

CAPÍTULO I

LA REFORMA FINANCIERA INTERNACIONAL: DE LA CRISIS ASIÁTICA A LA CRISIS GLOBAL

Santiago Fernández de Lis*

Emilio Ontiveros**

1. Introducción

La trascendencia de la crisis financiera todavía vigente no se agota en la cuantía de las pérdidas de riqueza financiera y el número de damnificados por esos quebrantos. Con independencia de otros rasgos que la singularizan en el ya amplio repertorio de convulsiones financieras desde la quiebra de Bretton Woods, en esta crisis también se han formulado propósitos de enmienda, tratando de deducir de los fallos observados lecciones relevantes para la regulación y supervisión financiera global, con el fin de prevenir recesiones de la intensidad y alcance de la actual, la más severa desde la Segunda Guerra Mundial.

La crisis de la deuda de las economías latinoamericanas, iniciada en el verano de 1982, define el inicio de una nueva era de perturbaciones financieras, consistente con la apertura del proceso de integración financiera internacional. Pero ha sido la década de los noventa la que registra episodios de crisis financieras suficientemente relevantes para que los propósitos de reforma cobren una importancia diferencial.

La década de los noventa, en efecto, comenzó con problemas en los países desarrollados, en Europa sin ir más lejos. La crisis del Sistema Monetario Europeo (1992-93) puso de relieve las dificultades de mantener regímenes de tipo de cambio intermedios (fijos, pero ajustables) en presencia de libre circulación de

* Socio-Director del Departamento Internacional de Analistas Financieros Internacionales.

** Presidente de Analistas Financieros Internacionales y Catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad Autónoma de Madrid.

capitales, y generó una polarización de los regímenes cambiarios hacia los extremos: flotación o tipo fijo puro. Fue la primera advertencia seria de esa suerte de asimetría entre la creciente capacidad transaccional de los mercados y las decrecientes posibilidades de las autoridades para neutralizar ese potencial, en particular en presencia de regímenes cambiarios que suministraban información gratuita muy valiosa a los operadores en los mercados. La intuición de que los problemas ya no eran locales fue validada con las consecuencias de esta crisis.

Pero, a medida que avanzaba la década, las crisis se fueron concentrando en países emergentes (México 1994, Asia 1997, Rusia 1998 y Brasil 1999), que necesitaron paquetes de ayuda crecientes por parte de la comunidad internacional. Las aspiraciones de fortalecimiento del sistema financiero internacional que surgieron, por ejemplo, tras la crisis financiera asiática (desencadenada en julio de 1997, pero con efectos que se extendieron al otoño del año siguiente) dieron lugar a un cuerpo amplio de iniciativas y de aportaciones académicas, pero a pocas mejoras efectivas en el sistema de anticipación de crisis financieras.

La posición de consenso entonces descansaba en una confianza elevada en el funcionamiento de la disciplina de mercado: el mecanismo por el cual los mercados financieros, si disponen de información adecuada, establecen una asignación eficiente de recursos e incentivos para la adopción de políticas económicas saneadas. Pero a medida que se acumulaban paquetes de rescate, cundió de modo paralelo la preocupación por el "riesgo moral" que se estaba generando en estos mercados, que (se pensaba) tendían a asumir riesgos excesivos en la confianza de que, en caso de crisis, los gobiernos de los principales países acudirían al rescate.

Las reformas del sistema financiero internacional adoptadas a finales de los noventa pretendían, en consonancia con esta filosofía, dos objetivos: aumentar la transparencia en la información sobre la situación económica y financiera en los países emergentes, de manera que la disciplina de mercado funcionara de manera adecuada y establecer mecanismos menos traumáticos para la reestructuración de la deuda de estos países, cuando ésta fuera claramente insostenible.

La crisis argentina marcó un punto de inflexión, en el sentido de que supuso el final de la época rescates masivos y la quiebra soberana de un país de importancia sistémica. De manera contemporánea a la crisis argentina, dos acontecimientos vinieron a sentar las bases de una nueva oleada de crisis de naturaleza más compleja y centradas en los países desarrollados: los escándalos en torno al caso *Enron* y similares, que generaron una profunda desconfianza

en los estados contables de las grandes empresas, y el estallido de la burbuja tecnológica, también en EEUU, que rápidamente se extendió a la práctica totalidad de los mercados bursátiles de las economías avanzadas. Esos desplomes de las bolsas ampararon la preocupación de las autoridades por su posible efecto de destrucción de riqueza. La Reserva Federal adoptó una política monetaria sumamente expansiva, que trajo consigo un período dilatado de abundante liquidez y baja aversión al riesgo, que se extendió al resto del mundo a través de unos mercados financieros cada vez más globales.

Entre tanto, la incorporación de China a la economía mundial estaba poniendo en marcha transformaciones mucho más profundas y duraderas. Por un lado, las manufacturas baratas procedentes de China presionaron a la baja los precios internacionales, lo que permitió hacer compatibles elevados ritmos de crecimiento y bajas tasas de inflación, en lo que se conoció como "la gran moderación"; por otro, el exceso de ahorro chino y la insuficiencia del correspondiente de EEUU alimentaron una ampliación de los desequilibrios globales por cuenta corriente, ilustrando ampliamente la llamada "paradoja de Lucas": los países en desarrollo, lejos de atraer flujos de capital provenientes de las más maduras economías avanzadas, exportaban su ahorro a la principal y más deficitaria economía mundial. A este proceso no fue ajena la política cambiaria de China y de otros países asiáticos, que impidieron la apreciación de sus monedas adquiriendo grandes volúmenes de reservas exteriores, por motivos tanto mercantilistas como de auto-protección ante posibles crisis futuras, a la vista de las restricciones cada vez mayores y la condicionalidad cada vez más estricta en la financiación del Fondo Monetario Internacional (FMI). Otros países emergentes, entre ellos buena parte de América Latina, se beneficiaron del aumento del precio de las materias primas y el petróleo –inducido también de manera significativa por la demanda de un muy dilatado crecimiento económico de China, superior al 10% anual– y acumularon también cantidades crecientes de reservas de divisas.

A mediados de la presente década la situación había cambiado sustancialmente respecto a unos pocos años antes: las economías emergentes habían saneado notablemente su situación, y se encontraban con niveles de reservas elevados, menor deuda externa y crecientes superávits por cuenta corriente, en tanto que un buen número de economías más avanzadas registraban abundante liquidez, altas tasas de crecimiento del crédito y un auge del precio de la vivienda financiado mediante titulizaciones que se colocaban en los mercados mayoristas internacionales. La principal excepción dentro de este grupo de países desarrollados era Japón, cuya economía continuaba inmersa en una situación

oeracionista como resultado de las dificultades para digerir el estallido de la burbuja inmobiliaria de los años noventa.

Como suele ocurrir, los años de abundante liquidez y de elevado apetito por el riesgo habían generado desequilibrios profundos en las economías desarrolladas, especialmente en EEUU. El modelo de sistema bancario basado en "originar para distribuir" había financiado el auge inmobiliario, pero también había generado un sistema bancario en la sombra inadecuadamente supervisado y que había dispersado globalmente el riesgo de productos sumamente opacos. La regulación financiera y las normas contables alimentaron la prociclicidad del sistema financiero, cebando la bomba del crédito. En fin, los problemas ya no estaban en remotas economías emergentes, sino en el corazón del sistema financiero desarrollado.

Los acontecimientos posteriores son bien conocidos. Cuando se hizo evidente la inflexión del precio de la vivienda en EEUU, los productos estructurados empezaron a perder valor, lo que arrastró al sistema bancario en la sombra y, con él, a las entidades financieras que los habían originado. Las pérdidas de los bancos desencadenaron esa espiral característica del *credit crunch*: intensa contracción del crédito, elevación significativa de las primas de riesgo de crédito y de liquidez y creciente desconfianza entre los bancos, paralizadora de todos los mercados mayoristas. A pesar del apoyo de los bancos centrales y de los tesoros de los principales países, el sistema financiero mundial ha entrado en una espiral de desapalancamiento sumamente dañina, que ha terminado por incidir sobre el sector real, el comercio mundial y los flujos de capital internacionales.

La reforma financiera internacional se plantea ahora objetivos bastante diferentes de los que guiaron los esfuerzos reformistas hace apenas 10 años, cuando se gestó el G-20 y el Foro (ahora rebautizado como Consejo) de Estabilidad Financiera. El objeto de atención, los generadores de potencial inestabilidad financiera, ahora no son los países emergentes, sino el centro del sistema financiero internacional. El reforzamiento de la supervisión y regulación financiera; el establecimiento de un marco de actuación para las crisis sistémicas; la corrección de los elementos regulatorios que exacerbaban la prociclicidad del sector financiero; la delimitación del perímetro regulatorio (y, con él, las redes de seguridad del sistema financiero); el reforzamiento de los mecanismos de cooperación internacional en la prevención y resolución de crisis financieras; y la corrección de las deficiencias observadas en una serie de aspectos clave de los mercados financieros internacionales (desde la compensación de los directivos y gestores

bancarios hasta la regulación de las agencias de *rating*, pasando por los paraísos fiscales, los estándares contables o los mercados de productos financieros derivados), son algunas de las áreas de reforma emprendidas.

En cuanto a los mercados emergentes, de la preocupación por el riesgo moral y la limitación de los paquetes de ayuda se ha pasado a la preocupación por el riesgo sistémico y la ampliación de las líneas de crédito, para evitar que una crisis en estos países pueda agravar la situación ya delicada de las entidades financieras de los mercados más desarrollados.

En fin, el debate sobre la arquitectura del sistema financiero internacional ilustra cómo, a pesar de que algunas de las reformas fueron sin duda correctas, su énfasis sobre los países emergentes fue excesivo, y los límites a la financiación del FMI tuvieron efectos indeseados, como el auto-aseguramiento de algunos países mediante acumulación de reservas, que en parte alimentó los desequilibrios globales y el exceso de liquidez en los países desarrollados.

En las páginas que siguen se aborda la perspectiva de estas reformas en la década que va desde la crisis asiática a la crisis actual. En el punto 2 se resume brevemente la literatura sobre crisis financieras; en el punto 3 se describe el programa de reformas a raíz de la crisis asiática y su grado de cumplimiento; en el punto 4 se analiza el marco de Praga, acordado por el FMI en 2000 para poner fin a los paquetes de rescate masivos de economías emergentes; por su importancia en los debates, la crisis argentina y el discusión sobre las quiebras soberanas se abordan en el punto 5; el punto 6 plantea las implicaciones de *Enron* y los escándalos contables similares; la importancia de los desequilibrios globales se aborda en el punto 7; en el punto 8 se analizan los efectos de la combinación de políticas monetarias asimétricas y una regulación financiera pro-cíclica; finalmente, en el punto 9 se resumen se manera somera las principales líneas de reforma actuales; en el punto 10 se presentan algunas conclusiones.

2. Tipología de crisis

Los debates sobre la reforma financiera internacional se han sucedido en las últimas décadas entre economistas académicos, responsables de las políticas económicas y participantes en los mercados financieros. En particular, a partir de la ruptura del sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods, en los primeros años setenta, estos debates se han centrado en torno a cómo articu-

lar un gobierno global que pueda responder a la integración de los mercados financieros internacionales¹.

Gran parte de la literatura sobre estas reformas ha surgido al hilo de las crisis que han ido sucediéndose en estos años; de ahí que se encuentre estrechamente emparentada con la literatura sobre crisis, en la que cabe distinguir, a su vez, tres generaciones:

a) Primera generación

En las crisis tradicionales, el papel básico corresponde a los fundamentos económicos y a las políticas económicas insostenibles, que llevan al abandono de una paridad cambiaria (Krugman, 1979). El elemento central es una crisis de balanza de pagos, por lo general como resultado de políticas fiscales expansivas o de una combinación inadecuada de políticas fiscales y monetarias, que provoca altos tipos de interés reales y una sobrevaloración del tipo de cambio real. Esto a su vez induce entradas de capitales cuantiosas y un aumento del déficit por cuenta corriente. Según algunas versiones de estos modelos, los desequilibrios de balanza de pagos generados en el sector privado son irrelevantes, ya que responden a movimientos espontáneos del capital privado ("doctrina Lawson")².

b) Segunda generación

La crisis del Sistema Monetario Europeo (1992-1993) puso de manifiesto nuevos tipos de problemas y condujo a los modelos de segunda generación (Obstfeld, 1994). Estos hacen hincapié en los efectos de la libre circulación de capitales y la globalización financiera. Un elemento novedoso es la existencia de "ataques especulativos autoconfirmados", en los que, sin un cambio perceptible en los fundamentos de un país o una moneda, la mera sospecha de una devaluación (cualquiera que sea su causa) puede desencadenar salidas de capitales y eventualmente forzar la devaluación temida inicialmente.

¹ Una revisión de esa dinámica de liberalización e integración financiera internacional, desde los acuerdos de Bretton Woods hasta la emergencia de la crisis asiática, se aborda en Ontiveros (1997).

² A finales de los ochenta y principios de los noventa, esta posición recibió la denominación de "doctrina Lawson", en referencia al Canciller del Exchequer de entonces, quien argumentó que el déficit corriente del Reino Unido no era preocupante si las políticas fiscales estaban saneadas. Esto no impidió, no obstante, que la libra esterlina fuera una de las monedas más seriamente afectadas en 1992 por la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME). La crisis asiática, pocos años después, volvió a ilustrar cómo economías con las finanzas públicas aparentemente saneadas podían experimentar crisis profundas como consecuencia del endeudamiento del sector privado, especialmente si este contaba con la garantía implícita del gobierno.

Estas crisis, sin embargo, no dejan de guardar relación con los fundamentos: la paridad de una moneda normalmente deja de ser creíble cuando los mercados piensan que es incongruente con los costes y beneficios de mantenerla por parte de las autoridades, lo que a su vez depende en buena medida de los fundamentos presentes y futuros. En estas situaciones de "equilibrios múltiples" basta con que los mercados piensen que es probable el paso del equilibrio "bueno" al equilibrio "malo" para que este cambio se produzca. La existencia de objetivos explícitos de tipo de cambio refuerza estos mecanismos, al proporcionar un punto de referencia a los ataques especulativos: suministra información muy valiosa a los operadores en los mercados de cambios, útil en esa suerte de apuesta frente a las autoridades y a su cada vez más limitada capacidad de intervención en los mercados. Efectivamente, la mayoría de los bancos centrales, con sus limitadas reservas de divisas, se ven a menudo en una situación de desventaja, como jugador "contrario", cuando los mercados se vuelcan en una posición determinada, compradora o vendedora. A raíz de estas crisis se produjo una tendencia a abandonar los regímenes de tipo de cambio intermedios (fijos pero ajustables) y una polarización hacia uno de los extremos: flotación o tipo de cambio fijo puro (*currency board*, unión monetaria o dolarización) [Eichengreen y Wyplosz (1993)]. La crisis mexicana iniciada en diciembre de 1994 también pertenece a la segunda generación, pero añadió una nueva dimensión: los descalces de moneda o de plazo entre activos y pasivos y el riesgo ligado a la renovación de los vencimientos de la deuda externa (Ortiz, 2002).

c) Tercera generación

Las crisis de tercera generación están ligadas en buena medida a la crisis asiática (1996-97). Algunos de los elementos más característicos de esta literatura son las dudas sobre la solvencia del sector público, del sector privado o de ambos (Dornbusch, 2001), la coincidencia de crisis cambiarias y crisis bancarias ("crisis gemelas", en los términos de la caracterización de Kaminsky y Reinhart, 1997), la existencia de riesgo moral como consecuencia de la garantía implícita o explícita de los gobiernos sobre los pasivos bancarios, y los "frenazos" o reversiones súbitas de los flujos de capital (Calvo y Mendoza, 2000). La crisis de Argentina (que se aborda en el punto 5) combina la mayoría de estos elementos, junto con una reconsideración en profundidad del consenso sobre bancarrotas soberanas.

La crisis financiera que ahora estamos sufriendo, su bien ganada singularidad, posiblemente dé lugar a una literatura de "cuarta generación", algunos de cuyos elementos se señalan en los puntos 8, 9 y 10.

3. El programa de reformas a raíz de la crisis asiática

A raíz de la crisis asiática se puso en marcha un debate profundo sobre sus causas y las reformas necesarias³. En abril de 1998, bajo el liderazgo de la Administración Clinton, se reunieron en Washington los Ministros de Finanzas y los Gobernadores de los Bancos Centrales de un grupo de países que sería el embrión del G-20, para discutir las causas que desencadenaron la crisis asiática y las reformas necesarias para la prevención y resolución de este tipo de crisis en el futuro. Se establecieron tres grupos de trabajo para abordar las cuestiones que se consideraron entonces más relevantes: transparencia y rendición de cuentas, crisis financieras internacionales y fortalecimiento de los sistemas financieros. Las conclusiones de estos informes fueron la base de la reforma de la denominada "arquitectura financiera internacional"⁴ en los años siguientes.

En paralelo, el G-7 había encargado a Hans Tietmeyer, antiguo presidente del *Bundesbank*, un estudio sobre cómo mejorar la coordinación entre los diversos organismos internacionales, claramente mejorable. De este informe surgió la creación del Foro de Estabilidad Financiera (FSF), como mecanismo de coordinación entre el FMI, el Banco Mundial, el BIS, la OCDE y otros organismos, bajo la hegemonía del G-7. De esta manera se sentaron las bases de los nuevos mecanismos de gobernanza global, aunque la conexión entre el G-20 y el Foro de Estabilidad Financiera (rebautizado como Consejo de Estabilidad Financiera, FSB) no se realizaría hasta 11 años después, tras la cumbre del G-20 en Londres en abril de 2009.

Los tres grupos de trabajo (WG) creados en el seno del "proto-G-20" en 1998 realizaron una serie de propuestas, entre las cuales cabe destacar las siguientes:

³ En Ontiveros (1998) y (1999) se analizan los determinantes y consecuencias que tuvo la crisis asiática.

⁴ El término "arquitectura financiera internacional" fue acuñado por Robert Rubin, entonces Secretario del Tesoro norteamericano, en un discurso en la *Brookings Institution* en abril de 1998. Pocos días después la nueva expresión se incluyó en el comunicado del Comité Interino del FMI. Aun cuando agrupe genéricamente las pretensiones de reforma del sistema financiero internacional, su acepción más estricta hace referencia a los órganos e instituciones encargados de supervisar y gobernar las relaciones financieras internacionales. En Ontiveros (2001) se da cuenta de esos primeros intentos.

a) Transparencia y rendición de cuentas

Según el diagnóstico entonces más extendido de la crisis asiática, los problemas se debieron parcialmente a una insuficiente disponibilidad de información por los mercados financieros internacionales sobre los fundamentos de estas economías. Salieron a la luz algunas vulnerabilidades que determinaron un cambio brusco de expectativas y una reversión igualmente súbita de los flujos de capitales. Para evitar estos problemas en el futuro, el WG recomendó una serie de mejoras en la transparencia del sector público, del sector privado y de las instituciones financieras internacionales (IFI). Sin embargo, en la práctica los avances fueron desiguales. Se mejoró notablemente la transparencia del sector público, especialmente en los datos sobre reservas de divisas de los bancos centrales; se avanzó también en la transparencia de las IFI, gran parte de cuyos informes pasaron al estatus de "presunción de publicación", que significa que el país en cuestión debe, en su caso, argumentar las razones para no hacerlo público; y se avanzó mucho menos en la transparencia del sector privado, especialmente en los segmentos más opacos de los mercados financieros internacionales, como quedaría dramáticamente de manifiesto algunos años después.

b) Crisis financieras internacionales

El informe distinguía entre políticas para la prevención y para la resolución de crisis financieras, cuyo enfoque estaba muy centrado en los países emergentes. En el ámbito de las políticas preventivas, el informe recomendaba "limitar el rango de actividades económicas y financieras cubierto, implícita o explícitamente, por garantías del gobierno". Asimismo, recomendaba el uso y desarrollo de técnicas financieras innovadoras. En el terreno de las políticas de resolución de crisis, la propuesta más potente —y la que en los años siguientes registró avances mayores— fue la introducción de Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) en las emisiones de deuda soberana, que permiten reestructurar las condiciones de esta deuda con el acuerdo de una "supermayoría" de acreedores.

c) Fortalecimiento de los sistemas financieros

A diferencia de los otros dos, este WG se centró tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas, ya que son estas últimas, al menos en condiciones normales, la fuente principal de oferta de capitales para las emergentes. El informe reiteró, por un lado, la necesidad de adoptar los estándares existentes (del Comité de Basilea, IOSCO, FMI, etc.); por otro, señalaba que es necesario avanzar en una serie de aspectos, como el gobierno corporativo, la gestión

de la liquidez y las redes de seguridad del sector financiero. En este último se recomendaba la adopción de mecanismos de intervención temprana en la resolución de crisis bancarias y mejoras en el diseño de los seguros de depósitos bancarios. Se incluía también la recomendación de reforzar la coordinación y la cooperación entre los supervisores y reguladores nacionales y los organismos internacionales. Con el beneficio de los algo más de 10 años transcurridos desde entonces y la experiencia de la crisis actual parece claro que, si bien este WG identificó algunos de los problemas correctamente, apenas se consiguió avanzar en las soluciones.

En resumen: los dos avances principales (ambos referidos sobre todo a países emergentes) registrados a partir del trabajo de los tres WG de 1998 fueron: el aumento de la transparencia de los bancos centrales, en particular en las estadísticas sobre reservas de divisas y, la introducción de cláusulas de acción colectiva (CAC) en las emisiones de la deuda soberana, a fin de facilitar la reestructuración de esta deuda en las crisis de solvencia⁵.

Aunque es comprensible que los debates en la década de los noventa se centraran en los países emergentes, puesto que fue en ellos donde se produjeron las crisis, desde la perspectiva actual parece claro que se prestó poca atención a los sistemas financieros de los países más desarrollados, donde el potencial riesgo sistémico es, como la experiencia actual demuestra, mucho mayor. El fracaso en desarrollar un Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP) de los EEUU es posiblemente uno de los principales errores del FMI en su labor de vigilancia en los últimos años, aunque es en buena medida imputable a la propia resistencia de las autoridades norteamericanas que, recordemos, tienen poder de veto en el Directorio del FMI, desde la creación de éste en 1944.

4. El marco de Praga

En los años que siguieron a la crisis asiática, los debates sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional giraron en torno al llamado "marco de Praga", acordado en la reunión del FMI de septiembre de 2000. En aquel momento, el diagnóstico oficial de las crisis financieras se articulaba en torno a una serie de ideas básicas: la disciplina de mercado había fallado, este fallo se

⁵ Para una valoración de estos progresos previa a la crisis reciente véase Casas, Fernández de Lis, González Mota y Mira (2004).

debía a que los mercados no disponían de información de calidad y fiable, los paquetes de ayuda masivos y crecientes a los países en crisis, por parte del FMI y los bancos de desarrollo, no hacían más que exacerbar el "riesgo moral", para restaurar un funcionamiento adecuado de los incentivos de mercado era preciso que el sector privado soportara una mayor parte del coste de las crisis (lo que se denominó *Private Sector Involvement* o participación del sector privado en la resolución de crisis), todo lo anterior exigía "desdramatizar" las quiebras soberanas, facilitando sus mecanismos de renegociación a través de las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC).

El FMI debía mantener un equilibrio especialmente delicado entre facilitar la renegociación de las deudas soberanas y evitar ser visto como una institución que alentara la bancarrota de sus estados miembros, lo que hubiera puesto en cuestión su estatus de acreedor privilegiado, aceptado tácitamente hasta entonces en los mercados financieros internacionales.

Algunos extractos del comunicado del IMFC en su reunión de Praga de septiembre de 2000 permiten captar claramente el mensaje a la comunidad financiera internacional:

- "... los recursos del Fondo son limitados, y el acceso extraordinario⁶ debe ser excepcional; además, ni los deudores ni los acreedores deben esperar que se les proteja de resultados adversos mediante actuaciones oficiales".
- "... [en algunos casos] la restauración rápida del acceso a los mercados financieros internacionales, en condiciones compatibles con la sostenibilidad externa a medio plazo, puede resultar irrealista, y puede ser necesario un conjunto más amplio de actuaciones por parte de los deudores privados, incluyendo una reestructuración completa de la deuda" ...
- "... [en algunos casos extremos] una suspensión de pagos temporal o una moratoria pueden ser inevitables".

Poco más de un año después, Argentina abandonó el tipo de cambio fijo con el dólar en medio de una profunda crisis política, social y económica, a lo que siguió la mayor quiebra soberana de la historia, que se aborda en el epígrafe siguiente, por su importancia en el debate sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional.

⁶ Se denomina acceso extraordinario al que supera los límites normales. Entre las crisis de México 1994 y Brasil 1999 se convirtió más en la norma que en la excepción.

5. La crisis argentina

En 1991, para superar los graves problemas ligados a la hiperinflación, el Gobierno argentino había establecido por ley la paridad (uno a uno) entre el peso y el dólar ("convertibilidad"), respaldada por un *currency board* (junta monetaria), arreglo que exige que todo el dinero emitido por el Banco Central esté respaldado por reservas de divisas. La renuncia a la autonomía en política monetaria y el deseo de financiar los desequilibrios fiscales en una forma ortodoxa pretendían proporcionar un ancla creíble a las expectativas inflacionistas. No hay mejor garantía a la verosimilitud de esas intenciones que la renuncia de hecho a la disposición de una política monetaria propia: como la referencia del *currency board* era el dólar estadounidense, la política monetaria de ese país será la verdaderamente relevante para Argentina a partir de entonces. La convertibilidad fue un éxito inicialmente, de manera que, durante gran parte de la década de los noventa, la economía argentina mantuvo un alto crecimiento económico y una razonable estabilidad de precios.

La segunda mitad de la década de los noventa comenzó con un alto crecimiento del PIB, abundante afluencia de capital extranjero y una mejora de las condiciones de financiación de Argentina en los mercados internacionales. Esta situación, junto con los elevados ingresos por privatizaciones, propició un aumento excesivo del gasto público, tanto a nivel central como provincial. El aumento de las primas de riesgo de crédito tras las crisis en Asia durante 1996 y 1997 y Rusia en 1998, junto con el efecto negativo sobre las finanzas públicas, a corto plazo, de la transición a un sistema privado de pensiones, basado en el principio de capitalización, contribuyeron también a un fuerte aumento de la deuda pública entre 1997 y 1999.

La devaluación del real brasileño en enero de 1999 (recuérdese que el principal socio comercial de Argentina es Brasil), la caída de los precios de las materias primas y la fortaleza del dólar terminaron de deteriorar la competitividad de la economía argentina, generando una profunda recesión y un proceso deflacionista. La rigidez de los salarios nominales limitó la posibilidad de recuperar competitividad a través de una reducción de los salarios reales. En medio de la recesión, los problemas de financiación externa se hicieron evidentes, a medida que el servicio de la deuda pública y externa iba representando una creciente parte de los ingresos fiscales y de las exportaciones, respectivamente.

Las inevitables restricciones fiscales se encaminaron más al aumento de los ingresos que al control del gasto, lo que agravó la recesión. En el segundo semestre de 2000 los mercados financieros emprendieron una huida hacia la

calidad que agravó aún más la situación del país y encareció su coste de financiación, poniendo en peligro los objetivos fiscales.

La aprobación de un importante paquete de ayuda por el FMI en enero de 2000 pareció disipar el peligro pero, sólo dos meses después, la dimisión de dos ministros de economía en tres semanas llevó al cierre del acceso a los mercados de capitales y a la vuelta de Domingo Cavallo, artífice 10 años antes del *currency board*. Varios cambios de rumbo en la política económica trataron de restablecer, sin éxito, la confianza de los mercados internacionales. La credibilidad en el mantenimiento de la paridad con el dólar se fue deteriorando, se ampliaron los diferenciales soberanos y se agudizó la recesión.

La incertidumbre económica generó un aumento de la demanda de efectivo y un trasvase hacia los depósitos en dólares, que indujo un notable descenso en las reservas de divisas y una fuerte contracción de la liquidez. Cabe recordar que los mecanismos para proporcionar liquidez al sistema financiero, bajo el régimen de convertibilidad, eran muy limitados. Ante el cierre de los mercados internacionales, el Gobierno recurrió, mediante persuasión moral o de manera coercitiva, al sistema financiero nacional para financiarse, lo que debilitó los balances de los bancos.

A la vista de los reiterados incumplimientos de las metas fiscales, el FMI decidió suspender los pagos a Argentina en diciembre de 2001. Esta decisión, junto a la introducción de restricciones sobre el retiro de depósitos ("corralito") por parte del Gobierno, para evitar un pánico financiero, precipitó los acontecimientos durante la Navidad de 2001, con la dimisión del Presidente, el abandono de la convertibilidad y la suspensión de los pagos de la deuda externa.

El régimen de convertibilidad, que había acabado con la hiperinflación en Argentina y había sentado las bases para el alto crecimiento de la primera mitad de los noventa, no fue capaz, en fin, de acompañarse de las reformas necesarias para dotar a la economía de la flexibilidad exigida por el tipo de cambio fijo. La falta de profundidad y continuidad de estas reformas (en particular en el mercado de trabajo) y la ausencia de disciplina fiscal, sumadas a una serie de perturbaciones externas, condujeron a una profunda recesión. La pérdida de la confianza internacional y el intento de mantener la convertibilidad a toda costa terminaron implicando el sacrificio del sistema financiero y la ruptura de los derechos de propiedad, dos pilares del funcionamiento de la economía que resulta muy costoso restaurar⁷.

⁷ Sobre la crisis argentina véase Mussa (2002), Krueger (2002). Para una visión crítica con la actuación del FMI Tenenbaum (2005).

La crisis argentina, lo que la severidad y consecuencias de la misma significaba, dominó la agenda de debates internacionales durante los primeros años de esta década. Algunos de los temas en discusión fueron los siguientes: cómo identificar a tiempo dinámicas de la deuda pública insostenibles; qué principios deben guiar un proceso de renegociación de los términos de la deuda con los acreedores privados y en qué condiciones debe el FMI ayudar, con financiación nueva, en este proceso; qué mayorías de acreedores son necesarias para que la reestructuración sea legítima; que objetivos fiscales son razonables para un país en recesión aguda y encaminado a la bancarrota; y cómo debe repartirse el esfuerzo de ajuste entre los acreedores privados externos y el sistema financiero interno, especialmente si éste está principalmente integrado por bancos extranjeros.

La experiencia de la reestructuración de la deuda argentina (algunos de cuyos coletazos legales continúan dirimiéndose en tribunales internacionales) confirmó el consenso internacional sobre la conveniencia de contar con mecanismos de reestructuración menos traumáticos. Diversos países emergentes, de acuerdo con el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)⁸, acordaron, bajo los auspicios del FMI, un Código de Conducta en Reestructuraciones de Deuda Soberana que incorporaba, como principal elemento, la inclusión de Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) para facilitar la renegociación de los términos de la deuda con el acuerdo de una "supermayoría" de acreedores (según el consenso existente entonces, en torno al 85%). Este tipo de cláusulas facilitaban el restablecimiento de la sostenibilidad de la deuda en caso de crisis, sin que los llamados "Fondos Buitres" pudieran bloquearla, como había ocurrido en el caso de "Elliot frente a Perú" en el año 2000.

Las CAC fueron rápidamente incorporadas a un número creciente de emisiones de los principales países emergentes (entre ellos la inmensa mayoría de los del G-20), aunque su eficacia no se ha probado desde entonces, porque a mediados de la presente década la mayoría de los países emergentes se encontraron con una situación sumamente desahogada: precios de las materias primas en ascenso, aumentos de reservas, bajos diferenciales de crédito y abundante financiación en los mercados internacionales.

⁸ Organización que agrupa a los principales bancos internacionales.

6. «ENRON» como un síntoma: la desconfianza en la contabilidad

¿Qué ocurría, entre tanto, en los países más desarrollados? Los primeros años de esta década estuvieron marcados por el estallido de la burbuja tecnológica, que indujo fuertes caídas en Bolsa, ante las cuales las autoridades monetarias (especialmente en EEUU) reaccionaron con bajadas agresivas de los tipos de interés. La economía real, sin embargo, apenas se vio afectada por las bruscas fluctuaciones de los mercados financieros. Continuaron las tasas de crecimiento económico elevadas y los moderados ritmos de crecimiento de la inflación, lo que realimentó la literatura sobre "la gran moderación": un nuevo paradigma según el cual la economía mundial habría alcanzado un equilibrio con una menor volatilidad de las variables macroeconómicas clave (Bernanke, 2004).

Es interesante observar, no obstante, que aproximadamente al mismo tiempo que se desencadenaba la tragedia argentina, se destapaba en EEUU el escándalo *Enron*, un entramado de fraude y falsedad en las prácticas contables que sacudió a los mercados norteamericanos y mundiales. *Enron* no fue un caso aislado, vino acompañado por otros como *Worldcom* y *Global Crossing* en EEUU, y *Parmalat*, *Swissair*, *Ahold* y otros en Europa. También volvieron a cuestionarse las prácticas de operadores esenciales en el funcionamiento de la economía de mercado, como las agencias de calificación crediticia o las compañías de auditoría. Todos estos casos generaron intensos debates y reformas de los marcos de gobierno corporativo en los principales países: la Ley Sarbanes-Oxley en EEUU y reformas similares en los principales países europeos, Japón y buen número de emergentes vieron la luz entre 2002 y 2004. La OCDE revisó sus principios de gobierno corporativo, y el Banco Mundial se propuso extenderlos a los países en desarrollo.

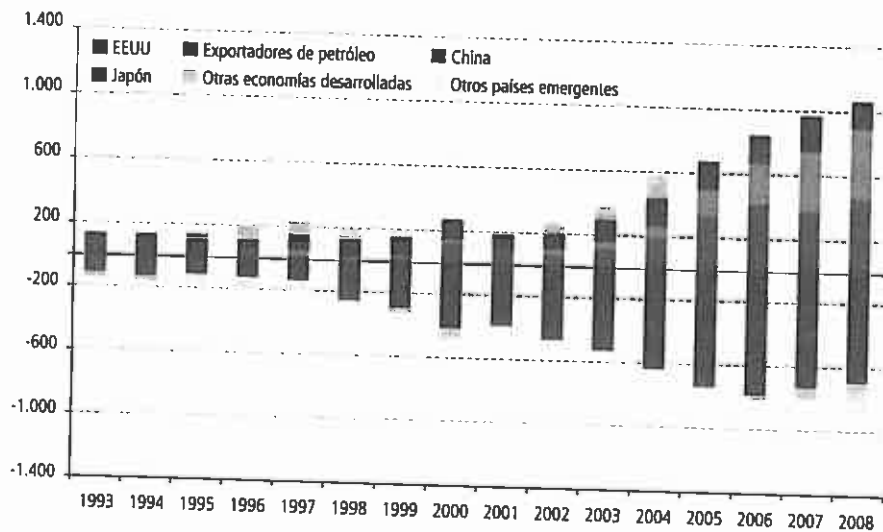
Se desarrollaron también en estos años numerosos códigos y estándares para asegurar una información veraz y una gestión ética de las empresas. En el ámbito contable, la Unión Europea aprobó la aplicación de las normas del Consejo Internacional de Estándares Contables (IASB) y EEUU los principios elaborados por su propio organismo regulador (FASB). Todo ello no impidió, sin embargo, que cundiera en los mercados financieros internacionales, en los años centrales de la década presente, un cierto escepticismo sobre la fiabilidad de la información contable de las principales empresas, que se ha visto desgraciadamente confirmado, en el caso del sector financiero, por la crisis actual. Quizá las refor-

mas tendentes a la mejora de la transparencia a partir del caso *Enron* tuvieron menos impacto en el sector financiero, donde la innovación fue especialmente dinámica, lo que podría contribuir a explicar algunos de los fallos detectados en el sistema bancario en la sombra, especialmente en EEUU.

7. Los desequilibrios globales

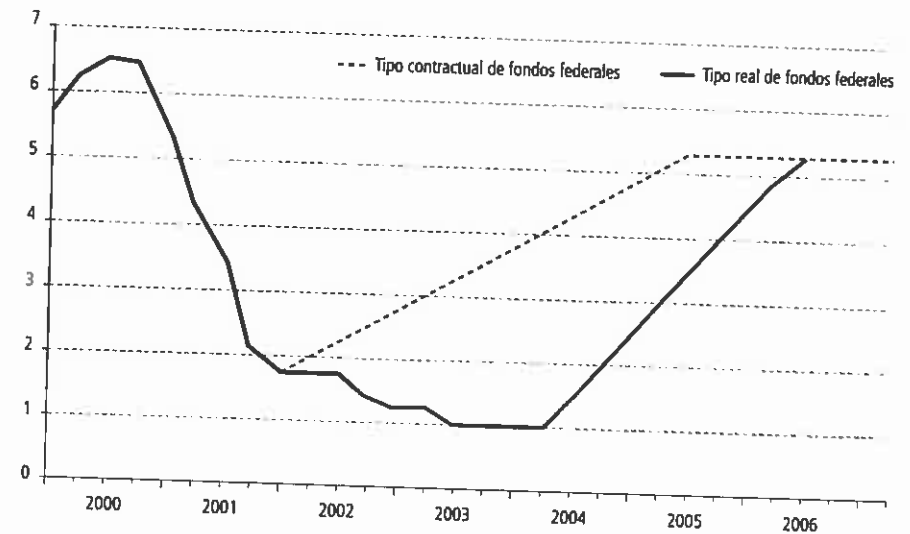
En los años centrales de la presente década, mientras las principales economías emergentes iban incorporando las CAC a sus emisiones de deuda y las economías más desarrolladas se esforzaban por mejorar la transparencia de la regulación contable, se estaba produciendo un cambio muy importante en el escenario macroeconómico internacional, que alteraría profundamente el papel de unas y otras economías: contrariamente a la experiencia de las décadas anteriores y a la lógica de la teoría económica, los países emergentes fueron acumulando excedentes por cuenta corriente crecientes, en tanto que las economías más desarrolladas registraban déficit también en aumento, especialmente EEUU, pero también otros países como el Reino Unido y España (gráfico 1).

GRÁFICO 1 Desequilibrios globales por cuenta corriente



Fuente: IMF, FSA Calculations.

GRÁFICO 2 Tipos de interés de la Reserva Federal



Fuente: Taylor, John: Housing and monetary policy, 2007.

Como resultado de este proceso, los países emergentes (principalmente los asiáticos) acumularon niveles crecientes de posiciones en divisas, primero en la forma tradicional de reservas en los bancos centrales y, más recientemente, en los llamados fondos soberanos. No es este un fenómeno exclusivamente asiático o chino (aunque China es el país donde ha alcanzado una dimensión mayor): otros países emergentes, que se beneficiaron en estos años de los elevados precios del petróleo y las materias primas, registraron aumentos sin precedentes de sus reservas internacionales.

Existe un cierto debate sobre motivaciones últimas de este proceso. Algunos lo han atribuido a una suerte de "efecto escarmiento": una reacción de los países emergentes (especialmente los asiáticos) ante las políticas cada vez más restrictivas del FMI, que les habrían impulsado a una estrategia de "autoaseguramiento" frente a posibles crisis futuras. Otras interpretaciones atribuyen un papel preponderante a políticas mercantilistas, que han perseguido evitar la apreciación de los tipos de cambio. En cualquier caso, el resultado ha sido un exceso de ahorro en Asia, que se ha canalizado básicamente a EEUU, donde existía una deficiencia de ahorro crónica como consecuencia de esos "déficit

gemelos” que de forma tan persistente han acompañado la expansión de esa economía en la última década. Algunos autores han denominado a este sistema Bretton Woods II, por su similitud con un sistema de tipos de cambio fijos (Dooley, Folkerts-Landau y Garber, 2003).

La afluencia masiva de ahorro chino (y de otras economías emergentes) hacia EEUU determinó un exceso de liquidez en esta economía y presionó a la baja sobre los tipos de interés a largo plazo (al concentrarse mayoritariamente estas inversiones en títulos del Tesoro norteamericano). Aunque este es un tema controvertido, no creemos que se pueda considerar el ahorro chino como la causa primordial del exceso de liquidez que alimentó la burbuja inmobiliaria en EEUU, sino que ésta vino inducida en mucha mayor medida por una política monetaria de la *Fed* extraordinariamente laxa entre los años 2002 y 2005 (gráfico 2), como reacción al estallido de la burbuja tecnológica, y una regulación financiera procíclica, que se abordan en el punto siguiente.

8. Políticas monetarias asimétricas y regulación financiera pro-cíclica

Uno de los aspectos más interesantes del debate sobre los errores que condujeron a la actual crisis es si la política monetaria y la regulación financiera amplificaron el ciclo económico. Por lo que refiere a la política monetaria, el debate se ha centrado en la asimetría del denominado “enfoque de gestión del riesgo de la política monetaria”, sobre la base del cual la *Fed* decidió, ante el derrumbe de los precios de las acciones del sector de tecnologías de la información y de la comunicación (TIC) en los primeros años de esta década, “comprar un seguro” contra un evento potencialmente catastrófico, reduciendo las tasas de interés mucho más allá del nivel acorde con las expectativas medias de inflación y de crecimiento (pero no aumentó las tasas de interés para evitar que la burbuja se inflara en el período anterior). Otros bancos centrales siguieron en buena medida la política de la Reserva Federal, en un mundo de mercados financieros cada vez más integrados y, en consecuencia, con las variables financieras precio más sincronizadas.

El debate sobre la regulación financiera se ha centrado, por otro lado, en si ésta amplifica la inestabilidad inherente al sector financiero (debida al conocido mecanismo del “acelerador financiero”), mediante la introducción de la contabilidad a “valor razonable” y el aumento de la sensibilidad al riesgo de los requisitos de capital por las reformas ligadas a la introducción de Basilea II.

Según esta línea de argumentación, la combinación de una política monetaria asimétrica y una regulación financiera pro-cíclica amplifica el ciclo, y esta asimetría se ve agravada por las políticas de préstamo de última instancia y los rescates bancarios durante la crisis.

Un corolario de lo anterior es que, en la medida en que la innovación financiera, el aumento de la competencia global y los cambios tecnológicos tienden a amplificar el mecanismo del acelerador financiero, la asimetría y prociclicidad de las políticas monetarias y la regulación financiera tienden a aumentar, lo que amplifica el sesgo de unas políticas públicas que, en teoría, deberían aspirar a lo contrario: amortiguar las oscilaciones cíclicas. Uno de los objetivos de algunas de las propuestas recientes de reforma financiera internacional es, por tanto, introducir una mayor simetría en los mecanismos de formulación de políticas a lo largo del ciclo económico.

Para la política monetaria esto implica la introducción explícita de la estabilidad financiera entre los parámetros de su función de reacción, no sólo en la recesión, sino también en los buenos tiempos. Para la regulación financiera, implica considerar, más allá del tradicional enfoque microprudencial, el riesgo sistémico, a través de políticas macroprudenciales, orientadas al sistema en su conjunto. En otras palabras, el riesgo sistémico no sólo importa en los momentos de crisis (cuando caen los precios de los activos y las instituciones financieras sufren pérdidas), sino también en la fase de auge, cuando los desequilibrios y desajustes se acumulan. La reforma de la arquitectura financiera internacional implicaría, por tanto, una cierta convergencia entre las políticas monetarias y financieras, con la incorporación de elementos micro a la primera y elementos macro a la segunda.

En el caso de las políticas monetarias, este debate se relaciona estrechamente con el papel de los precios de los activos. Los argumentos a favor son bien conocidos (Cecchetti *et al*, 2000): las burbujas de los precios de los activos financieros amenazan la estabilidad financiera (y quizá también la estabilidad monetaria) e inducen una mala asignación de los recursos, por lo que es necesario un papel preventivo de la política monetaria.

Según el punto de vista opuesto, las burbujas se identifican generalmente demasiado tarde y con un considerable grado de incertidumbre; en cualquier caso, el banco central no tiene los instrumentos adecuados para combatir estas burbujas, ya que la restricción monetaria necesaria para desinflarlas sería tan intensa que tendría un efecto devastador sobre la economía en su conjunto. Esta es la línea de razonamiento de la estrategia de “limpiar después”, acuñada

por Blinder y Reis (2005), que implica reaccionar sólo a posteriori, una vez que la burbuja ha explotado⁹.

En el caso de la regulación financiera, el debate es más prometedor. Algunas herramientas anticíclicas se han utilizado con relativo éxito, como por ejemplo las provisiones dinámicas en España¹⁰ o los límites a la relación entre préstamo y valor en los créditos hipotecarios en varios países. Se han propuesto otros mecanismos, como graduar los requisitos de capital a lo largo del ciclo¹¹. La dificultad de este tipo de mecanismos estriba en conciliar el hecho de que el riesgo es inherentemente cíclico (y la regulación financiera debe reconocer esta realidad) con el uso de herramientas para suavizar su impacto sobre el sistema financiero y la economía real. Ello requiere una confianza elevada en las herramientas disponibles para calibrar el ciclo económico *ex ante*, así como mecanismos para ajustar esta calibración de manera más o menos automática a medida que se recibe nueva información. El "estado del arte" en este campo tiene serias limitaciones, y es de esperar que se produzcan avances en las direcciones señaladas en los próximos años.

Todas estas reformas deben acometerse sin dejar de reconocer la realidad de unos mercados financieros cada vez más globalizados, que exigen un elevado grado de coordinación internacional. En el ámbito de la regulación financiera, la armonización es más fácil que en el de la política monetaria, puesto que las normas se basan en estándares y mejores prácticas que las autoridades tienen incentivos para adoptar. Es cierto, no obstante, que la competencia de los centros *off-shore* fomenta la armonización a la baja y supone un obstáculo para la coordinación internacional; las recientes iniciativas para introducir normas mínimas a este respecto son bienvenidas, aunque difíciles de aplicar.

Por el contrario, en un mundo de tipos de cambio flotantes, las políticas monetarias están necesariamente orientadas a objetivos nacionales, sobre todo en los principales países, y los intentos de coordinación están condenados al fracaso, a menos que las necesidades internas sean coherentes entre sí (en cuyo caso la coordinación no sería necesaria). Las políticas monetarias de los principales países serán o no más simétricas según las decisiones individuales de un conjunto de bancos centrales independientes. Aunque las posibilidades de reformas internacionales que tengan un impacto significativo en el ámbito de las políticas monetarias son limitadas, el papel de los EEUU es crucial, por la gran influencia de la Reserva Federal en el tono general de las políticas monetarias.

⁹ Para una reciente contribución al debate véase Assenmacher y Gerlach (2008).

¹⁰ Véase a este respecto Fernández de Lis y García Herrero (2009).

¹¹ Véase FSB (2009).

Una cuestión conexas es si el refuerzo del carácter contra-cíclico y simétrico de las políticas (prudencial y monetaria) debe ser puramente discrecional o contener determinadas reglas y estabilizadores automáticos (de manera similar a como ocurre con las políticas fiscales). En la medida en que hay un problema de credibilidad en el compromiso de las autoridades (por ejemplo, en el caso de la simetría en la reacción de la política monetaria a los precios de los activos), los mecanismos automáticos serían superiores a la pura discreción. Por ejemplo, el segundo pilar de Basilea II permite utilizar una cierta discrecionalidad en la política de supervisión bancaria, que podría utilizarse de manera anticíclica, pero sería preferible incorporar estas políticas al primer pilar.

Los esfuerzos para dotar de más simetría a la política monetaria y a la regulación financiera no son sustitutivos. Es necesario avanzar en estos dos ámbitos de manera paralela, ya que una política monetaria más simétrica no evita *per se* la tendencia a la inestabilidad financiera, y una regulación financiera estabilizadora a lo largo del ciclo no impide oscilaciones cíclicas si la política monetaria sólo reacciona a los precios de los activos cuando éstos caen, mediante tipos de interés reales negativos que, por lo general, contribuyen a sembrar la próxima burbuja.

9. Las principales líneas de reforma actuales

Los debates más recientes sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional se han centrado en los siguientes aspectos¹²:

- 1) Reforzar la solidez de la regulación financiera y la transparencia del sistema financiero:

Esta línea de actuación tiene como objetivos principales establecer un marco de regulación macroprudencial que permita hacer frente a las crisis sistémicas; diseñar un perímetro de la regulación financiera (y de las redes de seguridad correspondientes) que abarque las instituciones, mercados e instrumentos de carácter sistémico; reforzar los estándares internacionales de capital y de liquidez y dotarlos de un componente anticíclico; y reforzar la coordinación internacional en todo lo que atañe a la regulación financiera. Para ello se propone fortalecer la infraestructura del sistema

¹² Véanse los informes de G-20 (2009).

financiero en aspectos como las políticas de remuneración compatibles con incentivos correctos a la asunción de riesgos; la estandarización de los contratos de derivados; la mejora de las normas contables; la coordinación internacional de la verificación del cumplimiento de la regulación financiera; y la regulación de las agencias de *rating*.

- 2) Reforzar la coordinación internacional para asegurar la integración de los mercados financieros.

La creación de colegios de supervisores para las entidades financieras de dimensión internacional es una de las principales propuestas en este sentido, que ya se está empezando a aplicar. También sugiere el establecimiento de acuerdos para el intercambio de información entre supervisores nacionales; la mejora de los mecanismos de coordinación en la resolución de crisis internacionales; la revisión y perfeccionamiento de las normas sobre resolución de crisis bancarias; la revisión de la necesidad de convergencia en aspectos regulatorios, normas contables, redes de seguridad y otros aspectos; y el diseño de estrategias de salida de las intervenciones públicas como medidas excepcionales.

- 3) La revisión del papel, funcionamiento, recursos disponibles y mecanismos de gobierno de las principales instituciones financieras internacionales, como el FMI, el Banco Mundial y los bancos de desarrollo.
- 4) Europa, por su parte, ha tratado de concretar algunos de los compromisos de la reunión del G-20 de abril de 2009, mediante la asunción de las propuestas del Grupo Larosiere¹³.

10. Conclusiones

- 1) No por tópico es menos necesario asumir como punto de partida en cualquier esfuerzo de reforma financiera internacional la necesidad de que ésta sea tan global como la naturaleza de la dinámica de integración financiera. Y la crisis reciente ha puesto claramente de manifiesto que la desglobalización no es precisamente una buena solución.

¹³ Véase la contribución de Gonzalo García y David Vegara en este mismo volumen.

- 2) Al repasar los esfuerzos de reforma financiera internacional en los últimos años resulta evidente que esta crisis ha golpeado donde no se esperaba. Mientras los esfuerzos se centraban en los países emergentes y en la deuda soberana, la crisis se ha originado en el sector financiero de los mercados más desarrollados.

- 3) En efecto, la reforma financiera internacional de los últimos años se ha centrado en aumentar la transparencia del sector público en los países emergentes, limitar y acotar la financiación de los países en crisis por parte de las instituciones financieras internacionales y facilitar los procesos de reestructuración de la deuda soberana cuando ésta es insostenible. Todas estas reformas respondían a la lógica de sentar las bases para un funcionamiento óptimo de la disciplina de mercado para los países emergentes, donde se suponía –erróneamente– que residían las principales vulnerabilidades.

- 4) La crisis presente ha puesto de manifiesto fallos muy serios en la disciplina de mercado, imputables a una articulación deficiente del sistema de incentivos de los diversos actores involucrados. Las economías emergentes ha acumulado reservas en exceso por motivo de precaución; las entidades financieras de los países más desarrollados han canalizado los flujos a través del sistema financiero en la sombra, en un proceso de arbitraje regulatorio que ha exacerbado el riesgo sistémico; y las autoridades de los países desarrollados han alimentado el ciclo mediante políticas monetarias asimétricas y una regulación financiera pro-cíclica.

- 5) Cómo diseñar de manera creíble los límites de las redes de seguridad del sistema financiero es uno de los problemas centrales de la nueva regulación financiera internacional. Los problemas de prociclicidad y asimetría detectados exigen una mayor capacidad de reacción de las políticas monetarias y financieras en la fase de auge y, probablemente, una menor reacción en la fase recesiva. La actual presunción de que cualquier institución sistémica será rescatada, independientemente de su función, su regulación o su adscripción institucional no es sostenible, porque los recursos públicos que pueden soportar estas obligaciones contingentes son limitados.

- 6) Es evidente, en fin, que ni la política monetaria ni la regulación financiera pueden evitar las crisis financieras periódicas. La aceptación de los ciclos y las

crisis como algo inherente al funcionamiento de las economías de mercado es un necesario punto de partida para cualquier reflexión sobre la mejor formulación de las políticas, micro y macro, que puedan atenuar estas fluctuaciones.

Referencias bibliográficas

- Assenmacher y Gerlach (2008): "Can monetary policy really be used to stabilise asset prices?" en www.VoxEU.org
- Bernanke, B. (2004): "The Great Moderation", intervención en la reunión de la Eastern Economic Association, Febrero.
- Blinder, A. y Reis (2005): "Understanding the Greenspan Standard," en The Greenspan Era: Lessons for the Future, Federal Reserve Bank of Kansas City symposium, Jackson Hole, Wyoming, Agosto 25-27.
- Calvo, G. y Mendoza (2000). "Rational contagion and the globalization of securities markets", *Journal of International Economics*, vol. 51, Junio.
- Casas, M. de las, S. Fernández de Lis; E. González-Mota y C. Mira-Salama (2004): "A review of progress in the reform of the international financial architecture since the Asian crisis", Banco de España, *Ocasional Paper* n. 0407.
- Cecchetti, S. *et al*, (2000): "Asset Prices and Central Bank Policy", *Geneva Reports on the World Economy*, vol. 2. Ginebra: International Center for Monetary and Banking Studies; London: Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Dooley, M, D. Folkerts-Landau y P. Garber (2003): "An essay on the revived Bretton-Woods system", *NBER Working Paper Series*, n. 9971.
- Dornbusch, R. (2001): "A primer on emerging market crises", *NBER Working Paper Series*, n. 8326.
- Eichengreen, B. y Wyplosz (1993): "The unstable EMS, 1993", *Brookings papers on economic activity*, n. 1.
- Fernández de Lis, S. (2008): "La era de las turbulencias o la gran moderación", *Real Instituto Elcano*, ARI Nº 13/2008.
- Fernández de Lis, S. y A. García Herrero (2009): "The Spanish approach: dynamic provisioning and other tools", en *Central Banking: Towards a new framework for financial stability*.
- Fernandez de Lis, S. y E. Ontiveros (2009): "Towards more symmetric and anti-cyclical monetary and financial policies", <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3240>.

- Financial Stability Board, FSB (2009): "Addressing Procyclicality in the Financial System", Abril.
- G-20 Working Groups Reports (2009): http://www.g20.org/about_working_groups.aspx.
- Kaminsky, G. y C. Reinhart (1997): "The Twin Crises: The Causes of Banking & Balance-of-Payments crises", *International Finance Discussion Papers*, 544.
- Krueger, A. (2002): "Prevención y resolución de crisis: La experiencia de Argentina", *National Bureau Of Economic Research (NBER)*, Conferencia sobre "La crisis de Argentina", Cambridge, 17 de julio de 2002.
- Krugman, P. (1979): "A model of balance-of-payments crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, pp. 311-325.
- Mussa, M. (2002): "Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy", *Policy Analyses in International Economics* n. 67.
- Obstfeld, M. (1994): "The logic of currency crises", *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, MA, Working Paper No. 4640, Febrero.
- Ontiveros, E. (2001): "Gobernar la globalización. Elementos de una nueva arquitectura financiera internacional". *Claves de la Economía Mundial*. Instituto Complutense de Estudios Internacionales, ICEI. Enero.
- (1999): "La crisis asiática: implicaciones y lecciones". *Análisis Financiero Internacional*, nº 85. Diciembre98-Enero99.
- (1998): "Principales implicaciones de la crisis asiática". *Cuadernos de Información Económica* nº 130. FIES. Madrid, Enero 57-68.
- (1997): "Sin orden ni concierto. Medio siglo de relaciones monetarias internacionales". Ediciones Empresa Global, Escuela de Finanzas Aplicadas, Madrid.
- Ortiz, G. (2002). "Recent Emerging Market Crises-What have we learned?" *Per Jacobsson Lecture*, Basilea, Suiza.
- Taylor, John (2007): "Housing and monetary policy", (2007), *NBER Working Paper Series* n.13.682.
- Tenenbaum, E. (2005): "Enemigos: Argentina y el FMI", Editorial Norma, Buenos Aires.

La reforma de la arquitectura financiera internacional

José Antonio Alonso
Santiago Fernández de Lis
Federico Steinberg
(Coordinadores)

