

Corresponsal de BusinessWeek a Londres

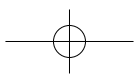
Mark Scott

La regulació financera en l'era del *Credit Crunch*

The Economist dedicava el passat mes de juliol una secció especial sobre la caiguda de la teoria econòmica contemporània a l'abisme del descrèdit. En aquest article, Scott fa referència a l'onada de reformes que afecten i afectaran un dels sectors que més mal ha fet a aquesta pèrdua de confiança cap a l'economia i els economistes: el sector financer. D'una manera ordenada, l'autor ens presenta el conjunt de tendències i mesures pràctiques que, a banda i banda de l'Atlàntic, configuraran les noves regles de joc del sector. Contra la proliferació d'armes financeres de destrucció massiva i contra la tendència del sector a alimentar bombolles especulatives, l'element principal de la reforma se centra en uns pocs elements: simplificar els instruments, controlar els agents i augmentar els mecanismes de supervisió.

Carrer Threadneedle, districte financer de Londres, 1 d'abril de 2009. Milers de manifestants es reuneixen prop del Banc d'Anglaterra, el banc central del país, per protestar contra una reunió entre els líders del G20 (un grup d'importants països desenvolupats i economies emergents). Entre la tumultuosa multitud es poden veure pancartes que proclamen que «El capitalisme és mort» al costat de pòsters més mordaços com «Els banquers són uns imbècils».

Les protestes contra el G20 plasmaven el creixent enuig envers el capitalisme del mercat lliure. L'argument principal –que en la seva forma actual el capitalisme s'ha demostrat deficient– es reflecteix molt més enllà



de la multitud que l'1 d'abril escridassa a l'exterior del Banc d'Anglaterra. Des del Banc Central Europeu a Frankfurt fins a la Reserva Federal dels Estats Units d'Amèrica a la ciutat de Washington, els responsables de formular polítiques reconeixen ara que el sector dels serveis financers, que va créixer de manera estable gairebé deu anys en tot el món occidental però que finalment va dur a la recessió mundial, necessita una reforma.

Sense tornar a les xifres que tant s'han sentit sobre l'impacte del tomb econòmic, val la pena tenir present una sèrie d'aspectes. Segons el Fons Monetari Internacional (FMI), les desvaloracions mundials totals –la reducció en els valors dels actius– podrien arribar als quatre bilions de dòlars abans que l'economia mundial es comenci a recuperar. Les institucions financeres n'absorbiran aproximadament dos terços, o uns 2,7 bilions de dòlars. En els últims dotze mesos, el valor de mercat d'importants bancs mundials s'ha reduït en més de la meitat; per exemple, l'abans aparentment invencible Citigroup ha caigut, el 2009, des de la posició 53 fins a la 358 en el rànquing que publica el *Financial Times* de les cinc-centes principals companyies del món. Aquest sobtat ensorrament, gairebé sense precedents, ha donat un impuls més per canviar la manera de funcionar de bancs, fons d'inversió lliure i altres institucions financeres.

La caiguda de la indústria dels serveis financers és de domini públic. Ara cal centrar-se en la reforma, a escala nacional, regional i internacional, que, com acostuma a passar amb les correccions del mercat, implicarà un canvi dràstic d'un extrem a l'altre. Sembla probable que la regulació tova i liberal –que s'acostuma a conèixer com capitalisme «anglosaxó»– serà substituïda per polítiques més intervencionistes. Sens dubte, els organismes reguladors tindran una major participació en el tipus de funcionament dels actors financers. Segons George Zavvos, conseller del Servei Jurídic de la Comissió Europea, el trauma dels dos últims anys ha «forçat una reavaluació total [de la regulació financera]».

Que la Comissió Europea hagi pres una postura pragmàtica resulta molt adequat. Tot i que l'origen de moltes de les causes de la crisi econòmica, però en cap cas de totes, es pot remuntar fins a les situacions de

El sector dels serveis financers, que va créixer de manera estable, finalment va dur a la recessió mundial.

La regulació financera en l'era del Credit Crunch

malbaratament en els mercats financers nord-americans, és Europa qui està encapçalant les reformes de la indústria dels serveis financers. Des de la supervisió de les transaccions bancàries transfrontereres fins a l'actuació dels gestors dels fons d'inversió lliure tant a la Unió Europea com en altres parts, les prioritats europees, amb un vessant més regulador, són ara fonamentals per a la resposta mundial a la crisi financera.

Moltes de les actuacions proactives de la Unió Europea vénen de l'ex-director general de l'FMI, Jacques de Larosière. El 25 de febrer de 2009 Larosière va publicar un informe que ha esdevingut la base per a l'esforç d'Europa envers una major regulació financera. Les seves propostes es fonamenten en diversos supòsits: l'actual entorn regulador ha fallat; cal una reforma, però no és necessari fer canvis en els tractats de la Unió Europea, que serien difícils i prolongats; la regulació hauria d'afectar d'igual manera els països de la zona euro i la resta, i també les entitats estrangeres amb activitats comercials al continent europeu. «La meva interpretació és que les propostes de Larosière no són per a la propera crisi. Són per a la crisi actual, i algunes són urgents», assegura Zavvos.

Abans d'aprofundir en com està afectant –i continuarà afectant– la nova regulació al sector dels serveis financers, s'hauria de tenir en compte una qüestió: ajudaran els canvis a fer arrencar aquesta economia mundial que flaqueja? O descoratjaran l'activitat de mercat justament quan més es necessita el flux lliure de capitals? Per a molts, la resposta té caires ideològics: capitalisme de mercat lliure enfront d'intervenció governamental en els mercats que es deterioren.

Els avantatges i inconvenients del neokeynesianisme es tracten en un altre article d'aquest dossier. Tanmateix, l'avís d'advertència està justificat. Sí, la regulació mundial i nacional laxa, combinada amb unes institucions financeres excessivament exuberants, ha tingut un paper principal en la crisi actual. Però una reforma regulatòria accelerada –sovint amb caràcter populista per satisfer la profunda consternació del públic envers el mal comportament financer– podria tenir conseqüències imprevistes. Els crítics asseguren que una regulació enfortida podria provocar que els bancs deneguin crèdits, les companyies posposin les inversions i els consumidors pateixin una recessió mundial prolongada.

«Els organismes reguladors no haurien de perdre el temps amb la manera com es distribueix el capital en el món», diu Andrew Baker, director executiu de l'Alternative Investment Management Association, un organisme mundial del sector. «Els hi van massa coses».

No obstant això, les capitals de tot el món s'estan desentenent, pel que fa a la regulació, de les advertències procedents de l'actualment desprestigiada comunitat financera. Ja no és una qüestió sobre si la reforma s'apropa, sinó de quant de canvi es promulgarà en un curt període de temps, probablement per a finals del 2010. S'ha escrit molt sobre aquest tema. Tot i això, hi ha diverses àrees –des dels bancs fins als fons d'inversió lliure i les finances i contractacions de valors estructurades– que val la pena posar en relleu a mesura que comença a materialitzar-se la regulació financera de l'era posterior a la crisi del crèdit.

Ja no és una qüestió sobre si la reforma s'apropa, sinó de quant canvi es promulgarà en un curt període de temps.

Els bancs: ensopits un altre cop?

Bank of America, Royal Bank of Scotland i UBS són tres dels bancs més importants del món que han rebut rescats considerables dels seus governs nacionals. Tots patien diferents aspectes del desastre financer, des de l'exposició a actius nord-americans titulitzats fins al descens en els preus del mercat immobiliari nacional. Però tots han reaccionat d'una manera semblant: reduint les operacions empresarials, reforçant els balanços amb l'augment de capital i centrant-se novament en pràctiques bancàries conservadores, com els dipòsits al detall o la gestió de patrimoni.

Algunes d'aquestes decisions han estat enfocades al mercat. En general, però, els bancs han estat pressionats pels organismes reguladors, que ara insisteixen en els balanços amb un bon finançament i en les pràctiques empresarials que eviten tant sí com no les inversions arriscades. Un model clau és el paper que té el Banco Santander, el major banc de la zona euro per valor de mercat. És un dels pocs actors financers occidentals que suporta la tempesta econòmica sortint-ne relativament il·lès. La clau del seu èxit: dependre de dipòsits del consumidor, no de mercats financers, per consolidar el creixement i no participar en activitats empresarials que no s'entenen, com ara contractacions de valors complexes.

La regulació financera en l'era del *Credit Crunch*

Què vol dir això, doncs, per a les principals institucions financeres del món? Per començar, els organismes reguladors se centraran especialment en les anomenades ràtios de capital de primera categoria (*tier one*), un indicador clau de la fortalesa fiscal d'un banc. En el punt àlgid del boom dels crèdits, aquestes xifres van caure fins a nivells perillosament baixos (la mitjana dels principals bancs europeus es va enfonsar per sota del 5%) a mesura que els bancs palanquejaven actius per estimular la set de crèdits de les companyies i els consumidors. Ara, les ràtios de primera categoria han de restar altes (la mitjana dels principals bancs europeus està al voltant del 7,5%), és a dir, que mentre els bancs s'abstinguin de l'excessiva indulgència financera d'abans, es prestarà menys als clients.

Juntament amb una reducció en els préstecs, l'interès renovat dels organismes reguladors per les activitats dels bancs durà a una major supervisió a escala internacional. Pocs saben, per exemple, que gegants financers com Morgan Stanley o Deutsche Bank estan subjectes a l'àmbit regulador d'un únic país. Això, inevitablement, provocarà que es reforcin els Acords de Basilea II (regles sobre la quantitat de capital que s'hauria de reservar com a protecció davant dels riscos contra els quals s'han topat els bancs recentment), amb reconeixement internacional. També es podria considerar l'opció d'incrementar el paper del poc conegut Consell d'Estabilitat Financera, un grup amb seu a Basilea format per membres d'autoritats financeres nacionals, regionals i internacionals. Un banquer important de Londres que no vol ser identificat comenta: «Estem tornant a fer negocis d'una forma antiquada, amb uns organismes reguladors que ens dirigeixen estrictament perquè no fem els mateixos errors del passat».

La titulització: noves regles del joc

Les complexitats de la recent crisi financera han desconcertat fins i tot els economistes més brillants, per no parlar de la gent del carrer. Una de les qüestions que més confusió ha suscitat són els valors (complexos instruments financers en el centre del desgavell de préstecs d'alt risc nord-americans) i les posteriors repercussions a través dels mercats mundials. En poques paraules, el procés de titulització converteix els actius il·líquids, com ara les hipoteques, en béns negociables que, per tant, es poden vendre a altres inversors. Quan es va veure que els actius que apuntalaven

aquests productes financers no tenien cap valor (com ara les hipoteques d'alt risc nord-americanes), els inversors que els van comprar van perdre milers de milions de dòlars. I el mercat de valors és enorme: Moody's, l'agència de qualificació financera, diu que només el seu valor total a Europa l'any passat arribava al bilió de dòlars.

La fallida generalitzada de la titulització ha forçat la intervenció dels organismes reguladors. Els Estats Units d'Amèrica encara estan ultimant els seus plans, però la Unió Europea ja ha començat a treballar –i les conseqüències faran canviar radicalment l'actuació dels bancs en el mercat de valors. A principis d'aquest any, Brussel·les va aprovar una directiva que requereix que els bancs, principals emissors de valors, conservin un mínim de participació del 5% en tots els actius titulitzats que ofereixen als inversors. La decisió afecta tots els actors financers, siguin europeus o estrangers, que desenvolupen activitats al continent europeu, i és un intent d'imputar als bancs la responsabilitat pels productes que ofereixen als inversors. La legislació entrarà en vigor a finals del 2010. «Brussel·les diu que si vols emetre [valors] a Europa, aleshores aquestes són les regles que has de seguir», diu Graham Bishop, expert en regulació financera europea.

Les implicacions podrien ser transcendents. Per exemple, els bancs es mostraran més reticents a l'hora de comercialitzar actius titulitzats. Si estan obligats per llei a conservar fins a un mínim del 5% de tots els productes, aleshores les institucions financeres estaran menys disposades a encarregar-se d'actius de risc, com les hipoteques tòxiques. És a dir, que el que es coneix com el model «originar per distribuir» (una estratègia popularitzada pels bancs nord-americans que consistia a agrupar actius que acostumen a estar per sota de la mitjana i vendre'ls després tots junts als clients com a valors) probablement caurà en desgràcia, eliminant una important font d'ingressos per a uns bancs que ja ho estan passant malament.

La «regla del 5%» d'Europa també augmentarà la transparència en el món, sovint opac, de la titulització. En virtut d'aquests plans, els bancs han d'informar els organismes reguladors de quina quantitat d'actius han conservat, amb la qual cosa els inversors –i els rivals– tindran l'oportunitat de conèixer fins a quin punt creu la institució financera emissora

Les complexitats de la recent crisi financera han desconcertat fins i tot els economistes més brillants.

La regulació financera en l'era del *Credit Crunch*

que seran rendibles els valors. Això ajudarà els inversors a decidir si els compren o no. Les mesures dràstiques de Brussel·les es percebran d'una forma similar en altres indrets. Com que la major part de les emissions de valors està en mans dels bancs nord-americans, els canvis pendents d'aplicar a la legislació de la Unió Europea forçaran els actors nord-americans a canviar les seves pràctiques comercials –fins i tot en cas que l'organisme regulador nacional corresponent prengui una postura menys draconiana. «S'està produint un canvi de poder en el món, una variació de poder fonamental. Els Estats Units d'Amèrica estan pagant el preu de la seva política econòmica», diu Graham Bishop.

Els derivats financers: el control de les armes financeres de destrucció massiva

Són cèlebres les paraules del poderós inversor nord-americà Warren Buffett, que va dir que els derivats financers eren armes financeres de destrucció

**Són cèlebres
les paraules del poderós
inversor nord-americà
Warren Buffett, quan
va dir que els derivats
financers eren armes
financeres de destrucció
massiva.**

massiva. Com tantes vegades abans, el Savi d'Omaha la va encertar de ple. Els derivats financers –productes sofisticats que es van dissenyar per mitigar el risc financer, però que s'han transformat recentment en una indústria de sis-cents bilions de dòlars utilitzada per generar beneficis per als actors financers– han paralitzat la indústria dels serveis financers. American International Group, la gegant asseguradora nord-americana, ha rebut gairebé dos-cents milers de milions de dòlars de Washington per cobrir la seva inversió al mercat de derivats financers.

Els grans prestadors nord-americans Fannie Mae i Freddie Mac es van nacionalitzar en part per les enormes posicions en derivats en els seus comptes financers.

La necessitat d'eliminar aquestes armes financeres de destrucció massiva no podria ser més urgent. I, novament, és la Unió Europea qui està passant al davant de la resta. A finals de l'any passat, Brussel·les va anunciar els seus plans per augmentar la transparència en el tèrbol món dels derivats i reduir el risc financer en cas que els mercats tornin a esbotzar-se. Tot i que els detalls encara s'estan ultimant, les propostes s'engloben en dues categories: totes les contractacions de derivats financers podrien passar

aviat de negociacions entre dues parts (el que es coneix com contractació no organitzada (OTC), que es duu a terme entre institucions financeres amb poca supervisió) a contractacions basades en intercanvis (un intercanvi actua com a intermediari imparcial per a les transaccions i permet una major supervisió reguladora). D'altra banda, les futures contractacions d'instruments financers derivats també passaran per una cambra de compensació amb seu europea (i regulació europea) –un tercer independent que garanteix el valor de la transacció en cas d'incompliment per part del comprador o el venedor. Brussel·les espera que les propostes de la cambra de compensació estiguin disponibles a partir de principis del 2010.

Tot això pot semblar massa tècnic, però la premissa principal consisteix a fer més entenedor des del punt de vista de la regulació el mercat de sis-cents bilions de dòlars dels derivats financers: un mercat que, des de l'estiu del 2007, ha dut a pèrdues de milers de milions de dòlars i a l'ensorrament d'algunes de les institucions financeres més grans del món. Europa no és l'únic òrgan d'abast regional que està intentant posar en marxa aquest tipus de reforma. Tanmateix, s'espera que la seva adopció pionera tingui dues conseqüències. D'una banda, el mercat dels derivats financers, especialment les negociacions que acostumen a ser més arriscades, es contraurà. És així perquè l'augment de la transparència en la manera de negociar dels bancs permetrà als accionistes, a terceres parts inversores i als organismes reguladors oposar-se més fàcilment a les transaccions que podrien posar les institucions en perill financer. És clar que se seguirà negociant, però els banquers segurament es moderaran més si les seves actuacions es fan públiques a través de contractacions basades en intercanvis, no –com acostumaven a fer– amb negociacions amb via lliure en el mercat OTC.

La segona conseqüència, d'altra banda, fa referència al risc. Forçant tota la contractació de valors a passar per una cambra de compensació amb regulació europea, els actors financers tindran més seguretat si s'enfronten a una contrapart en una negociació (o quan s'hi enfrontin). A l'empara de la legislació de la Unió Europea, les cambres de compensació, com ara LCH Clearnet, avalen les dues parts d'una transacció, assegurant

La premissa principal consisteix a fer més entenedor des del punt de vista de la regulació el mercat de sis-cents bilions de dòlars dels derivats financers.

La regulació financera en l'era del *Credit Crunch*

contra la fallida del comprador o del venedor. D'aquesta manera, fent passar tots els derivats per una cambra de compensació central, Brussel·les espera limitar l'impacte econòmic més general de les negociacions que estan empitjorant –quelcom que ha causat un dany financer mundial molt difós al llarg dels dos últims anys.

Les agències de qualificació financera i els fons d'inversió lliure: la fi d'una època

Molts han estat culpats pel tomb recent de l'economia, però pocs han estat tan demonitzats com les agències de qualificació financera mundials (avis d'exempció de responsabilitat: Standard & Poor's, una de les majors agències de qualificació financera, és companyia associada de *BusinessWeek*) i els fons d'inversió lliure. Les crítiques han estat de dos tipus.

Pel que fa a les agències de qualificació financera –òrgans de recerca com Moody's i Standard & Poor's que classifiquen la fortalesa financera de les inversions, com ara els valors–, molts les culpen per marcar determinats productes com si fossin de primera categoria quan més tard es veure que eren tòxics, com els valors d'alt risc nord-americans. Els crítics també diuen que estaven massa vinculats als bancs, que els pagaven per qualificar les inversions. Per aquest motiu hi ha qui es pregunta si les agències de qualificació financera marcaven els actius incorrectament simplement pels beneficis econòmics. Totes les companyies asseguren que les seves qualificacions eren correctes.

Quant als fons d'inversió lliure, les crítiques són encara més mordaces. Molts actors van treure beneficis extraordinaris amb la contractació de valors, instruments financers derivats i altres mercats financers, la qual

Els crítics creuen que, cercant beneficis, els fons d'inversió lliure van empitjorar la crisi econòmica.

cosa solia implicar una especulació amb el rendiment (sovint pobre) de les companyies, i hi ha qui pensa que la conseqüència va ser que el sentiment del mercat es va tornar en contra d'empreses que sí que eren financera-

ment solvents. En poques paraules, els crítics creuen que, cercant beneficis, els fons d'inversió lliure van empitjorar la crisi econòmica. Per la seva banda, des del sector molts asseguren que augmenten l'activitat comercial en els mercats i que, per tant, ajuden a millorar la transparència general. Els últims dos

anys tampoc no han estat bons per a molts fons d'inversió lliure, que han sofert la caiguda dels beneficis a mesura que s'enfonsaven els índexs mundials.

Què s'està fent, doncs, per ocupar-se dels dos grups, que van tenir un paper fonamental en la recent crisi financera? El 23 d'abril de 2009 la Unió Europea va fer els primers passos anunciant una nova regulació. Per a finals de l'any vinent, les agències de qualificació financera amb negocis al continent europeu s'han de registrar en els organismes reguladors locals i –sorprenentment– han de contractar com a mínim dos membres independents per al consell d'administració que tinguin experiència en titulització i finances estructurades. El primer pas posarà les companyies sota supervisió europea directa, permetent que Brusselles i els organismes reguladors nacionals realitzin una major supervisió de la manera d'avaluar els productes financers. D'altra banda, exigint membres independents en el consell d'administració, la Unió Europea també vol que les agències esdevinguin més conservadores. En comptes dels derivats financers o valors rígids dels bancs d'aprovació automàtica, s'espera que la nova estructura de governança corporativa tiri aigua sobre les flames financeres més exuberants. Brusselles, però, no ha anat tan lluny com per canviar el tipus de remuneració de les agències de qualificació financera.

La regulació dels fons d'inversió lliure encara està en les primeres etapes, però també portarà la seva activitat sota una major supervisió per part de la Unió Europea. Els plans inclouen forçar els gestors dels fons d'inversió lliure –aquells amb carteres valorades en més de cent milions d'euros– amb seu a Europa o que comercialitzen per a clients del continent europeu a registrar-se en les autoritats financeres. També és possible que es prohibeixi als inversors europeus accedir als fons que no compleixin la normativa reguladora europea. D'aquesta manera els fons podrien haver de conèixer amb una supervisió més dura o haver de reduir la seva activitat empresarial europea. «Tothom qui vulgui vendre aquests productes als inversors de la Unió Europea es trobarà amb aquests requisits», diu el director executiu de l'Alternative Investment Management Association, Andrew Baker.

Tant si es tracta de bancs com de fons d'inversió lliure, valors o derivats financers, hi ha una qüestió que se situa clarament al capdavant: els orga-

La regulació financera en l'era del Credit Crunch

nismes reguladors s'interessaran més pel funcionament de les institucions financeres. L'objectiu: protegir l'economia més general de les esbotzades que hi pugui haver en el futur en el sector dels serveis financers. Tanmateix, la pregunta dels seixanta-quatre milions de dòlars és si funcionarà.

Una gran part depèn de la fe en els mercats o en la intervenció dels governs. Però, deixant de banda les qüestions ideològiques, els consumidors, que –després de tot– són els més afectats pel tomb financer, tenen tot el dret a mostrar-se escèptics. Al cap i a la fi, pocs organismes reguladors van

Tothom coincideix que cal una reforma, i –per ara– és la Unió Europea qui es posa al capdavant.

predir la recent crisi (els responsables de formular polítiques dirien que no tenien les eines necessàries), i els analistes creuen que l'experimentat sector dels serveis financers trobarà la manera d'evitar fins i tot la supervisió regulatòria més rigorosa. Menys de dos anys després que es llancessin les primeres descàrregues de foc en la crisi econòmica, es comença a veure ja que els fons d'inversió lliure, els bancs d'inversió i altres institucions financeres sofisticades estan recuperant els vells costums –tot i que amb una quantitat de capital inferior a la que tenien prèviament.

On deixa això, doncs, la regulació financera en l'era posterior a la crisi del crèdit? Tothom coincideix que cal una reforma, i –per ara– és la Unió Europea qui es posa al capdavant. En conseqüència, s'aplicaran mesures dràstiques a l'activitat financera més complexa a mesura que els responsables de formular polítiques intenten frenar les extravagàncies dels últims deu anys. Per a la gent del carrer, resta pendent veure si la reforma regulatòria satisfarà les expectatives.