



El capital mundial sota vigilància

La mundialització de les finances i l'estabilitat econòmica aniran necessàriament unides. Així ho creu Rupert Pennat-Rea, que va ser redactor en cap de *The Economist* i ara és sots-governador del Banc d'Anglaterra.



És massa fàcil desenterrar històries de crisi financera esdevingudes en aquests darrers 150 anys; i és massa fàcil imaginar les dificultats que amenacen el complex sistema actual. És molt més còmode somiar en el món financer del futur —més inextricable que avui— que emergirà en els pròxims 150 anys. Aquest article evitarà que se us gele la sang i s'esforçarà a confeccionar una llista de les condicions necessàries per a assegurar la salut i la competitivitat del sistema financer planetari fins molt després d'aquest final de segle.

És evident que aquest sistema tindrà un caràcter mundial. Ja el té, en el sentit que la moneda ignora fronteres i fusos horaris. Els països de l'OCDE —a què s'assemblarà aquesta organització el 2143?— han afavorit aquesta tendència abandonant els seus dispositius de control de canvis i liberalitzant els mercats de capitals. Cada vegada hi haurà més països que seguiran aquestes orientacions i deixaran de banda el nacionalisme i l'autarquia per tal de girar-se cap a dipòsits estrangers i cap a sortides rendibles.

Planxes de bronze als bancs de Vanuatu, fons d'inversió especialitzats en accions de Swaziland, un mercat de la reassegurança al Paraguai, allò que avui sona a exòtic demà pot ser banal.

Les finances nacionals tenen les seues regles de funcionament. Les finances mundials en tindran les seues. Tanmateix, el terme de "regles" es revesteix de significacions diferents segons qui el gaste. Convé, doncs, d'aclarir-ne el sentit abans de desplegar el paraigua internacional sobre el sistema financer de demà. En primer lloc se'ns planteja una qüestió: reglamentació o vigilància?

Efectivament, el perill més gran que amenaçarà les finances mundials del segle XXI podria ser perfectament l'excés de zel dels poders públics. La seua voluntat d'organització i de control pot acabar imposant a les institucions financeres regles massa restrictives per a la salut de l'economia. El creixement necessita de les finances. Totes dues impliquen l'existència del risc, ja que un projecte que pretenga crear un sistema financer exempt de riscos no aconseguiria una altra cosa que ofegar el creixement. La missió de les institucions financeres ha de consistir a entendre els riscos, a dirigir-



los o a repartir-los; el seu treball no és evitar-los.

Per tal de comprovar si la gent entén aquesta distinció, només cal fixar-se en el vocabulari que utilitzen. D'aquesta manera, quan algú parla concretament dels bancs, ha d'utilitzar el terme "vigilància" –i no pas reglamentació–. No hi ha dubte que la funció de vigilància es basa en un conjunt de regles bàsiques, lligades als *ratios* de fons propis, a la necessitat d'evitar una concentració excessiva dels préstecs, etc. Però implica l'acceptació de les diferències entre entitats bancàries. Cada institució posseeix la seua especificitat, el seu estil particular, els seus trets regionals o locals i, de tant en tant, pot voler modificar les seues prioritats i la manera de gestionar les seues activitats. Mentre els bancs respecten les regles de base, cap autoritat de vigilància no hauria impedir-los que manifestaren permissivitat i imaginació.

L'aproximació a través de la reglamentació, com a revenja, té tendència a partir d'una hipòtesi d'homogeneïtat del sistema: un banc és un banc que és un banc. La reglamentació defineix, doncs, regles concretes pensades per cobrir un ampli ventall de situacions. És un procés que pot ser eficaç, per exemple, per a les regles de seguretat contra incendis a les empreses: tants extintors i eixides d'emergència cada cent metres quadrats, prohibició d'alguns materials de construcció, etc. En canvi, en l'àmbit financer, la voluntat de reglamentar no acaba d'adaptar-se, sinó que es pot presentar perillosa. Condueix a pensar que la seguretat financera consisteix senzillament a definir les regles i a respectar-les. La reglamentació estricta fa pensar que pot solucionar problemes puntuals, però, sovint, se'n queda ben lluny.

Quant als detalls, concretament, la vigilància és més eficaç perquè és menys mecànica i més analítica. És, d'altra banda, la raó per la qual aquesta no és la via més fàcil. Dit això, si l'aproximació per la vigilància no s'imposa al segle XXI, el sistema financer podria ser supervisat pels polítics i els juristes. El comerç, per contra, no tindrà dret a ser supervisat.

Desintermediació. Fins i tot adoptant el principi de la vigilància, el sistema financer del segle vinent no s'establirà fàcilment. En la llista de control s'esquitlla una qüestió espinosa: la vigilància mundial.

Per uns, la fórmula implica l'existència d'un òrgan internacional de vigilància. Afortunadament, aquesta temptació ha estat ja descartada. Tot sistema vertaderament planetari recolzarà sobre el sistema establert ja a hores d'ara en els principals països de l'OCDE, i, òbviament, afectarà els bancs; podria igualment afectar diverses institucions no bancàries (com explica l'article més endavant).

Si no és fàcil definir els trets fonamentals d'un sistema transnacional de vigilància, encara és menys còmode fer-lo realitat i assegurar-ne el bon funcionament. Per exemple, el principi de la responsabilitat del país d'origen sembla raonable i pràctic: les autoritats de vigilància del país A asseguren el seguit d'operacions a escala mundial de tots els bancs d'A, ja que el banc central d'A està dotat de poders de prestador com a últim recurs per al conjunt dels bancs d'A. Però aquest principi perd la seua eficàcia quan el nombre de països que participen en el sistema global augmenta. Si els bancs del país X decideixen desenvolupar-se a l'estranger, les

El creixement necessita de les finances. La missió de les institucions financeres ha de consistir a entendre els riscos, a dirigir-los o a repartir-los; el seu treball no és evitar-los.

ENQUESTA

1. Què l'atrau del futur?

2. Què li fa por del futur?



Vicente Pizcueta (hostaler):

1. Saber que el procés d'ultracontrol a què està sotmesa la nit valenciana es despejarà prompte, i s'aclarirà una situació que considere equívoca. Voldria que en el futur es concretara la *utopia*, un gran concepte oblidat pel pragmatisme capitalista. Que Occident reflexione i se n'adone de la seua crisi, i que retorne a

un espai de trelat.

2. Que l'onada de reaccionarisme que ens envaeix provoqe que es valoren més les constants econòmiques que no la qualitat de vida. Crec en un retorn als valors del Tercer Món, en uns valors que tinguen més en compte l'interior humà.

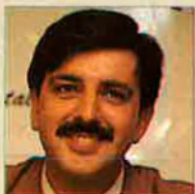


Ramon Lapiedra (rector de la Universitat de València):

1. La possibilitat de construir un món millor.
2. Em preocupen la irracionalitat i el fanatisme humans, que la història ja ha catalogat com a perillosos en extrem.

Joan de Sagarra (escriptor i periodista):

1 i 2. Se me'n refot! Tot se'n pot anar en orris. Ara, que els hi vagi bé als que hi siguin, però no sé què passarà perquè el panorama no pinta gens bé.



Antoni Mir (president de l'Obra Cultural Balear):

1. Que en l'àmbit dels Països Catalans, sigui possible tot el que no s'ha pogut fer fins ara.
2. Res no em fa por del futur, si l'optimisme que anima la nostra voluntat col·lectiva no ens abandona mai.

Jaume Vailcorba (editor):

1. Les ampolles de vi que no he destapat.
2. Que surtin agres.



Josep Termes (historiador):

1. Personalment no m'atrau res. Però per la humanitat que vindrà... els millors desitjos.
2. Em fa por la degradació natural, la superpoblació demogràfica, la concentració urbana, l'escassetat de recursos i la irracionalitat humana. Sóc pessimista si no hi ha una reconversió.



Vicenç Villatoro (escriptor i director del diari *Avui*):

1 i 2. Potser per raons conjunturals, la sensació és que a hores d'ara hi ha més raons per al pessimisme actiu, és a dir, no fatalista, que no pas per a l'entusiasme davant del futur. Tant en l'aspecte econòmic com en el polític, hi ha amenaces de regressió en alguns dels fonaments de la situació –privilegiada i per tant inestable– que havíem assolit en una part relativament petita del món. L'atracció del futur ve, més que no pas de l'esperança de millorar, de la curiositat per saber com ens en sortirem.

altres autoritats tutelars confiaran en les autoritats d'X i estaran segures que el banc central d'X adoptarà, per exemple, mesures de reflotament si això està justificat.

Caldrà trobar respostes a aquestes qüestions, si no, el sistema de vigilància es podria fer excessivament complex. Les responsabilitats quedaran mal definides i provocaran confusions; es confiarà massa en les autoritats tutelars. És molt possible que aquestes reaccionaran confeccionant una llista limitativa de països les cartes credencials en matèria de vigilància dels quals respecten, i probablement se centraran en un àmbit regional. En poques paraules, el contrari d'un mercat mundial obert.

Si aquesta possibilitat existeix per als bancs, és encara més plausible per a les institucions financeres en el seu conjunt. Allò que va començar ara fa 25 anys com una competència insolent entre bancs, es podria convertir en el principal trencaclosques de les autoritats tutelars del segle vinent. Aquesta situació rep el malsonant nom de "desintermediació".

El procediment és ben conegut: en comptes d'efectuar dipòsits en bancs i demanar préstecs, algunes grans societats fan directament operacions de préstec i de crèdit entre elles. O també empenen directament als inversors o al que s'anomena "entitats no bancàries amb vocació bancària". No importa quina siga la forma amb què es revesteix, però la desintermediació curt-circuita els bancs. A primera vista, no és un fet negatiu. La desintermediació pot ser menys cara, més ràpida i còmoda. No obstant, planteja dues amenaces: quan els bancs perden clients, poden estar temptats d'assumir riscos suplementaris amb clients que continuen confiant en ells –o buscant-ne de nous–. Resulta normal que hi haja bancs que assumeixquen riscos, aquesta és la seua funció. Però han de saber valorar-los en la seua justa mesura i equilibrar la seua cartera buscant noves operacions per a poder competir amb els "desintermediadors". Però, almenys en una primera etapa els banquers probablement no sabran avaluar ben bé els seus riscos. Com més clients importants perden els bancs més perill hi ha que la seua cartera es desequilibre.

Desapareixeran els bancs? Les autoritats tutelars i els bancs centrals podrien traçar una línia al voltant del sistema bancari i declarar que no els afecten altres tipus d'operacions de préstec i crèdit? Resulta difícil d'imaginar. És clar que les operacions atzaroses de préstec en desintermediació provocaran danys econòmics i pèrdues de recursos. Poden produir igualment danys en el sistema financer, si els desintermediadors han creat un sistema tan inextricable que qualsevol pèrdua és suficient per provocar un moviment de desconfiança fora del seu àmbit. Aquest "risc sistèmic" és el que els respon-

sables dels bancs centrals intenten evitar en el sector bancari. Aquest risc no existeix actualment amb les mateixes proporcions en el mercat de les lletres del tresor, per exemple, en part perquè els interventors saben –millor que el depositari normal d'un banc– establir les diferències entre un manllevador i un altre. Però podem agafar un cas extrem per a evidenciar bé el problema: suposem que la desintermediació prenga tals proporcions que acabe eliminant els bancs. En aquestes condicions, les autoritats tutelars i els prestamistes continuarien preocupant-se tant com avui de la solvència i els riscos que pesen sobre el conjunt del sistema. Al cap de cert temps, haurien d'interessar-se almenys per una part del sector de les institucions no bancàries amb vocació bancària.

Pel que fa a la qüestió de pagaments i d'ajustaments, es tracta de l'aspecte complex de les finances –complex però indispensable–. Per definició, tot mercat representa una sèrie de transaccions que finalitzen quan el comprador paga al venedor. Mentre arriba aquest moment, tota la transacció està en l'aire. Sovint s'ha comparat el sistema financer amb una piràmide invertida; és difícil adonar-se que cadascun dels blocs que componen la piràmide planteja una incertesa. Com més primitiu és el sistema –és a dir, més llarg és el termini entre el principi de l'operació de pagament i el pagament efectiu–, més gran és la incertesa.

Saber que el xec ha estat enviat no és gaire pitjor que saber que el xec es troba en alguna part del sistema sense haver estat ni carregat ni acreditat. Pel comprador, el venedor i els intermediaris financers tot aniria millor si sabessin que l'execució de les operacions sobre els seus comptes bancaris es fa en “temps real”, és a dir, que s'efectua immediatament o, almenys, en les 24 hores següents, i ho preferirien abans que patir insuportables temps morts.

Evidentment, el treball de les autoritats de vigilància seria més fàcil si aquestes operacions en temps real existiren ja. El seu malson és el mateix, a més gran escala que el de qualsevol venedor: que una institució financera s'arruïni i desaparega deixant impagades llargues factures. Ara bé, en una situació com aquesta, les altres institucions continuarien les operacions partint de la hipòtesi que aquestes factures es pagaran algun dia. Patirien les repercussions no únicament a través de la pèrdua provocada per l'impagament de les factures, sinó a través de qualsevol altra operació suplementària a què s'hauran compromès i que afegiran, com un altre nivell, a la piràmide. A causa de la manca d'operacions efectuades en temps reals, tot el sistema financer és vulnerable quan sorgeix qualsevol petita dificultat d'ordre local.

Es, doncs, completament lògic que qualsevol sistema nacional dinamitze la generalització de les operacions efectuades en temps reals. Una

vegada realitzada aquesta generalització, serà encara insuficient, perquè molts ingressos en moneda nacional no són, en realitat, més que el punt de partida o arribada d'una operació de canvi. A Suïssa, aquestes operacions constitueixen avui el 90% dels pagaments. Des del moment en què els afers financers adopten una dimensió veritablement mundial, aquesta proporció augmentarà pertot arreu. La seguretat promesa per les operacions en temps real no es completarà fins que els sistemes nacionals d'operacions no estiguen interconnectats. Imagi-



nem el pagament d'una gran quantitat de diners en iens efectuat per una societat comercial indonèsia per una comanda de blat australià. Quan aquest pagament puga ser acreditat instantàniament sobre el compte australià obert a Nova York per a donar pas a l'obertura d'una imposició temporal a terminis sobre el zloty polonès, el sistema financer esdevindrà molt més eficaç i molt més segur que no ara. Es tracta, certament, d'una qüestió de gestió administrativa que s'ha de confiar a grups de treball d'especialistes del “postmercat”, però d'altra banda els avantatges de l'execució de les operacions en temps real arreu del món serien immensos.

L'aspecte més fascinant de les finances és el món dels contractes a terminis, les opcions i altres canvis financers anomenats instruments derivats. Aquests provenen directament dels mercats, de les operacions al comptat amb divises, de les accions, dels tipus d'interès, etc., els quals completen la imatge de la piràmide invertida. El malestar del profà augmenta quan li diuen que molts instruments derivats han estat concebuts per “savis bojós”, joves i brillants matemàtics contractats per gent que no entén de què són capaços aquests bruixots. Els profans gairebé no es van sorprendre quan al gener del 92 el president de la Reserva federal de Nova York, Gerald Corrigan, va declarar: “L'alta tec-

“Pel comprador, el venedor i els intermediaris financers tot aniria millor si sabessin que l'execució de les operacions sobre els seus comptes bancaris es fa en ‘temps real’.”



RAFA GIL

“El malestar del profà augmenta quan li diuen que molts instruments derivats han estat concebuts per ‘savis bojos’, joves i brillants matemàtics contractats per gent que no entén de què són capaços aquests bruixots.”

nologia bancària i financera ha d'ocupar un cert lloc, però això no paga la pena de la batuda que se n'està fent. Espere que les meues paraules seran enteses com una advertència, perquè, de fet, ho són!”

L'altra raó per la qual els instruments financers no han constituït fins ara més que un atot inofensiu a la panòpia de les finances és que aquest sector està dominat per grans institucions. Als Estats Units, s'estima que hi ha set bancs que, tots sols, ja efectuen el 90% de les operacions d'intercanvi de condicions d'interès i de divises. És fàcil assegurar la vigilància d'aquests establiments bancaris que tenen el costum de treballar junts i que són competents. Per contra, si un dia el mercat dels instruments derivats es transforma en una plaça de bous en la qual intervenen milers d'institucions vingudes de desenes de països, sorgiran riscos considerables que pesaran sobre el conjunt del sistema.

La informació és la millor protecció contra una eventualitat com aquesta. Els bancs hauran de conèixer millor les contrapartides previstes per l'altre extrem del contracte d'intercanvi –i saber més sobre la seua cartera–. Les autoritats de vigilància hauran de conèixer millor les operacions transnacionals sobre instruments derivats i hauran d'aprendre a diferenciar millor els casos on els riscos són reals d'aquells on són ficticis. Fins avui, la informació ha estat parcel·lada. Demà, arreu del món, haurà de ser total.

El risc més greu que amenaça l'estabilitat financera és la inestabilitat econòmica, que és filla de les males polítiques pressupostàries i monetàries. Demà, en un món més integrat i més sensible, la seua capacitat de perjudici serà encara més gran que ara. La inflació és una de les formes d'inestabilitat econòmica més perilloses, especialment quan aquesta inflació és ella mateixa inestable. Efectivament, desgavella se-

nyals del mecanisme dels preus, de manera que resulta difícil dir si l'evolució d'un preu correspon a l'escassetat relativa d'un bé o servei o si, senzillament, s'inscriu en un moviment d'increment general dels nivells dels preus. Això falseja les decisions de tots els actors econòmics, especialment dels arrendadors de fons i dels creditors de diners. Ara bé, si aquests actors pateixen particularment les conseqüències de la inestabilitat generada per la inflació és perquè el preu que fixen –és a dir, el tipus d'interès– o reflecteix ell mateix la laxitud de la política monetària (la qual cosa contribueix aleshores a la inflació), o bé encarna l'instrument utilitzat per tal reajustar aquesta política.

Inclús en una situació d'inflació nul·la, evidentment els tipus d'interès continuaran variant. Però la majoria d'aquestes variacions afectaran només els tipus d'interès a curt termini, i a més seran molt menys marcades que en un període d'inflació forta i inestable. Els grans moviments del tipus d'interès poden produir greus perturbacions en els comptes de les institucions financeres. Els preus de tots els actius pateixen fluctuacions brutals, les condicions de crèdit se'n troben afectades –i també la mateixa solvència dels prestataris–. Fins i tot, si la major part d'aquestes variacions foren favorables (si els tipus d'interès baixaren), no seria reconfortant pensar que l'any següent es pot produir una patinada en direcció contrària.

Com més caràcter mundial vagen adoptant els afers financers, més importarà que es desenvolupen sobre un fons d'estabilitat econòmica. Els tipus de canvi aconseguixen ser menys inestables si tots els països enregistren una inflació feble i regular. La demanda de capitals serà més fàcil de preveure com més canvis brutals en les propostes pressupostàries eviten els governs. Fins i tot la política del comerç exterior tindrà repercussions sobre les qüestions financeres, perquè les societats que procedeixen a vendre o que s'estableixen a l'estranger es convertiran en prestataris més fiables si el règim d'intercanvis comercials és obert i gestionat per regles semblants als del GATT.

En aquesta llista de condicions, no hi ha res segur per als pròxims 150 anys; de la mateixa manera, aquesta sèrie de qüestions no pot preveure tot el que es produirà. Però si ho fem servir com a punt de partida, podem fer-nos una idea de l'evolució del sistema financer i de les seues perspectives, com també dels perills que l'esperen. No pot existir una autoritat que ho controle tot i que vigile el conjunt del sistema. Però si els nombrosos vigilants que s'hi veuran implicats tenen el dret d'escollir únicament una sola de les condicions exposades anteriorment, tindran raó per fer una creu en la casella “estabilitat macroeconòmica”. Només cal que es dissipe la boira de la inflació. **Rupert Pennant-Rea**

Traducció: **Eliseu T. Climent**