajes admitieron que no recordaban lo que se había dicho, porque los únicos comentarios documentados de la misión figuraban en el informe final.
- Muchas de las autoridades coincidieron en que los equipos de las misiones del FMI señalaban claramente las vulnerabilidades y los riesgos internos... pero agregaron que los mismos resultaban *obvios para todo el mundo*.
- Por último, si bien los informes *WEO* y el *GFSR*<sup>40</sup> señalaron muchos de los riesgos y las vulnerabilidades pertinentes y en general gozaban de alta estima, las autoridades no notaron ninguna advertencia con respecto a la inminencia de una crisis. Esto fue atribuido en gran medida al *optimismo general de los mensajes globales* que tipificaban a estos documentos en el período previo a la crisis.

---

<sup>40</sup> Muchos de los entrevistados admitieron que solo tenían tiempo para leer los Resúmenes Ejecutivos de los documentos. Si bien muchos no leían el *GFSR* debido a su naturaleza más técnica, las personas involucradas en las cuestiones de la estabilidad financiera sí lo leían.

## Anexo 8. Encuesta al personal técnico de un departamento regional

*Como parte de una autoevaluación sobre lo que no había funcionado bien, en octubre de 2009 uno de los departamentos regionales cuyos países fueron más afectados por la crisis realizó una encuesta entre su personal. A continuación se reseñan las opiniones recabadas sobre los aspectos más pertinentes a esta evaluación.*

**Sobre lo fundamental de la labor con los países**, algo menos de la mitad de los funcionarios consideraron que el departamento regional estaba bien preparado o muy bien preparado para evaluar las vulnerabilidades. A menudo se citaron las herramientas para el análisis macrofinanciero como un impedimento analítico.

**Sobre lo que el departamento debería priorizar en la labor con los países**, un abrumador 98% del personal consideró importante o muy importante priorizar el trabajo sobre las vulnerabilidades y los riesgos de crisis, incluso más que sobre la política fiscal o la monetaria. En las respuestas a las preguntas abiertas sobre prioridades, se enfatizó repetidamente la necesidad de trabajar más sobre los vínculos entre países, los efectos indirectos y la integración de las perspectivas regionales con las perspectivas específicas de cada país.

### **Sobre los principales problemas de la tarea de supervisión [a cargo del departamento regional] y las formas de solucionarlos:**

- “Relación con las autoridades. No tenemos los incentivos para ser demasiado críticos, especialmente en forma pública y discrepar en forma sustancial. Más apoyo de la dirección/gerencia, menos presión para complacer a las autoridades, más homogeneidad ‘para decir la cruda verdad’ en todos los países y no solo en algunos”.
- “Más comunicación formal e informal con los departamentos funcionales, principalmente con Mercados Monetarios y de Capital ...”. “El problema principal es cómo aportar valor agregado a las economías grandes, que cuentan con equipos numerosos de economistas sumamente capacitados. La solución es centrarse en las ventajas comparativas del FMI, concretamente en los estudios comparativos de países y los efectos indirectos, y la homogeneidad mundial”.
- “Falta valor para hacer frente a los países, especialmente los del G7. Durante años alabamos a [un país sistémico importante] por sus políticas y ahora nos sentimos avergonzados”.

**Sobre liderazgo y comunicación**, algo menos de la mitad de los economistas estuvieron de acuerdo con la frase “sus ideas y opiniones son escuchadas y tenidas en cuenta”.

**Sobre los incentivos**, menos de la tercera parte coincidió en que el departamento regional hace oír su voz en el proceso de revisión interdepartamental de los documentos sobre políticas, los informes *WEO* y *GFSR*, etc. En cuanto al motivo, casi la mitad consideraba que los incentivos (por ejemplo, no se obtiene mucho reconocimiento por formular comentarios acertados) eran un obstáculo grave. Al mismo tiempo, casi tres cuartos de los encuestados coincidieron con la aseveración de que “los estudios relativos a diversos países se enfrentan varias limitaciones, tales como la complejidad de la gestión, los incentivos, los recursos y la prioridad de las relaciones bilaterales”. Los incentivos, por ejemplo, fueron citados por alrededor del 85% de los encuestados como un obstáculo para elaborar estudios relativos a diversos países.

**Sobre el comportamiento aislacionista en el FMI**, solo un quinto de los encuestados estuvieron de acuerdo en que había suficiente transmisión de conocimientos con sus colegas que trabajan en equipos

asignados a otros países (y esta falta de colaboración dentro de un departamento es un mal presagio para la colaboración interdepartamental).

**Sobre el liderazgo intelectual**, bastante más de la mitad de los encuestados pensaban que los gerentes departamentales no habían aportado el liderazgo intelectual para realizar las tareas con un alto nivel de calidad. Algunos encuestados consideraban que el proceso de reducción del personal del FMI había obstaculizado la capacidad de aportar liderazgo intelectual. Por ejemplo, un encuestado escribió que “la [conjunción] de la reestructuración y la crisis habían tenido consecuencias desastrosas sobre el liderazgo aportado por el departamento”.

## REFERENCIAS

- Acharya, Viral V., Thomas Philippon, Matthew Richardson y Nouriel Roubini, “A Bird’s-Eye View—The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies”, en *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System* (2009), Viral V. Acharya y Matthew Richardson, coordinadores.
- Banerji, Angana, 2010, “Multilateral Surveillance”, Background Paper (BP/10/02) de la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Blanchard, Olivier, 2009, “The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies”, IMF Working Paper No. 09/80 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bazerman, M.H., y D. Moore, 2009, *Judgment in Managerial Decision Making*, 7a. ed. (Hoboken: John Wiley and Sons).
- Borio, Claudio, y Philip Lowe, 2002, “Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus”, BIS Working Paper No. 114 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Borio, Claudio, y William White, 2003, “Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes”, trabajo presentado en el Simposio del Banco de la Reserva Federal de Kansas City (Jackson Hole, Wyoming), 28–30 de agosto.
- Bossone, Biagio, 2010, “Bilateral Surveillance in Switzerland”, Background Paper (BP/10/06) de la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) (Washington: Fondo Monetario Internacional)
- Caprio, Jr., Gerard, 2011, “Macro-Financial Linkages in IMF Research”, Background Paper de la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) (de próxima publicación) (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Case, Karl, y Robert Shiller, 2006, “Full House”, *Wall Street Journal*, 30 de agosto.
- Commodity Futures Trading Commission, 1998, “Concept Release Concerning Over-The Counter Derivatives Market”, Comunicado #4142-98, 7 de mayo.
- Dhar, Sanjay, 2010, “Bilateral Surveillance of the United States”, Background Paper (BP/10/04) de la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 1998, “Review of Members’ Policies in the Context of Surveillance—Lessons for Surveillance from the Asian Crisis”, EBS/98/44 (Washington).
- \_\_\_\_\_, 2004–2008a, *World Economic Outlook* (Washington).

- \_\_\_\_\_, 2004–2008b, *Global Financial Stability Report* (Washington).
- \_\_\_\_\_, 2008, “2008 Triennial Surveillance Review—Overview Paper” (Washington), 2 de septiembre.
- \_\_\_\_\_, 2009a, “Integrating Financial Sector Issues and FSAP Assessments into Surveillance—Progress Report”, (Washington), 16 de enero.
- \_\_\_\_\_, 2009b, “Financial Sector Assessment Program After Ten Years: Background Material”, (Washington), 28 de agosto.
- \_\_\_\_\_, 2009c, “Initial Lessons of the Crisis”, (Washington), 6 de febrero.
- \_\_\_\_\_, 2009d, “Review of Recent Crisis Programs”, (Washington), 14 de septiembre.
- \_\_\_\_\_, 2010, “Factsheet: IMF Surveillance – The 2007 Decision on Bilateral Surveillance”. Disponible en Internet: [www.imf.org/external/np/exr/facts/surv.htm](http://www.imf.org/external/np/exr/facts/surv.htm).
- Frieden, Terry, 2004, “FBI warns of mortgage fraud ‘epidemic’”, 17 de septiembre. Disponible en Internet: [www.cnn.com](http://www.cnn.com).
- Haldane, Andrew G., 2009, “Why banks failed the stress test”, *BIS Review* 18/2009. Disponible en Internet: [www.bis.org](http://www.bis.org).
- Janis, Irving L., 1982, *Groupthink: Psychological Studies of Policy Decisions and Fiascoes* (Boston: Houghton Mifflin), 2a. ed.
- Krugman, Paul, 2005, “That Hissing Sound”, *New York Times*, 8 de agosto.
- \_\_\_\_\_, 2006a, “Debt and Denial”, *New York Times*, 13 de febrero.
- \_\_\_\_\_, 2006b, “Housing Gets Ugly”, *New York Times*, 25 de agosto.
- \_\_\_\_\_, 2009, “How Did Economists Get It So Wrong?”, *New York Times*, 2 de septiembre.
- Lewis, Michael, 2009, “The Man Who Crashed the World”, *Vanity Fair* (agosto).
- \_\_\_\_\_, 2010, *The Big Short: Inside the Doomsday Machine* (Nueva York: W.W. Norton & Company).
- Oficina de Evaluación Independiente (OEI), 2008, “Governance of the IMF: An Evaluation”. (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- \_\_\_\_\_, 2009, *IMF Interactions with Member Countries* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- \_\_\_\_\_, 2011, *Research at the IMF: Relevance and Utilization* (de próxima publicación) (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Parenteau, Robert W., 2006, "U.S. Household Deficit Spending: A Rendezvous with Reality", The Levy Economics Institute of Bard College Public Policy Brief No. 88, 2006 (Blithewood, Nueva York: The Levy Economics Institute).
- Peretz, David, 2010, "Bilateral Surveillance of the United Kingdom", Background Paper (BP/10/05) de la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Rajan, Raghuram, 2005a, "Has Financial Development Made the World Riskier?" trabajo presentado en el Simposio del Banco de la Reserva Federal de Kansas City (Jackson Hole, Wyoming), agosto.
- \_\_\_\_\_, 2005b, "The Greenspan Era: Lessons for the Future", discurso pronunciado en la Conferencia de la Fed en Kansas City (Jackson Hole), 27 de agosto. Disponible en Internet: [www.imf.org/external/np/speeches/2005/082705.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/2005/082705.htm).
- \_\_\_\_\_, 2005c, "Hablando claro: Negocios arriesgados", *Finanzas y Desarrollo*, vol. 42, No. 3 (septiembre) (Washington: Fondo Monetario Internacional). Disponible en Internet: [www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2005/09/straight.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2005/09/straight.htm)
- \_\_\_\_\_, 2005d, "Has Financial Development Made the World Riskier?", NBER Working Paper No. 11728 (Cambridge: National Bureau of Economic Research), octubre. Disponible en Internet: [www.nber.org/papers/w11728](http://www.nber.org/papers/w11728).
- \_\_\_\_\_, 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (Princeton: Princeton University Press).
- Rampell, Catherine, 2010, "They Did Their Homework (800 Years of It)", *New York Times*, 3 de julio.
- Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff, 2009, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton: Princeton University Press).
- Richebacher, Kurt, 2006a, "The Richebacher Letter, Monthly Analysis of Currencies and Credit Markets", julio de 2006. Disponible en Internet: [www.richebacher.com](http://www.richebacher.com).
- \_\_\_\_\_, 2006b, "The Richebacher Letter, Monthly Analysis of Currencies and Credit Markets", agosto de 2006. Disponible en Internet: [www.richebacher.com](http://www.richebacher.com).
- \_\_\_\_\_, 2006c, "The Richebacher Letter, Monthly Analysis of Currencies and Credit Markets", septiembre de 2006. Disponible en Internet: [www.richebacher.com](http://www.richebacher.com).
- Roubini, Nouriel, 2006, IMF Book Forums & International Seminars: Lecture and Discussion with Nouriel Roubini, 7 de septiembre, Washington.
- Shadow Financial Regulatory Committee, 2000, "Reforming Bank Capital Regulation", Shadow Financial Regulatory Committee Meeting, Statement No. 160, 2 de marzo. Disponible en Internet: [www.aei.org/article/16542](http://www.aei.org/article/16542).

- Schinasi, Gary, 2006, *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Shiller, Robert, 2005, *Irrational Exuberance*, 2a. ed. (Princeton: Princeton University Press).
- Wagner, Nancy, 2010, “Bilateral Surveillance in Selected Member Countries”, Background Paper (BP/10/03) de la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Watson, C. Maxwell, 2008, “IMF Surveillance in Europe: Progress in Refocusing”, informe del consultor externo para la Triennial Surveillance Review del FMI de 2008.