

Este artículo ha sido elaborado por Ángel Estrada, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

## Introducción

La globalización económica y financiera de las últimas décadas, con la incorporación de un número creciente de países al panorama económico mundial, ha intensificado los canales por los cuales las acciones (o inacciones) de unos países influyen sobre otros. La crisis financiera y la recesión económica que ha experimentado la economía mundial desde mediados de 2007 no han hecho sino reforzar esta percepción de interdependencia, al poner de manifiesto las profundas vinculaciones reales y financieras existentes entre las distintas economías. En consecuencia, la mejora de la coordinación de las políticas económicas y financieras de los diferentes países, al menos de los más relevantes a escala mundial, era una tarea perentoria.

Cuando las consecuencias económicas de la crisis financiera se hicieron patentes, se alcanzó un consenso entre los responsables económicos mundiales para que las políticas económicas se orientaran no solo a facilitar la salida de la gran recesión, sino también a la corrección de los desequilibrios globales que habían precedido a la crisis, para evitar que se reprodujeran en el futuro. Este consenso se situó por encima del debate sobre el papel desempeñado por los propios desequilibrios, que para unos fueron los responsables directos de la crisis, mientras que para otros fueron un síntoma de la existencia de fricciones en las economías, que impedían una asignación eficiente de los recursos y reducían el potencial de crecimiento. En este contexto, se consideró que las soluciones cooperativas redundarían en una mejora del bienestar de todos los individuos, por lo que se alcanzó el acuerdo de que la estrategia de salida de la crisis debía coordinarse entre países, incluyendo iniciativas en el ámbito real y en el financiero, y asegurando que cada país asumiera su cuota de responsabilidad.

Estas discusiones multilaterales tuvieron lugar en el seno del denominado «Grupo de los Veinte» (G20) de ministros de Economía y gobernadores de bancos centrales. El G20<sup>1</sup> se fundó en 1999, para reunir en un mismo foro a los mayores países avanzados y a los países emergentes, que empezaban a tener creciente relevancia para la estabilidad económica y financiera global (en la actualidad este conjunto de países representa alrededor del 85% del PIB mundial). No obstante, como se explica en detalle en Moreno (2009), el G20 no se consolidó como principal foro de coordinación económica global hasta la irrupción de la crisis global, al comenzar a celebrarse cumbres de jefes de Estado en Washington (noviembre de 2008), Londres (abril de 2009) y, sobre todo, Pittsburgh (septiembre de 2009), cuando el G20 proclamó formalmente que reemplazaba al G8 y a los foros de países emergentes en la gobernanza económica mundial. Desde entonces se han celebrado cumbres en Toronto, Seúl, Cannes y Los Cabos, que corresponden a las sucesivas sedes en los países que han ostentado la presidencia rotatoria anual. En estas cumbres se han adoptado los compromisos y conclusiones que aparecen en el cuadro 1.

También en la cumbre de Pittsburgh, el G20 fijó como su objetivo primordial que los países alcanzaran un crecimiento robusto, equilibrado y sostenible. Para ello, se creó el

<sup>1</sup> El G20 está formado por Alemania, Arabia Saudí, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica, Turquía y la Unión Europea. España ostenta estatus de invitado permanente y ha participado en todas las cumbres celebradas hasta ahora.

Lugar	Fecha	Principales acuerdos alcanzados
Washington	2008	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Reforma financiera (transparencia, gestión de riesgos, integración, cooperación internacional e instituciones financieras internacionales)</li> <li>– Políticas monetaria y fiscal expansivas</li> <li>– Extensión de redes de seguridad financieras multilaterales</li> </ul>
Londres	2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Reforma financiera (refundación del Consejo de Estabilidad Financiera, procedimientos de resolución de crisis transfronterizas, requerimientos de capital, ratio de apalancamiento, tratamiento de las entidades sistémicas, políticas de remuneración, paraísos fiscales, mejora de la contabilidad financiera y reforma de las agencias de calificación)</li> </ul>
Pittsburgh	2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Reforma financiera (aumento de requerimientos de capital, políticas de remuneración y derivados)</li> <li>– <b>Lanzamiento de la iniciativa «Marco para el Crecimiento»</b></li> <li>– Reformas estructurales para reducir los desequilibrios</li> <li>– Reforma de las cuotas del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial</li> <li>– Subsidios combustibles fósiles y volatilidad de los precios de la energía</li> </ul>
Toronto	2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Reducción de los déficits públicos a la mitad en 2013 y estabilización de la deuda pública en 2016</li> <li>– Refuerzo de redes de protección social y otras reformas estructurales</li> <li>– Reforma financiera (mayores requerimientos de capital, liquidez, agencias de calificación, derivados y <i>hedge funds</i>, tratamiento de las entidades sistémicas, paraísos fiscales)</li> <li>– Reforma cuotas de las instituciones financieras internacionales y refuerzo del capital de los bancos multilaterales</li> <li>– Lucha contra el proteccionismo comercial</li> <li>– Lucha contra el cambio climático</li> </ul>
Seúl	2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Compromisos de los países en materia de política económica</li> <li>– Análisis de sostenibilidad macroeconómica</li> <li>– Reforma de las cuotas del Fondo Monetario Internacional</li> <li>– Reforma financiera (requerimientos de capital, liquidez, entidades sistémicas, etc.)</li> <li>– Prioridad a la creación de empleo</li> <li>– Lucha contra el cambio climático</li> </ul>
Cannes	2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Creación de empleo y desarrollo de redes de protección social</li> <li>– Desarrollo del sistema financiero global</li> <li>– Reforma financiera (derivados, remuneración, agencias de calificación, entidades sistémicas, paraísos fiscales, Consejo de Estabilidad Financiera)</li> <li>– Funcionamiento de los mercados energéticos y de productos agrícolas</li> <li>– Lucha contra el cambio climático</li> </ul>
Los Cabos	2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Apoyo a la recuperación global y medidas específicas para la estabilización del área del euro</li> <li>– Generación de empleo de calidad y desarrollo de redes de protección</li> <li>– Apoyo al libre comercio y a la inversión</li> <li>– Incremento de los recursos del Fondo Monetario Internacional y reforma de cuotas</li> <li>– Reforma financiera (requerimientos de capital y liquidez, derivados, entidades sistémicas, inclusión financiera)</li> <li>– Precios de las materias primas y seguridad alimentaria</li> <li>– Crecimiento verde incluyente</li> </ul>

FUENTE: Banco de España, a partir de comunicados finales del G 20.

denominado «Marco para el Crecimiento» (*Framework for Growth*), que establecía la estrategia para alcanzar ese objetivo y garantizar la coordinación de las políticas económicas. El instrumento fundamental de esta estrategia era el «Procedimiento de Evaluación Mutua» (MAP, por sus siglas en inglés: *Mutual Assessment Process*), por el que, cada año, los países miembros del G20 deben presentar sus proyecciones económicas y sus compromisos de política económica para el futuro, justificando cómo estas políticas ayudan a alcanzar el objetivo fundamental y analizando su grado de coherencia entre países. Este proceso de evaluación mutua *ex-ante* se complementa con un análisis *ex-post* del grado de implementación de las iniciativas de política económica comprometidas. De modo complementario, se desarrolló un mecanismo de supervisión de los desequilibrios (externos e internos), que, en el caso de los países que presenten mayores

riesgos, puede dar lugar a un análisis en profundidad para determinar sus causas y establecer recomendaciones individualizadas de política económica. En todos estos procesos, los diversos organismos multilaterales contribuyen de modo fundamental, proporcionando apoyo técnico, y coordinando y supervisando todas las fases de la nueva gobernanza económica global.

El objetivo de este artículo es presentar estas nuevas herramientas de la gobernanza económica mundial. Para ello, se detallan los procedimientos, así como las recomendaciones de política económica realizadas a cada uno de los países, los compromisos alcanzados y el grado de implementación de las iniciativas de política económica. También se repasa la metodología utilizada para determinar si un país presenta desequilibrios excesivos, comparándola con el procedimiento de supervisión de los desequilibrios macroeconómicos recientemente incorporado a la gobernanza económica europea. En el último apartado se detallan los próximos pasos que se esperan de este procedimiento de coordinación y supervisión económica multilateral.

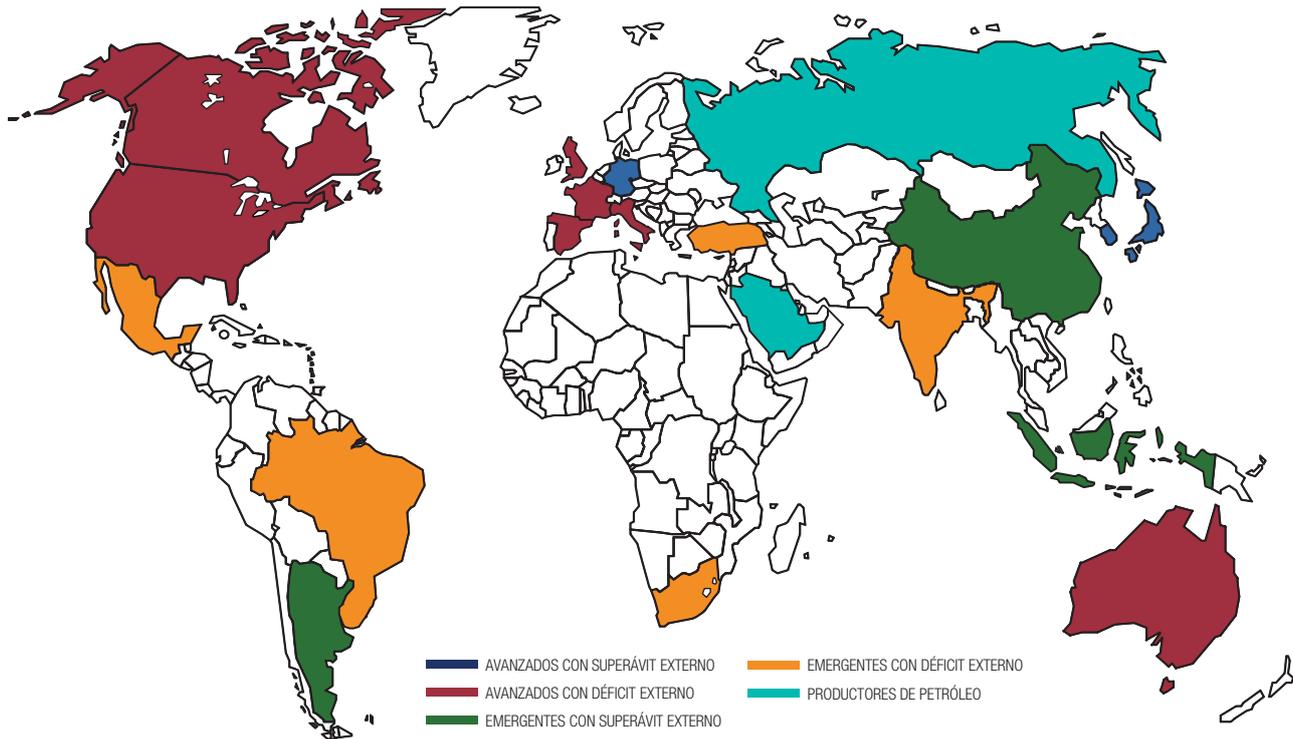
### El Procedimiento de Evaluación Mutua (MAP)

El Procedimiento de Evaluación Mutua de las políticas económicas fue puesto en marcha en la *reunión del G20 celebrada en Pittsburgh* en septiembre de 2009, como un instrumento fundamental para lograr a medio plazo un crecimiento robusto, equilibrado y sostenible. Consiste en un proceso de supervisión multilateral entre los Estados miembros del G20, a los que el Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre todo, pero también el Banco Mundial (BM), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la Organización Internacional del Trabajo (OIT) y la Organización Mundial del Comercio (OMC), prestan apoyo técnico. El proceso permite la evaluación de las políticas económicas individuales, así como el análisis de su coherencia global.

Para iniciar este procedimiento, los Estados miembros deben enviar en el primer trimestre de cada año unas plantillas normalizadas en las que presentan sus previsiones macroeconómicas para los siguientes 3-5 años, junto con las iniciativas en materia de política económica que se comprometen a abordar. El FMI analiza las previsiones individuales de los países, así como si sus propuestas de política económica son coherentes con el objetivo de alcanzar un crecimiento robusto, equilibrado y sostenible. Además, agrega las previsiones de los países y estudia si las medidas propuestas por los países son compatibles entre sí. Finalmente, el FMI propone un escenario alternativo que resulta ser más favorable que el presentado por los países si se implementan políticas económicas bien diseñadas y coherentes, adicionales a las comprometidas por los Estados miembros.

Los primeros resultados de este procedimiento se plasmaron en la *cumbre de Toronto* (junio de 2010). En concreto, la declaración de los líderes tras la cumbre especificaba que, basándose exclusivamente en los planes de los países individuales (es decir, si no se coordinaban las políticas económicas), el nivel de renta se mantendría por debajo del alcanzado antes de la crisis, la tasa de paro por encima, las cuentas públicas serían vulnerables y los desequilibrios externos volverían a ampliarse.

Como se puede apreciar en el gráfico 1, en una primera etapa los países fueron agrupados en función de su grado de desarrollo (avanzado, emergente) y de su desequilibrio exterior (déficit, superávit), para llevar a cabo las recomendaciones de política económica, sin hacer recomendaciones individualizadas a cada miembro. Para que el escenario de crecimiento a medio plazo fuera más favorable, los líderes asumieron varios compromisos:



FUENTE: G 20.

- Planes de consolidación fiscal compatibles con el crecimiento. Esto implicaba que los déficits públicos debían reducirse a la mitad en 2013 y la deuda pública en porcentaje del PIB debía estabilizarse en 2016. Para ello, estos programas de ajuste de las cuentas públicas debían basarse en un cuadro macroeconómico prudente, identificar las medidas que se habían de implementar e incluir un refuerzo de los marcos presupuestarios.
- Los países avanzados con déficit exterior se comprometían a incrementar su tasa de ahorro, no introducir barreras al comercio y reforzar la competitividad de sus productos. Las economías con superávit exterior adoptarían medidas para que su crecimiento se basara más en la demanda interna. Entre ellas, las economías emergentes debían reforzar sus sistemas de protección social, desarrollar su sistema financiero, incrementar su inversión en infraestructuras y dotar de mayor flexibilidad a sus tipos de cambio, para reflejar sus fundamentos económicos.
- Todos los países se comprometían a introducir reformas estructurales para incrementar el potencial de crecimiento, si bien con diferenciación entre ellos. En concreto, las economías desarrolladas debían centrarse en un diseño más condicionado de las prestaciones por desempleo, aumentar la eficacia de las políticas activas de empleo, reforzar la competencia en el sector servicios, reducir las barreras a la entrada en las industrias de red y en los servicios profesionales y fomentar la innovación. En las economías emergentes, se requería modular las restricciones a la movilidad de la mano de obra, favorecer las oportunidades de inversión extranjera y simplificar la regulación de los

mercados de producto. Todos los países debían evitar la introducción de medidas proteccionistas y completar la Ronda de Doha. Finalmente, hubo un compromiso de acelerar el proceso de reforma del sector financiero: en los países avanzados, mejorando la regulación y la supervisión, y en los emergentes, reduciendo trabas y haciéndolo más inclusivo a toda la población.

A partir de estas recomendaciones iniciales, cada país debía presentar sus compromisos en materia de política económica para ser discutidos antes de la *cumbre de Seúl* (noviembre de 2010), cuando se hicieron públicos. Además, en la cumbre de Seúl se decidió centrar más la atención en el empleo e iniciar el procedimiento de supervisión de los desequilibrios macroeconómicos, al que se dedica un apartado específico más adelante.

Las iniciativas de política económica comprometidas por los miembros del G20 se agrupaban en cinco áreas: política fiscal, sector financiero, reformas estructurales, desarrollo y política monetaria y tipo de cambio. En la mayor parte de los casos recogen las recomendaciones realizadas por el FMI y por el resto de organismos internacionales en la etapa previa. Así, todos los países presentaron objetivos de déficit compatibles con su reducción a la mitad en 2013 y algunos de ellos establecieron objetivos concretos de deuda pública. La totalidad de los países emergentes anunciaron mejoras de sus sistemas de protección social, mientras que algunos países desarrollados implementaron reformas de sus sistemas de pensiones. Pocos países incluyeron la reforma de sus marcos fiscales como parte de la estrategia de consolidación fiscal. Por lo que respecta a la política financiera, todos los países anticiparon la transposición de la normativa contenida en Basilea III y la política de remuneraciones acordada en el Consejo de Estabilidad Financiera; además, muchos países emergentes anunciaron la adopción de medidas para aumentar la inclusión financiera de empresas y familias. Este ejercicio también puso de manifiesto la mayor importancia que se concede a la supervisión macroprudencial.

En cuanto a las reformas estructurales, se incluyeron aumentos de la inversión en infraestructuras de forma generalizada, así como planes de apoyo al capital humano y a la inversión en I+D. Los países desarrollados propusieron reformas en sus mercados de trabajo y de producto, y algunos países emergentes, la liberalización de sus sistemas de fijación de precios en los sectores energético y agrícola.

La mayor parte de los países confirmaron la orientación de sus políticas monetarias a la estabilidad de precios, añadiendo en algunos casos la estabilidad del sistema financiero y el crecimiento. Los compromisos en cuanto al régimen cambiario se circunscribieron a aquellos países donde la flexibilidad es limitada; en este sentido, cabe destacar la disposición de China a permitir que el tipo de cambio de su moneda se viera más influenciado por las fuerzas de mercado, mientras que solo Brasil anticipaba la posibilidad de controles a la entrada de capitales.

Durante el año 2011, bajo presidencia francesa, el esfuerzo del MAP se concentró en el desarrollo del procedimiento de supervisión de los desequilibrios macroeconómicos. El primer análisis del cumplimiento de los compromisos adquiridos por los países individuales fue elaborado por el FMI para la *cumbre de Cannes* (noviembre de 2011), en la que también se presentaron análisis en profundidad de los países que presentaban desequilibrios importantes. En lo relativo a la política fiscal, el FMI constató que todos los miembros del G20 habían hecho importantes avances en la consolidación fiscal a corto plazo y que se podían alcanzar los objetivos establecidos, excepto para un grupo reducido de países. En general, los ajustes fiscales en los países desarrollados fueron favorables al

crecimiento, por el lado de los ingresos, poniendo menor énfasis en los aumentos de impuestos y más en la ampliación de bases impositivas y, por el lado del gasto, respetando las partidas ligadas a la formación del capital humano y la inversión en I+D. Sin embargo, los avances en cuanto al impacto del envejecimiento en las cuentas públicas y al refuerzo de los marcos presupuestarios nacionales fueron menores. Por lo que respecta a la política financiera, se reconocía que los requerimientos de capital y de liquidez se habían elevado, y reforzado el marco de supervisión y regulación, aunque el tratamiento de las entidades sistémicas y las cuestiones transfronterizas quedaban pendientes de resolver. Estos dos temas son especialmente importantes en el caso del área del euro, donde se recomendaba la creación de un mecanismo de resolución de crisis financieras.

Los avances en el ámbito de las reformas estructurales fueron de menor entidad y su orientación no siempre coincidía con las recomendaciones de los organismos internacionales. Para el FMI, lo prioritario era la creación de empleo de calidad, con un énfasis especial en la formación, y la capacidad de los mercados para absorber perturbaciones y reasignar los recursos entre sectores rápidamente y con los mínimos costes posibles. Por su parte, las economías emergentes también debían mejorar sus sistemas de protección social.

En cuanto a las políticas monetaria y cambiaria, los tipos de interés se mantuvieron en niveles adecuadamente reducidos, según el FMI, aunque algunas economías emergentes podían requerir aumentos para moderar las presiones inflacionistas y el avance del crédito. Por su parte, no se apreciaron avances significativos hacia un sistema de tipos de cambio determinados en mayor medida por las fuerzas del mercado, y se reconoció que las economías emergentes debían utilizar las herramientas macroprudenciales para contener las fuertes entradas de capitales.

Tras este ejercicio de rendición de cuentas y los análisis en profundidad de los países con grandes desequilibrios, en la *cumbre de Cannes* se actualizaron los compromisos en materia de política económica de los miembros del G20. El cuadro 2 recoge estos compromisos. En relación con los nuevos compromisos (en cursiva en el cuadro), destaca la publicación de un calendario de implementación, que facilita la supervisión posterior de su cumplimiento.

En materia de política fiscal, se reiteró el objetivo de mantener el proceso de consolidación fiscal para situar a la deuda pública en una senda de reducción; sin embargo, se matizó que esta consolidación debía ser compatible con la debilidad que mostraba la economía, por lo que a los países con margen se les recomendó dejar actuar a los estabilizadores automáticos y mantener los saldos estructurales. En cuestiones financieras, la prioridad pasó a ser la implementación de las regulaciones y de la normativa acordadas a escala internacional, destacando también el esfuerzo que están haciendo algunas economías emergentes en el desarrollo y modernización de sus sistemas financieros, lo que en un futuro próximo les permitirá producir activos de mayor calidad, complementando la oferta que ya hacen las economías más desarrolladas.

En el terreno de las reformas estructurales, se reforzaron los compromisos en materia laboral, dado que esta crisis está siendo especialmente perniciosa en términos de empleo. Destacó también el compromiso de China de recomponer tanto su gasto (a favor del consumo privado) como su actividad (a favor de los servicios) y el de Japón de prestar más atención a los temas medioambientales.

Finalmente, en materia de política monetaria, destacó la continuidad de las medidas no convencionales puestas en práctica por algunos países desarrollados; y en política cambiaria, el

	Política fiscal	Sector financiero	Reformas estructurales	Política monetaria y cambiaria
<b>Avanzados superávit exterior</b>				
Alemania	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Equilibrio (2014)</li> <li>– Inversión en educación e I+D (2013)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Implementar Basilea III (2012)</li> <li>– Regulación «shadow banking» (2011)</li> <li>– Identificación entidades sistémicas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Reforma laboral para aumentar la participación (2013)</li> </ul>	Véase Unión Europea
Japón	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Superávit primario (2020)</li> <li>– Marco presupuestario plurianual</li> <li>– Reforma Seguridad Social y aumento impuestos sobre el consumo (2011)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Implementar Basilea III (2013)</li> <li>– Reforma OTC (2012)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Estrategia para la energía y el medioambiente (2020)</li> </ul>	–
Corea	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Equilibrio (2013)</li> <li>– Incremento bases imponibles (2014)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Reforma de los mercados de capital (2012)</li> <li>– Introducir elementos de la regulación macroprudencial (2011)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Liberalizar el sector servicios (2011)</li> <li>– Permitir múltiples sindicatos (2012)</li> <li>– Facilitar la incorporación de la mujer al mercado laboral (2011)</li> <li>– Fomento economía verde (2015)</li> </ul>	–
<b>Avanzados déficit exterior</b>				
Australia	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Superávit (2013)</li> <li>– Sustitución impuestos directos por indirectos (2013)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>– Introducción precio emisiones (2012)</li> <li>– Formación de la fuerza laboral (2012)</li> </ul>	–
Canadá	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Equilibrio (medio plazo)</li> <li>– Inversión en capital humano e I+D</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Revisión regulación instituciones federales (2012)</li> <li>– Creación del regulador del mercado de valores (2012)</li> </ul>		–
Francia	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Déficit 3 % (2013)</li> <li>– Reforma constitucional del marco fiscal</li> <li>– Reducción de gastos fiscales (2012)</li> <li>– Reforma de pensiones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Implementar Basilea II y III (2012)</li> <li>– Reforma OTC y regulación shadow banking (2011)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Incremento competencia servicios (2011)</li> <li>– Reforma empleo juvenil y de mayores (2015)</li> </ul>	Véase Unión Europea
Italia	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Equilibrio (2013)</li> <li>– Reforma pensiones (2011)</li> <li>– Regla constitucional equilibrio presupuestario (2012)</li> <li>– Reforma de la administración pública (2011)</li> <li>– Reducción del dualismo norte-sur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Introducción Basilea III (2011)</li> <li>– Transposición de directivas sobre servicios financieros, CITS, transparencia y folletos (2013)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Reforma laboral y liberalización del sector servicios (2012)</li> <li>– Reforma del sistema judicial (2012)</li> <li>– Inversión en infraestructuras, capital humano e I+D (2011)</li> </ul>	Véase Unión Europea
España	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Déficit 3 % (2013)</li> <li>– Nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria (2012)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Consolidación y reestructuración de las cajas de ahorros (2012)</li> <li>– Aumento de las ratios de capital (2012)</li> <li>– Trasposición directivas europeas sobre: UCITS, Basilea III, gestión de crisis, etc. (2012)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Privatización aeropuertos (2011)</li> </ul>	Véase Unión Europea
Reino Unido	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Equilibrio estructural (2015)</li> <li>– Reforma pensiones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Nueva arquitectura reguladora y supervisora</li> <li>– Tratamiento entidades sistémicas</li> <li>– Aumento crédito a pymes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Liberalización del suelo (2012)</li> </ul>	– Aumento del programa de compra de activos
EEUU	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Déficit 1,1 %-3,5 % (2015)</li> <li>– Techo al gasto discrecional (2021)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Aumento garantías GSE y nuevas normas para hipotecas (2014)</li> <li>– Reforma de los mercados financieros de corto plazo (2012)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Fondos de pensiones de empleo obligatorios (2012)</li> </ul>	

	Política fiscal	Sector financiero	Reformas estructurales	Política monetaria y cambiaria
<b>Emergentes superávit exterior</b>				
Argentina	— Déficit primario compatible reducción deuda (2015)	— Favorecer la inclusión financiera (2013) — Completar la adopción de Basilea II y III (2013)	— <i>Plan estratégico agrícola (2020)</i> — Aumento capacidad generación energía (2013) — <i>Mayor cobertura sistemas de protección social (2015)</i>	— Orientación expansiva (2013)
China	— Déficit 2 % (2011) — Reforma fiscal (2015) — Desarrollo sistema de protección social (2015) — Inversión en educación e I+D (2015)	— Modernizar el sistema financiero (2015) — <i>Reforzar la regulación macroprudencial (2015)</i> — <i>Modernizar los instrumentos financieros de las empresas (2015)</i>	— <i>Elevar el peso del consumo privado (2015)</i> — <i>Elevar el peso del sector servicios (2015)</i> — <i>Incrementar la tasa de urbanización (2015)</i>	— Crecimiento de M2 16 % (2011) — Objetivo final inflación — Reforzar la flexibilidad del tipo de cambio — <i>Mejorar la gestión de las reservas</i>
Indonesia	— Déficit 0,6 % (2011) — Deuda 24 % (2011) — <i>Revisión subsidios</i> — <i>Descentralización fiscal</i> — Reforma fiscal y arancelaria (2012)	— Completar la implementación de Basilea II y III — <i>Mecanismos de gestión de crisis (2011)</i>	— Inversión en infraestructuras (2016) — Programa de reducción de la pobreza (2011)	
<b>Emergentes déficit exterior</b>				
Brasil	— Superávit primario (2014) — Inversión en infraestructuras (2014) — Inversión I+D, capital humano y vivienda (2014)	— Implementación Basilea III (2019)	— <i>Erradicar la pobreza extrema (2014)</i>	
India	— Déficit 3,5 % (2015) — Deuda 41,4 % (2015)	— Implementación Basilea III (2019)	— Inversión en infraestructuras (2017) — <i>Introducción de un impuesto sobre el consumo</i> — Mejora sistemas de protección social	—
México	— Equilibrio (2013) — <i>Inversión en infraestructura energética (2011)</i>	— Implementación Basilea III y Solvencia II (2011) — <i>Programa desarrollo mercado de crédito (2012)</i>	— Reducción cargas administrativas (2012) — Nueva Ley de Competencia (2012) — Reducción aranceles (2012)	—
Sudáfrica	— Déficit 3,3 % (2015) — Deuda neta 40 % (2015) — <i>Reforma marco presupuestario</i>	— <i>Separación de la supervisión de la solvencia y la conducta de los mercados (2014)</i> — Implementación Basilea III y Solvencia II — Regulación OTC, <i>shadow banking</i> , etc.	— Inversión en infraestructuras (2015) — Apoyo creación empleo (2014) — Nuevo Sistema Nacional de Salud (2012) — Establecer un área de libre comercio (2011)	—
Turquía	— Déficit 0,4 % (2014) — Deuda 32 % (2014) — Inversión en I+D (2014)	— Implementar Basilea II y Basilea III — Adoptar regulación UE de sector financiero	— Reforma laboral (2014) — Programa de mejora del entorno inversor (2014) — <i>Reforma sector energético (2014)</i> — <i>Plan de lucha contra la economía informal (2014)</i>	— <i>Inflación 5 % (2013)</i>

	Política fiscal	Sector financiero	Reformas estructurales	Política monetaria y cambiaria
<b>Exportadores de petróleo</b>				
Rusia	— Déficit 2% (2015)	— <i>Aumento capitalización, crédito y activos (2016)</i> — Implementación Basilea II y III (2019) — Mayor transparencia información financiera	— Reforma laboral (2015)	— <i>Inflación 5%-7% (2013)</i> — Aumento banda de fluctuación tipo de cambio
Arabia Saudí	— Extensión sistemas de protección social — Inversión en infraestructuras	— Desarrollo del sector asegurador — Desarrollo del sistema de pagos — Implementación Basilea III (2018)	— <i>Programa crédito a pymes</i> — <i>Ley de hipotecas</i>	—
<b>Otros</b>				
UE	— Déficit 3% (2013)	— <i>Incremento transitorio de los requerimientos de capital de los mayores bancos (2012)</i>	— <i>Mecanismos de resolución de crisis soberana</i> — Reforma de la gobernanza económica (2012) — <i>Mayor integración del mercado único (2015)</i>	— <i>Implementación de medidas no convencionales de política monetaria</i>

FUENTE: Banco de España, a partir de informes del G 20; los compromisos nuevos aparecen en cursiva.

renovado compromiso de Rusia y, sobre todo, de China de permitir una mayor flexibilidad de sus tipos de cambio para que reflejen las fuerzas de los mercados.

En la *cumbre de Los Cabos* (2012), la más reciente, se decidió intensificar los esfuerzos para lograr una recuperación duradera, enfocando las iniciativas hacia la mejora de las perspectivas de empleo. A corto plazo, se instó al área del euro a tomar todas las medidas necesarias para resolver la crisis de deuda soberana y bancaria, se pidió que los países con espacio fiscal dejaran actuar los estabilizadores automáticos, y que se mantuvieran unas políticas monetarias laxas. A medio plazo, más allá de la necesaria consolidación fiscal y el reequilibrio entre la demanda interna y la externa, en los países con desequilibrios externos, se hizo hincapié en las reformas laborales que favorecieran la creación de empleo de calidad, la mejora de la competencia en los mercados de productos y el desarrollo de sistemas de protección social.

Desde la perspectiva de la gobernanza del G20, se presentó el marco para rendición de cuentas de los países miembros sobre los compromisos adquiridos en el pasado. Este marco se fundamenta en varios principios: a) propiedad del procedimiento: los países son propietarios y responsables de las recomendaciones, pero utilizando el asesoramiento de los organismos internacionales; b) rendición de cuentas: se institucionaliza el principio de cumplir los compromisos o explicar por qué no se cumplen; c) simplicidad: se deben utilizar medidas cuantitativas siempre que sea posible; d) homogeneidad: se debe garantizar la comparabilidad entre países; e) imparcialidad: el proceso debe basarse en el diálogo entre miembros y utilizar el asesoramiento de los organismos internacionales, y f) transparencia: es preciso informar al público de los acuerdos alcanzados. Este ejercicio implicará una supervisión multilateral de cada país por el resto, que culminará con la publicación de un informe del G20 cada año analizando el grado de cumplimiento de los compromisos alcanzados; otros organismos internacionales también harán públicos sus propios informes. Además, cada dos años se repetirá el ejercicio de supervisión de los desequilibrios macroeconómicos, cuyo análisis se desarrolla a continuación.

Como se señala en la introducción, la idea de que las políticas económicas debían centrarse en la corrección de los abultados desequilibrios acumulados en los primeros años del nuevo milenio y en evitar que pudieran reproducirse en el futuro es ampliamente compartida en círculos académicos y entre las autoridades económicas. De hecho, se considera una condición imprescindible para alcanzar un crecimiento robusto, equilibrado y sostenible. Por este motivo, se ha diseñado un mecanismo de detección y análisis de los desequilibrios macroeconómicos, que se describe con cierto detalle a continuación.

Conceptualmente, se considera que los procedimientos de detección de los desequilibrios (en concreto, de los externos) deben ser en buena medida simétricos, ya que, en principio, tanto los déficits como los superávits pueden estar indicando rigideces e ineficiencias en una economía que dificultan la correcta asignación de los recursos. En cualquier caso, no basta con la detección de los desequilibrios; también es necesario que se analice su origen, ya que este determinará si requieren acciones correctoras o no. De hecho, cuando un desequilibrio es resultado de decisiones óptimas de los agentes en la asignación de los recursos en el tiempo o entre sectores, el desequilibrio no tiene por qué requerir acciones de política económica para corregirlo. Un ejemplo de este tipo de desequilibrios es el de un individuo que en la etapa de su ciclo vital en que tiene rentas altas ahorra para poder financiar un patrón de consumo estable durante la etapa de jubilación, en que las rentas suelen ser bajas. También se puede generar un desequilibrio transitorio y no pernicioso de signo contrario cuando se recurre a la financiación para llevar a cabo una inversión que permita desarrollar un proceso productivo que va a generar rentas en el futuro.

En cambio, cuando un desequilibrio es consecuencia de rigideces en la economía, decisiones distorsionadoras de política económica o fallos de mercado, tiene consecuencias negativas, pues reduce el potencial de crecimiento de la economía, sin llevar necesariamente aparejados procesos de autocorrección graduales, por lo que requiere acciones de política económica para corregirlo. Por ejemplo, un incremento excesivo del precio de un activo inmobiliario debido a la existencia de incentivos fiscales inadecuados, al escaso desarrollo del mercado de alquiler o a unas condiciones financieras demasiado laxas se puede traducir en una necesidad de financiación de la economía en su conjunto sin garantías de que en el futuro esto vaya a dar lugar a mayores rentas. En sentido contrario, un escaso desarrollo del sistema financiero puede dar lugar a que no se produzca el volumen suficiente de activos sin riesgo que se demandan internamente, con lo que esos capitales se desplazarán al exterior, generando una capacidad de financiación.

Por estos motivos, el procedimiento de supervisión de los desequilibrios macroeconómicos diseñado por el G20 consta de dos fases claramente diferenciadas (véase cuadro 3). En primer lugar, una fase de detección y, en segundo lugar, una fase de análisis individualizado en los casos en que los que se considere que estos desequilibrios son elevados y persistentes; esta segunda fase es la que determinará si los desequilibrios son perniciosos y, por tanto, susceptibles de corrección mediante iniciativas de política económica.

A su vez, la fase de detección incluye cuatro elementos: los *indicadores de desequilibrios*, los *valores de referencia* para esos indicadores, los *umbrales* para determinar si un desequilibrio es elevado, y la *calificación* del país. El diseño de estos elementos fue objeto de discusiones arduas dentro del G20. Finalmente, se seleccionaron seis *indicadores de desequilibrios*, referidos a desequilibrios tanto externos como internos y, dentro de estos, al sector público y al sector privado. En cuanto a los externos, se incluyen: i) el saldo de la balanza comercial, y ii) el saldo de la balanza de rentas y transferencias (en porcentaje del PIB). Ambos son indicadores flujo de la contrapartida real de la balanza de pagos, que recoge la situación

<b>Fase 1: Detección de los desequilibrios</b>	<b>Conjunto de indicadores:</b>	<b>Valores de referencia:</b>	<b>Umbral para valorar los desequilibrios:</b>	<b>Calificación del país en función de:</b>
	a. Balanza comercial b. Balanza de rentas y transferencias c. Déficit público d. Deuda pública e. Ahorro privado f. Deuda privada	a. Estructurales b. Series temporales c. Sección cruzada d. Cuartiles	a. No relevante: 0-1 desviación estándar b. Moderado: 1-2 desviaciones estándar c. Grave: Más de dos desviaciones estándar	a. Sistémico b. No sistémico
<b>Fase 2: Análisis de sostenibilidad</b>	<b>Conjunto de indicadores ampliado:</b>	<b>Calificación del desequilibrio:</b>	<b>Medidas para su corrección:</b>	
	a. Tipo de cambio b. Posición de inversión internacional c. Estructura deuda pública d. Precios activos e. Otros.	a. Compatible con los fundamentales b. Susceptible de corrección	a. Recomendaciones b. Compromisos del país	

FUENTE: G 20.

a corto plazo del desequilibrio exterior. Otros indicadores que se consideran habitualmente, como los indicadores de competitividad-precio (tipos de cambio real), que suelen anticipar los desequilibrios externos, algunas variables *stock* (endeudamiento externo, posición de inversión internacional neta, etc.), que informan de la magnitud del problema acumulado, y la contrapartida financiera de la balanza de pagos (inversión directa, etc.), crucial para establecer posibles factores financieros en el origen de los desequilibrios, quedaron excluidos de esta fase inicial, si bien se utilizan en el análisis en profundidad que se realiza en la segunda etapa y se concentra en los países con desequilibrios grandes.

En cuanto a los desequilibrios internos del sector público, los dos indicadores seleccionados (todos en porcentaje del PIB) fueron: iii) déficit público, y iv) deuda pública. Esta elección dejó otros indicadores, como el análisis desagregado de los ingresos y gastos públicos, o la duración, tenencia y moneda de emisión de la deuda, entre otros, para el análisis en profundidad. Por último, los dos indicadores de desequilibrios del sector privado elegidos fueron: v) el ahorro privado, y vi) deuda privada (en ambos casos excluido el sector financiero); no se incluyó la capacidad o necesidad de financiación del sector privado y se descartaron variables de precios de los activos (vivienda, cotización de las bolsas, etc.), estructura de la producción, etc.

La selección de los *valores de referencia* para los indicadores también fue una cuestión controvertida, utilizándose cuatro metodologías distintas, desde aproximaciones puramente estadísticas a modelos que tienen en cuenta los fundamentos económicos y las características estructurales de cada país. Entre estos últimos, en el caso de los indicadores de desequilibrios externos se utilizan los modelos multivariantes estimados por el FMI, en los que estos indicadores dependen de variables como la demografía, si el país es productor de materias primas, la existencia de redes de protección social, etc. Para los indicadores de desequilibrios internos del sector público, en el caso del déficit público se utiliza como referencia el ajuste estructural necesario para estabilizar la deuda, que no debe superar 0,5 puntos porcentuales (pp) en promedio anual, y para la deuda pública, si se sitúa por encima del 60 % en 2030. En el caso del sector público, no se adopta una aproximación simétrica, ya que la situación fiscal desfavorable de un país no se tiene que compensar con la favorable de otro país. En el caso de los indicadores del sector privado no existe un valor de referencia estructural, por lo que se utilizan métodos estadísticos.

Entre los procedimientos estadísticos, el enfoque de *series temporales* utiliza información histórica de cada país, en el período de referencia 1990-2004, para calcular la media (norma) para cada uno de los indicadores; las desviaciones respecto a esa norma determinan si existen o no desequilibrios. El enfoque de *sección cruzada* utiliza la información observada en el mismo período muestral que en el caso anterior para dos grupos de países (avanzados y emergentes) y se calcula su mediana para cada indicador; la desviación respecto a esa mediana determina si existen o no desequilibrios. Por último, el procedimiento de los *cuartiles* utiliza información de todos los países de ese mismo período muestral y tiene en cuenta el rango intercuartil para determinar si la desviación es elevada o no.

Para el cálculo de los *umbrales*, se utiliza la desviación estándar de los valores de referencia, de forma que cada país, para cada indicador y con cada procedimiento de determinación de los valores de referencia, se considera que no existe desequilibrio si el valor del indicador correspondiente se encuentra a menos de una desviación estándar del valor de referencia; el desequilibrio es moderado si está entre una y dos desviaciones estándar, y se califica como grave si se encuentra a más de dos desviaciones estándar. El procedimiento se enfoca al futuro, ya que los valores de los indicadores que se comparan con la referencia se refieren a las proyecciones económicas para todos los países que periódicamente realiza y publica el FMI. En particular, en Cannes se utilizó el promedio del período 2013-2015; cuando el ejercicio se repita en 2013, el período de referencia se desplazará también en dos años.

Por último, la *calificación* global de cada país se determina en función del número de indicadores que presentan desequilibrios. En concreto, un país pasa a la fase de análisis en profundidad si presenta desequilibrios graves en dos de los tres sectores considerados (exterior, público y privado), medidos con al menos dos de los procedimientos de selección de los valores de referencia. Para los países sistémicos (con peso en el PIB del G20 superior al 5%, medido con tipos de cambio de mercado o en paridades de poder de compra)<sup>2</sup>, basta con que los desequilibrios sean moderados en dos de los tres sectores considerados o graves en uno de ellos.

El resultado de este primer ejercicio de evaluación de los desequilibrios macroeconómicos aparece en el cuadro 4. Como se puede apreciar, con esta metodología siete países fueron seleccionados para el análisis en profundidad, todos los considerados sistémicos. Otros cuatro países (Italia, España<sup>3</sup>, Sudáfrica y Turquía) mostraron desequilibrios persistentes, pero solo en uno de los sectores, y el resto de países en ningún sector. De los que pasaron a la segunda fase del análisis, en el caso de China, los desequilibrios se referían al sector exterior (superávit por cuenta corriente) y al privado (tasa de ahorro elevada). En Francia, como en Estados Unidos, se observaron un desequilibrio exterior (déficit comercial) y una deuda pública por encima de los límites establecidos. En Alemania, al igual que en Japón, se detectaron un desequilibrio exterior (superávit comercial) y una deuda pública elevada. India no presentaba problemas de desequilibrio exterior, pero sí en los sectores privado y público, lo mismo que ocurría en Reino Unido.

Los análisis en profundidad elaborados por el FMI revelaron que los desequilibrios tienen orígenes diferentes en cada economía. El elevado superávit por cuenta corriente detectado en China es consecuencia de una tasa de ahorro privado excesiva, mientras que en

2 Con los datos promedio de 2005-2010 se calificaron como países sistémicos: Alemania, China, Estados Unidos, Francia, India, Japón y Reino Unido.

3 En el caso de España se detectó un desequilibrio en el endeudamiento del sector privado.

	Alemania	China	Estados Unidos	Francia	India	Japón	Reino Unido
Externo	X	X	X	X		X	
Público	X		X	X	X	X	X
Privado		X			X		X

FUENTE: Banco de España, a partir de informes del FMI.

Alemania y Japón deriva de una tasa de inversión privada demasiado reducida. Por su parte, Francia e India presentan tasas de ahorro público demasiado reducidas, compensadas en parte por tasas de ahorro privado elevadas. Finalmente, en el caso de Estados Unidos y Reino Unido, tanto el ahorro público como el privado son muy bajos, por lo que presentan un déficit por cuenta corriente. En los países con tasas bajas de ahorro público el problema radica en una población que envejece (Japón), falta de disciplina presupuestaria (Estados Unidos, Francia y Reino Unido) o sistemas de recaudación fiscal insuficientemente desarrollados (India). Además, en los casos de Estados Unidos y del Reino Unido la tasa de ahorro privado es demasiado baja por las deficiencias en la regulación y supervisión del sistema financiero. En cambio, en China la tasa de ahorro privado es demasiado elevada por el escaso desarrollo de las redes de protección social y del sistema financiero. Por último, los países con una baja tasa de inversión privada adolecen de un sistema financiero distorsionado y presentan un potencial de crecimiento reducido.

Es interesante comparar este marco de análisis con el procedimiento de detección y supervisión de los desequilibrios macroeconómicos instaurado recientemente por la Unión Europea para sus Estados miembros. A semejanza de procedimiento del G20, también consta de dos etapas: una primera de detección de los desequilibrios y una segunda de análisis en profundidad de los mismos. En el caso europeo el compromiso de los países de tomar medidas para corregir los desequilibrios es mucho más formal, pues deben elaborar un programa con las medidas económicas y las reformas estructurales que van a acometer para su corrección. En caso de que no se presente tal programa en el plazo establecido o este programa no se considere adecuado, el procedimiento puede acabar en una sanción financiera. Esta última es una diferencia importante con el procedimiento del G20, donde los incumplimientos no dan lugar a medidas sancionadoras más allá de las reputacionales.

Desde el punto de vista analítico, el procedimiento de detección de los desequilibrios también incluye un conjunto de indicadores cuantitativos, aunque más extenso que en el caso del G20. En concreto, considera diez indicadores: cuatro relativos al sector exterior (saldo de la balanza por cuenta corriente, posición neta de inversión internacional, tipo de cambio efectivo real y cuotas de exportación) y seis relativos al sector interno (costes laborales unitarios, precios de la vivienda, crédito al sector privado, deuda privada, deuda pública y tasa de paro). La valoración de cada indicador es más sencilla en el caso europeo, pues para cada uno de ellos se establece un único umbral que determina si esa variable señala o no un desequilibrio; la aproximación para obtener ese umbral es puramente estadística, excepto en el caso de la deuda pública, ya que solo se utiliza información sobre la evolución pasada de esos indicadores, sin modelo teórico o empírico de referencia.

Otra diferencia relevante con el procedimiento del G20, es que la consideración de los desequilibrios es asimétrica. Así, por ejemplo, en el caso de la balanza por cuenta corriente se

establece un umbral de referencia del -4 % del PIB para el déficit y del +6 % en el caso de superávit; además, solo una situación de déficit por cuenta corriente y el fracaso en poner en marcha medidas correctoras pueden abrir un proceso sancionador. Por último, el ejercicio europeo no utiliza previsiones de los indicadores, sino promedios de datos pasados. Este último factor es importante cuando el ejercicio se realiza en períodos en los que los desequilibrios ya se han generado: la utilización exclusiva de datos históricos puede ocultar los procesos de corrección de esos desequilibrios que se hayan podido iniciar como resultado de las reformas estructurales que se acometan, ya que pasará algún tiempo hasta que su impacto se deje notar en los indicadores económicos. A cambio, incorpora algunos indicadores que pueden proporcionar señales de alerta relativamente temprana en relación con los niveles de endeudamiento, como el crecimiento del crédito al sector privado o la evolución de las cuotas de exportación.

Estas diferencias conceptuales y metodológicas explican que los resultados de los ejercicios llevados a cabo en el G20 y en la Unión Europea hayan sido diferentes. A modo de ejemplo, en el caso del G20, Alemania y Francia pasaron a la segunda etapa, pero, en el caso de la Unión Europea, Alemania fue uno de los países que no requirió un análisis en profundidad.

### El futuro del proceso de evaluación mutua

En la cumbre de Cannes de 2011 resultó claro que la situación económica global había experimentado un cambio importante, con las economías inmersas en un proceso de desaceleración económica, especialmente las avanzadas, y con un aumento significativo de los riesgos, como quedaba patente en la acentuada volatilidad de los mercados financieros. En este contexto, se consideró que la necesidad de coordinación de las políticas económicas a escala global era todavía mayor, y se reforzó el proceso de evaluación mutua. Sin embargo, parecía claro que el tiempo del análisis, la presentación de propuestas y el diseño de planes habían pasado, y que había llegado el momento de centrarse en la supervisión del ritmo y de la intensidad de implementación de los compromisos alcanzados. Por eso, la presidencia mexicana del G20 del año 2012 se ha concentrado en la rendición de cuentas de los países, que ha sido el elemento fundamental para la elaboración del Plan de Acción de Los Cabos de julio de 2012. En este Plan de Acción se ha acordado, además, la repetición cada dos años del ejercicio de supervisión de los desequilibrios macroeconómicos.

En definitiva, el Marco para el Crecimiento ha avanzado rápidamente desde la cumbre de Pittsburgh, donde se puso en marcha, y se ha dotado de un marco de análisis bastante profundo, que ha contado con el consenso de los miembros del G20. Si existe una voluntad sincera de los miembros, este marco puede ser un instrumento efectivo de coordinación de políticas macroeconómicas internacionales. Para reforzar dicha efectividad y su visibilidad es necesario consolidar el protagonismo del G20, a través de distintas vías. Por ejemplo, ampliando con los recursos humanos necesarios para proporcionar soporte técnico a este proceso. Esto permitiría que los países miembros del G20 tuvieran un mayor sentido de la propiedad de las recomendaciones realizadas y los compromisos adquiridos. Asimismo, sería necesario reforzar los mecanismos de aplicación de los compromisos adquiridos, más allá de cuestiones reputacionales y persuasión moral. Además, debería dotarse de más visibilidad a este Procedimiento de Evaluación Mutua, a través de la rendición de cuentas y comunicando adecuadamente a la comunidad global los logros alcanzados.

14.9.2012.

## BIBLIOGRAFÍA

- EUROPEAN COMMISSION (2012a). *Alert Mechanism Report*, Report from the Commission, COM (2012) 68 final, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/documents/alert\\_mechanism\\_report\\_2012\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/alert_mechanism_report_2012_en.pdf).
- (2012b). *Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances*, Occasional Papers, 92, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2012/pdf/ocp92\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp92_en.pdf).
- G20 (2010a). *The G20 Seoul Summit Declaration*, <http://www.g20.org/images/stories/canalfinan/docs/repcore/01seoul.pdf>.
- (2010b). *Annexes to the G20 Seoul Summit Declaration*, <http://www.g20.org/images/stories/canalfinan/docs/repcore/02seoul.pdf>.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011a). *G20 Accountability Report, Group of Twenty*, <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/map2011/account.pdf>.
- (2011b). *G20 Mutual Assessment Process: From Pitsburg to Cannes-IMF Umbrella Report, Group of Twenty*, <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/map2011/umbrella.pdf>.
- MORENO, P. (2009). «El G20 y la reforma de la arquitectura financiera internacional», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España, <http://www.bde.es/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/09/Jul/Ficheros/art6.pdf>.

