

El G 20 y la reforma de la arquitectura financiera internacional

Este artículo ha sido elaborado por Pablo Moreno García, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

El pasado 15 de noviembre de 2008 se celebró la primera cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de los países del G 20 para dar respuesta, al máximo nivel político, a la crisis financiera internacional y sus consecuencias sobre la actividad mundial. Tras un año de turbulencias en los mercados financieros internacionales, iniciadas en agosto de 2007, con el desencadenamiento de la crisis *subprime* en el mercado hipotecario norteamericano, la situación desembocó, en septiembre de 2008, en una crisis financiera de intensidad y amplitud no registradas desde la gran depresión. Los líderes del G 20 sentaron las bases para una acción coordinada, sustentada en tres pilares: políticas macroeconómicas expansivas, programas de rescate del sistema financiero y reforma de la arquitectura financiera internacional (AFI).

Las principales economías han instrumentado un fuerte impulso macroeconómico, mediante políticas monetarias y fiscales expansivas. Los bancos centrales, que ya habían aumentado la provisión de liquidez en condiciones muy favorables para hacer frente a las turbulencias previas, agotaron los márgenes de reducción de sus tipos de interés y adoptaron medidas no convencionales de expansión de sus balances y compras de activos. En política fiscal, el impulso instrumentado en el año 2009, en el conjunto de países del G 20, se estima en un 2% del PIB. En la práctica, la coordinación de las medidas puestas en marcha para incentivar el crecimiento económico ha consistido en un reconocimiento de su necesidad, dejando margen a cada país para adoptar las medidas oportunas. Los estímulos nacionales se complementan con el que se ha canalizado a través de la actuación de las instituciones financieras internacionales (IFI), para las que se ha habilitado un aumento de recursos de más de un billón de dólares.

En paralelo, algunas economías, sobre todo las desarrolladas, han debido proporcionar apoyo a sus sistemas bancarios, con voluminosos programas de rescate, que han sido utilizados para recapitalizar y facilitar la financiación de las instituciones financieras, y para dar salida del balance a los activos más afectados por la crisis¹. El G 20 ha hecho explícito el compromiso firme de mantener las medidas que sean necesarias para restablecer el flujo normal del crédito a través del sistema financiero y garantizar la solidez de las instituciones sistémicamente importantes.

Conforme han ido apareciendo los primeros síntomas de estabilización de la situación económica y financiera, sostenidos por el propio impulso macroeconómico y las medidas de rescate, la atención ha empezado a desplazarse hacia las estrategias de salida de estas políticas. A medida que se consolide la recuperación económica y se normalice el sistema financiero, deberán abordarse los problemas de sostenibilidad fiscal, el riesgo de presiones inflacionistas por el exceso de liquidez, y las distorsiones derivadas de las medidas de intervención del sector público en los mercados financieros (y reales).

Este artículo se centra en el tercer pilar mencionado al principio, esto es, los cambios en la AFI, iniciados con el Plan de Acción aprobado por el G 20 en noviembre de 2008. Estos cambios se están materializando en una reforma gradual —y potencialmente profunda— ar-

1. Para un análisis detallado de las medidas de apoyo financiero y los planes de estímulo fiscal en los países del G 20 más España. Véase E. Alberola y F. Gutiérrez del Arroyo (2009): «Crisis económica y financiera, respuestas de política y su impacto sobre las finanzas públicas. Una perspectiva global», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.

ticulada en tres frentes²: (i) establecimiento de un nuevo marco institucional; (ii) fortalecimiento de la regulación financiera, y (iii) fortalecimiento de la financiación multilateral. A continuación se analizarán los principales cambios previstos en cada uno de ellos, tal como se contemplan en los comunicados del G 20. Sin embargo, conviene considerar previamente el papel del G 20 como impulsor de este proceso y como foro de referencia para la toma de decisiones.

El papel del G 20 en la reforma de la AFI

El carácter global de la crisis y la intensidad y rapidez con la que se ha extendido han puesto de manifiesto las limitaciones del G 7/G 8 como foro de coordinación y toma de decisiones en materia económica a nivel internacional, y la necesidad de alcanzar una concertación entre un grupo más amplio de países, que incluya a las economías emergentes. En estas circunstancias, el G 20 —un grupo que ya existía—³ ha aparecido como un foro con una composición apropiada y con capacidad para tomar decisiones con agilidad, en un contexto que exige dar respuestas rápidas.

Para afrontar este reto, el G 20 se ha dotado de una serie de estructuras nuevas. La más relevante son las cumbres de jefes de Estado y de Gobierno, que se están institucionalizando con carácter semestral. Tras las celebradas en Washington y Londres, los pasados 15 de noviembre y 2 de abril, respectivamente, hay una tercera programada para finales de septiembre en Pittsburg (Estados Unidos). El G 20 eleva, por tanto, su rango, que hasta noviembre era el de ministros de Economía y gobernadores de bancos centrales, y con ello adquiere mucha más capacidad de impulso político.

Adicionalmente, el G 20 ha utilizado las reuniones de alternos para preparar el trabajo de las cumbres y ha activado cuatro grupos de trabajo, que han desarrollado el trabajo técnico entre la primera y la segunda cumbre. Cada grupo se ha especializado en un ámbito: regulación, cooperación internacional e integridad de mercados financieros, Fondo Monetario Internacional, y bancos de desarrollo⁴. La coordinación de todos estos esfuerzos resulta fundamental y, en este sentido, ha cobrado especial relevancia la labor realizada por la llamada troika, actualmente formada por Reino Unido, Brasil y Corea (presidencias del G 20 de turno, anterior y posterior), a la que se ha sumado Estados Unidos como anfitrión de la próxima cumbre. Conviene señalar también el importante papel jugado por las instituciones multilaterales, en particular el Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB, por sus siglas en inglés⁵) —cuya creación, a partir del ya existente FSF, se decidió en la cumbre del G 20 de abril— y el FMI, que producen informes técnicos para el trabajo de las cumbres, configurándose como un secretariado informal para labores de análisis.

Esta estructura ha dotado al G 20 de una capacidad de respuesta rápida y eficaz. El resultado ha sido que las cumbres han ido más allá de establecer meras directrices, y han fijado progra-

2. En la Declaración del 15 de noviembre, el Plan del G 20 se desarrolla en torno a cinco principios: fortalecer la transparencia y la asunción de responsabilidades; promover una regulación sólida; promover la integridad de los mercados financieros; reforzar la cooperación internacional, y reformar las instituciones financieras internacionales. Estos principios se traducen en acciones y medidas concretas en los tres frentes señalados. 3. La emergencia del G 20 probablemente responde a que era el foro existente que combinaba economías emergentes y avanzadas. De hecho, ya antes de la crisis, la gobernabilidad de la AFI se estaba orientando más bien hacia un G 8 ampliado a los BRIC (Brasil, Rusia, India y China). Sea cual fuera el origen, el G 20 se ha consolidado como el grupo que está dictando el orden económico internacional. Si bien España no es miembro del G 20, nuestro país ha sido invitado a participar en este proceso en reconocimiento a su peso en la economía mundial y a la importancia de su sistema financiero. Forman parte del G 20 la Unión Europea (representada por la Presidencia del Consejo) y los siguientes diecinueve países: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica y Turquía. 4. Cada Grupo ha estado copresidido por un representante de un país emergente y de uno desarrollado, señalizando la importancia que las economías emergentes deben tener en la arquitectura financiera internacional. También han participado en los grupos representantes de las instituciones financieras internacionales. 5. En general, se utilizan las siglas en inglés para las instituciones cuando son la referencia habitual incluso en los textos en español.

mas de trabajo y medidas concretas con un alto grado de garantía en cuanto a su implementación, al haber sido refrendadas al máximo nivel político.

Como contrapartida, el G 20 plantea un problema de legitimidad, que posiblemente se acentúe a medio plazo. En efecto, hay un déficit de representatividad de países, que es más de carácter político que económico, puesto que el G 20 agrupa el 80% del PIB mundial y el 62% de la población. Sin embargo, no puede obviarse el hecho de que no son miembros del G 20 más que una pequeña fracción de los países representados en las instituciones económicas multilaterales (más de 180, en el caso del FMI), siendo particularmente notoria la ausencia de los países menos avanzados. Además, como modelo de toma de decisiones de arriba hacia abajo, el G 20 está imponiendo en la práctica sus criterios a los organismos multilaterales, eludiendo los procedimientos de decisión establecidos. Baste señalar que las reuniones del Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI (IMFC) y del Comité de Desarrollo del Banco Mundial de la pasada primavera han hecho poco más que refrendar las decisiones ya tomadas por el G 20.

Ahora bien, el problema de legitimidad no es exclusivo del G 20, también afecta a las propias IFI. De hecho, el G 20 está impulsando una reforma de la gobernabilidad de las IFI, especialmente en el caso del FMI, que incluye el objetivo explícito de dar más representación a los países emergentes y a las economías más pobres para el año 2011. Este es un debate muy complejo, que arrastra ya varios lustros, pero en esta ocasión hay un elemento nuevo: la involucración y aparente voluntad política de los jefes de Gobierno para alcanzar un compromiso. La reforma de la gobernabilidad del FMI apunta en la dirección de una mayor autonomía operativa para la Gerencia y de un Directorio con una composición más equilibrada entre economías avanzadas, emergentes y en desarrollo.

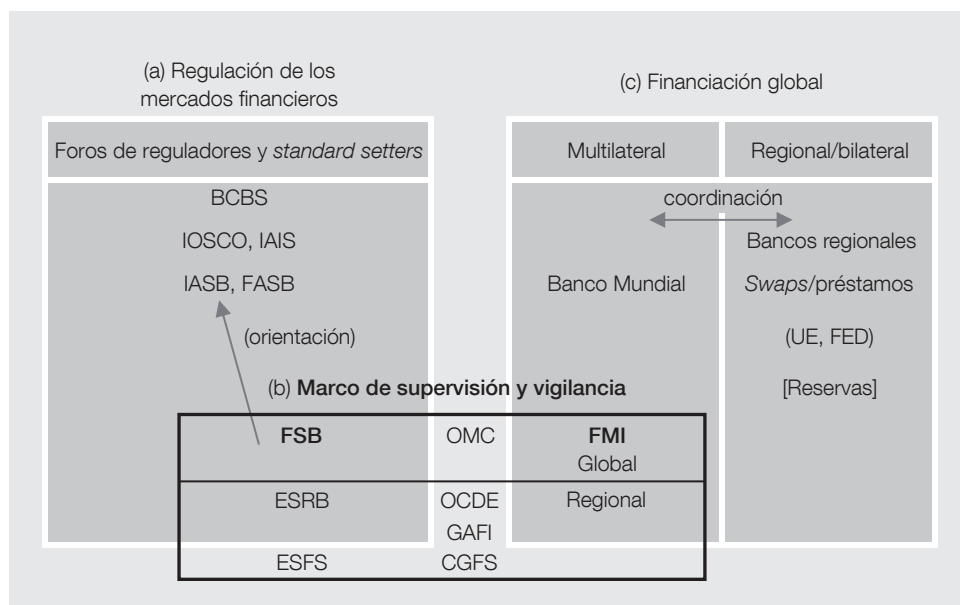
En el marco de Naciones Unidas, el grupo de expertos liderado por Stiglitz ha propuesto la creación de un Consejo Global de Coordinación Económica sobre temas económicos, sociales y ecológicos, con reuniones anuales de jefes de Gobierno y un trabajo continuo a partir de un Panel Internacional, con representación de los países por grupos (un esquema parecido al del FMI, pero llegando a nivel de jefes de Gobierno). El G 20 podría seguir un camino parecido a largo plazo.

Un nuevo marco institucional para la AFI

La crisis internacional ha puesto de manifiesto las carencias y limitaciones institucionales del orden económico internacional, especialmente en el ámbito financiero. Los cambios derivados del rápido ritmo de globalización e innovación financieras han dejado obsoletas las actuales estructuras de coordinación y las competencias de las instituciones. El G 20 está estableciendo las bases de un nuevo marco institucional, que supone la redefinición de las competencias de las instituciones financieras internacionales existentes y la creación de otras nuevas. Esta reforma se manifiesta en los tres ámbitos interrelacionados que se ilustran en el esquema adjunto: (a) la regulación de los mercados financieros; (b) el marco de supervisión y vigilancia⁶, y (c) la financiación global (este punto se trata en la cuarta sección).

Conceptualmente, existe una distinción clara entre regulación —elaboración de normas— y supervisión —vigilancia de su cumplimiento—, aunque en la práctica resulte más difusa, especialmente cuando ambas funciones confluyen en una misma institución. Por otro lado, en algunos casos las deficiencias que ha evidenciado el sistema financiero internacional no se han debido tanto un problema de ausencia de normas o guías internacionales (tarea regulato-

6. Se utiliza el término «vigilancia» como traducción del término *surveillance*, del inglés.



ria) como a la falta de aplicación a nivel nacional⁷, o de control sobre su implementación (tarea supervisora).

INSTITUCIONES PARA LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La crisis ha puesto de manifiesto la necesidad urgente de fortalecer la coordinación y armonización de la regulación financiera a nivel internacional. El actual marco regulatorio está excesivamente compartimentado y resulta ineficaz frente a la realidad de unos sistemas financieros altamente interconectados y crecientemente globalizados. La principal respuesta del G 20 —que se recoge en la parte izquierda del esquema— ha sido la creación del FSB como institución de referencia para la regulación financiera internacional, que complementa a los foros de reguladores ya existentes, fundamentalmente el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (BCBS)⁸.

El Consejo nace como heredero del antiguo Foro de Estabilidad Financiera, con nuevas funciones y con una composición más inclusiva, al ampliarse a los países emergentes del G 20 que aún no eran miembros⁹, además de a la Comisión Europea y a España. La participación de España supone un reconocimiento de la importancia del sistema financiero de nuestro país y de la solidez de nuestra regulación y supervisión financieras. El FSB nace con el objetivo de desarrollar e implementar una política regulatoria y supervisora que fortalezca los sistemas financieros nacionales y asegure la estabilidad del sistema financiero global. En cumplimiento de esta misión, asume amplias funciones ligadas a la evaluación de los riesgos y vulnerabilidades que afectan al sistema financiero, y a la identificación y promoción de las medidas necesarias para enfrentarlos.

El FSB ha aprobado su estructura organizativa en la reunión inaugural del 26 y 27 de junio, estableciéndose con un formato de Consejo multilateral compuesto por las autoridades fi-

7. Un ejemplo es la consolidación en balance de los vehículos especiales de inversión (SIV) y, por tanto, su sujeción a exigencias de capital y provisiones. Los principios contables internacionales exigían su consolidación, así lo contemplan los estándares internacionales de la IASB (los *international financial reporting standards*, ISRF); sin embargo, la norma solo se ha llegado a implementar en pocos países, incluida España. 8. Otros foros de reguladores relevantes son la IOSCO (International Organization of Securities Commissions) y la IAIS (International Association of Insurance Supervisors). 9. Los nuevos miembros del FSB son Argentina, Brasil, China, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Arabia Saudita, África del Sur y Turquía, todos ellos miembros del G 20, y España y la Comisión Europea.

nancieras al más alto nivel, que mantendrán reuniones plenarias al menos dos veces al año¹⁰. La dirección del Consejo estará asistida por el trabajo desarrollado a través de una estructura de comités, que incluyen un Comité Permanente y tres comités, dedicados a análisis de vulnerabilidades, cooperación regulatoria e implementación de estándares. El Banco de Pagos Internacionales (BIS) ejercerá de secretariado operativo. Se trata, por tanto, de una institución dotada de la capacidad para tomar decisiones e impulsar su implementación entre sus países miembros, donde se desarrolla la mayor parte de la actividad de los mercados financieros internacionales.

Junto a la labor regulatoria del FSB, se mantiene el papel de los órganos encargados de la fijación de estándares contables internacionales (*standard setters*), como la IASB o la FASB¹¹. Se introduce, sin embargo, un elemento nuevo, porque se dota al FSB de una labor de orientación estratégica del trabajo de estas instituciones. Esta labor se está viendo también a nivel regional con la creciente interacción de las autoridades económicas europeas y americanas con los *standard setters*.

La mayor coordinación en la regulación debe complementarse con un esquema institucional reforzado de supervisión y vigilancia que permita velar por la implementación de las políticas de regulación adoptadas (véase el cuadro inferior del esquema).

En este contexto, el FSB juega también un importante papel como incipiente órgano internacional de coordinación de la supervisión y vigilancia financiera. En este sentido, cabe destacar tres actividades; en primer lugar, una función de vigilancia, con el desarrollo —en colaboración con el FMI— de un ejercicio de alerta temprana para señalar los riesgos macroprudenciales del sistema financiero internacional. Este ejercicio se lanzará en las próximas reuniones anuales del FMI en octubre (tras la puesta en marcha de un ejercicio piloto desde abril) e identificará y priorizará vulnerabilidades sistémicas macrofinancieras, recomendando a los gestores de política económica opciones concretas sobre cómo gestionarlas. En segundo lugar, la determinación por parte del FSB de directrices para el desarrollo de colegios de supervisores, cuya función será facilitar la supervisión de grupos financieros transfronterizos de importancia sistémica. Los colegios de supervisores permiten una mayor cooperación supervisora, pero no tienen capacidad de decisión ni constituyen instituciones independientes de las autoridades nacionales, que siguen manteniendo la responsabilidad legal. Finalmente, el FSB realiza un ejercicio de intercambio de información y de vigilancia inter pares en el seno del Consejo.

La agenda del G 20 también incluye el fortalecimiento de la función de vigilancia del FMI, incluyendo un nuevo mandato para que presente informes regulares (en principio, trimestrales) con su valoración de las acciones tomadas por los gobiernos en respuesta a la crisis. El Fondo reforzará también su Programa de Evaluación del Sector Financiero (conocido como FSAP) —una vez que los países del FSB han asumido el compromiso de someterse al programa—, y potenciará el seguimiento de entidades financieras sistémicamente importantes¹². El reto para el FMI será presentar de una manera más contundente los riesgos de cada país y priorizar con más claridad los mensajes de política económica.

En relación con otras instituciones multilaterales, se impulsa la vigilancia del cumplimiento de las normas internacionales de comercio de servicios financieros por parte de la Organización

10. Mario Draghi, gobernador del Banco de Italia, ejerce la presidencia del FSB, manteniendo la que ya ejercía en el Foro de Estabilidad Financiera. 11. *International Accounting Standards Board (IASB), Financial Accounting Standards Board (FASB)*. 12. Las grandes entidades financieras internacionales mueven recursos que superan el PIB de muchos países sometidos a una supervisión estrecha del FMI, y tienen más relevancia para la función del Fondo de velar por la estabilidad del sistema económico internacional.

Mundial del Comercio (OMC) y se llama al Grupo de Acción Financiera (GAFI) para que revigore el proceso de evaluación de cumplimiento de los estándares sobre blanqueo de capitales y financiación del terrorismo. En el marco del BIS, el Comité del Sistema Financiero Internacional (CGFS) y el Comité de Mercados han incorporado entre sus tareas regulares un seguimiento de los programas de rescate financiero. La OCDE mantiene un papel central como foro de análisis y examen de políticas económicas.

En paralelo con estas iniciativas multilaterales, se están realizando también cambios profundos en los esquemas de regulación y supervisión regionales y nacionales. En el caso de la UE, se está impulsando la creación de dos nuevas instituciones, la Junta Europea de Riesgos Sistémicos (ESRB) y el Sistema Europeo de Supervisores Financieros (ESFS), que constituyen una iniciativa regional similar al FSB pero más ambiciosa. La Junta tendrá la función de identificar y priorizar riesgos macroprudenciales, y, en su caso, fijar recomendaciones de política económica (por tanto, también con un cierto componente normativo)¹³. El ESFS se establecerá a partir de los comités europeos de supervisores bancarios, de seguros y pensiones, y el de reguladores de valores¹⁴, que serán elevados al rango de «Autoridad», con más poderes y mayores competencias para armonizar estándares y promover la aplicación de la legislación europea y, en su caso, contribuir a resolver disputas entre supervisores nacionales cuando sea necesario.

Entre las iniciativas nacionales, son especialmente relevantes los cambios en Estados Unidos. En este país, la estructura regulatoria se caracteriza por un entramado complejo y segmentado de entidades regulatorias, con funciones que a veces se solapan. Además de los reguladores bancarios y de seguros de cada Estado, existen varias agencias federales con funciones de supervisión de los bancos comerciales, la Reserva Federal entre ellas¹⁵. La idea inicial de la Administración Obama era consolidar y simplificar el mapa de agencias reguladoras, pero, ante las dificultades encontradas en el Congreso, se ha optado por proponer el establecimiento de un Consejo de Reguladores que vigilará los riesgos del sistema, presidido por el Tesoro y del que formarán parte las personas que encabezan las principales agencias, entre las que también estará la Security and Exchange Comisión que regula el mercado de valores. La Reserva Federal tendrá funciones supervisoras de las entidades de riesgo sistémico. En el caso del Reino Unido, el Gobierno ha propuesto un nuevo Consejo de Estabilidad Financiera, que reunirá al Banco de Inglaterra, la FSA (Financial Services Authority) y el Tesoro, para vigilar la estabilidad global del sistema financiero. Todos estos cambios deberían favorecer el ensamblaje de la estructura institucional doméstica en la multilateral potenciando su efectividad.

Se trata, en definitiva, de dar una respuesta institucional ambiciosa para fortalecer la regulación y supervisión financiera a distintos niveles, internacional, regional y nacional. Habrá que esperar a su concreción definitiva y a su rodaje posterior para contrastar su efectividad y evaluar el grado de armonización regulatoria internacional que se alcanza. Los nuevos esquemas de control y vigilancia a nivel internacional están basados en la transparencia, el intercambio de información y la vigilancia inter pares, y operarían mediante mecanismos blandos de sanción consistentes en la mención explícita de infractores o el requerimiento de explicar o rever-

13. El ESRB también estará dotado de una fuerte capacidad de implementación, al estar formado por los gobernadores de los bancos centrales, los presidentes de los comités de supervisores europeos y los representantes de autoridades supervisoras (estos últimos, sin voto). El Banco Central Europeo ejercerá de Secretaría analítica y operativa. **14.** Los Comités Europeos de Supervisores Bancarios (CEBS), Supervisores de Seguros y de Pensiones (CEIOPS), y de Reguladores de Valores (CESR). **15.** También tienen funciones supervisoras sobre los bancos las siguientes agencias federales: la OTS (Office of the Thrift Supervision), la OCC (Office of the Comptroller of the Currency), la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) y la NCUA (National Credit Union Administration).

tir ciertas actuaciones (*name & shame, act or explain*). Estos mecanismos probablemente representan un primer paso necesario en un proceso de creciente vigilancia global que debe ser gradual. En este sentido, la UE ya ha lanzado el mensaje de la necesidad de establecer mecanismos duros de sanción¹⁶. Sin embargo, estamos aún lejos de que la principal institución creada, el FSB, se configure como la cuarta institución del orden económico internacional junto con las originadas en la conferencia de Bretton Woods¹⁷, una suerte de Organización Mundial del Sistema Financiero.

Fortalecimiento de la regulación financiera

Junto al marco institucional, el G 20 ya ha iniciado la tarea regulatoria, proponiendo medidas concretas que estos organismos deben poner en marcha. En la cumbre del 2 de abril en Londres, el G 20 emitió una Declaración sobre fortalecimiento del sistema financiero, en la que destacan iniciativas regulatorias que cabe reunir en tres áreas: perímetro de la regulación, regulación prudencial y regulación macroprudencial.

En relación con el perímetro, la crisis ha revelado que no todas las instituciones con potenciales efectos sistémicos estaban reguladas, o que algunas que sí lo estaban lo hacían sujetas a una regulación insuficiente, como es el caso de los bancos de inversión norteamericanos. La regulación pre-crisis no ha calibrado bien la importancia del riesgo sistémico derivado de la actividad de un amplio grupo de intermediarios no regulados —que son, por otro lado, un motor importante de la intermediación financiera— en la confianza de que entre sus clientes, los bancos, que sí estaban en el ámbito regulatorio, velarían por su solvencia. En la práctica, ese control del mercado no ha existido y se ha generado, además, un arbitraje regulatorio, de forma que muchos de los derivados financieros asociados a los procesos de titulización han permitido a los bancos participar en actividades de intermediación en mercados no regulados.

En este terreno se inscriben las distintas iniciativas para reforzar o incluir en el marco regulatorio a las agencias de calificación de riesgos o los *hedge funds*. Como mínimo, se está estableciendo para estas instituciones compromisos nacionales de registro y requisitos informativos a reguladores y supervisores. En algunos casos (*hedge funds*), se establece también el compromiso de cooperación e intercambio de información internacional en el seno del FSB. Otro aspecto importante relacionado con el perímetro de la regulación es la llamada a los paraísos fiscales a que adopten la normativa internacional sobre estándares impositivos y sobre blanqueo de capitales y financiación del terrorismo, bajo la amenaza de represalias en acuerdos económicos con países del G 20.

La crisis también ha destapado algunas deficiencias regulatorias en relación con los riesgos que han estado en el centro de la crisis, como los asociados con las operaciones fuera de balance, o los riesgos de evento extremo (cisnes negros). En este terreno, el G 20 está impulsando el establecimiento de nuevas medidas de gestión prudencial de los recursos, incluyendo iniciativas como la generación de colchones de liquidez, o requerimientos vinculados a la exposición fuera de balance y a la protección del capital frente al ciclo. En estas áreas, la experiencia regulatoria del Banco de España está atrayendo especial atención, en particular, las provisiones dinámicas y el requerimiento a las instituciones financieras a consolidar en el balance los vehículos especiales de inversión (SIV).

16. En el anejo 1 de las Conclusiones del Consejo Europeo de marzo de 2009 sobre mensajes comunes de cara al G 20, el Consejo incluye una posición en este sentido: «Prever una aplicación estricta de la normativa financiera y de transparencia, complementada con sanciones efectivas, proporcionadas y disuasorias, con el fin de fomentar la integridad de los mercados financieros. Revisar las normas que regulan el ejercicio de la actividad con el fin de proteger los mercados y a los inversores en la medida adecuada en función de los diferentes sectores y mercados.» 17. El Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y la Organización Mundial del Comercio.

Una tercera área es la de la regulación macro-prudencial. La regulación se ha centrado en la solidez de las entidades individuales, pero la crisis ha demostrado que la suma del riesgo de las entidades no es equivalente a la del sistema. La regulación y supervisión de cada entidad por separado no es suficiente para controlar el apalancamiento y las interconexiones entre entidades. La caída de Lehman Brothers dio la voz de alarma por las inesperadas repercusiones generadas en otras instituciones. El G 20 está impulsando mecanismos para incorporar un enfoque macroprudencial de la regulación y la supervisión, de forma que se tengan en cuenta, por un lado, el posible riesgo sistémico que pueda producir la entidad (más allá de su posición financiera y contable) y, por otro, los puntos de presión macroeconómicos y canales de transmisión entre países que se estén acumulando en el sistema (asociados, por ejemplo, a excesos de liquidez, desequilibrios sectoriales, riesgos cambiarios o caídas en los precios de los activos). En este terreno, adquiere especial importancia el ejercicio conjunto de alerta temprana del FMI y el FSB¹⁸.

Junto a la regulación, el G 20 está fomentando medidas específicas en el marco de la disciplina de mercado. Entre ellas, destaca la llamada a los *standard setters* para que revisen los estándares de contabilidad y tomen iniciativas antes de finales de 2009 para mejorar la contabilidad de actividades de fuera de balance y avanzar hacia un marco unificado de estándares internacionales. Por otro lado, el FSB ha elaborado unos principios aplicables a los esquemas de remuneración de los directivos, de forma que se adapten mejor al horizonte temporal de los riesgos asumidos. Los supervisores nacionales evaluarán las políticas de remuneración como parte de la solidez global de la entidad.

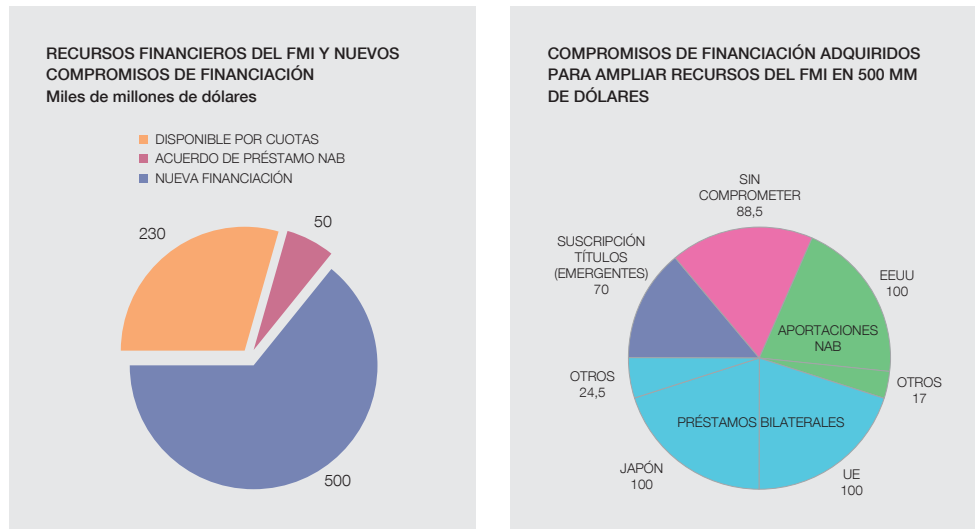
El principal reto en torno a la regulación está en establecer los límites para no caer en la sobre-regulación. El marco teórico del debate está fijado en el sentido de que las nuevas medidas deben estar diseñadas para corregir fallos de mercado y se debe optar por las respuestas menos perjudiciales. Para ello, el armazón teórico no es nuevo, los fallos de mercado que se están observando se inscriben en problemas bien conocidos de la teoría económica, como los de principal y agente, las externalidades o los comportamientos erráticos (*mood swings*), si bien los académicos deberán trabajar en el perfeccionamiento de los modelos que recogen el funcionamiento de los mercados financieros, tras las lecciones aprendidas con la crisis.

Para los reguladores, el problema —partiendo de un análisis de coste-beneficio— es generar los incentivos adecuados en el mercado y minimizar las consecuencias no intencionadas de la regulación. Otro problema relacionado es el de la efectividad de la regulación y cómo la propia regulación puede generar incentivos a la creación de nuevos instrumentos para soslayarla que automáticamente amplían el potencial perímetro regulatorio. Se desencadena, así, una carrera entre el regulador y los agentes financieros en la que el primero tiende a quedarse atrás. En otras palabras, el regulador se enfrenta a un reto de maximizar la efectividad de las nuevas regulaciones, minimizando el coste en términos de pérdida de eficiencia y de capacidad de innovación del sistema financiero. La repuesta debe seguir siendo doble, regulación más disciplina de mercado, buscando la complementariedad entre ambas y manteniendo la confianza en que las políticas regulatorias que apuntalan la disciplina de mercado pueden funcionar mejor que las que restringen la actividad de las instituciones financieras.

Fortalecimiento de la financiación multilateral

El G 20 está impulsando un fortalecimiento de las IFI, con el fin de dotarlas del músculo necesario para contribuir con un papel más relevante en la gestión de la crisis. Como hemos visto, se están fomentando reformas de gobernabilidad de las instituciones y de sus funcio-

¹⁸. Se están barajando como posibles nombres para este ejercicio: Ejercicio de Alerta Temprana o Ejercicio de Riesgo Sistémico.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

nes de vigilancia (sobre todo la del FMI). Pero el G 20 también está promoviendo un fortalecimiento de la financiación multilateral por dos vías, a través de una mayor dotación de recursos para las IFI, y mediante la revisión de sus políticas de préstamos para hacerlos más atractivos.

En relación con los recursos, el G 20 está apoyando una ampliación significativa cifrada en 1,1 billones de dólares distribuidos de la siguiente manera: hasta 500.000 millones en contribuciones bilaterales al FMI¹⁹; un aumento de hasta 100.000 (en tres años) en el volumen de préstamos concedidos de los Bancos Multilaterales de Desarrollo a partir de su recapitalización; un esfuerzo global para movilizar hasta 250.000 millones para la financiación del comercio internacional (incluida la movilización de 50.000 millones a través del programa específico de la Corporación Financiera Internacional del Banco Mundial); y una asignación extraordinaria de derechos especiales de giro (DEG), por valor de 250.000 millones²⁰, como vía para aumentar la liquidez internacional.

Se trata de un aumento sin precedentes que se concentra fundamentalmente en el FMI. Como se observa en el gráfico 1 (panel izquierdo), los 500.000 millones de dólares adicionales para el Fondo supondrían triplicar los recursos de los que dispone el FMI para préstamos a partir de sus cuotas, unos 230.000 millones (a los que habría que sumar los 50.000 disponibles a través de los acuerdos NAB²¹). Además, también se contempla la posibilidad de que el FMI acuda al mercado para obtener recursos adicionales en caso de que sea necesario.

Hasta ahora se han asumido compromisos por valor de unos 410.000 millones de dólares (véase el panel derecho del gráfico 1). Destacan las aportaciones de Japón, Estados Unidos y la UE, que han comprometido 100.000 millones cada uno (España contribuye con 5.600

19. A esta cantidad hay que sumar el compromiso de aumentar en 6.000 millones la financiación concesional del Fondo. 20. Se recupera el recurso a los DEG tras haber estado aparcado durante casi treinta años. La primera emisión de DEG se distribuye en 1970-1972 (9.300 millones de DEG), y la segunda, en 1979-1981 (12.100 millones de DEG). En 1997, la cuarta enmienda establecía la duplicación del número de DEG (21.400 millones adicionales), pero el Congreso americano no la aprobó. Ahora se aprueban unos 167.000 millones de DEG adicionales (250.000 millones de dólares). 21. *New Arrangements to Borrow*, NAB.

como parte de la aportación europea). También son importantes las contribuciones de las economías emergentes como China (50.000 millones), Corea, Brasil y Rusia (10.000 millones cada una)²² —estos tres últimos países eran hace pocos años deudores del FMI—. Los países están realizando sus aportaciones con distintos formatos: préstamos bilaterales (Japón o la UE), contribuciones al NAB (destacando el de Estados Unidos) o suscripción de títulos del FMI, que es la vía por la que están optando en su mayoría las economías emergentes²³.

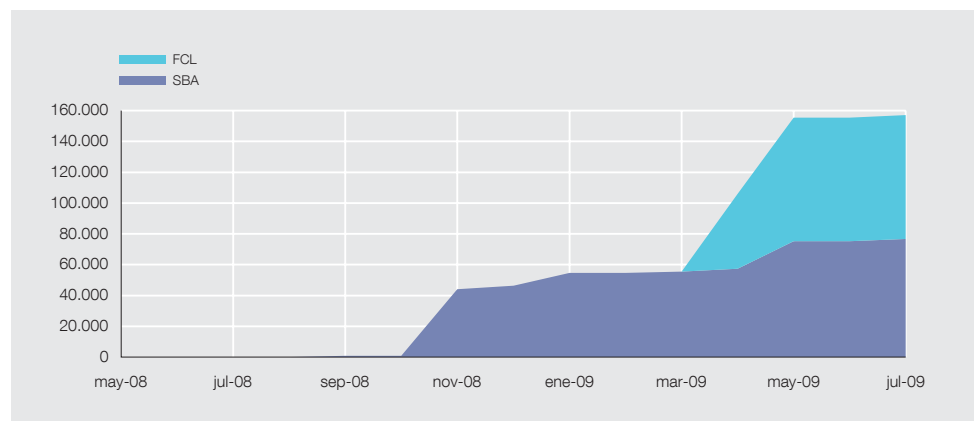
El aumento de recursos se complementa con una flexibilización de las condiciones de préstamo del FMI. El Fondo ha reformado el marco de utilización de sus recursos, ampliando los límites de acceso y acotando la condicionalidad a un número reducido de criterios de ejecución, centrándolos en aquellos que se consideren críticos para la resolución de la crisis. El FMI ha aprobado, además, una nueva facilidad financiera de aseguramiento, la FCL (*Flexible Credit Line*), que incrementa aún más su capacidad de actuación al permitir un acceso rápido a un volumen no predeterminado de recursos —con presunción de que sea en torno al 1.000 % de la cuota del país— con base en un esquema de condicionalidad ex ante, de forma que el país puede acceder a los recursos si cumple una precalificación basada en la aplicación de políticas económicas robustas y en la existencia de buenos fundamentos. En paralelo, los bancos multilaterales están acentuando el papel anticíclico de sus préstamos, con mayores recursos para necesidades a corto plazo, más allá de los objetivos tradicionales de crecimiento y desarrollo a largo plazo (lo que exigirá una mayor coordinación con el FMI).

Un frente de flexibilización adicional es el que ha abierto el IMFC, en su reunión del pasado 25 de abril, al aceptar la posibilidad de que el FMI conceda préstamos en apoyo de las necesidades fiscales de los países, incluidas las derivadas de las reestructuraciones del sistema bancario. Esto supone una ruptura significativa con el criterio tradicional que vincula los préstamos del Fondo a las necesidades de balanza de pagos, y puede aumentar sustancialmente los préstamos que esta institución conceda.

En definitiva, el G 20 ha puesto a disposición de las economías emergentes y en desarrollo un amplio volumen de recursos en condiciones más favorables, lo que debe permitir al FMI recuperar su papel como prestamista de última instancia. Esta rápida y contundente respuesta parte del reconocimiento de la necesidad de un enfoque multilateral de apoyo financiero a unos países que se verán afectados por una crisis global con origen en las economías avanzadas y que están más limitados en la capacidad de proveer apoyo financiero interno en situaciones de alteración de mercados como las actuales. Este apoyo multilateral se complementa con otros esfuerzos bilaterales como la apertura de líneas *swap* entre economías avanzadas y emergentes o entre emergentes²⁴. En conjunto, estas fuentes de financiación proporcionan un aseguramiento adicional a la acumulación de reservas por parte de las economías emergentes.

Está aún por ver el uso que se va a dar a esos recursos. De momento, la cartera de préstamos del FMI ha registrado ya un notable incremento a partir de finales del año pasado, como se observa en el gráfico 2.

22. La lista de países que ya han anunciado contribuciones la completan Canadá y Suiza (10.000 millones cada una), Australia (7.000 millones) y Noruega (4.500 millones). 23. El formato no es un tema menor y está generando importantes discusiones técnicas porque es un asunto vinculado al debate de gobernabilidad del FMI, en concreto, a la revisión de cuotas prevista para 2011. Según el convenio constitutivo, las cuotas deben ser la fuente principal de recursos del FMI y, dependiendo del formato, las distintas contribuciones podrían tener un carácter sustitutivo. 24. Es el caso, por ejemplo, de la línea abierta por el banco central de China con Argentina por 10.000 millones de dólares; o de las líneas de *swap* de Brasil, México, Corea y Singapur con la Reserva Federal de Estados Unidos por un importe individual de 30.000 millones de dólares.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

Esta evolución supone un cambio de tendencia notable respecto a los últimos años. Al iniciar el verano de 2008, el crédito vivo del FMI se situaba en apenas 8.000 millones de dólares. Dada la favorable situación financiera de los últimos años, muchos países habían adelantado la devolución de los préstamos que habían recibido previamente del FMI y apenas había países que acudieran al Fondo a solicitar nuevos préstamos. A partir de noviembre, en un contexto de paralización de los flujos de capitales hacia economías emergentes y de deterioro de su situación económica, se produce un notable y continuo aumento en la cantidad y el volumen de préstamos del Fondo. Entre noviembre de 2008 y junio de 2009, el Fondo ha suscrito programas con quince países por valor de más de 150.000 millones de dólares. Entre ellos destacan por volumen los acuerdos *Stand-By* (SBA) concedidos a los países de Europa del Este y los tres préstamos FCL concedidos con carácter preventivo —por tanto, no desembolsados— a México (47.000 millones de dólares), Colombia (10.000 millones) y Polonia (20.000 millones).

Conclusión

La crisis financiera internacional ha sorprendido por su profundidad, rapidez de difusión y ámbito global, y, con la perspectiva actual, resulta difícil explicar cómo una crisis de estas características no había generado más señales de alarma. Si bien es cierto que varios organismos multilaterales y bancos centrales habían subrayado que los desequilibrios financieros y externos eran difícilmente sostenibles, las llamadas a la cautela se quedaron en un segundo plano. En este sentido, la persistencia del ciclo expansivo, la notable resistencia de las economías a las perturbaciones de los últimos años y la posibilidad de justificar esta evolución en función de cambios estructurales trascendentales (globalización, innovación financiera, etc.) reforzaron la percepción dominante entre los agentes económicos de confianza en la marcha de la economía global.

Esta falta de previsión inicial contrasta con la rapidez y energía de la respuesta para combatirla. Aunque los primeros síntomas se remontan al año 2007, cuando surge la crisis de las hipotecas *subprime*, puede decirse que hasta la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 no se revela la gravedad y amplitud de la crisis. En apenas dos meses, el 15 de noviembre, se reúne por primera vez la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno del G 20, es decir, con bastante rapidez, teniendo en cuenta la inercia que caracteriza a las negociaciones internacionales.

El G 20 se ha centrado en poner en marcha las medidas de impulso macroeconómico y de rescate del sistema financiero necesarias para sostener la actividad económica y la estabili-

dad del sector financiero, y ha empezado el diseño de un sistema que permita prevenir la ocurrencia de episodios de esta naturaleza en el futuro. En este sentido, se está estableciendo una hoja de ruta que apunta en la dirección de una mayor coordinación internacional en la supervisión y regulación de los mercados financieros.

El término «mayor» adquiere en este contexto diferentes connotaciones. Por una parte, la regulación debe ampliar su perímetro, abarcando el denominado «sistema bancario en la sombra», que hasta ahora quedaba al margen de la misma. Es también mayor en cuanto a la propia naturaleza de la supervisión, porque exige vigilar no solamente la solvencia de las instituciones financieras, sino también la solvencia del sistema en su conjunto (el riesgo sistémico). Y lo es también por cuanto implica la participación de numerosos países.

Una reforma de esta naturaleza no puede hacerse al margen de las instituciones actualmente existentes, aunque sus funciones puedan redefinirse y sus competencias reforzarse, como ha sido el caso del FMI o del Consejo de Estabilidad Financiera, sustancialmente reforzado desde su anterior formato de Foro. Con ello, el G 20 no hace sino dar los primeros pasos en un proceso cuyos resultados tardarán años en concretarse y con un destino final que resulta difícil de vislumbrar. Debe tenerse presente que el G 20 es un órgano político, por lo que las directrices que pueda imprimir al proceso de reforma vendrán condicionadas por los fuertes intereses existentes en el sector financiero, así como por los no siempre coincidentes intereses de los países que participan en el proceso.

De momento, existe una clara voluntad política para llevar a cabo reformas en profundidad, porque, retomando las palabras de uno de los padres fundadores de la Unión Europea, Jean Monet, «los hombres solo aceptan el cambio resignados por la necesidad y solo ven la necesidad durante las crisis».

16.7.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- G 20 (2008). *Washington Declaration*, 15 de noviembre.
- (2009a). *Leaders Statement, The Global Plan for Recovery and Reform*, 2 de abril, Londres.
 - (2009b). *Declaration on strengthening the financial system*, 2 de abril, Londres.
 - (2009c). *Declaration on delivering resources through the international financial institutions*, 2 de abril, Londres.
 - (2009d). *Progress Report on the actions of the Washington Action Plan*, 2 de abril.
 - (2009e). *Communiqué UK*, 14 de marzo.
 - (2009f). *Communiqué Annex - Restoring lending: a framework for financial repair and recovery*, 14 de marzo.
- Todos los comunicados del G 20 están disponibles en http://www.g20.org/pub_communique.aspx.
- IMFC (2009). *Communiqué of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund*, 25 de abril. Disponible en <http://www.imf.org/external/np/cm/2009/042509.htm>.
- UE (2009a). *Conclusiones de la Presidencia del Consejo Europeo*, 19 y 20 de marzo, Bruselas. Disponible en: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/106815.pdf.
- (2009b). *Conclusiones de la Presidencia del Consejo Europeo*, 18 y 19 de junio, Bruselas. Disponible en: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/108642.pdf.