

Cap a una nova arquitectura del sistema financer internacional

JOAQUIM MUNS

En els acords de **Bretton Woods**, va quedar per resoldre la qüestió de la creació de la liquiditat internacional. Van ser els dèficits de la balança de pagaments nord-americana els que van nodrir de liquiditat el sistema internacional de pagaments. A partir dels anys seixanta del segle passat, una part important de la liquiditat internacional es va desvincular del control estatal i va emprendre un camí propi. El seu increment i la seva llibertat van desembocar en diverses crisis al llarg dels anys vuitanta i noranta. Aquesta situació va portar a plantejar la necessitat d'endegar una nova arquitectura financera internacional (NAFI), amb poc èxit. L'actual crisi ha tornat a despertar l'interès per una NAFI sobre la qual encara no s'ha avançat gaire, tret d'algunes línies de consens a nivell tècnic, però de moment sense suport polític. L'enfrontament d'una visió anglosaxona i una d'europea, força contraposades quant a una regulació estricta, fa pensar que el progrés de la nova NAFI serà lent i potser modest.



Tot el que està passant a l'economia internacional no es pot entendre sense allargar la mirada cap al moment en què s'acabà la Segona Guerra Mundial i es va establir un sistema monetari internacional anomenat de Bretton Woods, nom derivat del lloc on es van signar els acords. En aquests tractats, que van ser la base de la reconstrucció i la prosperitat de l'economia de la postguerra, no s'estipulava com es crearia la liquiditat internacional, és a dir, els mitjans de pagament acceptats per tots els països.

Va ser el dèficit de la balança de pagaments nord-americana el que va encarregar-se de nodrir de liquiditat l'economia internacional. Fins al començament dels anys seixanta del segle passat, i, encara que el dòlar es va afeblir sota el pes de la responsabilitat global de moneda única de reserva que havia assumit, el sistema monetari internacional va funcionar de manera raonable. El problema va sorgir quan, als primers anys seixanta, el dòlar es desvinculà de les autoritats monetàries i va començar un periple nou mitjançant la constitució del mercat de l'eurodòlar. Aquest estava constituït per passius dels Estats Units –dòlars– gestionats per bancs situats a Europa, que els utilitzaven en la seva tasca normal d'intermediació bancària, de manera que, en aplicació del multiplicador d'aquesta activitat, la liquiditat internacional en dòlars gestionada des d'Europa augmentava d'una manera constant i progressivament més accelerada.

Després de la Segona Guerra Mundial, el dèficit de la balança de pagaments nord-americana va encarregar-se de nodrir de liquiditat l'economia internacional. El problema va sorgir quan el dòlar es desvinculà de les autoritats monetàries.

Ben aviat, aquesta liquiditat no controlada pels governs es desvinculà també de la seva funció bàsica, servir l'economia real en el seu vessant internacional, és a dir, fer front a les balances per compte corrent i de capital. I això passà, en definitiva, perquè la quantitat d'aquesta liquiditat

internacional incontrolada, sumada a la que encara romania en mans dels governs, va començar a ultrapassar el que l'economia internacional necessitava per al seu funcionament normal. En aquell moment, començà una nova era en les relacions econòmiques internacionals.

Les crisis de 1980-1998 i la nova arquitectura financera internacional

Es pot dir, sense exagerar, que la història de l'economia financera internacional des de la primera crisi del petroli (1973) és la història de les peripècies de la liquiditat internacional, constituïda en sector econòmic amb gestió i objectius propis, en la cerca de rendibilitat autònoma. Per tant, els que gestionen aquesta liquiditat internacional (bancs, fons de pensions, inversors, etcètera), que moltes vegades són anomenats, amb més o menys raó, especuladors, es llancen a cercar el guany a través d'oportunitats normals i també aprofitant-se de desajustos de les economies nacionals.

La història de l'economia financera internacional des de la primera crisi del petroli (1973) és la història de les peripècies de la liquiditat internacional.

Aquestes manipulacions van encetar un període de crisis financeres que s'estengué al llarg dels dos darrers decennis del segle passat. La primera i més destacada fou la crisi de l'endeutament dels països en vies de desenvolupament, especialment d'Amèrica Llatina, que es va covar als anys setanta i va esclatar el 1982. Van seguir la crisi del Sistema Monetari Europeu, del 1992-93, la de Mèxic el 1994, la del sud-est asiàtic el 1997-98 i la del ruble rus el 1998. En tots els casos, el sistema financer internacional va mobilitzar els recursos que van fer possibles aquestes crisis.



▲ Els que gestionen la liquiditat internacional es llancen a cercar el guany a través d'oportunitats normals i també aprofitant-se de desajustos de les economies nacionals.

Aquets fets van fer que es comencés a tractar el tema de la necessitat de trobar una nova arquitectura financera internacional (NAFI), com se'n va dir, que pogués compatibilitzar els moviments lliures de capitals, que es van generalitzar a partir dels anys vuitanta, i les polítiques nacionals d'estabilitat i progrés. D'altra banda, es buscava quin havia de ser el paper dels organismes internacionals, especialment del **Fons Monetari Internacional (FMI)**, en aquesta nova arquitectura. Naturalment, la finalitat última i bàsica era la d'evitar les crisis financeres, que tan sovint colpejaven l'economia mundial.

Als anys noranta, el tractament d'aquesta problemàtica va despertar un gran interès i pràcticament totes les grans institucions polítiques i acadèmiques hi van dir la seva. Destaquen, en aquest sentit, l'Informe Meltzer, del 1999, encarregat i presentat pel Congrés nord-americà, i l'informe d'un grup de treball patrocinat pel

Council on Foreign Relations, també del 1999. Arran d'aquestes recomanacions i del clima creat, es van fer alguns progressos. S'acceptà la necessitat d'una més gran transparència i, en aquest sentit, l'FMI va engegar un programa ràpid de recopilació i difusió de dades publicat mensualment a internet (**Special Data Dissemination System**). També es va avançar en el que es van anomenar «codis de bona conducta fiscal i monetària», dels quals també se'n va encarregar l'FMI.

Era necessari trobar una nova arquitectura financera internacional que pogués compatibilitzar els moviments lliures de capitals, que es van generalitzar a partir dels anys vuitanta, i les polítiques nacionals d'estabilitat i progrés.

Encara que totes aquestes propostes i altres de semblants estaven ben encaminades, la filosofia general va ser –equivocadament, ha quedat provat– la de fomentar la màxima llibertat dels moviments de capitals i de la desregulació financera. Es considerava que gran part dels problemes venien de la vulnerabilitat dels sistemes bancaris nacionals, i que eren aquests els que s’havien d’adaptar al nou marc internacional per a treure el màxim partit de la globalització dels mercats financers internacionals. El *reaganisme* econòmic quedava totalment revalidat.

La filosofia general va ser la de fomentar la màxima llibertat dels moviments de capitals i de la desregulació financera.

La crisi actual

Si aquests esforços dels anys noranta per aconseguir una NAFI s’haguessin materialitzat, s’hauria pogut evitar la crisi actual? És difícil saber-ho. El que sí sabem és que mai van arribar al moll de l’os dels problemes. Es va cimentar la convicció que la llibertat i la transparència eren el millor aliment per als mercats financers internacionals. Els mercats, es deia, s’autoregulen i cal anar molt en compte d’interferir en aquest procés.

La crisi dels valors borsaris del sector tecnològic del 2000-01 acabà de posar les bases d’aquesta filosofia. Ho va fer a través del senyor **Alan Greenspan**, que era en aquells moments el president de la Reserva Federal dels Estats Units. La seva actitud per a la sortida d’aquella crisi va ser la de posar en marxa una política agressiva de diner barat i abundant. A aquesta política monetària permissiva se li va unir, en l’etapa Bush (2001-09), una política fiscal expansiva. En resum, es van posar els fonaments perquè es produís la bombolla de crèdit que està en la base de l’actual crisi. La política expansiva americana es va generalitzar arreu i els fluxos de capital, procedents dels països superavitaris (Xina, Japó, països exportadors de petroli, etcètera), van anar alimentant

bombolles: de l’habitatge en diversos països (Estats Units, Anglaterra, Espanya, etcètera), de les primeres matèries (petroli, aliments, etcètera) i de la borsa, com les més destacades.

Els instruments financers que van servir per a aixecar el gran edifici de l’expansió des del 2003 han estat, finalment, paper mullat, i l’economia s’ha ensorrat.

L’aturada de la pujada dels preus de l’habitatge als Estats Units va ser el detonant que, a través de les famoses hipoteques *subprime* (‘hipoteques d’alt risc’), va fer esclatar les successives bombolles, amb uns efectes que han arribat fins al darrer racó del món. Els instruments financers que van servir per a aixecar el gran edifici de l’expansió des del 2003 han estat, finalment, paper mullat, i l’economia s’ha ensorrat, amb les greus conseqüències que estem vivint. Aquest edifici va arribar a ser enorme. McKinsey & Company va calcular que el 2005 el conjunt dels actius financers d’àmbit internacional arribaven al 316 % del producte interior brut (PIB) mundial des del 109 % de l’any 1995. El geni que havia sortit de l’ampolla els anys seixanta del segle xx, és a dir, aquella liquiditat internacional, que, com hem vist, s’escapava del control de les autoritats monetàries, s’havia convertit, com en el famós conte del lladre de Bagdad, en un gran monstre. El problema és com controlar-lo ara que ens ha demostrat ben clarament que és perillós i capaç de fer-ho tot malbé.

Una nova NAFI: de moment, paraules i idees

Pel que veiem, els debats i les propostes de la NAFI dels anys noranta van servir de ben poc; de fet, van ser fins a cert punt contraproductes en no preveure els efectes de la llibertat total dels moviments de capitals i de la desregulació sense traves que, per exemple, van eximir de supervisió els fons d’inversió lliure (*hedge funds*), els quals,

recordem, ja començaven a donar disgustos, com el cas del fons **Long Term Capital Management**, que va haver de ser rescatat el 1998.

La crisi actual i la forta implicació que hi ha tingut, i continua tenint-hi, el sector financer ha disparat novament els esforços per a trobar una segona versió de la NAFI. S'han encès totes les alarmes i s'ha tornat a engegar la tasca de repensar el sistema financer internacional, esforç que es va abandonar a mig fer perquè les coses tornaven a anar bé o, almenys, així ho semblava.

Aquella liquiditat internacional que s'escapava del control de les autoritats monetàries s'havia convertit en un gran monstre.

A diferència de la NAFI dels anys noranta, ara els polítics han agafat el protagonisme. En aquell moment, van ser els tècnics els que es van posar al capdavant de la NAFI i dels nombrosos informes que es van preparar, i dels quals hem esmentat els dos més importants. Ara la situació és més histriònica, amb els governs cada dia a primera plana dels diaris. Dins d'aquesta tendència una mica exhibicionista, al mes de novembre del 2008 es va organitzar una conferència del G-20 a Washington. En va sortir un comunicat bastant llarg, que conté encàrrecs d'estudis específics per a plantejar propostes per tal de posar ordre en l'economia mundial i, més concretament, en el sistema financer internacional.

Algunes reunions a alt nivell dels països de l'eurozona i del conjunt de la Unió Europea han aportat iniciatives. També hi ha alguns informes interessants, com els d'**Otmar Issing** i **Jacques de Larosière**. Però tot el procés de la segona NAFI no ha passat, encara, de les paraules i les idees.

Em sembla interessant descriure quins són els elements més importants al voltant dels quals sembla que es va dibuixant un cert consens tècnic, encara que és difícil saber si també hi és a

nivell polític, atesa la gran quantitat de pronunciaments poc clars i definitius dels governs.

A diferència de la NAFI dels anys noranta, amb els tècnics al capdavant, ara els polítics han agafat el protagonisme.

El primer punt d'aquest possible acord és la necessitat d'una supervisió sistèmica del sistema financer. La supervisió exercida fins ara, que és a nivell de cada institució, no capta les implicacions de la densa xarxa de relacions financeres entre institucions de diversos estats. Sembla evident que només una visió global del sistema pot aportar informació sobre els riscos sistèmics que el posen en perill.

El segon punt de possible consens està molt relacionat amb el primer. Es tracta de la necessitat que s'ha fet palesa d'unes normes regulatòries que puguin tenir un abast global. L'existència d'un regulador supranacional seria, en aquest sentit, un objectiu maximalista difícil d'assolir. Per això es pensa en una coordinació més gran dels reguladors i supervisors nacionals. Seria desitjable que aquesta col·laboració tingués un marc institucional, sigui l'FMI, el Banc de Pagaments Internacionals de Basilea, el Financial Stability Forum o un arranjament cooperatiu de tots tres. A nivell de l'eurozona, aquesta tasca coordinadora la podria exercir el Banc Central Europeu (BCE). El que ha deixat clar l'actual crisi és que el sistema fragmentat de regulació i supervisió vigent no pot fer front de manera eficaç a un sistema financer global.

Cal aconseguir una supervisió sistèmica del sistema financer i l'establiment d'unes normes regulatòries d'abast global.

El tercer punt sobre el qual sembla que hi ha consens, almenys a nivell tècnic, és el de la necessitat d'estendre la regulació i la supervisió que es

deriva a totes les activitats, els sectors i les entitats financeres. En l'actual crisi, molts problemes han vingut de la manca de supervisió sobre segments importantíssims del mercat, com fons d'inversió lliure, derivats, bancs d'inversió i altres actors financers que han acabat tenint un paper molt important en el desenvolupament de la crisi. Això vol dir, naturalment, estendre el camp de la regulació i la supervisió financeres molt més enllà dels límits actuals.

Molts problemes han vingut de la manca de supervisió sobre segments importantíssims del mercat, com fons d'inversió lliure, derivats, bancs d'inversió i altres actors financers.

El quart punt que sembla guanyar adeptes és la necessitat de comptar, en tots els segments del sistema, però especialment a la banca, amb nivells obligatoris de capitalització més elevats. L'actual crisi ha demostrat la fragilitat del sistema bancari i ha posat de relleu la importància de comptar amb una bona base de capital que infongui més confiança. Això s'hauria de combinar amb uns nivells més exigents en la gestió del risc i amb una política de provisions, que, com s'ha fet a Espanya, suposi incrementar-les en els períodes expansius.

Un cinquè punt d'acord, aquest cop també a nivell polític, és el d'establir un sistema de retribucions en el món financer menys abusiu i molt més relacionat amb els guanys a mitjà i llarg termini. Ha quedat clar en l'actual crisi que el sistema d'incentius del món financer ha sigut altament pervers en estimular el guany ràpid i fàcil.

Un sisè punt important és l'ampli suport amb què compta l'enfortiment de l'FMI, tant des del punt de vista dels seus recursos com pel que fa a les

seves futures funcions en un marc regulatori més ampli i estricte. Aquest no és un tema fàcil, perquè qualsevol canvi dins del Fons suposa una alteració dels equilibris polítics. L'apatia amb què funcionava l'FMI ha estat alterada per les necessitats de molts països que, a causa de la crisi, han hagut de demanar-li ajuda. Per això es pensa que serà necessari doblar, com a mínim, els recursos de la institució, objectiu que van remarcar els líders europeus a les reunions de febrer.

Conclusió

L'actual crisi econòmica ha portat a considerar, per segona vegada en els darrers vint anys, la necessitat de buscar una nova arquitectura financera internacional que pugui posar les bases d'un sistema que eviti crisis com l'actual i permeti el creixement harmònic de l'economia mundial. S'ha avançat poc, malgrat que la crisi ja fa un any i mig que dura. El progrés serà lent i difícil, perquè transformar un sistema tan complex com són les finances internacionals no és gens fàcil, i perquè, com ja va passar als anys noranta del segle passat, s'enfronten dues filosofies força difícils de compatibilitzar: l'anglosaxona, que rebutja una regulació massa àmplia i estricta, i l'europea, que busca un més gran control del sistema. És possible que aquestes dues actituds acabin, en el millor dels casos, en un punt mitjà de trobada que no alteri gaire les coses, com ja va passar la primera vegada que es va encetar el tema fa vint anys.

La transformació de les finances internacionals enfronta dues filosofies difícils de compatibilitzar: l'anglosaxona, que rebutja una regulació massa àmplia i estricta, i l'europea, que busca un més gran control del sistema.

Les novetats de la cimera

La segona reunió del G-20, que va tenir lloc a Londres, va emetre un comunicat amb data 2 d'abril. Les novetats més importants que se'n desprenen són les següents:

A la reunió del G-20 a Londres s'ha establert un nou Consell d'Estabilitat Financera, i s'ha acordat el reforçament de les institucions financeres internacionals.

Pel que fa a la supervisió i la regulació, s'estableix un nou Consell d'Estabilitat Financera, com a continuador del Fòrum d'Estabilitat Financera, però amb una composició ampliada (els països del G-20, tots els del àntic Fòrum, Espanya i la Unió Europea) i un mandat renovat. En concret, se li demana que reestructuri els sistemes reguladors per a identificar i combatre millor els riscos macroprudencials; estendre la regulació i la supervisió a totes les institucions importants, inclosos els fons d'inversió lliure; aplicar els principis sobre compensacions en el sector bancari proposats pel Fòrum; prendre mesures per a l'ampliació de la base de capital del sector bancari; prendre mesures contra els paradisos fiscals i altres jurisdiccions que no cooperin; millorar els estàndards de valoració i provisionament d'actius; i estendre la regulació i la supervisió a les agències de qualificació de risc (*credit rating agencies*).

L'altra aportació important és el reforçament de les institucions financeres internacionals. Es tripliquen els recursos de l'FMI fins als 750 mil milions de dòlars i s'acorda que aquesta institució emetrà 250 mil milions de drets especials de gir (*Special Drawing Rights*). Pel que fa als bancs multilaterals de desenvolupament, s'acorda ampliar el seu capital en 100 mil milions de dòlars. Aquests i altres compromisos inclosos en el comunicat suposen una injecció de recursos d'1,1 bilió de dòlars, encara que, segons els analistes, una part important ja estava compromesa anteriorment.

Pel que fa a la resta, no hi ha novetats importants. Com es pot comprovar, molts temes de supervisió i regulació sobre els quals hi havia consens apareixen en el comunicat. Queden, però, desdibuixats, la intensitat d'aquesta regulació i els procediments per a aplicar-la. Pel que fa a l'1,1 bilió de dòlars, de fons nous, es considera que compensen la manca d'acord per a continuar augmentant els paquets fiscals a causa de l'oposició d'Europa.

JOAQUIM MUNS

Doctor en Ciències Econòmiques i llicenciat en Dret per la UB.

Catedràtic emèrit de la UB.

Ha estat catedràtic d'Organització Econòmica Internacional i catedràtic Jean Monnet d'Integració Europea de la UB, membre del Consell de Govern del Banc d'Espanya, director executiu del Fons Monetari Internacional i del Banc Mundial i assessor de diversos governs i institucions públiques i privades. També fou diputat del Parlament Europeu.

Ha estat distingit amb la Creu de Sant Jordi, el Premi de la Fundació Catalana per a la Recerca, el Premi Empresarial CECOT i el Premi Rey Juan Carlos d'Economia.

