

INOVAȚII FINANCIARE: COȘMARUL REGULATORILOR

Spre mai multe reglementări sau una mai bună?

ISTVÁN MAGAS*

Abstract

Piața financiară s-a schimbat într-un mod semnificativ după prăbușirea Lehman atât în Statele Unite cât și în Uniunea Europeană, având astfel mai multe reglementări și mai stricte. În viitorul apropiat nu va exista o restabilire economică la nivel mondial, în ciuda recuperării pieței financiare. Singuri, consultanții financiari mai alerți nu pot face minuni în rezultatele cifrelor lente, dar pot aduce mai multă stabilitate și o asigurare în vederea evitării viitoarelor colapsuri.

Articolul discută necesitatea mai multor și mai bune reglementări pentru a preveni economia mondială de alte evenimente financiare catastrofice. Cel mai impunător argument este acela că nu mai există așa numită activitate bancară, astfel supervizarea internațională a devenit o necesitate. Puterea copleșitoare a băncii multinaționale necesită supravegheri multinaționale. Totuși, există pericolul ca reglementarea accelerată să devină exagerată, în timp ce nu conservă stimulentele potrivite pentru a crea și a ușura creditele în condițiile generale de creștere lentă și să lase fondurile să curgă global unde sunt cel mai dorite. Scopul principal al reglementării globale ar trebui să nu fie doar băncile globale ci, mai degrabă, entitățile cheie care per ansamblu economisesc respectiv entitățile care per ansamblu se împrumută din ciclul național de afaceri. Crearea unor noi reguli cum ar fi Basel-3 este primul pas în această direcție. Lumea chiar are nevoie de o mai bună supraveghere financiară globală, care nu este neapărat mai multă, dar în orice caz, mai bună.

Criza Lehman - piața financiară - regulatori financiari - capital mobil internațional - bănci globale - utilizarea derivatelor - securități – credit – evaluare – Basel-3 - LCR (liquidity coverage ratio - indicator de lichiditate) EFA (European Financial Authority - Autoritatea Financiară Europeană)

*

I. Introducere

Care sunt beneficiile clare ale globalizării financiare? Sunt multe. Precum au descris mulți autori importanți care au fost consacrați în literatura financiară internațională, Fisher (2011), Froot-Rogoff (1995), Krugman-Obstfeld (2000), Pugel (2002), o mai bună distribuție internațională a fondurilor excesive între entitățile care per ansamblu economisesc și entitățile care per ansamblu se împrumută, ambele private sau publice, câștigurile bunăstăriiilor măsurabile sunt produse datorită echilibrului inferior a dobânzii ratelor. Piețele mai mari, mai mulți clienți înseamnă rezerve inferioare și volume mai mari, ca și în cazul unei mari instituții bancare domestice. Micile economii deschise pot beneficia o mare parte din liberalizarea financiară, deși, noi tipuri de preocupări răsar cu privire la macro-stabilitate și menținerea fluxului de fonduri atât pe piețele sectorului public cât și pe cel privat, Magas (2012). Cel mai evident avantaj al globalizării financiare pentru țările în nevoie urgentă de finanțare proaspătă este asociat cu disponibilitatea mai multor fonduri private, adevărat, nu neapărat la un preț mai bun, și cu faptul că fondurile pot sosi mult mai rapid decât din surse suverane relaționate cu statul sau instituții financiare globale, cum ar fi FMI sau Banca Mondială. Adevărat, poate fi vorba despre a plăti un preț excesiv pentru a obține viteza. În același timp, viteza poate amortiza frumos.

Banking-ul transfrontalier oferă noi oportunități și noi tipuri de riscuri, desigur, a determina riscurile globale abia mânuite și a ținti o balanță bună este orice dar nu o treabă ușoară. Totuși, băncile globale au reușit să își extindă afacerile lor rapid și au creat un mediu complet nou pentru regulatori.

* *De Istvan Magas, Profesor și Rector al Departamentului de Economie Mondială, Universitatea Corvinus din Budapesta.*

Cu răspândirea tehnologiei moderne pentru a strânge, stoca și genera informații despre produsele financiare netangibile dar ingenioase (derivate), care nu are valoare de piață tradițională, una care poate fi măsurată cu ușurință față de utilitatea ei (cântărind profitabilitatea față de riscurile sale), există o nouă lume și într-adevăr o nouă divizune formată a muncii, pe care nici Adam Smith nici succesorii lui nu au putut prevedea. Piața inovațiilor financiare pentru aceste produse derivate este într-o creștere rapidă, ambele în schimburi de opțiuni și caracteristici, dar și în vânzările private, care tind să fie mult mai complexe și mai lucrative, cel puțin pentru un timp. În această lume nouă, arta (nu știința) de a evalua acțiuni poate deveni din ce în ce mai greu datorită schimbărilor în natura a economiei, creând posibilități mai mari pentru formarea bulelor speculative. Când vracurile bunurilor ale unei companii erau fizice și piețele sale erau relativ stabile, evaluarea era mult mai directă.

Proporțiile a unei mărci active ale unei firme, care sunt acum în creștere, idei, capitalul uman – sunt intangibile și deseori greu de identificat, dar mai de evaluat. Ele sunt, de asemenea, mai puțin robuste decât activele fizice, cum ar fi o fabrică.¹ Această nouă dezvoltare complexă a pieței, foarte inovativă și parțial relaționată cu domeniul IT, a crescut dificultățile de risc și valoare a activelor, în special în contextul global.

Totuși, atâta timp cât riscul a rămas concentrat în interiorul unei țări și în mare măsură în băncile sale, regulatorii săi financiari ar fi trebuit să observe mai atent. Problema cu stocul global de capital din prezent este defapt faptul că regulatorii sunt incompetenți. Sistemul financiar global are nevoie de un regulator global ? Noi sugerăm că da.

II. Spre mai multe sau doar o mai bună reglementare. Este modelul american de copiat?

Este modelul american de copiat? Nu neapărat, dar oferă mai multă înțelepciune și experiență a pieței. Cine regulează Citigroup, instituția financiară cea mai diversificată și cea mai mare din lume? Cu operațiunile sale de peste 100 de țări, vânzând aproape toate produsele financiare care au fost inventate vreodată, probabil majoritatea regulatorilor financiari din lume simt că Citi, la un anumit nivel, este problema sa. America singură are Rezerva Federală, Comisia de Valori Mobiliare și Burse, CFTC, Bursa (de valori) New York, 50 de comisari de asigurare și mulți alții. Totuși, într-un anumit sens, nimeni nu reglează cu adevărat Citi: este o firmă globală într-o lume a consultanților naționali și câteodată sectorială. Același lucru este valabil și pentru AIG, General Electric Capital, UBS, Deutsche Bank și multe altele.

Ar putea fi asta un lucru bun? A devenit o modă de a gândi despre regulatori precum afirmă Shakespeare “omizile din republică, creaturi care, departe de a oferi valoare, stau în calea pieței”. În mod natural, nu toată lumea împărtășește această opinie. Totuși, pare clar faptul că mult din dinamismul din Global Finance din ultimele trei decenii a fost din cauza unor puține reglementări privind circulația capitalului, mai ales peste granițe, și a ceea ce se poate face cu ea. Pentru majoritatea părților, banii sunt liberi să curgă oriunde o oportunitate își face apariția, și în general și-a făcut-o, lăsând pe toată lumea într-o mai bună situație decât cu reglementări mai grele.

Lăsând capitalul liber să se miște pe unde ar putea beneficia de cel mai mare câștig arată o reglementare supra-costisitoare sau deplasată: banii s-au dus pur și simplu altundeva. De exemplu, deoarece Japonia a interzis folosirea derivatelor, opțiuni în securitatea japoneză erau negociate în acomodarea Singapore. În timp ce Japonia a ușurat aceste restricții, unele afaceri extrateritoriale s-au transferat la Tokyo. În general, concurența pentru capital a încurajat țările pentru a-și îmbunătăți reglementările pentru a recurge la capitalul mobil – deși unele, precum Malaysia, au rezistat acestei presiuni, și au continuat să impună controale asupra fluxului de capital transfrontaliere.

Tulburător, nu a existat nici o cursă dincolo de limitele admise în reglementare. În spatele fiecărei mari piețe există o bună reglementare – ori de către o agenție guvernamentală ori de către participanții pieței. Capitalul mobil internațional a avut tendința de a recompensa reglementarea care protejează investitorii și minimizează privilegiile pentru membrii din cadrul pieței. În linii mari, aceasta a condus la o convergență a reglementării în jurul standardelor internaționale comune, dar acest proces nu este nici pe departe complet, în special pentru produsele de investiție vândute la investitori privați. Ziua în care o societate globală va putea vinde același stoc simplu la indicele de piață a fondului oriunde pe lume va ajunge după un drum foarte lung. America rămâne reticentă în a permite schimburilor securității a Europei să-și aplice comerțul său via ecrane în America. Deși, tehnic vorbind acum acest lucru este ușor de realizat, este defap „o postură revoltător protecționistă”, precum este văzut de către regulatorii europeni.

¹ Precum a arătat Enron, o reputație pentru un caracter demn de încredere, și pentru ca evaluarea pieței să rezulte din aceasta, ea se poate nărui într-o clipă. Societățile virtuale au împins această provocare pentru evaluare la extremă, deseori așteptând ca investitorii să pună preț asupra profitului care nu va fi la îndemână pentru mulți ani, și care ar fi derivate din modele de afaceri și active intangibile precum mărci care nu au fost încă create.

Dat fiind dificultățile politice, idea unui singur regulator global nu se află pe nici o agendă serioasă. Asta poate însemna la fel de bine faptul că: competiția dintre regulatori are câteva beneficii. Cea ce este la ordinea de zi, cel puțin la regulatorii din țările deschise pentru capitalul internațional, este de a asigura faptul că informațiile bune despre piața globală a statului și despre operațiile globale a firmelor sunt disponibile.

FSA, de exemplu, este capabilă să reglementeze doar activități britanice ale lui Citi, dar va avea o mult mai bună șansă să o facă bine dacă va ști destule despre starea firmei la nivel mondial. Informațiile curg deja mult mai liber între regulatorii naționali diferiți. Instituțiile multinaționale precum Fondul Monetar Internațional, Banca pentru Decontări Internaționale și Forumul Financiar despre Stabilitate, toate joacă un rol util în aceasta, dar ceea ce contează cel mai mult este comunicarea bilaterală între regulatorii naționali – și sistemul financiar global, carel nu este nicăieri atât de transparentă la regulatorii național precum ar trebui să fie.

Unul dintre motive este că nu există nici un consens global asupra căruia ar trebui să reglementeze. De exemplu, în Marea Britanie reasuratorii sunt reglementați de către FSA, dar în piețele lor de acasă Munich Re și Swiss Re, companiile de reasigurare cele mai mari de pe lume, nu sunt în general reglementate. Firmele nonfinanciare cu operațiuni financiare mari nu se potrivesc niciunde în cadrul de reglementare curent al reglementării. Enron, care a fost descris plauzabil ca o bancă de investiții sau ca un fond de acoperire cu o afacere energetică de partea sa, nu a fost reglementată în America. În Marea Britanică, firma în sine nu a fost reglementată, dar filialele sale financiare erau monitorizate de către FSA. Există mari semne de întrebare asupra cui reglementează numărul în creștere a firmelor care se transformă acum în monștrii financiari, modelați de către GE cu operațiile sale enorme GE Capital. Fondurile de acoperire și alte instituții extrem derivate de compensare sunt reglementate ușor în majoritatea țărilor, dar deloc în America. O propunere de către grupul de lucru prezidențial pentru o reglementare mai strictă a fondurilor de acoperire, îndemnat de către prăbușirea Managementul Capital pe Termen Lung, era blocat pe neașteptate în acel moment pentru multe luni în Congres. Acum, fondurile de acoperire nu mai sunt excepții.

A doua problemă, cel puțin în ochii străinilor, era și încă este faptul că America are prea mulți regulatori diferiți. Pe când Regatul Unit și-a fuzionat numeroșii regulatori financiari într-o singură autoritate, și multe alte țări se mișcă în aceeași direcție, America continuă cu regulatorii excesivi de diferiți pentru părți diferite ale industriei serviciilor financiare. Se pare a fi îndoielnic faptul că oricare dintre acelea au o bună vedere generală asupra a ce se întâmplă în sistemul financiar din America ca un întreg – deși Fed pretinde că primește toate informațiile necesare, într-un fel sau altul. În timpul administrației Clinton, reglementarea a avut loc adesea pe terenul de golf între Mr. Greenspan, Arthur Levitt, președintele SEC, și Robert Rubin, secretarul de trezorerie. Acum se fac mai multe aranjamente oficiale. Cu toate acestea, regulatorii străini individuali ar găsi mai ușor să rezolve problemele transfrontaliere cu un singur corespondent american.

Unele regulatoare americane își apără sistemul multiplu, în ciuda duplicatului considerabil pe care o presupune, în principal pe motivul că, competiția reglementară le menține dornice și sărace. Desigur, superioritatea regulatorului individual și consolidat trebuie încă dovedită. Conform unui raport CSFI (2010) de către Centrul pentru Studiul Inovației Financiare “există un spirit persuasiv de nemulțumire în orașul cu ESA: oamenii îl consideră birocratic, intrusiv și insensibil”. Totuși, divizia curentă a muncii printre regulatorii diferiți ai Americii este greu de justificat.

De ce, de exemplu, ar trebui să supravegheze comerțul SEC despre schimbul burselor și comerțul CFTC schimburile viitoare, când în esență necesitățile reglementării a tuturor schimburilor sunt aceleași? Și de ce asigurarea este regulată nu federal ci la nivel de stat, în majoritate de comisari de asigurare aleși?

Nimeni nu crede că asta ar avea vreun sens, dar sistemul supraviețuiește deoarece fiecare organism de reglementare are suporterii săi în Congres. În unele privințe, un sistem de reglementare inefficient se potrivește cu firme puternice. Legile Glass-Steagall, care a păstrat separat băncile, investițiile bancare și asiguratorii, a supraviețuit o duzină de încercări în Congres pentru a le restitui – până în 1998, când Travelers, un asigurator, a fuzionat cu Citibank, care și-a sfârșit imediat activitatea de lobby expensivă împotriva abolirii. Imediat după aceasta s-au și dus. Mulți din senatul SUA au crezut, în special după prăbușirea Enron, că un regulator individual pe lângă FSA ar fi bune pentru piețele de capital ale Americii, dar pentru a avea loc o schimbare majoră, va fi nevoie de o criză mai mare decât Enron.

S-a și întâmplat, nu cu multă întârziere, criza Lehman în 2008 și și-a făcut treaba, la fel și Actul Financiar Dodd-Frank, care a reformat întregul sistem SUA pentru satisfacerea a aproape tuturor jucătorilor, desigur, procedeele e mai lung și este încorporat în 250 de pagini din noua legislație.

Până acum sistemul de reglementare împovăraător al Americii nu pare să fi întârziat dezvoltarea piețelor sale, dar pe un termen mai lung poate să se dovedească a fi costisitor, în particular dacă – și un “dacă” mare – Uniunea Europeană reușește să integreze în totalitate piețele sale capitale și să introducă reglementări corespunzătoare. America s-a lăudat de mult de avea piețele de capital cele mai eficiente din lume, și până la

această dată în mare a fost adevărat. Dar sistemul greoi al regulatorilor multipli ar putea deveni un dezavantaj competitiv, Europa ar trebui să dezvolte o cursă de șoareci a reglementării mai bune și mai puțin costisitoare. Într-adevăr, este posibil ca presiunea de la UE va ajuta să consolideze reglementarea Americii. În cadrul directivelor viitoare UE, orice operație financiară conglomerată din cadrul Uniunii va avea de ales un regulator principal UE care va fi responsabil pentru supervizarea globală a firmei. În practică, regulatorul European pentru marile firme Americane, precum Goldman și Citi, probabil va delega prin solicitarea firmelor de a nominaliza unul dintre regulatorii Americani ca și “regulatorul coordinator”, care ar deveni pentru firmă un regulator național individual de facto.

Chiar dacă infrastructura pentru reglementarea globală eficientă ar fi la locul ei, totuși ar mai rămâne provocări uriașe. Unele dintre ele sunt pe plan intelectual. “Câte eșecuri ar trebui să-și permită sistemul de reglementare?” o întrebare des auzită. A furniza un răspuns nu este simplu, ar trebui să fie peste zero, și mai puțin ca să nu cauzeze prăbușire largă de sistem. Alții din activitatea de reglementare consideră că idealul ar trebui să fie “un firicel cu puține probleme, ca să-i țină pe oameni conștienți de riscuri”. Ar putea fi un tribut pentru reglementarea Americii faptul că lui Enron îi era permis să falimenteze, și din fericire aceasta nu pare a fi creat consecințe la nivel larg al sistemului. Criza Lehman a luat sfârșit cu un alt scenariu. Unele țări ar fi încercat să organizeze o salvare, într-adevăr, și FED-ul are o reputație pentru încercarea sa de a menține vii unele firme care ar fi trebuit lăsate să moară. A înțelege dacă nivelul de risc devine prea înalt a devenit mai greu acum că atât de multe riscuri au fost transferate din sistemul bancar. Mulți își fac griji, că atât regulatorii cât și firmele sunt mai buni în a judeca riscul relativ al instrumentelor diferite, instituțiilor și partenerilor contractuali, decât riscul total din sistem. Suntem de acord că acest argument cântărește mult.

Problema a fost adusă în față de către bulele speculative tehnologice, și de frica, renăscută recent, a unei bule de echitate americane mai mari. Oare regulatorii știu când se formează o bulă și sistemul financiar devine periculos de instabil? Probabil nu cu certitudinea pentru a-și baza politica. Ceea ce este mai clar este faptul că riscul agregat este în reflux și curge cu ciclul economic, ofițerii de credit tind să împrumute prea mult în vremuri bune, înfierbântând economia, apoi reducând prea mult într-o recesiune, înrăutățind lucrurile. O modalitate de a trece peste asta ar fi de a cere băncilor să pună de o parte capital mai mare în timpul prosperității economice decât în perioada recesiunii, de a realiza asumarea riscului mai puțin prociclice. Cât ar trebui să pună deoparte pentru capitalul firmelor împotriva riscurilor care se sfârșesc rău este decizia cea mai complicată pe care trebuie s-o aducă regulatorii internaționali. Din 1988, băncile mari s-au supus regimului capital Basel, care leagă cantitatea de capital pe care trebuie s-o dețină în rezerve pentru riscul împrumuturilor pe care le fac. Cu toate acestea, categoriile de risc sunt destul de nediferențiate: băncile trebuie să pună de o parte atât capital față de un împrumut la Microsoft pe cum și față de o societate virtuală, sau atât față de împrumutul făcut de la Brazilia, cât și de la Coreea de Sud. Băncile au descoperit și modalități de a folosi derivatele și alte securități pentru a permite împrumuturi relativ riscante de a se califica ca un risc scăzut, tratament de capital scăzut. Regulatorilor le este teamă că o mare parte din creșterea folosinței derivatelor și securitizărilor de către bănci poate rezista unei evaziuni ale controlului reglementar. Putem adăuga că această frică este mai mult decât justificată.

III. Este Basel-3 soluția?

Basel-3, o versiune mult mai sofisticată a regulilor capitalului bazat pe risc este acum în curs de dezvoltare. Este menit să fie aplicat nu numai la băncile mari ci tuturor băncilor din întreaga lume și la toate societățile de investire din UE. Nu de mult se discută și despre un Basel de asigurare. Dar Basel-3 a cunoscut opoziții considerabile, parțial datorită faptului că este prea complicat, parțial pentru că unele țări sunt în dezacord în privința a cât capital ar trebui pus de o parte împotriva unor tipuri de împrumut. Germania vrea o cerință de capital mai scăzută pentru împrumuturi la micile întreprinderi, de exemplu, deoarece împrumuturile sunt sursele lor tradiționale de finanțare. Lansarea unui nou regim, planificat inițial pe 2012, a fost deja amânat până în 2014, și chiar asta s-ar putea dovedi a fi chiar optimist. Între timp, băncile operează cu un regim de capital care nu funcționează precum intenționat, dar ar putea legăna regulatorii într-un fals sentiment de securitate.

În determinarea capitalului reglementat, Basel-3 ar da un rol mai important către agențiile de rating de credit cum ar fi Moody și Standard & Poor. Cât de bun este rating-ul lor este subiectul a multor dezbateri. În fața riscului suveran, asta a fost confirmată prin depunctările recente ale datoriei proprii ale guvernului S.U.A., sau a depunctărilor plutoare a multor datorii suverane precum Franța sau Belgia. Ca o alternativă, băncile vor fi încurajate să-și folosească propriile rating-uri de credit in-house. Dar regulatorii tot nu au încredere încă în folosirea modelelor cantitative de riscuri de credite pentru a seta capitalul reglementat. Au nevoie de mai bune tehnici și mai bune date, în special în Europa. Multe dintre băncile mari folosesc deja

modele cantitative pentru a stabili cât capital au nevoie pentru a pune de o parte împotriva portofoliilor de titluri negociabile. Aceste “modele de valori la risc – (VAR) măsoară în mod tipic cât ar putea pierde cel mai mult firma într-o zi, judecând după performanțele trecute, dar acestea tind să subestimeze frecvența cu care apar zilele proaste. Au fost o mulțime de furtuni “perfecte” pe piață în ultimul deceniu, timp în care calculele VAR s-au dovedit a fi zadarnice în predicția pierderilor. Portofoliile de testarea stresului împotriva furtunilor perfecte imaginează remediază unele dintre slăbiciuni. Dar modelarea riscului de credit în acest fel este mult mai greu, deoarece datele despre performanțele creditelor anterioare sunt rare.

Un alt sistem bazat pe piața de reglementare a primit de asemenea o anumită atenție. Dacă băncile emit datorii subordonate de scurtă durată care sunt comercializate zilnic și care trebuie refinanțate regulat și pot rămâne în afaceri numai atât timp cât datoria lor le este refinanțată, atunci piața va reglementa banca. Creditorul nu va finanța o bancă despre care ei cred că este în risc de lipsă. Dar singura țară care a încercat-o până acum a fost Argentina, unde stoarcerea guvernamentală a sistemului bancar, după datoria sa implicită, a distrus intriga. Regulatorii sunt doar prea conștienți de faptul că complexitatea pură a sistemului financiar impune limite practice despre ceea ce pot face. Din ce în ce mai mult, ei trebuie să se bazeze pe sectoarele private pentru a-i asista în sarcina lor de reglementare. Ei pur și simplu nu au capacitatea de a afla care sunt riscurile asumate în interiorul unei bănci mari internaționale numai dacă li se spune. Consolidarea în sectorul bancar poate crește riscul sistemului financiar în alte feluri.² Noua dilemă globală, și cu aceasta pericolul real că riscul inițial asumat de către piețele de capital, își vor găsi eventual drumul înapoi în sistemul bancar. Multe dintre riscurile de transfer asumate aparent poate fi un șiretlic de contabilitate, desemnat pentru a escapa cerințele de capital reglementat fără ca să împrăștie cu adevărat riscul. Și dacă asiguratorii sunt incapabili de a-și îndeplini angajamentele și dau faliment, băncile se pot trezi fără fondurile de rezervă. Putem presupune cu siguranță că multe dintre riscurile nedorite și asumate de către sectorul bancar pot ajunge pe mâna unor investitori mai puțini sofisticăți, incluzând unii indivizi care sunt acum vizați de către firmele serviciilor financiare. Ei pot lua acest risc involuntar. Nimeni nu știe cum ar reacționa acei indivizi dacă ar afla sau cum ar afecta asta economia în ansamblu. S-ar putea simți mai săraci și mai puțin înclinați spre a cheltui, ceea ce ar putea compromite un fel de pagubă asupra economiei și asupra fricii sistemului bancar.

Există o amenințare reală care s-ar putea accelera prin multiplicarea inversă. Totuși, atâta timp cât riscul a rămas concentrat în interiorul unei țări și în mare măsură în băncile sale, regulatorii săi financiari ar fi trebuit să fie capabili să le observe cu atenție. Problema cu stocul global din prezent este aceea că regulatorii pot fi în afara adâncimii, din afara jurisdicției lor naționale. În acest sens, există o necesitate evidentă pentru o reglementare globală. În același timp, pare clar faptul că mult din dinamismul finanței globale din ultimele trei decenii a fost din cauza unor puține reglementări privind circulația capitalului, mai ales peste granițe, și a ceea ce se poate face cu ea. Pentru majoritatea părților, banii sunt liberi să curgă oriunde o oportunitate își face apariția, și în general și-a făcut-o, lăsând pe toată lumea într-o mai bună situație decât cu reglementări mai grele. S-ar putea adăuga, în general, că este un comportament normal.³

IV. Concluzii

Ar trebui să ne reformulăm punctele cruciale.

² Consolidarea a redus numărul participanților de pe marile piețe. În 1995, 20 de bănci din Statele Unite reprezentau 75% din tranzacțiile valutare; în 2001, numărul a scăzut la 13. Ceea ce este sigur este faptul că firmele financiare, mai ales pe Wall Street și în London, derivatele au angajat o armată de matematicieni și fizicieni pentru a lucra ca și "inginerii financiari", creând noi derivate complexe pentru a masca riscul din jurul sistemului financiar. Derivatele de credit au deja o valoare nominală de aproape 1 trilion de \$, de la 100 de miliarde de \$ de acum 5 ani. Au fost prognozate de a atinge 3 trilioane de \$ în 2011. Valoarea nominală a derivatelor *over the counter* depășesc acum 100 trilioane de \$, 60% care este tratat de către cinci dealeri, incluzând doi giganți, J. P. Morgan și Citigroup. Derivatele și alte instrumente ale ingineriei financiare pot fi folosite pentru a adămi mai bine riscul prin acoperirea pozițiilor și prin transferarea riscurilor nedorite unei terțe părți, este ceea ce spun băncile că le utilizează în majoritatea cazurilor. Cu toate acestea, acele instrumente pot fi de asemenea folosite pentru a mări riscul, probabil cu o mare marjă, și există o amenințare în creștere că aceasta se va întâmpla accidental.

³ În acest context, trebuie să menționăm cum vede un om al științelor naturale lumea pieței financiare moderne și pune întrebarea auzită atât de des: „De ce atâta lume se agață atât de tare de noțiunea piețelor eficiente?” Emanuel Derman of Goldman Sachs aduce această noțiune în perspectivă, el fiind unul dintre numeroșii fizicieni care lucrează în domeniul investiției bancare. În finanțe, zice el, te joci împotriva oamenilor, care valorează activele pe baza sentimentelor lor despre viitor. “Aceste sentimente sunt efemere, sau în cel mai bun caz instabile”. Ce mod simplu de a înfățișa realitatea, citat de către U.S. *Weekly Analyst*, Goldman Sachs, 24 Martie, 2002.

În spatele fiecărei piețe considerabile există o bună reglementare – fie că este vorba despre un organ guvernamental sau organizat de către participanții pieței. Urmărind crizele financiare severe atât din S.U.A. cât și din Europa în ultimii patru ani, a devenit clar de a adresa necesitatea pentru o schimbare mai bună a mediului de reglementare internațională. Capitalul mobil internațional a avut tendința de a recompensa reglementarea care protejează investitorii și minimizează privilegiile pentru membrii din cadrul pieței. În linii mari, aceasta a condus la o convergență a reglementării în jurul standardelor internaționale comune, dar acest proces nu este nici pe departe complet, în special pentru produsele de investiție vândute la investitorii privați.

Ziua în care o societate globală va putea vinde același stoc simplu la indicele de piață a fondului oriunde pe lume va avea un drum lung până la îndeplinire. Piața datoriilor suverane a experimentat reculuri majore datorită agențiilor de rating conducătoare, datorită înregistrării necorespunzătoare de a realiza ceva bine și de a trimite semnale corespunzătoare de piață către firme și indivizii cu bani economisiți, celor care sunt și nu sunt un risc bun pe viitor.

Dat fiind dificultățile politice, ideea unui singur regulator global nu se află pe nici o agendă serioasă, nici în agenda G-20, nici în UE. Asta poate fi la fel de bine faptul că: competiția dintre regulatori are câteva beneficii. Cea ce este la ordinea de zi, cel puțin la regulatorii din țările deschise pentru capitalul internațional, este de a asigura faptul că informațiile bune despre piața globală a statului și despre operațiile globale a firmelor, sunt disponibile.

A înțelege dacă nivelul de risc devine prea înalt a devenit mai greu acum că atâtea riscuri au fost transferate din sistemul bancar. Problema a fost adusă în față de către bulele speculative tehnologice, și de frica, renăscută recent, a unei bule de echitate americane mai mari. Oare regulatorii știu când se formează o bulă și sistemul financiar devine periculos de instabil? Putem repeta: probabil nu cu certitudinea pentru a-și baza politica. Ceea ce este mai clar este faptul că riscul agregat este în schimbare și curge cu ciclul economic.

O altă lecție veche de repetat: este aceea că ofițerii de credit tind să împrumute prea mult în vremuri bune, înfierbântând economia, apoi reducând prea mult într-o recesiune, înrăutățind lucrurile. O modalitate de a trece peste asta ar fi de a cere băncilor să pună de o parte capital mai mare în timpul prosperității economice decât în perioada recesiunii, de a realiza asumarea riscului mai puțin pro-ciclice, aceasta a fost ajutată de către termenii ameliorați recent – definit de către Basel-3 – asupra LCR, indicatorul de lichiditate solicitat de către bănci în operațiunile lor zilnice. Dacă aceasta ar fi fost solicitată internațional, ar fi tot mai bine. Inițiative în acest sens ar trebui să vină din partea regulatorilor din cadrul celor mai mari jucători cheie de pe piața Americii. La fel este și pentru Europa și pentru noile sale instituții, EFA, Autoritatea Financiară Europeană. Avem nevoie de mai bune reguli nu numai de mai multe. Economii deschise mari și mici, sectoarele private și publice vor beneficia cu siguranță pe seama lor.

*

Referințe

- Fisher. Stanley (2001): Exchange Rate Regimes: is the Bipolar View Correct? Distinguished Lecture on Economics in Government. *Meetings of the American Economic Association*, New Orleans, 6 Ianuarie.
- Froot, Kenneth, A.-Rogoff, Kenneth, (1995): Perspectives on PPP and Long Run Real Exchange Rates, In: Grossman, G.-Rogoff, K. /editors/: *Handbook of International Economics*, Vol. III. Elsevier Science
- Krugman, Paul (1994): Competitiveness: a dangerous obsession, *Foreign Affairs*, Vol. 73. No. 2. pp. 28-44
- Krugman, Paul – Obstfeld, Maurice (2000): *International Economics, Theory and Practice*. A 5-a ediție, Addison Wesley Longman. [(2003) *Nemzetközi Gazdaságtan, Elmélet és Gazdaságpolitika*. Panem Kiadó, Budapest.]
- Obstfeld, Maurice (1998): The Global Capital Market, „Benefit or Menace”, *Journal of Economic Perspectives* 12. no. 4, Toamnă, 1998, (pp. 9-30).
- Magas I. (2000): The Impact of International Capital Flows: The Case of Hungary In: Bara, Z.- Csaba L /eds/: *Small Economies Adjustment to Global Change*. Budapest, Aula Kiadó, (341-356).
- Magas I. (2001): International Distribution of Equity Funds and Market Efficiency, *Acta Oeconomica* Vol. 51. (3), pp. 343-362.
- Magas I. (2012) External Shocks, Limited Absorption: the case of a small open economy. Post Communist Economies, No. 2, *Journal of CPCE* (Id-ul articolului care va apărea: 647626)
- Pugel. A. Thomas - Lindert. H. Peter (2002): *International Economics*, 11th International Edition, Irwin McGraw-Hill, Boston

*

dke@southeast-europe.org
www.southeast-europe.org

© DKE 2011.

Atenție! Stimate cercetător! În cazul în care vă referiți la articolul nostru sau citați o parte din acesta, vă rugăm să trimiteți un e-mail către redactorul șef la adresa dke@southeast-europe.org.

Modul de citare a studiului să se realizeze astfel:

István Magas: Coșmarul Regulatorilor. Spre mai multe reglementări sau una mai bună? (*Traducere efectuată de Krisztina Szabo*) Délkelet Európa - South-East Europe *International Relations Quarterly*, Vol. 2. Nr. 3. (toamnă, 2011) 7 p.

Vă mulțumim pentru cooperare. *Redactorul șef.*