

Aunque todos coinciden en que la gestión de los mercados financieros debe reformarse, no está claro quiénes harán qué

Una red enmarañada

Amar Bhattacharya

LA CRISIS financiera que atraviesa el mundo ha puesto patentemente de manifiesto deficiencias graves en la gestión de los mercados financieros. Desde los años setenta, estos mercados han crecido exponencialmente, mucho más rápido que cualquier otro mercado mundial.

La expansión fue impulsada por la desregulación y la innovación financiera, factores que se reforzaron mutuamente entre sí. Aunque los bancos ejercieron un papel central en esta rápida y sostenida expansión y progresiva internacionalización, los mercados de capital y la titulización también contribuyeron.

Lo que no creció junto con la proliferación de estos mercados fueron las instituciones y estructuras que los supervisan y fijan

y aplican la reglamentación. Eso creó una brecha inquietante entre la actividad de los mercados y el alcance reglamentario, sobre todo en los mercados maduros.

La crisis financiera ha demostrado en forma impresionante cómo las deficiencias regulatorias han dañado la economía mundial, y ha subrayado la urgencia de adoptar enfoques mundiales para regular los mercados internacionales. En la actualidad, reformar los mercados financieros se reconoce universalmente como una prioridad mundial apremiante. Sin embargo, aunque las propuestas han sido muchas, aún no se ha llegado a un acuerdo sobre el alcance de la reforma, quiénes harán qué ni cómo se coordinará y aplicará la cooperación internacional.

Foto de las oficinas centrales del Banco de Pagos Internacionales en Basilea, Suiza.

Una rápida evolución

Hasta principios de los años ochenta, los sistemas financieros nacionales eran dominio de los bancos, se regían por una normativa relativamente estricta y su exposición al riesgo internacional era limitada. Con la emisión de eurobonos en esa década, los flujos y los vínculos financieros transfronterizos empezaron a ampliarse fuertemente y, si bien la crisis de la deuda de los años ochenta frenó la integración de los países en desarrollo y la crisis financiera de los noventa causó estragos en algunos mercados emergentes, dichas crisis no redundaron de forma significativa en la evolución y expansión de los mercados financieros mundiales.

El volumen de los mercados financieros mundiales, impulsados por el rápido crecimiento de la banca internacional, siguió creciendo, y pasó de solo US\$0,1 billones en 1970 a US\$6,3 billones en 1990 y a US\$31,8 billones en 2007. Paralelamente, debido a una ola de fusiones y adquisiciones transfronterizas, el sector bancario internacional se consolidó. Los bancos empezaron a realizar actividades que hasta entonces eran dominio exclusivo de entidades no bancarias, oscureciendo la distinción entre bancos y otras instituciones financieras y creando un sistema bancario paralelo, con el resultado de que grandes segmentos de la actividad bancaria quedaron al margen de la regulación. Asimismo, el rápido auge de instrumentos titulizados complejos como los derivados sobre créditos, incrementaron marcadamente el apalancamiento de los bancos, ocultando los riesgos. Llegado 2007, el mercado de instrumentos derivados sobre créditos —insignificante en 2001— había alcanzado un volumen de unos US\$50 billones.

Asia da el alerta

Tras la crisis de Asia en 1997–98 se lanzaron una serie de iniciativas para reformar la arquitectura del sistema financiero internacional (véase el recuadro).

Una red de reguladores

Aunque la supervisión de los mercados financieros internacionales ha ido evolucionando con el tiempo, la brecha entre el alcance de la normativa y las actividades de estos mercados ha seguido creciendo. El Banco de Pagos Internacionales (BPI), fundado en 1930, es el foro más antiguo para la coordinación de los mecanismos mundiales. Sus 55 miembros son bancos centrales de las economías avanzadas y, cada vez más, de economías emergentes.

La principal entidad detrás del BPI es el Grupo de los Diez (G-10), integrado por los ministros de Hacienda y gobernadores de los bancos centrales de 10 economías avanzadas. El G-10 ha creado comités importantes, con secretarías en el BPI, que realizan una labor clave en sus respectivos ámbitos de competencia. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea fija las normas sobre la supervisión de los bancos; el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, las que rigen los pagos, compensación, liquidación y mecanismos conexos, y el Comité del Sistema Financiero Mundial, la detección y evaluación de factores de tensión en los mercados financieros internacionales, así como medidas para promover la estabilidad en los mercados emergentes.

Se estableció primero un grupo de trabajo, el denominado grupo Willard, integrado por las autoridades de 22 países desarrollados y emergentes y por las instituciones financieras internacionales (IFI), para fijar objetivos con respecto a la transparencia, el fortalecimiento de los sistemas financieros y la resolución de las crisis financieras internacionales.

Posteriormente, en 1999, los principales países industrializados del Grupo de los Siete (G-7) solicitaron al entonces Gobernador del Bundesbank Hans Tietmeyer que estudiara opciones para fortalecer los mecanismos institucionales de coordinación internacional. En su informe, Tietmeyer propuso la creación de un foro integrado por los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales, y otro por autoridades económicas, organismos fiscalizadores, IFI y los órganos normativos y de supervisión. Sus recomendaciones dieron lugar a la creación de dos instituciones ese año: el Grupo de los Veinte países industrializados y emergentes (el G-20), y el Foro sobre Estabilidad Financiera.

Desde su creación, el G-20 ha sido un foro importante para el diálogo entre los países desarrollados y los principales países emergentes sobre el temario de trabajo económico y financiero mundial, incluida la reforma de la arquitectura financiera internacional.

El objetivo del Foro sobre Estabilidad Financiera, cuya Secretaría está en el Banco de Pagos Internacionales (BPI), era examinar los riesgos sistémicos de los mercados financieros y estrategias para atenuarlos. Sus miembros proceden principalmente de los países del G-7, cada uno representado por tres funcionarios de alto nivel de la Tesorería, el Banco Central y las autoridades de supervisión.

El Foro ha sido el principal mecanismo para reunir al creciente conjunto de instituciones encargadas de la gestión financiera mundial, y realizar la labor técnica sobre las normas y códigos internacionales, las instituciones muy apalancadas,

En el BPI también funcionan la Secretaría de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, que representa a los supervisores de seguros de unas 190 jurisdicciones en casi 140 países, y el Foro sobre Estabilidad Financiera.

La Organización Internacional de Comisiones de Valores, no vinculada al BPI, cuenta con 109 países miembros y representa un 90% del mercado mundial de valores. La Comisión de Normas Internacionales de Contabilidad, por su parte, fiscaliza la formulación y los acuerdos sobre las normas contables a nivel mundial.

Actualmente, aunque ninguna entidad regulatoria mundial supervisa directamente las prácticas contables ni las entidades de calificación crediticia, estas son fiscalizadas indirectamente por los encargados de la regulación financiera.

Los otros organismos normativos y de cooperación internacional incluyen el FMI, encargado de los códigos de transparencia monetaria y financiera; la OCDE, que fija normas y buenas prácticas para el buen gobierno empresarial, y el Banco Mundial y la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional, que conjuntamente han formulado normas sobre los regímenes de insolvencia y los derechos de los acreedores.

los centros financieros *offshore* y los sistemas de garantía de depósitos.

Por su parte, entre 1997 y 2003, el FMI centró gran parte de su labor en el fortalecimiento de la arquitectura financiera internacional (por ejemplo, a través del Programa de Evaluación del Sector Financiero, los Informes sobre la Observancia de los Códigos y Normas y el ahora extinto Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana).

Todos estos esfuerzos se dirigieron principalmente a los mercados emergentes. No centraron la atención en las vulnerabilidades de los mercados maduros: presumían que estos eran robustos y que reforzarlos tendría poco valor. Asimismo, varios países y participantes del mercado se opusieron a la idea de que la regulación se extendiera a segmentos de importancia sistémica, como los fondos de inversión libre (*hedge funds*) de las economías avanzadas.

La crisis actual ha destapado graves fallas . . .

La crisis ha llevado a un replanteo de la función de los mercados financieros y las fallas en su administración, sobre todo en las economías avanzadas. Según muchos analistas, el papel de los mercados financieros es demasiado amplio, y la desenfadada globalización de los mismos ha dejado a los países y sus ciudadanos vulnerables a su inherente imprevisibilidad. Aunque todavía se siga reflexionando, especialmente sobre lo que fracasó y las enseñanzas de la crisis, hubo tres fallas básicas, todas pertinentes para las reformas futuras.

Primero, la crisis puso de manifiesto deficiencias fundamentales en los mercados financieros. Pese a que los problemas de asimetría de la información, de riesgo moral y de “principal-agente” son bien conocidos, la crisis puso de relieve fallas en el gobierno de las sociedades, los mecanismos de concesión del crédito y las normas sobre la emisión de valores que rayan en lo fraudulento. Asimismo, ha demostrado cómo los instrumentos financieros, cada vez más complejos (y ejemplificados en los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor), han acrecentado la prociclicidad y ocultado riesgos subyacentes. Tampoco han funcionado los dos pilares de la corrección de mercado: la gestión del riesgo por parte de las instituciones financieras y la disciplina de mercado.

Segundo, hubo un fracaso general de la regulación financiera. Pese a la importancia asignada a la suficiencia del capital, las normas se aplicaron de tal forma que permitieron una acumulación significativa de endeudamiento y fomentaron la prociclicidad. Además, la fragmentación de las normas, sobre todo en Estados Unidos, contribuyó al arbitraje regulatorio y a una mayor asunción de riesgos, a lo que se sumó el hecho de que los fondos de inversión libre y los mecanismos de inversión especiales creados por los bancos no fueron objeto de una regulación prudencial.

Tercero, la crisis puso de relieve grandes deficiencias en la coordinación y la cooperación internacionales. La supervisión ejercida por el FMI y el Foro sobre Estabilidad Financiera ha sido laxa e incompleta, en gran parte por-

que ninguna de estas instituciones cuenta con los elementos fundamentales para someter a las economías avanzadas a un control eficaz. Incluso cuando se comprendía el problema, como en el caso de los crecientes desequilibrios macroeconómicos que acrecentaron la vulnerabilidad, no hubo acuerdo con respecto a las responsabilidades o los mecanismos para que se adoptaran las medidas cooperativas necesarias. El FMI carece de recursos e instrumentos para hacer frente a una inestabilidad sistémica. Asimismo, el desequilibrio en la voz y representación de las economías emergentes y en desarrollo en el FMI, que es aún más agudo en el BPI y los organismos normativos, ha minado la legitimidad y eficacia de la gestión financiera mundial.

. . . y ha dado lugar a nuevas propuestas

El consenso creciente sobre las deficiencias normativas ha generado propuestas de reforma en numerosos ámbitos. Un tema común ha sido que debe reponerse el equilibrio entre regulación y *laissez-faire* a fin de crear una normativa prudencial que sea contracíclica, abarque a todas las instituciones financieras y se aplique de manera coherente en todo el mundo.

En estas propuestas se subraya la necesidad de: 1) ofrecer mejores incentivos para actuar con prudencia mediante reformas de las modalidades de remuneración y logrando que las entidades que conceden crédito y emiten valores asuman más riesgos; 2) adoptar normas de capital mucho más estrictas, con límites de endeudamiento menos flexibles y estabilizadores automáticos para evitar la prociclicidad y la formación de burbujas de los activos; 3) prestar mayor atención a la supervisión de la liquidez y los riesgos de financiamiento; 4) crear mejores mecanismos para supervisar las grandes y complejas instituciones financieras transfronterizas; 5) ampliar el alcance de la regulación financiera para que todas las instituciones de importancia sistémica se rijan por normas apropiadas; 6) mejorar la transparencia y reducir los riesgos sistémicos de los instrumentos derivados y los instrumentos financieros complejos, velando por que las transacciones se realicen principalmente en las bolsas y por medios electrónicos y no mediante operaciones extrabursátiles en instrumentos financieros derivados, y 7) asegurar que las entidades de calificación del riesgo crediticio se rijan por normas rigurosas y eviten conflictos de intereses.

Pese al acuerdo sobre la mayoría de estos elementos, el diablo se esconde en los detalles. Las opiniones de los que proponen una regulación mucho más inflexible difieren de las de aquellos que creen en la disciplina de mercado y en dejar margen para la innovación financiera.

¿Y quiénes harán qué?

Este nutrido programa de reformas plantea una serie de incógnitas complejas, entre otras: quiénes se harán responsables de qué, cómo se corregirán las deficiencias en la arquitectura institucional actual y cómo debe reforzarse la cooperación internacional.

Las propuestas de mayor alcance recomiendan crear nuevas instituciones o enfoques normativos que se llevarían a la práctica mediante un organismo financiero mundial, una carta orgánica para formar un banco internacional y un mecanismo de insolvencia internacional. También se ha propuesto la creación de “colegios de supervisores” que se harían cargo colectivamente de una supervisión eficaz. A nivel más general, hay acuerdo sobre la necesidad de mejorar la cooperación y la comunicación entre los fiscalizadores, dado el alcance nacional de la regulación y la dimensión mundial de los mercados financieros.

En vista del importante papel de los vínculos macrofinancieros en el aumento de la vulnerabilidad y la resolución de crisis, también han pasado a primer plano la claridad con que se definen el papel del FMI y del Foro sobre Estabilidad Financiera y la necesidad de estrechar la cooperación entre estas entidades. Y aún más: se requiere una reforma fundamental del FMI para que la institución pueda centralizar los esfuerzos por reducir el riesgo de inestabilidad financiera y hacer frente a las crisis. El FMI deberá modificar radicalmente su función de supervisión, sobre todo en países y mercados de importancia sistémica, así como también sus instrumentos y políticas, para que pueda ofrecer respaldo, de carácter precautorio y en situaciones de crisis, a todos sus países miembros, contar con una dotación de recursos

mucho mayor, mejorar la rendición de cuentas y ser más representativo. También es hora de reevaluar el papel del FMI en el sistema monetario internacional y en el nuevo entorno de flujos de capital volátiles. No se trata solo de emprender reformas en Washington, también se requiere el renovado compromiso de los países miembros.

Dados el alcance y la complejidad de la reforma de la gestión financiera internacional, y los obstáculos políticos que se presentan, es necesaria una entidad a escala mundial que impulse el cambio. El G-20 está en condiciones de ejercer esta función, ya que reúne a los ministros de Hacienda y los gobernadores de bancos centrales de los países de mayor importancia sistémica.

Aunque el G-20 puede ejercer una función constructiva no puede reemplazar a los mecanismos de toma de decisiones más universales y legítimos. En ese sentido, resulta clave que el G-20 (y el Foro sobre Estabilidad Financiera) procure ser lo más inclusivo posible en sus deliberaciones y que recurra a las instituciones pertinentes para las decisiones finales. Al respecto, serán llamados a ejercer un papel central el Comité Monetario y Financiero Internacional y la Junta de Gobernadores del FMI, así como las Naciones Unidas. ■

Amar Bhattacharya es Director de la Secretaría del G-24.



COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes

with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/

To learn more about SIPA, please visit:
www.sipa.columbia.edu