

DOCUMENTOS DE DEBATE

NUEVAS IDEAS PARA LA REGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Propuestas de reforma en el marco del G-20

Rafael Fernández
Antonio Estella

www.fundacionideas.es

Las opiniones reflejadas en este documento sólo vinculan al autor y no necesariamente a la Fundación IDEAS.

DD
01/2011





Rafael Fernández Sánchez es licenciado y doctor en Economía por la Universidad Complutense de Madrid y licenciado en Políticas por la UNED. Es profesor doctor de Economía Aplicada en la UCM y Codirector del grupo de investigación Economía Política de la Mundialización (EPM), vinculado al Instituto Complutense de Estudios Internacionales. Es profesor de Economía Política Mundial en el Máster Universitario de Economía de la facultad de Ciencias Económicas de la UCM y de Economía de Rusia en el Máster Universitario de Economía Internacional y Desarrollo que se imparte en esta misma facultad. Es investigador del Área de Relaciones Internacionales y Cooperación de la Fundación IDEAS.

Antonio Estella de Noriega, responsable del Área de Relaciones Internacionales y Cooperación de la Fundación IDEAS. Profesor titular de Derecho Administrativo y Jean Monnet Professor of European Union Law en la Universidad Carlos III de Madrid (España).

Agradecemos la participación de **Carlos Mulas Granados**, director general de la Fundación IDEAS, en la elaboración y discusión de borradores previos de este trabajo.

Publicaciones de la Fundación IDEAS para el Progreso

Informes: son análisis de mayor extensión llevados a cabo por equipos de científicos y expertos en los que la Fundación IDEAS refleja su posición.

Documentos de Trabajo: son análisis más breves llevados a cabo por equipos de científicos y expertos en los que la Fundación IDEAS refleja su posición.

Documentos de Debate: son documentos elaborados por científicos y expertos de la Fundación IDEAS y colaboradores externos que no necesariamente reflejan las posiciones de la Fundación.

Artículos de Análisis: son artículos de opinión donde el autor libremente expone sus puntos de vista sobre un asunto concreto, sin reflejar las posiciones de la Fundación.

Editado por

Fundación IDEAS
Gobelas 31, 28023 Madrid
Telf. +34 915 820 091
Fax +34 915 820 090
www.fundacionideas.es

FEPS Foundation for European Progressive Studies
Rue Montoyer 40, 1000 - Bruxelles - Belgique
Tel. +32 2 234 69 00
Fax +32 2 280 03 83
www.feps-europe.eu

ISBN: 978-84-15018-61-2
Depósito legal: M-9294-2011

Abstract

El documento ofrece una revisión crítica y añade nuevas propuestas a las discusiones sobre la reforma del sistema financiero que están teniendo lugar en el marco del G-20. En primer lugar, hace balance de la crisis financiera norteamericana de 2007-2008, que tuvo su origen en el proceso de desregulación de las finanzas iniciado en la década de los ochenta tras la llegada de Ronald Reagan a la Administración de los Estados Unidos. En segundo lugar, presenta las propuestas de reforma que han sido discutidas y aprobadas en las distintas reuniones del G-20, analizando sus principales carencias y limitaciones. El documento destaca la importancia de las iniciativas que se han tomado hasta el momento, pero considera que aún es necesario continuar desarrollando y concretando muchos temas relacionados con la regulación, tanto de los mercados como de las entidades financieras. Además, defiende que la construcción de una nueva arquitectura financiera internacional exige vincular la reforma regulatoria a las nuevas iniciativas para la coordinación de las políticas macroeconómicas y la reforma de las instituciones internacionales.

Siglas y abreviaturas

BCBS	<i>Basel Committee on Banking Supervision</i> (Comité de Basilea de Supervisión Bancaria)
CEBS	<i>Committee of European Banking Supervisors</i> (Comité Europeo de Supervisión Bancaria)
FSB	<i>Financial Stability Board</i> (Comité de Estabilidad Financiera)
FMI	Fondo Monetario Internacional
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i> (Comité Internacional de Estándares Contables)
OMC	Organización Mundial del Comercio
OMMF	Organización Mundial Monetaria y Financiera
SPV	<i>Special Purpose Vehicles</i> (Sociedades de Propósito Especial)
SIFI	<i>Systemically Important Financial Institutions</i> (Entidades Financieras de Importancia Sistémica)
OTC	<i>Over the counter</i>

Índice

1. Introducción	7
2. El fracaso de un modelo autorregulado	10
2.1 La crisis financiera y económica de 2007-2008	11
2.2 Más allá de la crisis: un modelo económico <i>financiarizado</i>	18
3. Las propuestas de reforma en el marco del G-20.....	22
3.1 Las tres propuestas más destacadas	22
3.2 Regulación bancaria, más asuntos pendientes	24
3.3 Regulación de mercados y entidades no bancarias	26
3.4 Supervisión financiera y agencias de calificación	27
4. Nuevas ideas sobre la agenda reguladora del G-20	28
4.1 Ideas sobre capitalización bancaria, SIFIs y políticas macroprudenciales	28
4.2 Ideas sobre cobertura de liquidez e índices de apalancamiento, modelos internos de riesgo, métodos contables y remuneraciones e incentivos.....	31
4.3 Ideas sobre la ampliación del perímetro regulatorio, mercados de capital y derivados, zonas <i>offshore</i> , y la transparencia y regulación preventiva global	34
4.4 Ideas sobre la supervisión preventiva y las agencias de calificación	38



5. Nuevas ideas sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional	42
5.1 La coordinación de las políticas macroeconómicas	42
5.2 La reforma de las instituciones internacionales	44
6. Conclusiones	50
Referencias	56

1

Introducción

Desde el estallido de la crisis de 2007-2008, la reforma del sistema de regulación y supervisión del sector financiero y la imposición de obligaciones fiscales a las transacciones financieras internacionales constituyen una parte fundamental de la agenda de discusión de gobiernos e instituciones económicas de todo el mundo. La discusión sobre esta cuestión ha dado un paso más en la reunión de ministros de Finanzas y gobernadores que ha tenido lugar en París los días 18 y 19 de febrero de 2011. Esta reunión ha sido de preparación de la Cumbre del G-20 que tendrá lugar en Cannes en noviembre de 2011.

En un informe anterior de la Fundación IDEAS, *Impuestos para frenar la especulación financiera. Propuestas para el G-20 (2010)*, se analizaban las distintas opciones de tributación y se hacía una propuesta para la implantación de un sistema fiscal más amplio, coordinado y eficaz, destinado no solo a incrementar la capacidad recaudatoria, sino también a acotar la libertad e incrementar la estabilidad de la dinámica financiera. En este documento se completa el análisis anterior, abordando el tema de la reforma regulatoria en el marco de las discusiones que están teniendo lugar en las distintas reuniones del G-20.

El repaso al contenido de estas reuniones pone de manifiesto que, desde Washington (en noviembre de 2008) a Seúl (en noviembre de 2010), las principales líneas de reforma han girado de forma constante en torno a tres grandes cuestiones: la regulación microprudencial, la transparencia de los mercados y la cooperación internacional.

Sin salirse de este planteamiento, Seúl fue una reunión de continuidad, carente de nuevas iniciativas. En la ciudad coreana, el G-20 se limitó a recoger los frutos de los trabajos que en reuniones anteriores se les habían encomendado al *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS, Comité de Basilea de Supervisión Bancaria) y al *Finan-*

cial Stability Board (FSB, Comité de Estabilidad Financiera). Lo más destacado fue el visto bueno que se le dio a las normas sobre el capital bancario que previamente había preparado el Comité de Basilea. Por lo demás, el G-20 se conformó con aplaudir los avances que habían hecho estos organismos en otros frentes, animándoles a seguir en esta misma línea de trabajo.

Este tono bajo de la reunión de Seúl ha servido para trasladar el mensaje de que las reformas regulatorias están encarriladas, siendo necesario abordar ahora otras cuestiones más urgentes e igualmente relevantes. Este mensaje se ha confirmado en la reunión ministerial de París de los días 18-19 de febrero, donde los desequilibrios globales, la reforma del Fondo Monetario Internacional (FMI) y la seguridad alimentaria han sido los asuntos que han acaparado casi toda la atención de los trabajos preparatorios para la próxima cumbre del G-20, que se celebrará en noviembre en la ciudad francesa de Cannes.

Esta dinámica declinante, iniciada en la cumbre de Toronto, debería ser reconducida antes de que sea demasiado tarde, porque en el ámbito de la regulación financiera todavía quedan muchas cosas por hacer. Después de lo ocurrido en los últimos años, no nos podemos permitir el lujo de que las reformas acaben siendo comedidas, puntuales y muy graduales. La cumbre de Cannes tiene que servir para que la reforma del sistema financiero retome el vigor y el protagonismo de las primeras reuniones, haciendo hincapié en cuatro ideas fundamentales.

La primera idea es que el G-20 debe seguir trabajando para que se sigan desarrollando y concretando muchas cuestiones que afectan a la gestión del riesgo microeconómico. Todavía hay mucho camino por recorrer sin salirse un ápice del amplio elenco de recomendaciones que han hecho el BCBS y el FSB. En este ámbito, la calidad del sistema de supervisión resulta una cuestión especialmente relevante. La capacidad que se demuestre para construir un sistema de supervisión auténticamente eficaz y coordinado internacionalmente dará la verdadera medida del éxito de la reforma y de la voluntad política para llevarla a cabo.

La segunda idea es que para garantizar la estabilidad financiera no basta con aplicar y supervisar medidas que afectan mayoritariamente al ámbito bancario. El G-20 debe dar un salto de calidad en sus propuestas de reforma, ampliando el perímetro regulatorio a otras entidades no bancarias y estableciendo un marco básico de reglas y límites, que sea globalmente compartido, con respecto al funcionamiento de los mercados de capital y derivados.

La tercera idea es que esa reforma de las instituciones y mercados financieros debe inscribirse en un marco más amplio de medidas destinadas a facilitar la estabilidad económica y financiera a escala mundial. Este enfoque de carácter integral debe incluir la reorientación y coordinación internacional de las políticas macroeconómicas, así como la revisión de las funciones y métodos de funcionamiento de los organismos internacionales.

La cuarta idea es que la institucionalización del G-20 como un órgano de deliberación para asuntos económicos y la reforma del FMI representan avances importantes en esa dirección, pero no deben descartarse otras iniciativas más ambiciosas como la creación de una Organización Mundial Monetaria y Financiera (OMMF), “gemela” de la Organización Mundial del Comercio (OMC).

La estructura del trabajo es la siguiente. En primer lugar, se explican los principales vacíos regulatorios que dieron lugar a la crisis de 2007-2008. En segundo lugar, se analizan las propuestas de reforma surgidas en el marco del G-20. En tercer lugar, se lleva a cabo una revisión crítica de esas propuestas, aportando nuevas iniciativas que permitan abordar una reforma profunda y global del sistema financiero encaminada hacia la creación de una nueva arquitectura financiera internacional.

2

El fracaso de un modelo autorregulado

Desde que la Administración Reagan comenzó a dismantlar el modelo de finanzas reguladas que había estado vigente en todo el mundo desarrollado durante la edad de oro del capitalismo, las crisis económicas de origen financiero se han convertido en un fenómeno recurrente.

Al *crash* de la bolsa de Nueva York —el primero de envergadura desde 1929—, le han seguido continuos episodios de crisis, que con distintas intensidades han sacudido tanto a las economías desarrolladas como a las emergentes. Recién comenzada la década de los noventa, Japón sufrió un doble *crash* bursátil e inmobiliario, que aún sigue causando estragos en la economía de este país. Poco después la Unión Europea se enfrentó a los ataques especulativos que acabaron con la estabilidad de su sistema monetario. Tras la crisis de pagos de México en 1994, llegaron las devaluaciones y las grandes crisis bancarias que contagiaron a toda la región del sudeste asiático en 1997. A éstas le siguió el hundimiento del rublo en 1998, que entre otras consecuencias desencadenó la quiebra del *Long Term Capital Management* (LTCM), que a su vez puso en jaque a todo el sistema financiero de los Estados Unidos¹. La serie continuó con las crisis en países como Brasil, Turquía o Argentina. Finalmente, el siglo se cerró con el desplome del Nasdaq, que arrastró los índices de todas las bolsas de Estados Unidos y Europa; sin olvidarse de los escándalos que poco después afectaron a algunas de las grandes empresas norteamericanas como Enron o WorldCom.

1 Las actividades especulativas de alto riesgo en economías emergentes del *hedge fund Long Term Capital Management* (LTCM), situaron a las autoridades norteamericanas ante el riesgo de que se generara una crisis de sistema. Ante este riesgo, Alan Greenspan decidió acudir al rescate del LTCM solicitando aportaciones de capital a buena parte de los grandes bancos de inversión de Estados Unidos. Este apoyo incrementó el riesgo moral del sistema, pero no sirvió de lección para introducir mecanismos de supervisión más exigentes. Al contrario, la relajación normativa continuó profundizándose. Una interesante referencia a este episodio se encuentra en Estefanía (2000: 325-334).

Este camino tan accidentado sitúa en el contexto adecuado a la crisis de 2007, relativiza su carácter inesperado o sorpresivo, e impide interpretarla como un hecho desgraciado, pero puntual y difícilmente repetible, consecuencia de los abusos y los engaños de algunos financieros demasiado codiciosos. Se trata, por el contrario, de uno más de una larga cadena de eventos provocados por un modelo económico construido sobre la falacia de la autorregulación financiera, con la diferencia de que esta última crisis –por su enorme dimensión, alcance, duración e intensidad– debería representar el fracaso definitivo de ese modelo.

2.1 La crisis financiera y económica de 2007-2008

La especial virulencia de la crisis desatada en 2007 en los Estados Unidos no ha sido producto de la casualidad, sino el resultado de un cúmulo de decisiones desacertadas y de una dinámica perversa en la que la resaca de una crisis se ha convertido sin solución de continuidad en el germen de la siguiente². Así, en este caso concreto, la crisis de las empresas *puntocom*, cuya sobrevaloración había sostenido la dinámica de crecimiento de la economía norteamericana durante la segunda mitad de la década de los noventa, aparece en el origen de la burbuja inmobiliaria que comenzó a formarse durante los primeros años de este siglo³.

En 2001, la prioridad de la Reserva Federal (FED) era evitar que el hundimiento de los valores tecnológicos desembocara en una crisis sistémica de grandes proporciones. El objetivo era, por tanto, estimular rápidamente la demanda agregada y reactivar los mercados financieros, para evitar que el sobreendeudamiento de hogares y empresas desembocara en una fuerte contracción de la inversión y el empleo.

De ahí la puesta en práctica de una política monetaria generosamente expansiva, que rebajó los tipos de interés del 6% al 1%, facilitando la expansión del crédito hipotecario y el sostenimiento de la demanda de consumo mediante el endeudamiento de los hogares. Los efectos de esa política sobre la recuperación de la economía fueron más rápidos de lo esperado, lo que encumbró la figura del presidente de la FED, Alan Greenspan, haciendo creer a éste que los episodios de crisis no eran más que un mal menor, que podían controlarse y superarse con relativa facilidad, mientras que a cambio la actividad financiera en su fase alcista era generadora de riqueza, y que ese

2 Un análisis completo de la evolución de la economía norteamericana a lo largo de las tres últimas décadas se encuentra en Palazuelos (2010: 93-120).

3 Los factores de fondo que intervienen en la crisis bursátil de 2000 son esencialmente los mismos que explican la crisis financiera de 2007-2008. En este sentido, el análisis que se hace en *Los felices 90. La semilla de la destrucción* es profundamente revelador (Stiglitz, 2003:37-62).

enriquecimiento sería mayor cuanto más libertad se le diera a los agentes financieros (Cooper, 2008).

Sin embargo, ese diagnóstico ocultaba que la inesperada recuperación también estaba muy relacionada con la generosa actitud de las agencias nacionales de supervisión hacia las entidades bancarias que habían quedado en una situación muy delicada tras la crisis de 2000. Éstas, ante la supresión de las cautelas y la exagerada relajación de los controles, iniciaron una estrategia de huida hacia delante que acrecentó la tendencia hacia el riesgo y la opacidad; una tendencia que no cabe limitar a operadores especialmente irresponsables ni a productos concretos más o menos novedosos, sino que afectó con carácter general a todo tipo de entidades, productos y mercados de contratación.

Sin embargo, esa carrera hacia el riesgo y el ocultamiento era presentada como la excelencia de la innovación y el ingenio a que da lugar el libre mercado. Así ocurrió, por ejemplo, con la titulización crediticia, que no era en realidad una práctica realmente novedosa, ni especialmente ingeniosa. La innovación radicaba en todo caso en la condescendencia con la que los supervisores dejaron que la emisión de títulos de crédito, cuyos rendimientos se hacen depender de los flujos de caja que generan la amortización y los intereses del crédito (activo subyacente), se convirtiera en un vehículo para escapar de los requerimientos prudenciales a los que estaban sometidas las entidades bancarias (Lordon, 2009: 49-92).

La anotación de estas operaciones fuera de los balances bancarios y las facilidades concedidas para la creación de *Special Purpose Vehicles* (SPV, Sociedades de Propósito Especial) que, al servicio de los bancos, gestionaban esta cartera de nuevos títulos sin apenas control por parte de los supervisores, hacía que los bancos pudieran conceder créditos y recuperar rápidamente liquidez para la concesión de otros nuevos, traspasando el riesgo a otros agentes y sin necesidad de cubrir el aumento de sus pasivos con nuevas dotaciones de capital propio.

La competencia entre bancos para captar a nuevos clientes con condiciones económicas cada vez más precarias tampoco era fruto del ingenio, sino de la ausencia de controles efectivos que limitaran el apalancamiento y la emisión crediticia. En esas condiciones de extrema relajación de los controles externos e internos, los créditos se llegaron a conceder a personas sin activos, ni empleo, ni historial crediticio, dentro de una gigantesca cadena de irresponsabilidad colectiva⁴.

4 El trabajo de Vilariño (2009: 4-28) explica la crisis de las hipotecas *subprime*, situándola en el contexto de un sistema financiero confiado en la autorregulación y la eficiencia de los mercados. Una

Esa irresponsabilidad colectiva era, sin embargo, el resultado de una conducta individual absolutamente racional. El pago de primas, bonus y comisiones, relacionados con la concesión de nuevos créditos, hacía que muchos vieran la creciente reducción de la calidad de los créditos concedidos, sin que nadie estuviera dispuesto a ponerle freno. La propia expansión de los créditos provocaba la compra de más viviendas, reproduciendo una dinámica alcista que animaba a pedir más préstamos para la adquisición de nuevos inmuebles. Esa continua revalorización de los activos era tomada como el mejor aval frente al riesgo de impago y constituía a su vez el mejor estímulo para que siguiera aumentando la demanda inmobiliaria.

La supuesta bondad de esa dinámica era ratificada por los supervisores, las auditoras y las agencias de calificación, cuyos responsables aceptaban acríticamente los resultados de los modelos de evaluación de riesgo que habían sido elaborados *ad hoc* por expertos contratados por los propios bancos, para luego ser vendidos y aplicados en otras entidades, donde esos mismos modelos se utilizaban más como coartada frente al supervisor que como un instrumento para la toma de decisiones.

Estos modelos minusvaloraban el riesgo de las inversiones financieras basadas en crédito (apalancamiento) y no contemplaban la posibilidad de riesgo de liquidez ni de sistema, y con frecuencia su nivel de sofisticación era tan grande que su comprensión estaba solo al alcance de sus creadores (Vilariño, 2000 y 2009). Ni los supervisores ni sus usuarios parecían disponer de la experiencia necesaria para valorar adecuadamente lo que estaba ocurriendo, ni tampoco parecían tener demasiado interés para hacerse preguntas al respecto; las empresas de auditoría y calificación, por depender en exceso del buen trato que pudieran dispensar a sus mejores clientes, y los responsables públicos por miedo a estropear lo que no dejaba de dar grandes réditos, tanto políticos como económicos⁵.

La elevada calificación que recibían por parte de las agencias los títulos crediticios y los paquetes de títulos estructurados en diversos tramos de riesgo, así como los productos derivados ligados a esos títulos estructurados, facilitaban su colocación en los mercados exteriores donde la abundancia de dólares se unía a la gran confianza y seguridad que inspiraba el amplio y sofisticado sistema financiero norteamericano⁶.

explicación sencilla del fraude de las hipotecas se encuentra en Stiglitz (2010: 113-149). También en De la Dehesa (2010: 338-340).

- 5 Este tipo de problemas se describen en *Caída libre* (Stiglitz, 2010: 31-59), pero ya estaban presentes en la década anterior. Véase Stiglitz (2003).
- 6 Las agencias de *rating* concedieron calificaciones máximas (AAA) a muchos de estos títulos. En pocos meses, las mismas agencias degradaron esos *ratings* de forma brusca y generalizada, acelerando el hundimiento de todo el sistema.

Esta internacionalización del proceso convirtió en potencialmente vulnerable a cualquier institución financiera, pero en apariencia esa estrategia de crear para distribuir servía para dispersar (ocultar) el riesgo y captar a bajo coste más liquidez con la que seguir alimentando la expansión crediticia.

De este modo, la conversión de los préstamos hipotecarios en títulos negociables y la aparición de nuevos productos financieros originalmente vinculados a esos títulos, que atraían la atención de todo tipo de agentes financieros, tanto nacionales como internacionales, puso en marcha una nueva burbuja especulativa, con entidad propia, pero estrechamente vinculada a la que afectaba a los activos inmobiliarios, puesto que en última instancia el valor de todos esos nuevos activos de tres siglas (MBS, CDO, CDS, etc.)⁷ se hacía depender del valor del activo subyacente (el crédito hipotecario) y de la capacidad de los hipotecados para devolver los préstamos que habían recibido (Lordon, 2009: 60-68).

De este *boom* se beneficiaron un sinfín de operadores financieros que encontraron la vía para reorientar sus inversiones hacia otros productos después del derrumbe que había sufrido el mercado de acciones en el año 2000. Las inversiones de *hedge funds*, *private equities* y otras entidades financieras no bancarias, cuyas operaciones no están sometidas a control por los reguladores, crecieron como la espuma a lo largo de estos años, especialmente las que se llevan a cabo *over the counter* (OTC), es decir, fuera de las reglas que establecen las cámaras de compensación para la negociación de contratos derivados. Estas operaciones OTC son especialmente opacas y peligrosas, sobre todo las que se realizan a corto plazo y al desnudo, lo que significa que la parte que negocia la venta de un activo a futuro no tiene la obligación de poseer realmente ese activo en el momento en que se cierra el contrato (De la Dehesa, 2010: 358-369).

En los OTC se negociaron, entre otros, millones de contratos de seguro de crédito, con los que algunas compañías se comprometían a cubrir las pérdidas que los agentes compradores de títulos pudieran sufrir como consecuencia de un impago (o evento de crédito) por parte de los deudores, pero sin tener obligación –como sucede con las empresas de seguros tradicionales– de dotar reservas para responder ante esos fallidos. De esta forma se acrecentaba una falsa sensación de seguridad que servía para que todos los agentes elevaran la frontera del riesgo, si bien éste no

7 Solo en Estados Unidos, los ABS (*Asset Backed Securities*), los CDO (*Collateralized Debt Obligations*) y los MBS (*Mortgage Backed Securities*) pasaron de 400.000 millones de dólares en 2000 a 2,2 billones en 2006, y solo los CDS (*Credit Default Swaps*) rebasaron los 63 billones de dólares. A mediados de 2008 el mercado de derivados había alcanzado un valor de 700 billones de dólares, de los que el 85% se negociaban en OTC (de la Dehesa, 2010: 341 y 359).

desaparecía, sino que se trasladaba del acreedor al asegurador. Entendiendo que de llegar a producirse un fallo en cadena por parte de los deudores, los problemas financieros rebasarían al asegurador para contagiar de nuevo a todos los acreedores.

Del auge de los valores de los títulos crediticios y sus derivados también y, en primer lugar, se benefició la gran banca, que aprovechando la aprobación de la Ley *Gramm-Leach-Bliley* (1999) se transformó en banca multifunción, híbrido entre la banca comercial y la banca de inversión. Merced a este cambio en la regulación, los nuevos bancos pudieron seguir un doble juego, en el que actuaban amparados por la libertad de movimientos que la legislación concedía a la banca de inversión, pero beneficiándose al mismo tiempo de la protección que esa misma legislación ofrecía a la banca comercial (Kregel, 2010).

Así, podían captar depósitos y conceder préstamos (función básica de la banca comercial), al mismo tiempo que podían ofrecer sus servicios como intermediarios en el mercado de capitales, asesorando tanto a los emisores como a los compradores de títulos, es decir, tanto a los clientes necesitados de ahorro a bajo precio como a los inversores a la búsqueda de la máxima rentabilidad. Simultáneamente podían emitir y comprar sus propios títulos, incluyendo aquellos en los que habían intervenido como asesores, así como crear mecanismos de protección frente al riesgo de crédito a la vez que obtenían beneficios especulando con ese mismo riesgo en los mercados de derivados.

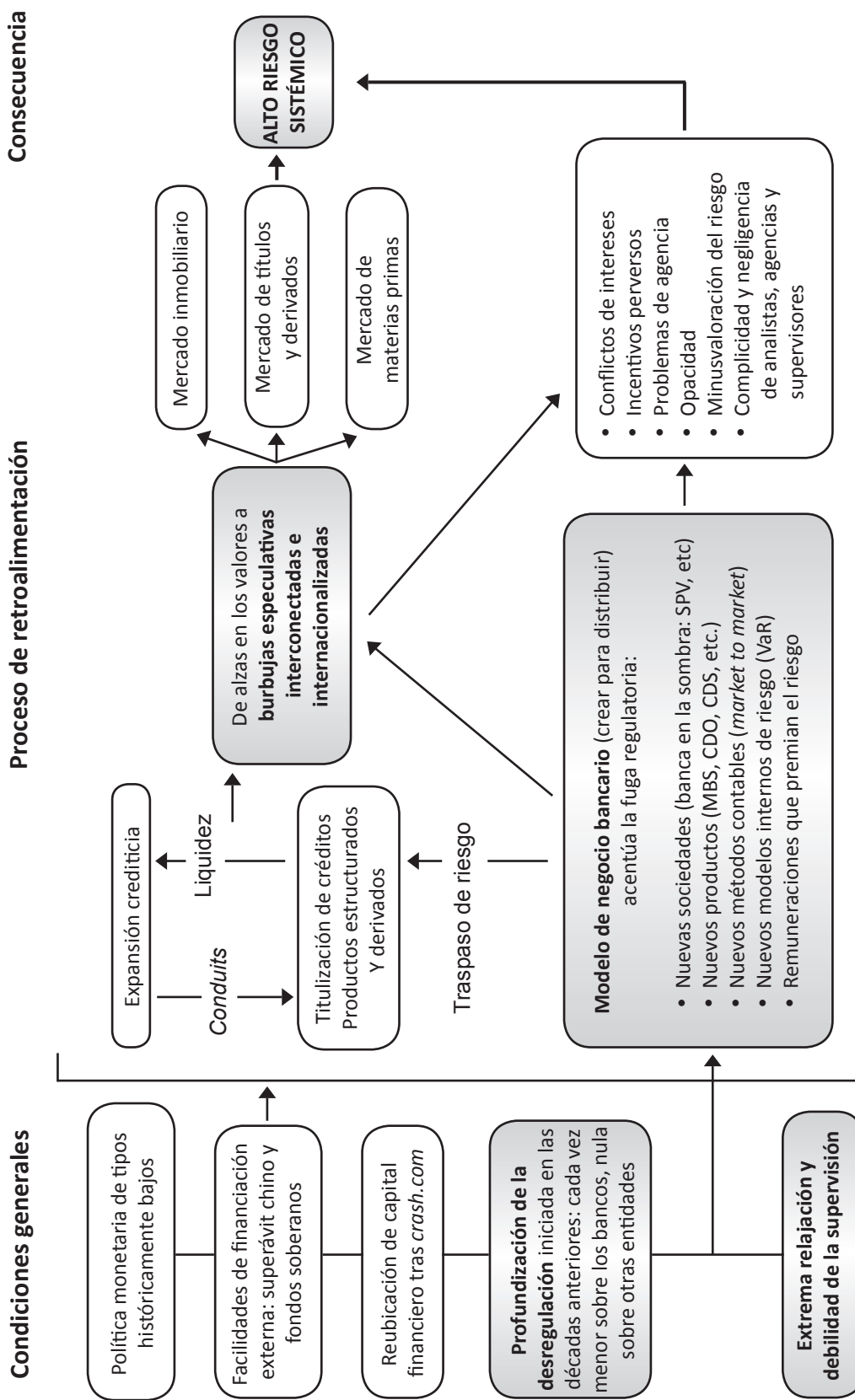
A su vez estos mismos superbancos podían crear o contar con participaciones en sociedades no bancarias que escapaban a cualquier tipo de control, pero que funcionaban como banca en la sombra al servicio de una estrategia compartida. De esta forma fue tejiéndose una red cada vez más tupida de intereses e interdependencias entre entidades, que concedía a los grandes operadores un gran poder de influencia sobre el resto de los agentes y que situaba a todo el sistema en el disparadero en caso de quiebra de alguna de estas grandes entidades. Paradójicamente, el alto riesgo de sistema concentrado en torno a estas compañías les permitía tomar decisiones especialmente arriesgadas, sabedores de que si esas inversiones fallaban siempre podrían contar con la ayuda del Estado.

Todo este conjunto de circunstancias, gestadas y retroalimentadas a lo largo de años, acabaron convirtiendo a la economía norteamericana en una bomba de relojería a la espera de que alguien la detonara. Bastó que en 2006 la FED comenzara a subir los tipos de interés, para que todo el engranaje se viniera abajo. Esa subida de tipos provocó un freno en las ventas, el aumento de impagados, la contaminación de los tramos de más calidad de los “paquetes” crediticios, la huida de los agentes

hacia la liquidez (deshaciendo posiciones en todos los activos simultáneamente), la desvalorización generalizada de los mismos, la multiplicación de activos tóxicos (sin valor), la explosión de riesgos no protegidos, la desinformación y la desconfianza hacia la situación financiera del resto de los agentes, el estrangulamiento del crédito interbancario, las crisis de liquidez, las quiebras en cadena, los despidos, la recesión económica y el sobreendeudamiento de hogares y empresas (Stiglitz, 2010: 59-63).

Se consumaba así el fracaso de un modelo financiero autorregulado y, en general, de un modelo de crecimiento liderado por las finanzas que durante años había sido exportado y presentado al resto del mundo como la demostración más palpable de la clara superioridad tecnológica e institucional de la economía norteamericana.

Cuadro 1. De la crisis bursátil de 2000-01 a la crisis financiera y económica de 2007-08



Fuente: elaboración propia

2.2 Más allá de la crisis: un modelo económico *financiarizado*

En un contexto de continuos avances en las tecnologías de la información y la comunicación, la desregulación financiera no solamente ha dado lugar a una situación de permanente inestabilidad. La gran expansión de la actividad financiera también ha degenerado en una creciente influencia de estas actividades sobre otros muchos ámbitos de la dinámica económica. No es exagerado afirmar que esta influencia se ha convertido en el rasgo más novedoso y destacado del funcionamiento de las economías desarrolladas desde que el giro neoconservador de los años ochenta diera por concluida la época dorada del capitalismo, en la que la actividad financiera estuvo siempre al servicio de la inversión productiva y la creación de empleo⁸.

Una de las manifestaciones más evidentes de esa deriva hacia lo financiero es la actual hiperactividad de los mercados de divisas, donde diariamente se llevan a cabo intercambios por valores superiores al billón de dólares, a pesar de que apenas un 1%-2% de esas operaciones tiene como finalidad el desarrollo de actividades comerciales o el desarrollo de inversiones productivas. La inmensa mayoría de estas operaciones se llevan a cabo con intención de obtener una ganancia de tipo financiero, aprovechando las diferencias y las variaciones de cotización de las diferentes monedas. En ocasiones, esas operaciones tienen virtudes estabilizadoras, pero las más de las veces contribuyen a multiplicar la volatilidad y la incertidumbre.

La búsqueda de ganancias de tipo financiero no solo se ha extendido a los mercados de divisas. También está presente en los mercados de vivienda y de otros productos básicos como la energía, los minerales y numerosos alimentos cuyos precios se negocian internacionalmente. La alta volatilidad de los precios de esos productos y las dinámicas explosivas que se han registrado durante los últimos años difícilmente podrían explicarse sin esa continua penetración de las operaciones de tipo especulativo⁹.

Otra manifestación, quizá menos visible pero no menos importante, de la influencia de las finanzas sobre la dinámica económica son los cambios registrados en la gobernanza de las grandes empresas no financieras. Según han puesto de manifiesto diversos autores (Aglietta, 2005; Lazonick y Sullivan, 2000), la maximización del bienestar de los accionistas, deseos de recibir altas rentabilidades a corto plazo

8 Este fenómeno recibe el nombre de *financiarización* económica. Véanse Boyer (2000), Stockhammer (2004), Epstein (2005) y Krippner (2005).

9 Sobre el papel de los *hedge funds* en la evolución de los precios del crudo, véase Fusaro *et al.* (2005).

comparables a las que se pueden obtener en otros mercados financieros, se ha convertido en el criterio guía de la gestión empresarial, más aún cuando a menudo las remuneraciones de los directivos se han hecho depender de la rápida revalorización de las acciones de la compañía. De esta forma, el comportamiento en el corto plazo de los mercados de valores se ha ido convirtiendo en la referencia fundamental a la hora de valorar y evaluar el buen desempeño de las compañías en detrimento de los objetivos y estrategias de largo plazo.

Las consecuencias de esa asimilación por parte de los gestores y consejos de administración de las grandes empresas de los criterios e indicadores de éxito propios del sector financiero no son desdeñables, puesto que esa nueva cultura corporativa ha contribuido a la gestación de fenómenos tan relevantes como la generación de expectativas infundadas con respecto al potencial de determinadas innovaciones tecnológicas, la proliferación de grandes proyectos de inversión difícilmente justificables a tenor de las condiciones y necesidades reales de las compañías, la vorágine de absorciones y fusiones entre grandes empresas, y ciertas urgencias privatizadoras cuyo móvil fundamental ha sido con demasiada frecuencia la obtención de grandes e inmediatas ganancias financieras.

Por último, no solo la gestión privada, también las políticas públicas han quedado muy condicionadas por el avance de la desregulación y la actividad financiera, especialmente en aquellas economías en las que la libertad a la circulación de capitales se ha querido combinar con compromisos de estabilidad cambiaria. En estos casos, la gestión de la política monetaria ha sufrido una notable pérdida de soberanía, sin que en muchos casos ello haya servido para evitar crisis cambiarias y de pagos¹⁰. Buena prueba de ello es la asombrosa facilidad con la que en poco tiempo se han popularizado frases como “la decisión ha sido bien recibida por los mercados (financieros)”, o “los mercados (financieros) han castigado la ausencia de reformas”, por poner solo dos ejemplos que dan cuenta del reciente poder que les ha sido concedido a los actores financieros.

A pesar de ello, la competencia entre Estados por captar capitales y ganarse la confianza de los inversores extranjeros ha seguido estimulando la generosidad

10 Las crisis sufridas durante la década de los noventa por muchas economías en desarrollo pusieron en evidencia este problema. Véanse Epstein (2005) y Vilariño (1999). La unificación monetaria en la Unión Europea es otra muestra de este problema. Esta decisión supuso una renuncia a la soberanía en la política monetaria para proteger a Europa de ataques especulativos en un contexto de liberalización financiera. La situación actual por la que atraviesan las economías europeas vuelve a poner de manifiesto la restricción de soberanía económica que impone la expansión desregulada de la actividad financiera.

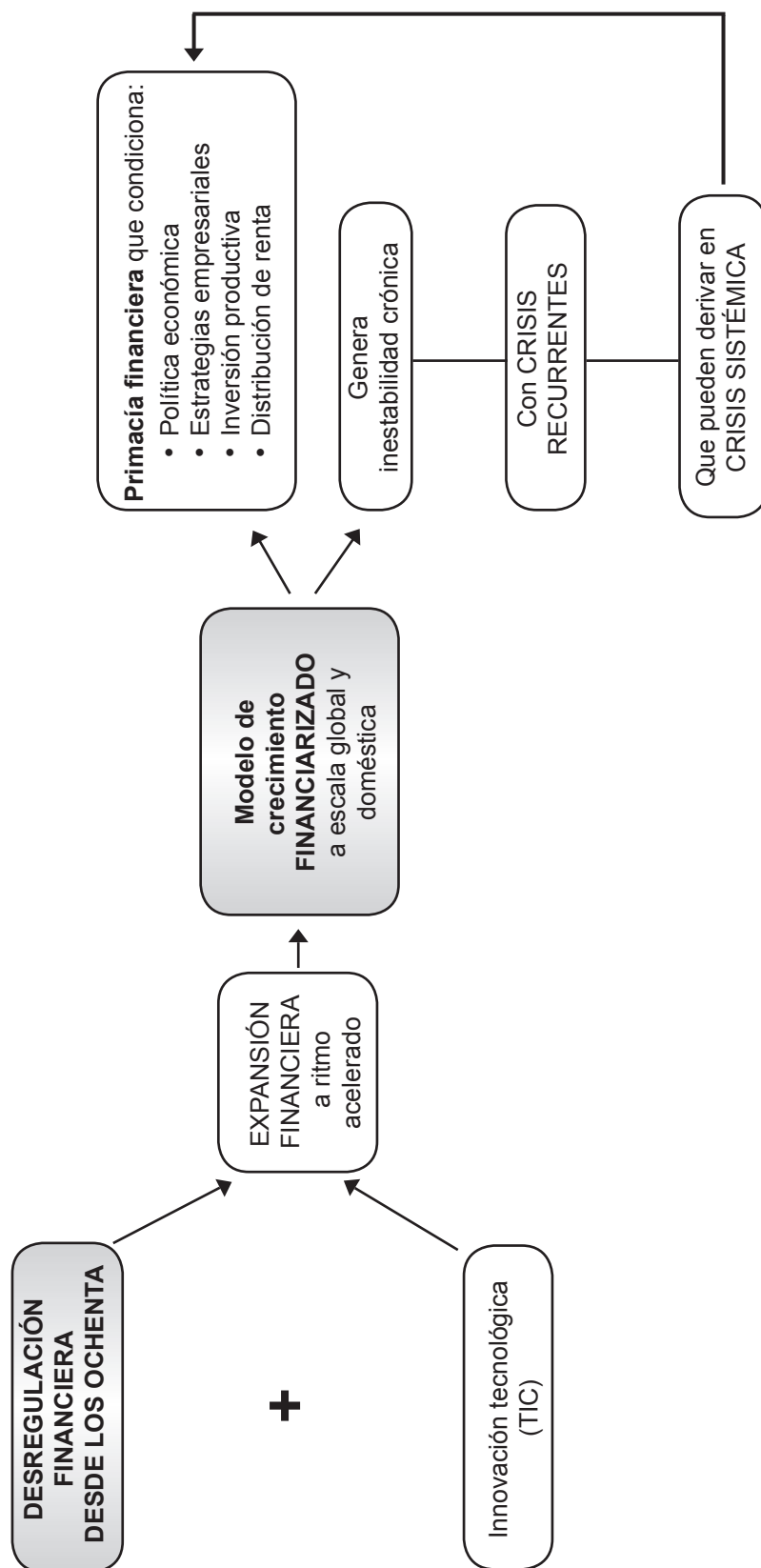
fiscal, la laxitud normativa y la relajación en los criterios de supervisión y control, favoreciendo todavía más la expansión financiera y la formación de un entorno económico cada vez más inestable. Así, el margen de maniobra de los gobiernos ha ido quedando cada vez más reducido, al tiempo que no ha cesado de aumentar la capacidad de presión de las empresas y los grupos sociales más beneficiados por el auge financiero, que no han cesado en su empeño de obtener nuevas rebajas de impuestos, mayores desregulaciones y crecientes facilidades para operar en espacios opacos al abrigo de cualquier obligación fiscal y normativa.

A nada de todo ello se ha puesto freno, aun cuando el acrecentamiento de la inestabilidad y la incertidumbre ha acabado desembocando, de forma recurrente, en crisis de graves consecuencias para numerosas economías de muy diferentes características, a medida que éstas se iban incorporando a un espacio financiero internacional carente de regulaciones, en el que los gobiernos apenas cuentan con contrapesos para amortiguar los ataques especulativos, la sobrerreacción de los agentes y los efectos de contagio.

Finalmente, esta acumulación de crisis sucesivas es lo que ha puesto en cuestión la apuesta por la desregulación financiera. En este cuestionamiento, parecen estar de acuerdo figuras de gran prestigio académico, responsables e instituciones políticas, así como grupos y organismos internacionales especializados en el análisis financiero. No obstante, las diferencias con respecto a qué, cómo y cuánto debe ser sometido a regulación son muy notables¹¹. En los principales foros de decisión las voces que reclaman una reforma global y profunda, que persiga no solamente el objetivo de reducir la inestabilidad del sistema, sino también la construcción de un modelo de crecimiento más sostenible y menos dependiente de las finanzas, son claramente minoritarias. Tanto que se corre el riesgo de que incluso las iniciativas más moderadas acaben diluyéndose arrastradas por nuevas urgencias y viejos intereses.

11 En Tymoigne (2009) se ofrece un análisis exhaustivo de las propuestas de reforma planteadas por las instancias y organismos más especializados.

Cuadro 2. Desregulación, *financiarización* y crisis de sistema



Fuente: elaboración propia

3

Las propuestas de reforma en el marco del G-20

La crisis de 2007-2008 impuso el consenso de que el sistema de autorregulación bancaria había fracasado, y los mismos que habían defendido las virtudes de ese sistema parecieron aceptar que la gestión bancaria debía estar sometida a un marco regulatorio más estricto y eficaz. El objetivo del G-20 ha sido dar impulso y cobertura política al desarrollo de ese marco, encomendado su desarrollo y concreción al BCBS y el FSB¹².

A la vista de los informes que en los últimos años han ido elaborando estos organismos, no cabe dudar de las intenciones reformadoras¹³. En ellos se abordan una gran variedad de cuestiones, siempre con el objetivo de que los bancos mejoren sus sistemas de gestión del riesgo. A diferencia de lo sucedido en ocasiones anteriores, no parece que estemos ante una pretensión puramente retórica, destinada a ganar tiempo para volver cuanto antes al orden anterior a la crisis. Sin embargo, el proceso de aceptación y ejecución de medidas avanza con lentitud, mientras que la mayor parte de los asuntos continúan en fase de elaboración.

3.1 Las tres propuestas más destacadas

Por su importancia y por el interés que han suscitado, las tres iniciativas más destacadas son la fijación de nuevos criterios de capitalización bancaria, la creación de un

-
- 12 G-20 (2010a) recoge un resumen pormenorizado de las iniciativas que ha impulsado este grupo desde noviembre de 2008. En www.g20.org se pueden encontrar las declaraciones finales de todas las cumbres celebradas por el G-20 desde Washington a Seúl.
- 13 Un buen resumen de este conjunto de propuestas se encuentra en FSB (2010).

marco de regulación reforzada para grandes entidades de importancia sistémica y la introducción de estándares para la aplicación de políticas macroprudenciales.

- **Capitalización bancaria:** sin duda, el avance más sobresaliente de la última reunión de Seúl fue el visto bueno que recibió la iniciativa del Comité de Basilea para dotar de más y mejor capital a los bancos (BCBS, 2010b). Según lo acordado, el capital puro aportado por los accionistas (el único realmente capaz de reflotar a un banco en caso de dificultades) tendrá ahora que suponer al menos un 4,5% de los activos de riesgo, cuando antes esa exigencia era solo del 2%. Otros activos financieros que no estén sujetos a periodos de vencimiento deberán aportar otro 1,5% para llegar a un ratio del 6%. Este coeficiente de solvencia (Nivel 1) se completa con otros activos como los bonos de largo plazo para finalmente alcanzar un ratio del 8% sobre el total de activos ponderados por riesgo, principalmente créditos.

Con esta decisión se mantienen requerimientos muy parecidos a los de Basilea II, pero distribuidos de una forma diferente, con el objetivo de que esa dotación tenga auténtica capacidad para absorber situaciones de crisis; si bien también se añade la recomendación de reforzar el 4,5% de capital puro con un fondo anticíclico del 2,5%, de forma que el llamado *common equity* (capital puro + fondo anticíclico) pueda llegar al 7%. Las entidades podrían recurrir a este fondo en situaciones de dificultad.

- **Entidades “demasiado grandes para caer” (*too big to fail*):** el tamaño “protege” de la quiebra a los grandes bancos, porque el riesgo de que su caída arrastre a otras entidades, provocando una crisis de sistema de alcance internacional, se presume demasiado grande. Ello hace que estos megabancos disfruten *de facto* de un seguro público y gratuito, financiado con el dinero de los contribuyentes, gracias al cual pueden socializar sus pérdidas, sin que tengan, a cambio, que hacer lo mismo con sus beneficios.

El G-20 entiende que la solución a este problema de riesgo moral pasa por identificar a estas *Systemically Important Financial Institutions* (SIFIs, Entidades Financieras de Importancia Sistémica). Estas SIFIs, una vez identificadas, tendrían que quedar sometidas a un sistema de regulación reforzada con el fin de evitar que asuman riesgos excesivos, a cuenta de esa protección gratuita. Teniendo en cuenta su carácter transnacional, la regulación y supervisión de estas entidades exigiría, además, la institucionalización de vías de cooperación internacional. Se trata de una propuesta novedosa y de calado, pero que no llegó a Seúl suficientemente madura, por lo que la presentación de un catálogo de grandes entidades de importancia sistémica ha quedado aplazada.

- **Políticas macroprudenciales:** se trata de otra de las grandes novedades del nuevo enfoque de Basilea (BCBS, 2010c: 8). En realidad, se puede decir que Basilea III es Basilea II con regulación microprudencial reforzada más políticas macroprudenciales. El objetivo de estas políticas es que actúen como contrapesos contracíclicos, contribuyendo a modular el conjunto de la dinámica financiera. Su aplicación exige calcular probabilidades de incumplimiento a través del ciclo y no en un punto del ciclo, ajustando las exigencias de capital a esos resultados, solicitando más capital en el auge para que las entidades estén mejor preparadas en el descenso.

En Seúl, el G-20 ha ratificado la propuesta del BCBS (2010c: 9) para que se establezcan los procedimientos adecuados con el fin de que las autoridades nacionales puedan imponer esos *buffers* adicionales (de hasta el 2,5% sobre el total de activos), por encima de los requerimientos mínimos de capital que establece la nueva regulación microprudencial. Dado que estas dotaciones pretenden contribuir a restringir la expansión del crédito cuando se detecta un sobrecalentamiento de la demanda y un aumento generalizado de los niveles de apalancamiento, también se admite la posibilidad de que se apliquen rebajas excepcionales por debajo del mínimo en los casos en los que sea necesario impulsar la oferta crediticia.

3.2 Regulación bancaria, más asuntos pendientes

Más allá de estas tres cuestiones “estrella”, la agenda reformadora del G-20 es mucho más amplia, pero otras iniciativas, aun siendo muchas de ellas de extraordinaria relevancia, carecen del mismo grado de ambición y/o concreción. Sin ánimo de ser exhaustivo, cabe destacar muy diversas cuestiones, agrupadas en tres ámbitos de actuación: regulación bancaria, regulación de mercados y entidades no bancarias, y sistemas de supervisión y calificación de riesgos. Entre las referidas a la regulación bancaria cabe destacar las siguientes:

- **Cobertura de liquidez e índices de apalancamiento:** estas dos cuestiones están sobre la mesa del Comité de Basilea, pero aún no han sido “oficialmente” incorporadas como requisitos para la gestión del riesgo bancario. El establecimiento de un ratio de cobertura de liquidez obligaría a los bancos a disponer de activos líquidos de suficiente calidad como para hacer frente a interrupciones bruscas de las líneas de crédito, pero su aplicación carece de fecha fija. Lo mismo sucede con la propuesta de resucitar un índice simple de apalancamiento –objetivo y comparable entre entidades– basado en la relación entre

capital propio y el total de activos. Este índice –independiente de los requerimientos de capital ponderados por la exposición al riesgo de crédito– ayudaría a prevenir y contener la expansión de posiciones cada vez más apalancadas dentro del sistema (BCBS, 2010c: 5-6).

- **Métodos contables:** el G-20 reconoce que en la raíz de los actuales problemas financieros está la creciente generosidad hacia la contabilidad “creativa”. El BCBS admite que el método de valoración de activos (altamente volátiles) a precios de mercado (*market to market*) incorpora un fuerte componente procíclico, por lo que debe ser revisado. Igualmente problemática ha sido la valoración de activos de riesgo carentes de mercados líquidos a “precios de modelo”, así como la facilidad con la que los grandes bancos se han servido del *trading book* para ahorrarse nuevas aportaciones de capital. No obstante, ninguno de estos asuntos ha recibido todavía una solución específica. El *Financial Stability Board* (FSB) y el *International Accounting Standards Board* (IASB, Comité Internacional de Estándares Contables) siguen trabajando en una propuesta con el objetivo de que pueda ser discutida en la próxima cumbre del G-20.
- **Modelos internos de riesgo:** una de las grandes novedades de Basilea II fue la aceptación de que los bancos pudieran aplicar sus propios modelos para la evaluación de riesgos. El BCBS admite ahora que nunca se debió confiar tan ciegamente en esos modelos internos, puesto que, al igual que sucede con la contabilidad *market to market*, estos modelos matemáticos altamente sofisticados tienen un carácter marcadamente procíclico. Ello significa que tienden a presentar el riesgo de crédito como bajo cuando el nivel agregado de riesgo comienza a ser peligroso, y como alto cuando la crisis ya ha estallado y la aversión al riesgo se ha generalizado (Hannoun, 2010: 5). Sin embargo, aunque parece evidente el propósito de enmienda, el G-20 sigue a la espera de que Basilea encuentre una solución satisfactoria al problema que ellos mismos generaron.
- **Remuneraciones:** el FSB (2010) y el BCBS (2010a) recomiendan que las entidades financieras cambien sus estructuras de incentivos, de forma que guarden principios de proporcionalidad y sean “sensibles al riesgo y a los objetivos de largo plazo de la empresa”. Para ello se “anima” a los bancos a establecer que la parte principal de la remuneración sea fija, de forma que los ingresos variables no se institucionalicen como un componente imprescindible del sueldo, con independencia de los resultados. Asimismo, se “sugiere” que las primas y comisiones no se conviertan en indicador de éxito y

promoción, pues ello acaba generando incentivos perversos entre los empleados, convertidos en perseguidores insaciables de rentabilidades imposibles. Finalmente, se “propone” que las remuneraciones variables se proporcionen de forma diferida, con posibilidad de retirada, para poder valorar adecuadamente la relación entre la rentabilidad y el riesgo. Todas ellas son medidas razonables, pero todo queda a la espera de que se concreten ciertos estándares generales que sirvan al menos de referencia para los reguladores y supervisores nacionales.

3.3 Regulación de mercados y entidades no bancarias

- **Ampliación del perímetro regulatorio:** el G-20 quiere ampliar el perímetro regulatorio a las grandes entidades no bancarias que sean consideradas de importancia sistémica y que puedan, por tanto, poner en peligro la estabilidad financiera. El FSB también es consciente de que los grandes bancos utilizaron la llamada banca en la sombra para eludir la regulación, concentrar riesgos y apalancarse más allá de cualquier mínimo criterio de prudencia financiera, por lo que los controles no solo deben extenderse a los grandes inversores institucionales de importancia sistémica, sino también a las entidades que mantienen vínculos societarios evidentes con las entidades bancarias. No obstante, las dificultades para establecer los criterios económicos (más allá de la consideración jurídica) por los cuales una entidad ha de quedar sometida a un determinado tipo de regulación hacen que esta cuestión permanezca estancada en un mero acuerdo de mínimos, consistente en exigir obligación de información y registro a todas las empresas financieras.
- **Mercados de capital y derivados:** la regulación de la gestión microeconómica es una cuestión prioritaria, pero la vigilancia de los mercados de *securities* y derivados es otro de los grandes asuntos de la agenda reformadora. Para conocer el alcance de las medidas concretas que va a proponer el G-20 en este ámbito habrá que esperar al informe del *Committee on Payment and Settlement Systems and the International Organization of Securities (IOSCO)*, pues éste servirá de base para la propuesta que deberá elaborar el FSB para mediados de 2011. El FSB, en su informe de octubre de 2010, hacía hincapié en la necesidad de estandarizar los contratos de derivados y recuperar el protagonismo de las cámaras de compensación. No obstante, las expectativas en este ámbito son poco optimistas y seguramente defrauden a los que, convencidos del poder profundamente desestabilizador de los mercados de derivados, esperan medidas más duras y restrictivas.

- **Zonas offshore:** en la cumbre de Londres, el G-20 declaró que “los paraísos fiscales son cosa del pasado”, pero en la actualidad el G-20 se muestra mucho más generoso con estos territorios sin ley. Seúl se limitó a solicitarles que cooperen con los organismos internacionales en lo que se refiere a los requisitos de información y registro, y no cabe esperar que en el futuro se quiera ir mucho más lejos de esa liviana petición de transparencia. Por el momento, al FSB se le ha pedido que elabore una lista de zonas no cooperativas para mediados de 2011.

3.4 Supervisión financiera y agencias de calificación

Basilea II pretendía compensar la generosidad regulatoria con mecanismos de supervisión relativamente exigentes, que en la práctica no se aplicaron o resultaron ineficaces a la hora de cumplir su principal objetivo: obligar a los bancos a moderar su exposición al riesgo. El fundamentalismo de mercado acabó primando y la supervisión se fue relajando bajo el supuesto ideológico de que la experiencia y la reputación de los grandes bancos garantizaban por sí solas la gestión prudente de los riesgos, con lo que se hacía innecesario reprimir la competencia y la innovación.

A la vista de lo sucedido, muchos autores (no necesariamente conservadores) insisten en que el verdadero reto hacia el futuro no es tanto volver a regular como hacer que se cumplan las regulaciones existentes. Sin embargo, en Seúl, el problema de los fallos de supervisión se saldó con una consideración genérica con respecto a la importancia de los organismos públicos de supervisión y con el apoyo a la iniciativa del BCBS para fortalecer la coordinación internacional en esta materia mediante la creación de “colegios de supervisión” (G-20, 2010: 8). Estos colegios o grupos de trabajo tienen como finalidad facilitar la coordinación y el intercambio de información entre supervisores nacionales con el objetivo de garantizar una supervisión más efectiva de los grandes bancos internacionales, pero carecen de poderes de actuación o sanción.

En cuanto a las labores de auditoría y calificación, el G-20 sigue confiando en el buen hacer de las empresas especializadas. La recomendación a los agentes para que no confíen “mecánicamente en las calificaciones externas de riesgo” queda muy por debajo de lo que cabe esperar de un asunto de tanta trascendencia. En esencia, la mejora en la calidad y fiabilidad de las actuaciones de las agencias de calificación se confía al aumento de la transparencia y la disciplina de mercado. Esta misma sensación de confianza plena en la autodisciplina que supuestamente impondría un mercado más abierto, transparente y competitivo es la que se desprende de las optimistas consideraciones que hace el G-20 acerca del problema de la supervisión, auténtico talón de Aquiles de todo el sistema financiero.

4

Nuevas ideas sobre la agenda reguladora del G-20

La agenda reguladora sobre la que trabaja el G-20 es amplia, pero la mayor parte de los temas carecen de la suficiente concreción. Por otro lado, la construcción de una nueva arquitectura financiera internacional no solo exige definir un nuevo marco regulatorio. También requiere que se discutan y establezcan nuevas fórmulas para la coordinación de las políticas macroeconómicas y se aborde de manera generosa y ambiciosa la creación de un auténtico espacio de gobernanza internacional. Ciertamente, ambos asuntos forman parte de la agenda del G-20, pero se presentan de forma independiente, desvinculados de la reforma financiera, lo que quizá sea más eficaz como procedimiento, pero inadecuado desde el punto de vista de los fundamentos. En lo que sigue ofrecemos una revisión crítica de la actual agenda reguladora del G-20, previamente descrita, y aportamos nuevas ideas cuya discusión debería incorporarse en este foro.

4.1 Ideas sobre capitalización bancaria, SIFIs y políticas macroprudenciales

- **Capitalización bancaria:** la importancia de las medidas aprobadas en Seúl no debe minusvalorarse. Supone modificar, al fin, la tendencia dominante a lo largo de las últimas décadas hacia una relajación cada vez mayor de los criterios de solvencia bancaria. Una estrategia peligrosa que trasladaba los problemas de solvencia hacia el futuro, metiendo bajo la alfombra los destrozos de las crisis anteriores. Una vez modificada esa estrategia, queda en discusión la táctica.

Basilea ha optado por conceder periodos de adaptación muy prolongados (de 2013 a 2019) para que la recapitalización pueda efectuarse en un escenario económico más positivo, recurriendo principalmente a la retención de beneficios. El riesgo de esta opción es que puede dar la impresión de que lo que se pretende es ganar tiempo para, a la vista de las reacciones y de la evolución de los acontecimientos, volver a modificar (relajar) esos requerimientos en el futuro. Para despejar dudas, la Unión Europea ha optado por adelantar los plazos para sus propias entidades. El Gobierno español ha sido el primero en tomar la iniciativa, con la exigencia a las cajas de elevar el coeficiente de solvencia hasta el 10% antes de septiembre de 2011, dos puntos por encima del nivel que se exige a las entidades bancarias.

Por otro lado, la propuesta de Basilea III no modifica el principio consagrado en Basilea II de calcular las necesidades de capital como una fracción del riesgo ponderado mediante modelos matemáticos elaborados y aplicados por los propios bancos. Si este método no se replantea quizá sirva de poco ser más exigente con los requerimientos, porque lo que ha quedado sobradamente demostrado es que estos modelos pueden ser utilizados para justificar ponderaciones de riesgo escandalosamente infravaloradas.

Una solución alternativa es la que sugiere Eichengreen (2009), quien propone calcular esas necesidades de capital por dos vías: como simple fracción del valor del activo sin distinguir entre diferentes categorías de riesgo, y como parte del valor en riesgo calculado a partir de modelos complejos. Con ambos resultados, el banco estaría obligado a elegir el cálculo que impusiera mayores exigencias.

Finalmente, otro asunto relacionado que queda sin resolverse es el referido a los requisitos de capital para las actividades de negociación anotadas en el fondo de comercio (*trading book*). Es necesario imponer un aumento muy significativo del capital requerido para este tipo de actividades; dado que si estos niveles son demasiado bajos se convierten en un incentivo para ahorrar capital traspasando anotaciones del balance bancario al comercial.

- **Instituciones Financieras de Importancia Sistémica (SIFIs):** la última crisis no solo ha puesto de manifiesto que hay bancos “demasiado grandes para caer”, sino que también hay aseguradoras, *hedge funds* y grandes inversores institucionales que acumulan un enorme potencial desestabilizador. Por ello, la iniciativa de establecer un catálogo de grandes entidades financieras debe ser bienvenida, pero es imprescindible que el G-20 logre establecer criterios

claros y transparentes para la elaboración de este menú de sociedades especialmente sensibles.

En principio, el FSB (2010: 4-6) se inclina por el uso del tamaño como monocriterio de identificación. La ventaja de este criterio es que simplifica la búsqueda, pero a cambio deja fuera otras variables que son igualmente relevantes. En primer lugar, la cuota de mercado, incluso la difícil sustitución de algunas compañías en ciertos mercados, se presenta como un factor al menos tan importante como el del tamaño a la hora de tener garantizada la protección pública frente al riesgo de caída. En segundo lugar, también debe tenerse en cuenta que la estructura de propiedad y las conexiones intra- e interfirmas son cada vez más complejas y opacas y, por tanto, más difíciles de detectar, con lo que podrían quedar fuera de la lista las entidades que, precisamente por su opacidad, resultan más peligrosas. En tercer lugar, y relacionado con lo anterior, los modelos de organización internacional de las grandes entidades financieras son muy variados, y no todos presentan los mismos riesgos de contagio. Así, por ejemplo, los grandes bancos españoles (Santander y BBVA), que parece casi seguro que entrarán en este catálogo, presentan un sistema de internacionalización “multilocal”, que concentra menos riesgos de contagio que el modelo transnacional anglosajón cuyas características son inseparables del modelo de banca multifuncional surgido de la abolición de las fronteras entre la banca comercial y la de inversión.

Por otra parte, la polémica en torno a cuáles han de ser los criterios más adecuados para la identificación de SIFIS ha centrado toda la atención en la reunión de Seúl, con lo que sigue pendiente la cuestión fundamental: el contenido mismo de las medidas de prudencia reforzada para los grandes bancos y los mecanismos de coordinación entre países para hacerlas cumplir (G-20, 2010b: 7-8).

- **Políticas macroprudenciales:** la aplicación de *buffers* anticíclicos a partir de una visión de conjunto de la dinámica financiera, más allá de las condiciones concretas de entidades específicas, es una iniciativa necesaria. No obstante, se trata de una medida que también presenta limitaciones importantes. En primer lugar, las peticiones de capital no son automáticas y el capital una vez requerido hay que encontrarlo; más allá de que aun incrementándolo, el riesgo sistémico pueda superar, una vez creado, el aporte adicional establecido. En segundo lugar, la medida parece plantearse de forma indiscriminada, pero parecería más razonable establecer baremos que permitieran aplicar la medida de forma más selectiva, ajustando las exigencias a las condiciones con-

cretas de cada entidad, porque no todas las expansiones de crédito son de la misma naturaleza en cuanto a su finalidad y riesgo.

Por otro lado, debe tenerse en cuenta que, en última instancia, el principal problema de este tipo de políticas macroprudenciales no es el cómo, sino quién y cuándo se aplican. En una economía, las autoridades pueden detectar signos de “exuberancia irracional”, o bien tener evidencias claras de una excesiva concentración del crédito en un sector, o de una proliferación de activos opacos de alto riesgo, pero, aun con todo, optar por la no intervención ante el riesgo de ser señalados como los culpables de interrumpir una dinámica alcista, y de acabar, por tanto, con los beneficios económicos que ésta estaba generando. Este tipo de problemas se acentúan en un contexto de finanzas globalizadas, donde la fijación prudencial de *buffers* debería hacerse de forma coordinada para evitar que unos países actúen como *free riders* aprovechándose de las políticas prudenciales aplicadas por los países “responsables”.

4.2 Ideas sobre cobertura de liquidez e índices de apalancamiento, modelos internos de riesgo, métodos contables y retribuciones e incentivos

- **Cobertura de liquidez e índices de apalancamiento:** el riesgo de liquidez fue el gran olvidado de Basilea II, donde quedó relegado al cajón de sastre del Pilar 2, pero como se ha puesto de manifiesto en la última crisis la gestión de los riesgos de liquidez y de sistema es tan relevante para la supervivencia de los bancos como la del riesgo de crédito y el riesgo de mercado. Su olvido se explica por la suposición de que los choques sistémicos son “eventos de una vez en la vida”, lo que en este caso podría traducirse por eventos de “una vez en la historia”. Esta convicción doctrinal se ha demostrado tan falsa como temeraria. Por tanto, es imprescindible volver a situar el riesgo de liquidez en el centro de la preocupación regulatoria, estableciendo ratios de cobertura que faciliten el control y la supervisión externa de la gestión de liquidez por parte de las entidades.

Antes de la crisis, la preocupación de analistas y supervisores se centraba en las posiciones altamente apalancadas de *hedge funds* y otros inversores institucionales. La sorpresa ha sido descubrir que los grandes bancos y, sobre todo, la banca en la sombra (SPVs y otras sociedades jurídicamente no bancarias) acumulaban niveles de apalancamiento absolutamente desproporcionados. Por ello, la regulación debe incluir la fijación de límites al apalancamiento.

to, que, con distintos grados y criterios, deben ser de obligado cumplimiento para *todas* las entidades financieras.

- **Modelos internos de riesgo:** Basilea I y II aceptaron que los grandes bancos hicieran uso de modelos internos, desarrollados y estimados por ellos mismos, para el cálculo de los requerimientos de capital por riesgo de crédito y de mercado. También permitió que estas entidades pudieran utilizar sistemas internos de *rating* y estimar probabilidades de incumplimiento basándose en estas calificaciones. Dejó que toda la gestión del riesgo bancario descansara de forma exclusiva sobre estos modelos matemáticos, y dio permiso para que la supervisión y las calificaciones externas se llevaran a cabo tomando como referencia los resultados de dichos modelos. De esta forma, estos modelos se convirtieron en un instrumento de poder en manos de los grandes bancos: una magnífica coartada para huir de la supervisión externa, minusvalorar la exposición al riesgo y retroalimentar dinámicas cada vez más opacas y especulativas (Vilariño, 2009).

Por ello, es urgente, y así lo reconoce Basilea III, que los bancos revisen y reformulen sus métodos internos de riesgo, pero sobre todo que se recuperen principios básicos de sensatez en la gestión del riesgo, basados en una política responsable de concesión, seguimiento y provisión de créditos. Asimismo, los supervisores deben incluir entre sus responsabilidades el control de los *inputs* y los supuestos en los que se basan los modelos de riesgo, exigiendo que los resultados internos sean corroborados por modelos externos y por los juicios cualitativos de dichos supervisores. Para éstos, la vigilancia del riesgo de liquidez y de sistema deberá ser tan relevante como el riesgo de crédito. En este sentido, la aplicación de modelos CoVar, que tienen en cuenta correlaciones entre distintos activos y, sobre todo, la generalización de pruebas de estrés basadas en parámetros homogéneos y exigentes deben convertirse en una tarea habitual a desempeñar por parte de los organismos supervisores.

- **Métodos contables:** ahora se habla de “errores fatales” para referirse a algunas de las prácticas estrella de la “nueva economía” norteamericana, como la anotación de activos de riesgo en el *trading book*, o la aplicación indiscriminada del sistema de valoración *market to market*, que infla (y desinfla) los balances dependiendo del ciclo financiero, se observan ahora como prácticas facilitadoras de la huida regulatoria y estimuladoras de dinámicas de retroalimentación: a mayor valor de mercado de los activos, menores requerimientos de capital; a menores requerimientos, mayor expansión crediticia; a mayor expansión crediticia, mayores aumentos en el valor de los activos.

La reforma de los estándares contables que se anuncia para finales de este año debe tener en cuenta estos problemas, buscando criterios de valoración alternativos para distintos tipos de instrumentos y estableciendo normas para que las entidades opten en cada caso por las opciones más prudentes frente a las más procíclicas.

- **Retribuciones e incentivos:** no parece razonable que las grandes entidades financieras premien más la temeridad que la responsabilidad, repartiendo sueldos y primas millonarias a aquellos que obtienen mayores rentabilidades con independencia de los riesgos que asumen. Al hacerlo no solo abusan de la confianza de sus accionistas, sino que ponen en marcha un sistema de incentivos absolutamente perverso que estimula la especulación y alimenta las burbujas¹⁴.

Las llamadas a la austeridad en tiempos de crisis son sin duda razonables, pero insuficientes. El BCBS solo admite la posibilidad de que se puedan imponer restricciones para el reparto de dividendos o el pago de primas, cuando los bancos hagan uso del fondo anticíclico del 2,5% previsto en Basilea III. Por su parte, el Comité Europeo de Supervisión Bancaria (CEBS, *Committee of European Banking Supervisors*) ha propuesto que los directivos bancarios devuelvan la retribución variable o bonus cuando hayan cometido algún fraude o fallos significativos en la asunción de riesgos, con perjuicio para la entidad.

Más allá de estas medidas “defensivas”, cabe introducir modificaciones legales que no solo exijan mayor transparencia, sino que impongan límites retributivos y establezcan desincentivos fiscales al peso excesivo de las *stock options* y los blindajes desorbitados con los que se protegen los consejos de administración de las grandes empresas. No obstante, en última instancia, la solución ha de pasar por una reforma profunda (y poco probable) de los sistemas de gobernanza de las entidades financieras, para que los accionistas puedan ejercer un control efectivo sobre la gestión de los directivos. El problema es que, a menudo, los intereses de directivos y accionistas no se encuentran en conflicto, sino que están alineados, pues a ambos les interesa una gestión agresiva orientada hacia la rentabilidad a corto plazo y la maximización del valor accionarial. En este caso, las soluciones pasan por imponer límites a la participación de ciertos fondos en los bancos comerciales y en aclarar mejor las fronteras entre éstos y los bancos de inversión.

14 Hace algunas décadas, los altos directivos de las grandes empresas financieras cobraban 20-30 veces más que un empleado medio (en Europa, unas 10-20 veces). Actualmente, ese mismo directivo puede cobrar 400 veces más que un empleado.

4.3 Ideas sobre la ampliación del perímetro regulatorio, mercados de capital y derivados, zonas *offshore*, y la regulación preventiva global

- **Ampliación del perímetro regulatorio:** aunque se redefinieran mejor ciertas fronteras, hace tiempo que cayeron las murallas que separaban a los bancos de otras entidades financieras, y hasta cierto punto no parece aconsejable que vuelvan a levantarse. Precisamente por ello, la regulación (y supervisión) debe regirse por la naturaleza económica y no por la forma jurídica de las sociedades. La forma jurídica debe servir como referencia básica para el establecimiento de distintos grados de regulación y diferentes métodos de supervisión, pero ésta no debe servir nunca de coartada para eludir los controles y disponer de manos libres para desarrollar negocios que no solo son de alto riesgo para los accionistas, sino también para la estabilidad financiera en su conjunto.

En suma, las exigencias para las entidades no bancarias no pueden limitarse a la obligación básica de información y registro. Tan fundamental es aclarar la frontera entre bancos y no bancos, como someter a mecanismos de control tanto a unos como a otros. Son necesarias regulaciones específicas y mecanismos de supervisión capaces de hacer frente a las peculiaridades de los fondos especulativos que tanto han proliferado a lo largo de estos últimos años¹⁵. No solo para las que puedan ser incluidas en la lista de SIFIs, sino para todas las entidades que por sus vínculos directos e indirectos con los bancos puedan representar un peligro para la estabilidad financiera.

Al mismo tiempo, como se apunta en el epígrafe anterior, la nueva regulación debe ser capaz de precisar los límites a las relaciones que se pueden establecer entre los bancos (y cuasi bancos) y los *hedge funds* y otros fondos especulativos, en cuestiones como la condiciones de financiación que se ofrecen a los clientes de esos fondos y los riesgos de contraparte que éstos asumen.

- **Mercados de capital y derivados:** la vigilancia de estas entidades implica también el control de los mercados en los que actúan, especialmente de los mercados de *securities* y derivados. Aunque el funcionamiento actual de estos

15 La Unión Europea parece que pretende ir en esta línea “dura” al otorgar poderes de vigilancia de los fondos de alto riesgo a la futura autoridad europea de supervisión de los mercados. Pero la propuesta de otorgar un “pasaporte europeo” puede convertir estas pretensiones en papel mojado, pues permitiría operar en suelo europeo a sociedades residentes en paraísos pertenecientes a países miembros.

mercados ha adquirido un carácter profundamente especulativo, su propósito original es facilitar mecanismos para la cobertura y diversificación de los riesgos. Y lo cierto es que, en términos de volúmenes y valor de mercado, esas posiciones de cobertura de riesgos siguen siendo las que más peso tienen. El problema es que el mercado OTC permite estar lanzando continuamente nuevos instrumentos. Por su novedad, los mercados de estos productos son muy opacos y casi siempre muy estrechos, por lo que es relativamente fácil provocar movimientos en los precios, generando inestabilidad y riesgo. Por ejemplo, en el mercado de CDS (que son productos pensados para cubrir riesgos de impago) menos de 20 *dealers* concentran más del 90% de las transacciones, lo que les permite crear situaciones de impago o provocar rumores para que ese riesgo de impago se incremente (Auerback y Wray, 2009).

Los márgenes de reforma para evitar este tipo de situaciones son relativamente amplios. La concreción de medidas exige un análisis detenido y un conocimiento en detalle del funcionamiento de estos mercados que escapa a los límites de este trabajo, pero cabe sugerir algunas posibles líneas de actuación, que en general tienen como objetivo aumentar los costes de transacción en los mercados *over the counter* para incentivar la reconducción de las actividades hacia mercados organizados y contratos estandarizados¹⁶: a) límites a las entidades de crédito para el ofrecimiento de seguros frente a eventos de crédito (CDS); b) sistemas de monitoreo para la comercialización de nuevos productos estandarizados en mercados organizados; c) elaboración de una lista de condiciones para el desarrollo de operaciones OTC, incluyendo la obligación de información y registro, junto con exigencia de aportación de colaterales por cada operación; d) prohibición de usar ciertos subyacentes (productos titulados y retitulados) para la realización de contratos derivados, que solo responden a fines especulativos y donde la medición del riesgo que incorporan resulta inviable por carecer de mercados que permitan conocer su precio; e) prohibición de posiciones en descubierto a muy corto plazo, es decir, de compra-venta de productos que no se poseen.

- **Zonas offshore:** los controles sobre mercados derivados y entidades no bancarias están estrechamente relacionados con el tratamiento de las zonas no reguladas, porque es en ellas donde están registradas muchas de estas entidades y a través de ellas se realizan infinidad de operaciones fuera de los

16 Ciertos autores opinan que todas las operaciones deben realizarse en mercados organizados. No obstante, hay casos en los que la especificidad de los riesgos a cubrir aconsejan el mantenimiento de las OTC. En Giovanni (2010) y Epstein y Crotty (2009) se presentan dos propuestas de reforma relativas a estos mercados. La primera es más moderada; la segunda, más radical.

canales estandarizados. Por ello, una reforma financiera de gran alcance debería aspirar a erradicar estos espacios *offshore*, lo que *de facto* se lograría si quedaran sujetos a la obligación de ser supervisados siguiendo los criterios de regulación estándar que hayan sido acordados globalmente.

Sin embargo, el G-20 se muestra de momento demasiado generoso con los paraísos fiscales (y normativos) a los que solamente solicita que cooperen con los organismos internacionales en lo que se refiere a los requisitos de información y registro. Esa generosidad se extiende igualmente a los espacios que se encuentran supuestamente integrados en zonas reguladas, pero que *de facto* actúan como zonas francas en términos financieros, lo que afecta incluso a la propia Unión Europea.

Esta laxitud no es anecdótica porque los paraísos constituyen una pieza clave del engranaje financiero internacional. Su existencia resulta fundamental para que las grandes fortunas y las mayores empresas (y no solo las financieras) puedan seguir funcionando por libre, rentabilizando su riqueza al margen de cualquier regulación u obligación fiscal, y para que algunos países disfruten de una extraordinaria fuente de ingresos, ofreciéndose como plazas seguras frente al empeño regulatorio de otros Estados.

La desaparición de estas zonas de sombra atenta de forma directa contra los intereses de estas empresas y estos países, por lo que se trata de un objetivo especialmente difícil de alcanzar, pero que debe formar parte de la agenda de una reforma que pretenda regular la actividad financiera a nivel internacional. Ello es así porque la opacidad en los mercados seguirá primando mientras siga habiendo grandes asimetrías entre zonas reguladas y no reguladas, que den cobertura al “arbitraje regulatorio”. Además, la perpetuación de esas asimetrías daña gravemente la credibilidad de otras iniciativas dirigidas a limitar los ámbitos de actuación de la actividad financiera, y en última instancia inhibe el desarrollo de legislaciones nacionales y sistemas de supervisión “demasiado” exigentes.

- **Transparencia y regulación preventiva global:** la solicitud de cooperación (información y registro) a las zonas no reguladas ilustra el enfoque del *mainstream* reformista. Éste reconoce “imperfecciones” en el funcionamiento de los mercados (opacidad, información asimétrica, conflictos de intereses, problemas de agencia), pero el remedio básico para subsanar este tipo de deficiencias, que distorsionan la capacidad del mercado para garantizar la estabilidad y la asignación eficiente de los recursos financieros, es la transparen-

cia. La transparencia se presenta como el requisito fundamental para que la competencia abierta entre agentes responsables asegure la estabilidad del sistema financiero.

Evidentemente, si se combatiera con mayor diligencia la opacidad que impera en el sistema financiero se contaría con muchas más armas para detectar a tiempo fraudes, engaños y prácticas especialmente peligrosas. Sin embargo, la transparencia, siendo importante, no es una condición suficiente para dar solución a los problemas de un sector en torno al cual se mueven intereses extraordinariamente potentes. La transparencia como panacea parece olvidar que la plena información es un supuesto teórico, no una aspiración realizable. En los mercados financieros, la información no puede ser nunca plena, por definición, dado que la incertidumbre sobre los acontecimientos futuros, que es la base sobre la que descansa la toma de decisiones financieras, es imposible de eliminar.

Por lo demás, la propia teoría advierte de que la plena información solo conduciría al equilibrio en condiciones de competencia perfecta. En los mercados financieros, la competencia está lejos de ser perfecta, porque se presentan grandes barreras de entrada, que hacen que los principales bancos, fondos de inversión, aseguradoras, consultoras, auditoras y agencias de calificación dispongan de un gran poder de mercado con capacidad para influir y condicionar el comportamiento del resto de los agentes. Esta oligopolización de los mercados es especialmente clara en algunos segmentos como los derivados OTC o las negociaciones de deuda pública y privada. El alto grado de oligopolio en estos mercados favorece la coordinación de las políticas especulativas, lo que resulta enormemente dañino, puesto que en este caso los agentes pueden actuar guiados por profecías que se autocumplen, sin necesidad de que sus criterios de actuación respondan a fundamentos económicos.

Incertidumbre radical y competencia imperfecta hacen que en un contexto desregulado (aunque fuera transparente) las entidades financieras se muevan de forma generalizada desde posiciones seguras hacia otras cada vez más inestables (y opacas). Para evitar que esta dinámica de desbordamiento, en la que las entidades ofrecen rentabilidades cada vez mayores asumiendo riesgos cada vez más altos, se reproduzca de forma sistemática, dando lugar a crisis recurrentes, no basta con hacer llamadas a la cautela, la responsabilidad y la transparencia. Es sobre todo necesario que se establezcan líneas rojas que eviten *ex ante* determinado tipo de riesgos.

La fijación de estos límites y mecanismos globales de prevención, incluyendo controles sobre ciertos movimientos internacionales de capital o la introducción de impuestos a determinadas transacciones, es un asunto especialmente delicado que debe estar abierto a discusión, pero que no puede quedar excluido a priori del debate, porque, más allá de los estándares y las recomendaciones genéricas, es necesario que exista un marco de regulación global destinado a limitar y, sobre todo, ordenar el desarrollo de la actividad financiera.

4.4 Ideas sobre la supervisión preventiva y las agencias de calificación

- **Supervisión preventiva:** la primera lección de Basilea II es que la supervisión, para que sea efectiva, necesita de una base regulatoria clara sobre la que actuar. La regla de oro es que lo que no se regula difícilmente puede ser supervisado con eficacia. Todo el celo que se ponga en mejorar la calidad de la supervisión correrá el riesgo de quedar una vez más convertido en papel mojado si no se siguen concretando las medidas reguladoras.

Pero la ambición regulatoria no es garantía de una más y mejor supervisión. La calidad de la supervisión dependerá, sobre todo, de la capacidad que se tenga para desmadejar el ovillo de intereses que envuelve a empresas, auditores, agencias de calificación y autoridades, lo que exige replantear las funciones y las relaciones entre estos actores, definiendo instancias, competencias, atribuciones, sanciones y mecanismos de coordinación nacional e internacional.

¿Cómo evitar si no que la apelación a la responsabilidad de los supervisores se quede en una mera declaración de intenciones? Este asunto es crucial porque una reforma que incorpore una regulación más estricta y consensuada, pero con graves diferencias de rigor en la supervisión –entre países y entre entidades–, será una reforma fracasada. En este sentido, se siguen echando de menos discusiones de fondo sobre la ineficacia demostrada por ciertos sistemas de supervisión, en especial de aquellos más próximos al “modelo anglosajón”, basado en organismos independientes que supervisan “a distancia”, bajo la presunción de buen hacer y honestidad del supervisado, y cuyas competencias y responsabilidades están sometidas a excesivas ambigüedades y solapamientos, que las entidades aprovechan para jugar al arbitraje y encontrar resquicios que les permiten escapar de los controles.

El modelo de supervisión anglosajón quizá sea más flexible, pero resulta mucho más peligroso. El éxito en la fase de supervisión depende del desarrollo de un trabajo de campo continuo y cercano, de naturaleza global y coordinada. Solo así se pueden detectar en origen las dinámicas más peligrosas. Este modelo de supervisión centralizada y “en corto” ha demostrado ser mucho más efectivo tanto en la prevención de incendios como en el control y extinción de los que se declaran.

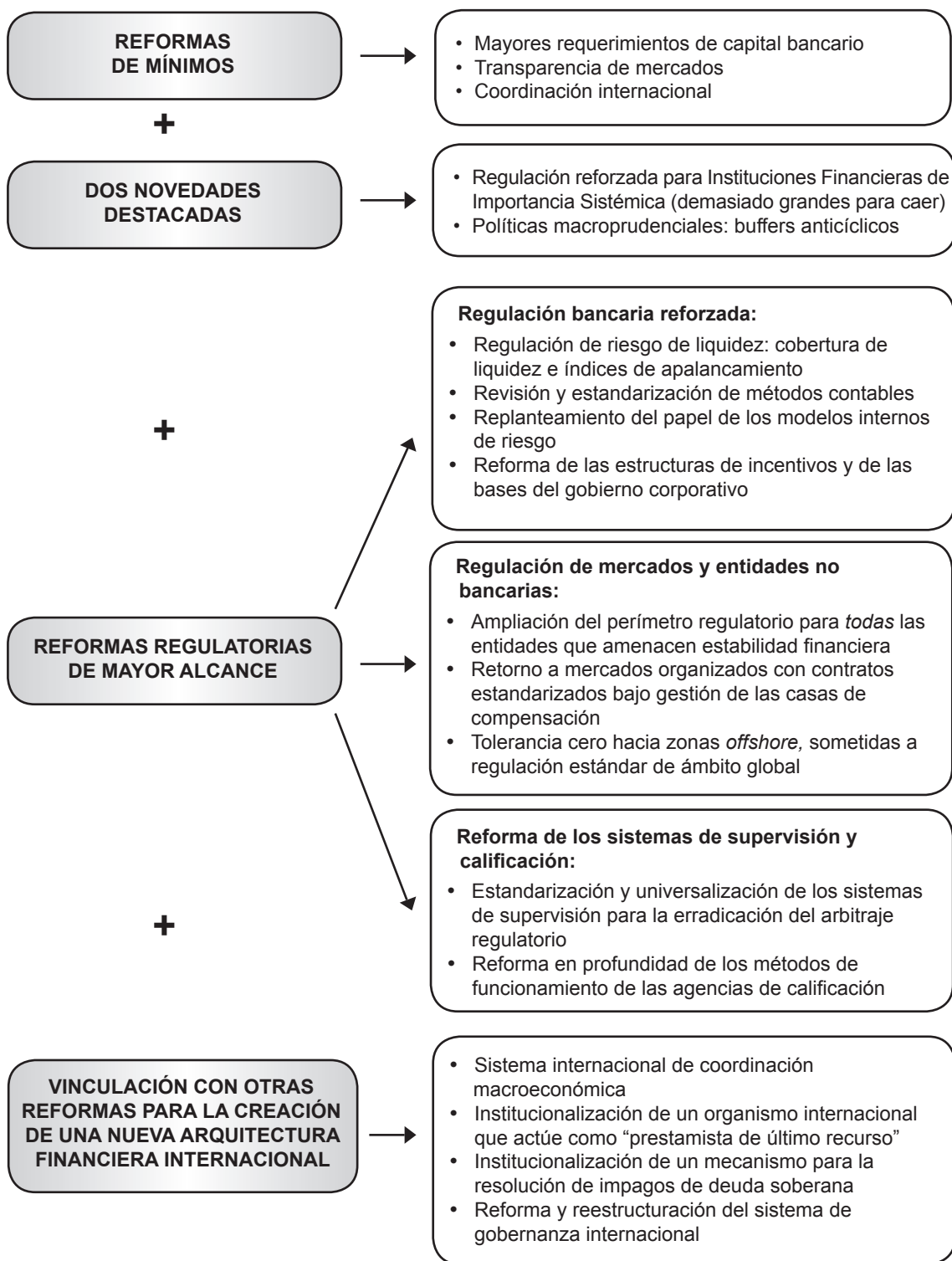
- **Agencias de calificación:** el G-20 recomienda no confiar “mecánicamente en las calificaciones externas de riesgo”, pero lo cierto es que solo tres agencias de calificación (Standard & Poor’s, Moody’s y Fitch), que ostentan una primacía absoluta en este mercado, siguen actuando como grandes oráculos financieros, a pesar de que sus métodos de calificación están lejos de ser infalibles. Así lo demuestra su largo historial de errores, desde su incapacidad para anticiparse a la crisis del sudeste asiático en 1997 a su absoluta falta de rigor en la valoración de los títulos hipotecarios norteamericanos, por poner solo dos ejemplos claramente significativos.

Las razones por las que estos errores afloran de forma sistemática en cada crisis son de diverso tipo. Algunas tienen un carácter más teórico que práctico: ¿cómo se calcula la probabilidad de que suceda un evento no esperado?, ¿cómo se ponderan los riesgos derivados de las múltiples correlaciones entre distintos tipos de activos?, ¿cómo se han de calificar instrumentos que carecen de precios y referencias históricas? Pero otras razones del fracaso de estas agencias tienen un origen más técnico e institucional. En este sentido, no hay que olvidar que las agencias dependen de quién les paga y, con frecuencia, solo pagan si reciben el *rating* que buscan. Igualmente sucede que ese *rating* se establece (exclusivamente) sobre la información que aportan los clientes y que, a menudo, son las propias agencias las que aconsejan a las empresas sobre el modo en que deben presentar esa información, dado que no es raro que actúen simultáneamente como consultoras y calificadoras, que es como ser asesor e inspector fiscal al mismo tiempo (De la Dehesa, 2010: 345-47).

El reconocimiento de las limitaciones teóricas ha de servir para tomar con seriedad, pero también con cautela, las calificaciones de estas agencias. La constatación de que la calidad de estas calificaciones también se resiente por motivos institucionales ha de valer para asumir la necesidad de introducir reformas encaminadas a mejorar su funcionamiento. Es urgente que esta cuestión se aborde con mucha más determinación. La opción más “radical” consiste en nacionalizar estas agencias y unificar sus modelos de valoración, dándoles un

tratamiento de bien público; pero también cabe contemplar otras reformas más “adaptativas”, que pasen, por ejemplo, por obligar a los clientes a pagar por adelantado y a las agencias a ofrecer una información más detallada de sus evaluaciones; someter a éstas a sistemas de supervisión tan estrictos como los que se aplican a los bancos que cuentan con métodos de valoración internos; imponerles responsabilidades legales en caso de fraude o negligencia; separar sus funciones de consultoría y evaluación; y combinar la selección “libre” de clientes con otros métodos como la asignación por sorteo, la distribución rotatoria y la calificación “anónima” a partir de información objetiva sin desvelar la identidad del cliente.

Cuadro 3. Nuevas ideas sobre la agenda reguladora del G-20



Fuente: elaboración propia

5

Nuevas ideas sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional

La agenda del G-20 incluye asuntos relacionados con la gobernanza y la coordinación internacional de políticas macroeconómicas, pero lo hace sin vincular ambas cuestiones al reto de la reforma financiera. Sin embargo, una perspectiva de conjunto que persiga una reforma global y profunda de la actual arquitectura financiera internacional exige que los tres vértices se aborden de manera interrelacionada.

5.1 La coordinación de las políticas macroeconómicas

Los grandes desequilibrios globales también representan una amenaza para la estabilidad financiera. La recomendación genérica que se hizo en Seúl para que los gobiernos se abstuvieran de intervenir sobre los mercados de divisas traslada una idea exageradamente simplificada del problema de estos desequilibrios. En un contexto de liberalización financiera, la libre flotación de las monedas no garantiza los equilibrios, sin compromisos de coordinación en la gestión de las políticas monetarias.

Así se puso de manifiesto durante al menos los diez años anteriores al estallido de la crisis de 2007. Durante ese decenio la economía norteamericana acumuló un colosal déficit por cuenta corriente, imposible de explicar mediante la única referencia a la política cambiaria del Gobierno chino. De fondo, ese déficit no era más que una clara manifestación de las facilidades que el actual sistema internacional le ofrece a la economía norteamericana para financiarse de manera prácticamente ilimitada y sin apenas coste, lo que constituye un recurso (privilegiado) para sostener su demanda interna y alimentar burbujas mediante dinámicas de apalancamiento y expansión del crédito.

En esta medida, la laxitud fiscal y monetaria de la que hicieron gala las autoridades estadounidenses tras la crisis de 2000 fue tan responsable de los grandes desequilibrios globales como las políticas chinas de apoyo a la exportación y contención del consumo interno. Por ello, la corrección de aquellos desequilibrios habría requerido un acuerdo coordinado a varias bandas, para impulsar la demanda interna de la Unión Europea, Japón y China, y restringir al mismo tiempo la norteamericana; pero un acuerdo de este tipo era difícil porque todas las partes consideraban que podrían salir perjudicadas en caso de ser los primeros en romper aquel equilibrio tan inestable.

Actualmente, esos desequilibrios se ven más como un obstáculo para la recuperación de las exportaciones de Estados Unidos y Europa que como una amenaza a la estabilidad financiera, pero el problema del reajuste sigue siendo igualmente complejo. Por más que se pretenda hacer unilateralmente responsable de la situación a la política china de devaluación del yuan, lo cierto es que la corrección de esos desequilibrios sigue dependiendo de que todas las partes implicadas tengan voluntad real de coordinación política, sin que una parte intente cargar todo el coste del ajuste sobre la otra.

En París, esa voluntad de coordinación ha sido más forzada que real. Así lo demuestran las dificultades que se han encontrado para fijar algunos criterios indicativos para la modulación de los desequilibrios macroeconómicos. A futuro, la suma de restricciones financieras y acuerdos internacionales para la estabilidad cambiaria podría ser una vía para lograr compromisos de coordinación de la política monetaria, que pusieran ciertos límites a la “excepcionalidad norteamericana”. En este sentido, Cannes podría ser una buena ocasión para resucitar los Derechos Especiales de Giro (DEG), que en los años sesenta fueron tan arduamente defendidos por las autoridades francesas.

Un escenario de coordinación institucionalizada acotaría las posibilidades de que una de las partes, sirviéndose de la prerrogativa que le otorga disponer de una moneda que es unidad de reserva a nivel internacional, pueda alimentar su crecimiento mediante una acumulación ilimitada de deuda trasladando las tensiones monetarias al resto del mundo¹⁷. Los riesgos financieros serían menores y la política fiscal dejaría de soportar, como ha ocurrido hasta ahora, todos los costes de absorción de esas tensiones. Lamentablemente, los intereses en juego sitúan esta meta en un horizonte muy lejano, como lo demuestra el acuerdo de mínimos que se ha alcanzado en París.

17 Para Ocampo y Griffith-Jones (2008) la coordinación de políticas macroeconómicas y la reconstrucción de un sistema monetario internacional deben constituir dos pilares básicos de un sistema global de gobernanza; pero también Hannoun (2010: 6-10), *Deputy General Manager* del *Bank of International Settlements* (BIS, Banco Internacional de Pagos) otorga una importancia fundamental a la coordinación de las políticas monetaria, fiscal y cambiaria como parte de la estabilidad financiera global.

5.2 La reforma de las instituciones internacionales

5.2.1 La institucionalización del G-20 como Consejo Económico Mundial

Para la gestión micro y la transparencia quizá sea suficiente hacer una llamada a los gobiernos para que extremen la cooperación, dejando a los organismos internacionales la responsabilidad de informar, asesorar y apoyar a los países para que pongan en marcha sus recomendaciones.

Sin embargo, un planteamiento holístico que pase por la gestión micro y macro del riesgo de un sistema financiero internacionalizado exige una reforma en profundidad de las instituciones internacionales, porque, más allá de las disposiciones que se adopten en los distintos países, se trata de cuestiones que para ser eficaces exigen que exista un compromiso global para su implementación y seguimiento.

El cumplimiento de este objetivo requiere la construcción de un sistema de gobernanza internacional que se ocupe de facilitar la cooperación y la coordinación intergubernamental, pero que también disponga de responsabilidades regulatorias, supervisoras y sancionadoras. En la situación actual, esta meta queda lejos. Sin embargo, cabe empezar a dar algunos pasos en esa dirección.

Por un lado, puede ser positivo asentar el G-20, para que deje de ser una simple extensión del G-8 y se convierta en un órgano de gobierno mundial (Bénassy-Queré *et al.*, 2009). Al modo del Consejo Europeo, el G-20 podría constituirse en un espacio básico para la negociación intergubernamental y la definición de estrategias en el ámbito económico. Ciertamente carece de suficiente legitimidad¹⁸, pero la propuesta de Stiglitz para la formación de un Consejo Global Permanente de Coordinación Económica, con trabajos continuos en los que contaran con representación todos los países agrupados por regiones, podría servir para corregir ese déficit de legitimidad y ampliar al mismo tiempo el alcance y la eficacia del G-20.

Si el G-20 desempeñase ese papel de “Consejo Mundial”, se convertiría en el frontispicio de los grandes pilares del orden económico internacional, representados por organismos especializados en sostenibilidad económica y financiera, comercio, crecimiento y desarrollo. En el seno de estos organismos, se cocinarían las normas y reglamentos supranacionales que darían respuesta a las propuestas del G-20. Éstas, para ser vinculantes, tendrían que ser refrendadas por todos los países miembros de cada organización, lo que dotaría de mayor legitimidad a las iniciativas del G-20.

18 Los gobiernos del G-20 representan al 62% de la población mundial. Fuera quedan 175 países, que aportan el 20% de la renta mundial y acogen a casi el 40% de la población.

5.2.2 Reforma del FMI y posible creación de una Organización Mundial Monetaria y Financiera (OMMF)

Dentro de este marco cobra especial sentido la reforma del FMI en la línea en la que se viene avanzando a lo largo de los últimos años. En Londres se decidió triplicar los recursos del Fondo y se modificó, al menos formalmente, la política crediticia basada en la condicionalidad, aunque, a la vista de los últimos acontecimientos, poco ha cambiado en este sentido. En la reunión de Seúl, se ratificó un trasvase del 6% del poder de voto desde las economías más desarrolladas a las emergentes, al tiempo que las economías europeas han cedido a estos países dos puestos en la dirección ejecutiva¹⁹. El aumento de las cuotas y de los límites, vinculados a la cuota, para hacer frente a las dificultades económicas de aquellos países afectados por crisis de impagos también son medidas que van en la buena dirección.

Aprovechando esta dinámica reformadora, y la voluntad expresada por el presidente Sarkozy de reforzar el papel del FMI como agente protagonista de la coordinación monetaria internacional, la próxima cumbre del G-20 quizá sea una buena ocasión para lanzar una iniciativa más ambiciosa: la creación de una nueva organización en el ámbito monetario y financiero, que siga el modelo de la Organización Mundial del Comercio (OMC). La Organización Mundial Monetaria y Financiera (OMMF) integraría las funciones de regulación, supervisión y estabilización, reagrupando a los distintos organismos e instituciones internacionales responsables de estos temas, incluyendo al FMI.

Como la OMC, la OMMF dispondría de sus propios estatutos, una secretaría permanente, un comité de arbitraje y diversos mecanismos necesarios para la rendición de cuentas. A diferencia de la OMC, el sistema de voto podría ser ponderado y las decisiones se tomarían por un sistema de mayorías cualificadas. La OMMF no admitiría entre sus socios a ningún país que se ofrezca como espacio *offshore*, paraíso fiscal o zona franca. A su vez diseñaría distintas formas de presión sobre estos países excluidos, como la prohibición de que las empresas radicadas en estos territorios operen en mercados regulados por la OMMF.

El propio G-20 ha lanzado iniciativas que facilitan la creación de la OMMF. Especialmente relevantes fueron las que surgieron de la cumbre de Londres, en abril de 2009, donde se otorgaron responsabilidades extraordinarias al *Financial Stability Board*, alumbrando *de facto* lo que puede ser considerado el cuarto pilar del orden econó-

19 Actualmente, el poder de voto en el FMI de un país como China es aproximadamente del 3%, a pesar de que cuenta con el 20% de la población mundial y aporta el 15% del PIB PPA.

mico internacional, dedicado a la regulación y supervisión financiera, y las propuestas de reforma del FMI a las que se hacía alusión anteriormente. A partir de estas dos iniciativas, la OMMF aparecería como la culminación de un proceso destinado a agrupar los pilares básicos del ámbito monetario y financiero: regulación, supervisión y estabilidad.

- **Regulación y supervisión:** en el pilar regulación-supervisión, ambas funciones se llevarían a cabo de forma independiente siguiendo un modelo *twin peaks*. El órgano regulador, que acogería los trabajos que actualmente se llevan a cabo en el seno del BCBS, sería el encargado de desarrollar los aspectos regulatorios. Por supuesto, las autoridades nacionales y regionales podrían imponer reglas prudenciales más exigentes, no pudiendo rebajar las regulaciones generales aprobadas por la asamblea de la OMMF.

Además de regular, este organismo dispondría de sus propios organismos supervisores, encargados de colaborar con los supervisores nacionales y de coordinar agencias de distintos países cuando el objetivo sea la fiscalización de entidades transnacionales. El organismo también tendría como cometido vigilar el buen hacer de los supervisores nacionales, así como la labor de agencias de calificación y grandes auditoras.

Asimismo, el organismo podría actuar como “agencia antidopaje”, con potestad para examinar las actuaciones de cualquier entidad, opere donde opere y sea cual sea su tamaño, con el fin de determinar si su gestión se ajusta a las reglas nacionales y a los estándares internacionales aprobados por la OMMF. Esta agencia también tendría la misión de diseñar y aplicar pruebas de estrés a entidades de todo el mundo con criterios exigentes y estandarizados, de forma regular y con obligación de publicidad.

El órgano de supervisión global estaría formado por colegios de supervisión regionales, siguiendo la línea propuesta por el BCBS; pero en este caso los colegios tendrían potestad para imponer sanciones en caso de que se detectaran prácticas fraudulentas y para emitir informes vinculantes si se observaran riesgos excesivamente elevados. Los países miembros de la OMMF estarían comprometidos a facilitar los controles y a acatar las sanciones. La OMMF también dispondría de un comité de arbitraje para la resolución de los conflictos que pudieran surgir entre colegios de supervisión, o bien entre éstos y las entidades supervisadas.

Por último, el órgano de supervisión también podría encargarse de establecer vías de colaboración con las autoridades nacionales con el objetivo de asegurar la aplicación en cada país de la regulación macroprudencial. En colaboración con el FMI-II sería también responsable de hacer el seguimiento macrofinanciero, detectando los principales puntos de tensión del sistema, y de instar, en consecuencia, la aplicación de las medidas contempladas por la regulación macroprudencial.

Asimismo, una comisión de seguimiento dentro de este organismo tendría encomendada la tarea de identificación de SIFIs, si bien ésta tendría igualmente que realizarse contando con la colaboración de las autoridades nacionales. Esa identificación debería ir acompañada del establecimiento de las medidas de vigilancia y la estandarización de los límites cautelares a los que estarían sometidas estas entidades transnacionales. Su aplicación quedaría bajo la responsabilidad de las autoridades nacionales, con la colaboración y el escrutinio del organismo internacional.

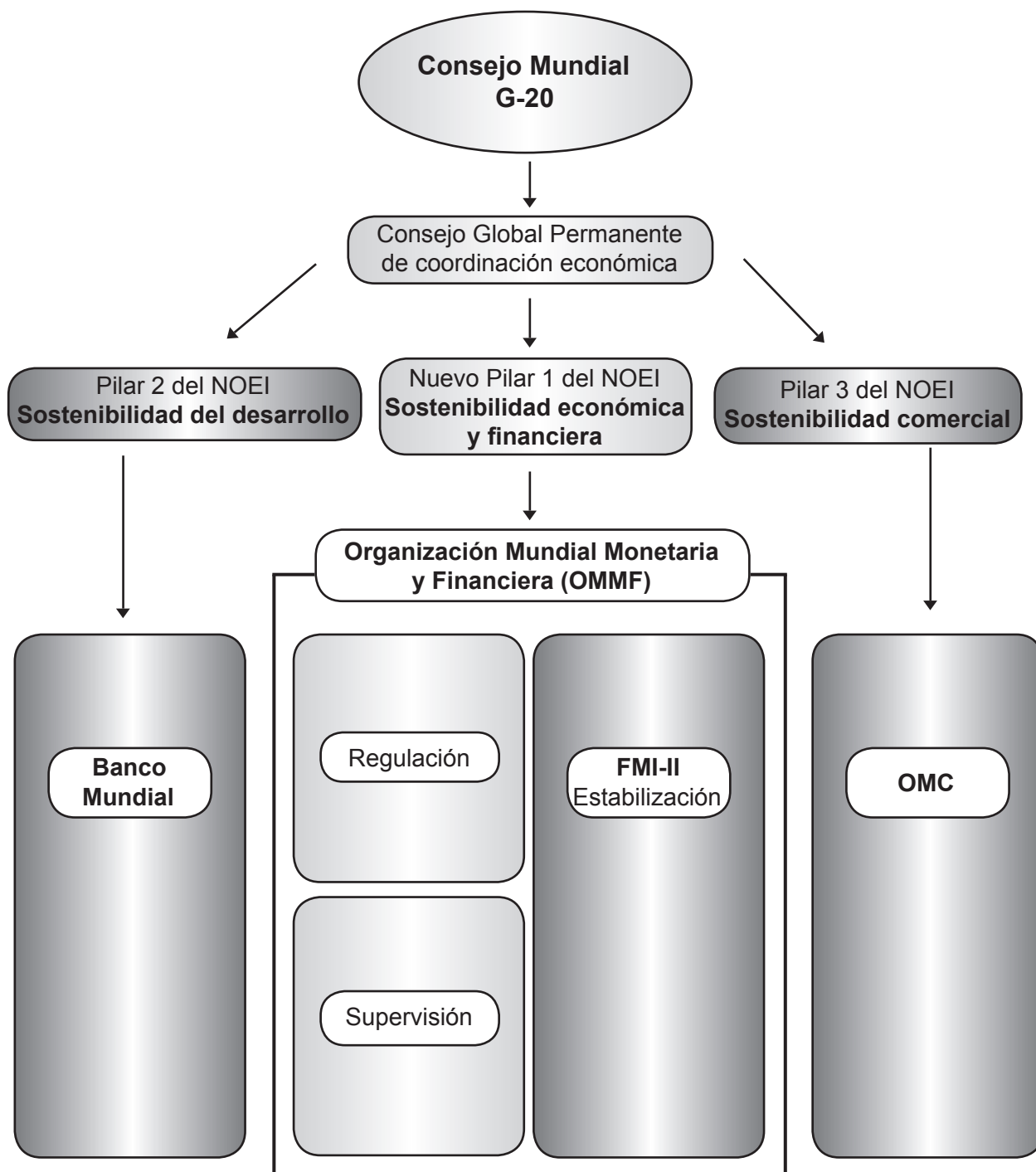
- **Estabilidad económica y financiera:** si el primer pilar de la OMMF se levanta mediante la agrupación de los órganos reguladores y supervisores, su segundo pilar tendría que estar dedicado al aseguramiento de la estabilidad económica y monetaria. La constitución de este segundo pilar requeriría la recuperación del sentido original para el que fue creado el FMI, como organización encargada de facilitar el orden monetario. El nuevo órgano añadiría a las labores que actualmente desempeña el FMI, de información, asesoramiento y financiación, la misión de facilitar la coordinación de las políticas monetaria y de tipo de cambio a nivel internacional. Este FMI-II debería liderar una iniciativa destinada a establecer criterios que permitan identificar y resolver conflictos de intereses entre países, como el planteado recientemente con la llamada “guerra de divisas”.

A medio plazo, este organismo tendría que servir de base para la creación de un sistema estable de relaciones cambiarias a partir de la creación de una nueva moneda internacional (cesta ponderada de monedas), cuya sostenibilidad tendría que estar estrechamente relacionada con los avances que se den en el ámbito de la regulación financiera. Asimismo, el FMI-II debería constituirse en un prestamista de último recurso con capacidad para hacer frente a problemas de liquidez y riesgos de crisis soberana. Precisamente, esta función aseguradora es la que en Seúl se le ha pedido al FMI que siga desarrollando

en 2011, mediante el reforzamiento de su colaboración con los fondos regionales. Por último, en el seno de este organismo tendrá que discutirse un mecanismo institucionalizado para la resolución de impagos de deuda soberana.

La refundación del FMI y la integración de sus estructuras en la OMMF vendrían acompañadas de un cambio radical en su actual funcionamiento. Este cambio podría ir mucho más allá de un reajuste en las cuotas, o cesiones para dar entrada a países emergentes en el Consejo, que es lo que se ha aprobado en Seúl. Si la OMMF en su conjunto pasara a financiarse con cuotas de sus socios por una cuantía fija y otra proporcional a la renta para los países más ricos, junto con la recaudación derivada de los impuestos a las transacciones financieras internacionales, la calidad de los votos de cada país (aunque se corrigieran en función del peso económico de cada uno) podría dejar de estar en función de las aportaciones económicas de cada miembro a la organización, lo que la dotaría de mayor legitimidad y autonomía.

Cuadro 4. Orden económico internacional y propuestas de reforma



NOEI: nuevo orden económico internacional

Fuente: elaboración propia a partir de Moreno (2003: 3)

6

Conclusiones

Ni el proceso de gestación de la crisis de 2007, ni las vías de contagio a toda la economía mundial pueden explicarse sin atender a la precaria regulación bancaria (casi nula en el sector no bancario) y la creciente relajación de los mecanismos de supervisión del sistema financiero de los Estados Unidos y, por extensión, aunque en diferentes grados, de los sistemas financieros de la gran mayoría de las economías del mundo.

A raíz de esa crisis, el G-20 se ha marcado el objetivo de reformar el sistema financiero, para que todas las economías dispongan de mecanismos de regulación y supervisión más seguros y eficaces. En la reunión de Seúl, el G-20 ha recogido los trabajos que le había encomendado al FSB y al BCSB, para dar nuevos pasos hacia delante en la mejora de la regulación microprudencial. En este ámbito, se han logrado algunos avances relevantes, como el acuerdo para elevar los requerimientos de capital bancario ponderados por la exposición al riesgo. No obstante, muchos temas todavía están pendientes de mayor desarrollo y concreción, muy especialmente los relacionados con la mejora de los sistemas de supervisión y la ampliación del perímetro regulatorio a los mercados de capital y las entidades no bancarias.

Por ello, es un error pensar que la reforma del sistema financiero es un asunto encarrilado, cuya concreción y desarrollo ya solo depende de discusiones y detalles técnicos. Es urgente que en la cumbre de noviembre la reforma financiera retome el vigor y el protagonismo de las primeras reuniones, dando cierre (pero no en falso) a las cuestiones relacionadas con la regulación microprudencial e impulsando al mismo tiempo las iniciativas destinadas a alumbrar un nuevo orden monetario y financiero a nivel internacional que vaya más allá de endurecer las normas que regulan el funcionamiento del sector bancario.

El trabajo defiende las disposiciones aprobadas en Seúl destinadas a aumentar la calidad del capital bancario, a la vez que considera imprescindible ofrecer una solución clara con respecto al problema de las SIFIs. Más allá de estas cuestiones, la mejora de la regulación microprudencial también depende de reformar las prácticas contables, reformular el papel y los métodos de elaboración de los métodos internos de evaluación de riesgos y de cambiar el sistema de remuneraciones de los bancos, lo que en última instancia está ligado a una reforma en profundidad de los modelos de gobierno corporativo.

Más allá de la regulación bancaria, los países deben dar garantías de que cuentan con sistemas de supervisión eficaces y se deben establecer acuerdos para regular la actividad de las entidades no bancarias y el funcionamiento de los mercados de capital y derivados. Los acuerdos internacionales también son necesarios para erradicar los paraísos fiscales (y normativos) e introducir mínimos regulatorios de carácter global.

Además de apostar por regular mercados e instituciones financieras, este trabajo se suma a los que defienden el nuevo papel que han de jugar las políticas macroprudenciales, pero considera que los gobiernos deben ser más ambiciosos en sus objetivos de coordinación política. Setenta años después de Bretton Woods, es necesario que esa coordinación política tenga como base un nuevo acuerdo monetario-financiero a nivel internacional.

De forma más concreta, el espacio para las propuestas sigue siendo enormemente amplio. Sin ánimo de presentar una lista cerrada, destacamos en este apartado de conclusiones tres iniciativas para cada uno de los cinco ámbitos fundamentales de la agenda reformadora del G-20.

Regulación bancaria

- Establecimiento de incentivos para que los bancos adopten en el plazo más breve posible los nuevos requerimientos de capital aprobados en Seúl, fijando un sistema de doble cálculo: una fracción simple del valor del activo sin distinguir entre diferentes categorías de riesgo y una fracción del valor en riesgo calculado a partir de modelos complejos, obligando a los bancos a que mantengan el más alto de ambos cálculos.
- Revisión a fondo de los modelos internos de riesgo, extendiendo las responsabilidades supervisoras al control de los *inputs* y supuestos en los que se ba-

san los modelos VaR (valor en riesgo) y supeditando su validez como referencia para el cálculo de los requerimientos de capital a modelos de evaluación externos y a los juicios cualitativos de los supervisores.

- Fijación de un límite al apalancamiento para disciplinar el excesivo crecimiento del balance, de un ratio para la cobertura de liquidez y de mayores requisitos de capital para las actividades de negociación anotadas en el *trading book*. La regulación y supervisión del riesgo de liquidez y de las espirales de apalancamiento debe considerarse tan importante como la regulación del capital.

Sistemas de supervisión, control y evaluación

- Se ha de apostar por la generalización de sistemas de supervisión nacionales basados en un trabajo de campo continuo y cercano, de naturaleza global y coordinada, bajo la responsabilidad de organismos públicos centralizados. Vinculación orgánica de los organismos supervisores nacionales a colegios de supervisión regionales, quedando todos ellos reunidos en un organismo de supervisión internacional.
- Este organismo internacional ha de tener potestad para vigilar el buen hacer de los colegios y para imponer sanciones a países y/o entidades. Desde este organismo se llevará a cabo la supervisión coordinada de las SIFIs y se organizará la aplicación generalizada de pruebas de estrés con parámetros exigentes y homogéneos. El organismo de supervisión internacional también será responsable de actuar como una “agencia antidopaje”, con capacidad para examinar las actuaciones de cualquier entidad, con el fin de determinar si su gestión se ajusta a las reglas nacionales y a los estándares internacionales aprobados por los organismos reguladores.
- El organismo internacional también habrá de asumir la tarea de supervisar la labor de las agencias de *rating*, cuyo funcionamiento deberá reordenarse de acuerdo con nuevos métodos y criterios. La supervisión de los métodos de calificación de estas agencias deberá ser tan exigente como el que se aplique a los modelos internos de los que se sirven las entidades bancarias.

Mercados de capital y entidades no bancarias

- La regulación prudencial de capital y liquidez sobre las entidades no bancarias no debe limitarse a las que sean consideradas de importancia sistémica, sino que habrá de extenderse a *todas* las entidades que establezcan vínculos con los bancos y a todas aquellas que puedan poner en peligro la estabilidad financiera.
- Los mercados de derivados deben ordenarse en torno a las cámaras de compensación, con prohibición expresa de las operaciones desnudas *over the counter*. Diferentes medidas de control sobre los mercados OTC deberán servir para elevar los costes de transacción de estas operaciones, de forma que afloren incentivos para reconducir las operaciones de derivados hacia mercados organizados con contratos estandarizados.
- Tolerancia cero con los espacios no regulados. Los centros *offshore* deben ser supervisados por acuerdos globales con regulación estándar.

Políticas macroeconómicas

- Aplicación de *buffers* anticíclicos y utilización de probabilidades de incumplimiento a través del ciclo y no en un punto del ciclo, ajustando las exigencias de capital a esos resultados (más capital en el auge para estar preparadas las entidades en el descenso).
- Acuerdo multilateral para institucionalizar un nuevo sistema internacional de coordinación monetaria y estabilidad cambiaria, que incluya la introducción de gravámenes y restricciones a ciertos movimientos internacionales de capital.
- Apertura de una mesa de negociación en el seno del FMI para la creación de una moneda internacional de reserva, que resucite los derechos especiales de giro (DEG) y camine hacia la sustitución del actual sistema mundial de reservas basado en el dominio de monedas nacionales.

Reformas institucionales

- Institucionalización del G-20 como un Consejo Económico Mundial, apoyado en la labor de un Consejo Global Permanente de coordinación económica, que habrá de contar con representación rotatoria de todos los países agrupados por regiones.
- Posible creación de una Organización Mundial Monetaria y Financiera, gemela de la OMC, como tercer pilar del orden económico internacional, que integraría en un organismo único las funciones regulatorias, supervisoras y estabilizadoras.
- La OMMF se financiaría con cuotas de sus socios por una cuantía fija y otra proporcional a la renta para los países más ricos, junto con la recaudación derivada de los impuestos a las transacciones financieras internacionales. La organización dispondría de sus propios estatutos, una secretaría permanente, un comité de arbitraje y diversos mecanismos necesarios para la rendición de cuentas. Las decisiones se tomarán por mayoría cualificada, mediante un sistema de voto ponderado.

La responsabilidad de los gobiernos progresistas es seguir defendiendo este tipo de propuestas que apuestan por una reforma global y profunda del orden actualmente vigente. Una reforma que no busque solamente evitar las crisis financieras, o en su caso paliar los efectos más dañinos, sino que también contribuya a reducir la continua incertidumbre e inestabilidad que introducen ciertas actividades financieras en la dinámica económica, poniendo coto al sobredimensionamiento del sector y a su creciente influencia sobre el proceso de globalización y la dinámica económica en su conjunto.

El problema es que este reto se presenta ahora no menos complicado que en el pasado. Paradójicamente, las medidas anticrisis han disminuido todavía más el margen de maniobra de los responsables políticos, al tiempo que no ha cesado de aumentar la capacidad de presión de las empresas y los grupos sociales más beneficiados por el auge financiero. El poder de estos grupos y de las empresas en las que tienen concentrados sus patrimonios financieros (*hedge funds*, fondos de capital riesgo, bancos de inversión) se antoja demasiado grande y sus intereses apuntan siempre hacia la desregulación en todos los ámbitos de la economía, tanto la financiera como la “real” (laboral, productiva, o comercial).

En estas circunstancias, los gobiernos deberían ir más allá de la aplicación de medidas meramente defensivas, destinadas a protegerse de las consecuencias más nocivas de una dinámica altamente *financiarizada* de la economía internacional, y apostar por el despliegue de medidas ofensivas, que aboguen por un nuevo modelo de regulación de los mercados financieros y por una nueva arquitectura económica internacional. Sin duda alguna, todavía estamos a tiempo para ello.

Referencias

Aglietta M., Reberioux, A. (2005): *Corporate governance adrift. A critique of shareholder value*. Cheltenham: Edward Elgar.

Ash, M. et al. (2009): *A progressive program for economic recovery and financial reconstitution*, Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts Amherst.

Auerback, M. y Wray, R. (2009): *Banks running wild: the subversion of insurance by "life settlements" and Credit Default Swaps*. Policy Note, 9/2009, The Levy Economics Institute of Bard College, California State University, Fresno.

BCBS, Basel Committee on Banking Supervision (2010a): *Compensation principles and standards assessment methodology*, Bank for International Settlements, January, 2010.

BCBS, Basel Committee on Banking Supervision (2010b): *Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards*, Bank for International Settlements, Press Release, September 2010.

BCBS, Basel Committee on Banking Supervision (2010c): *The Basel's Committee's response to the financial crisis: report to the G20*, Bank for International Settlements, October, 2010.

BCBS, Basel Committee on Banking Supervision (2010d): *Good practice principles on supervisory colleges*, Bank for International Settlements, October, 2010.

Bésnassy-Queré, A.; Kumar, R. y Pisani-Ferry, J. (2009): *The G20 is not just a G7 with extra chairs*, Bruegel Policy Contribution, Issue 2009/10, www.bruegel.org.

Boyer, R. (2000): *Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis*. *Economy and Society* 29 (1), 111-145.

Cooper, G. (2008). *The origins of financial crisis. Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*, Harriman House: Hampshire.

De la Dehesa, G. (2010): *La primera gran crisis financiera del siglo XXI*. Madrid: Alianza Editorial.

Epstein, G. (2005): *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar.

Epstein, G. y Crotty, J. (2009): *Controlling dangerous financial products through a financial pre-cautionary principle*, *Ekonomiaz*, nº 72, 3.

Estefanía, J. (2000). *Aquí no puede ocurrir*, Madrid: Taurus.

Fondo Monetario Internacional (2009): *Informe sobre la estabilidad financiera mundial, abril, 2009*.

FSB, Financial Stability Board (2010): *Overview of progress in the implementation of the G-20 recommendations for strengthening financial stability*. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, June, 2010.

FSB, Financial Stability Board (2010): *Implementing OTC derivatives market reform*, Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, October, 2010.

Fundación IDEAS (2010): *Impuestos para frenar la especulación financiera. Propuestas para el G-20*. Informe, mayo de 2010, Fundación IDEAS para el progreso, Madrid.

Fusaro P. et al. (2005): *Hedge funds change energy trading*, International Research Centre for Energy and Economic Development.

G-20 (2010a): *Progress report on the economic and financial actions of the previous G-20 summits prepared by Korea*, Chair of the G20, July 20, 2010, www.g20.org

G-20 (2010b): *The G20 Seoul summit leader's declaration*, November 11-12, www.g20.org

German Ministry of Finance (2010): *Effective financial market regulation after Pittsburgh: achievements and challenges*, International Conference, Federal Ministry of Finance, Berlin, 19/20 May, 2010.

Giovannini, A. (2010): "Financial system reform proposals from first principles", *Policy Insight* nº 45, Centre for Economic Policy Research (CEPR), January 2010.

Griffith-Jones, S. *et al.* (2010): *The G20 Summit at Seoul. Time to deliver: agreements and agenda for global economic governance*, OPEX Memorandum, nº 148/2010, Fundación Alternativas, www.falternativas/opex.

Group of Thirty (2009): *Financial reform. A framework for financial stability*, The Group of Thirty, Washington, DC.

Hannoun, H. (2010): *Towards a global financial stability framework*, 45th SEACEN Governor's Conference, Bank for International Settlements, February, 2010.

Kregel, J. (2009): *Observations on the problem of "too big to fail/save/resolve"*. Policy Note, 11/2009, The Levy Economics Institute of Bard College, California State University, Fresno.

Kregel, J. (2010): *Is regulation of the financial system an oxymoron?*, Working Paper nº 585, The Levy Economics Institute of Bard College, California State University, Fresno.

Kregel, J. (2010): *No going back: why we cannot restore Glass-Steagall's Segregation of Banking and Finance*. Public Policy Brief, nº 107/2010, The Levy Economics Institute of Bard College, California State University, Fresno.

Krippner, G. (2005): "The financialization of the American economy". *Socio-Economic Review*, 3: 173-208.

Lazonick, W, O'Sullivan, M, 2000) *Maximising shareholder value: a new ideology for corporate governance*. *Economy and Society* 29 (1): 13-35.

Lordon, F. (2009): *El porqué de las crisis financieras y cómo evitarlas*, Madrid: Catarata.

Minsky, H.P. (1986): *Stabilizing an unstable economy*, New Haven, Conn: Yale University Press.

Moreno, P. (2010): *Dos años de cumbres del G-20: adagio spicato*, Real Instituto Elcano, ARI 162/2010.

Mulas-Granados, C. y Nombela, G. (2009): *¿Por qué es necesario limitar las retribuciones de los ejecutivos? Recomendaciones en el caso de España*, Documento de Trabajo 2/2009, Fundación IDEAS para el progreso.

Ocampo, J.A. y Griffith-Jones, S. (2008): "La arquitectura financiera internacional: una reforma pendiente", en ICEI-ICEX: *Claves de la economía mundial*, 8ª edición, ICEX, Madrid.

Palazuelos, E. (2010): “Estados Unidos, 1981-2008. Un modelo de crecimiento agotado”, en Correa, E. (ed.): *Opacidad y hegemonía en la crisis global*, Madrid: Catarata.

Stiglitz, J. (2003): *Los felices 90. La semilla de la destrucción*, Madrid: Taurus.

Stiglitz, J. (2010): *Caída libre. El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*, Madrid: Taurus.

Stockhammer E. (2004): “Financialization and the slowdown of accumulation”. *Cambridge Journal of Economics*, 28 (5), 719-41.

Tymoigne, E. (2009): *A critical assessment of seven reports on financial reform: a mynskian perspective*, Part IV, Working Paper nº 574.4, The Levy Economics Institute of Bard College, California State University, Fresno.

Vilariño, A. (2009): “Formación de burbujas financieras y crisis. De la crisis del Nasdaq a la crisis de las hipotecas *subprime*”, *Papeles de Europa*, 19 (2009).

Vilariño, A. (2000): *Turbulencias financieras y riesgos de mercado*, Prentice Hall, Pearson Educación, Madrid.

Wray, R. (2010): *What should banks do? A Minskyan analysis*, Public Policy Report, nº 115/2010, The Levy Economics Institute of Bard College, California State University, Fresno.

Documentos de debate publicados

- 1/2009. Una propuesta para la elección del Gobierno Europeo. Antonio Estella
- 2/2009. Inclusión y diversidad: ¿repensar la democracia? Wolfgang Merkel
- 3/2009. El Estado Dinamizador antes y después de la crisis económica.
Carlos Mulas-Granados
- 4/2009. Programa para una política progresista: nota para el debate. Philip Pettit
- 5/2009. Liderando la Tercera Revolución Industrial y una nueva visión social para el mundo.
Jeremy Rifkin
- 6/2009. Prioridades económicas de Europa, 2010-2015. André Sapir
- 7/2009. La crisis económica global: temas para la agenda del G-20. Joseph E. Stiglitz
- 8/2009. Global Progress: un paso decisivo para establecer una agenda progresista internacional para el siglo XXI. Matt Browne, Carmen de Paz, Carlos Mulas-Granados
- 9/2009. An EU “Fit for Purpose” in the Global Era. Una UE adaptada a la nueva era global.
Loukas Tsoukalis, Olaf Cramme, Roger Liddle
- 10/2010. La estrategia 2020: del crecimiento y la competitividad a la prosperidad y la sostenibilidad. Antonio Estella y Maite de Sola
- 11/2010. La renovación liberal de la socialdemocracia. Daniel Innerarity
- 12/2010. La producción y el empleo en los sectores españoles durante los ciclos económicos recientes. Simón Sosvilla Rivero
- 13/2010. El modelo danés: un éxito en Europa. Mogens Lykketoft
- 14/2010. ¿Qué valor añade España a África subsahariana?: estrategia y presencia de España en la región. José Manuel Albares
- 15/2010. La Alianza de Civilizaciones: una agenda internacional innovadora. La dimensión local y su potencial en África. Juana López Pagán
- 16/2010. La crisis económica mundial en África subsahariana: consecuencias y opciones políticas para las fuerzas progresistas. Manuel de la Rocha Vázquez
- 17/2010. Microfinanzas, microcréditos y género en Senegal. Josefa Calero Serrano
- 18/2010. El debate sobre la Estrategia Española de Seguridad.
Antonio Estella, Aida Torres y Alicia Cebada
- 19/2010. Biocombustibles líquidos: situación actual y oportunidades de futuro para España.
Ricardo Guerrero, Gustavo Marrero, José M. Martínez-Duart y Luis A. Puch
- 20/2010. Conferencia African Progress. El papel y el futuro de las políticas progresistas en África subsahariana. Carmen de Paz y Guillermo Moreno

Documentos de trabajo publicados

- 1/2009. ¿Cómo votan los españoles en las elecciones europeas?
Antonio Estella y Ksenija Pavlovic
- 2/2009. ¿Por qué es necesario limitar las retribuciones de los ejecutivos? Recomendaciones para el caso de España. Carlos Mulas-Granados y Gustavo Nombela
- 3/2009. El Tratado de Lisboa. Valores progresistas, gobernanza económica y presidencia española de la Unión Europea. Daniel Sarmiento
- 4/2010. Por la diversidad, contra la discriminación. La igualdad de trato en España: hechos, garantías, perspectivas. Fernando Rey Martínez y David Giménez Glück (coordinadores)
- 5/2010. Los actuales retos y la nueva agenda de la socialdemocracia. Ludolfo Paramio, Irene Ramos Vielba, José Andrés Torres Mora e Ignacio Urquizu
- 6/2010. Participación ciudadana en el ámbito municipal. Reflexiones teórico-empíricas y prácticas participativas. Eva Campos

Documentos de análisis político

- 1/2011 La España de Rajoy y Cameron

Informes publicados

Nuevas ideas para mejorar el funcionamiento de los mercados financieros y la economía mundial.

Decálogo de reformas para responder a una crisis sistémica.
(Diciembre de 2008)

La producción de los pequeños agricultores y la reducción de la pobreza.

Principios para un mecanismo de coordinación financiera (MCF) de apoyo a los pequeños agricultores.
(Enero de 2009)

Un nuevo modelo energético para España.

Recomendaciones para un futuro sostenible.
(Mayo de 2009)

Ideas para una nueva economía.

Hacia una España más sostenible en 2025.
(Enero de 2010)

Impuestos para frenar la especulación.

Propuestas para el G-20.
(Mayo de 2010)

La reforma de las pensiones.

¿Cómo va a beneficiar a la sociedad española?
(Febrero de 2011)

DD
01/2011

Rafael Fernández Sánchez

**NUEVAS IDEAS PARA LA REGULACIÓN DEL SISTEMA
FINANCIERO INTERNACIONAL**

FOUNDATION FOR EUROPEAN
PROGRESSIVE STUDIES
FONDATION EUROPÉENNE
D'ÉTUDES PROGRESSISTES



Rue Montoyer, 40 · 1000 · Bruxelles · Belgique
Téléphone: [+32] 2 234 69 00 · Fax: [+32] 2 280 03 83
info@feps-europe.eu · www.feps-europe.eu

 fundación
ideas

C/ Gobelos, 31 · C.P. 28023 · Madrid
Teléfono: [+34] 915 820 091 · Fax: [+34] 915 820 090
info@fundacionideas.es · www.fundacionideas.es