

EUROPA - PARLAMENTET
EUROPÄISCHES PARLAMENT
ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ

EUROPEAN PARLIAMENT
PARLAMENTO EUROPEO
PARLEMENT EUROPEEN

PARLAMENTO EUROPEO
EUROPEES PARLEMENT
PARLAMENTO EUROPEU



Directorate-General for Research

WORKING PAPER

ABRIDGED MULTILINGUAL EDITION

DA	Tilsynet med internationale finansielle institutioner og disses funktionsmåde <i>Sammendrag</i>
DE	Arbeitsweise und Beaufsichtigung der internationalen Finanzinstitutionen <i>Zusammenfassung</i>
EL	Η λειτουργία και η εποπτεία των διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων <i>Συνοπτική παρουσίαση</i>
EN	Functioning and supervision of international Financial Institutions <i>Executive Summary</i>
ES	Funcionamiento y supervisión de las instituciones financieras internacionales <i>Resumen</i>
FR	Le fonctionnement et la surveillance des Institutions financières internationales <i>Résumé analytique</i>
IT	Funzionamento e vigilanza delle istituzioni finanziarie internazionali <i>Sintesi</i>
NL	Het functioneren van en toezicht op internationale financiële instellingen <i>Samenvatting</i>
PT	O funcionamento e a supervisão das instituições financeiras internacionais <i>Resumo</i>
FI	Kansainvälisten rahoituslaitosten toiminta ja valvonta <i>Tiivistelmä</i>
SV	De internationella finansiella institutionernas funktion och tillsyn <i>Sammanfattning</i>

Economic Affairs Series
ECON 118A XX

The original working paper, ECON 118, is available in EN, FR and DE.

At the end of this paper you will find a full list of the other publications in the Economic Affairs Series.

PUBLISHER: European Parliament
L - 2929 Luxembourg

AUTHOR: Università Commerciale „Luigi Bocconi“
„Paolo Baffi“ Centre for Monetary and Financial Economics
Newfin – Financial Innovation Research Centre

EDITOR: Ben Patterson
Directorate General for Research
Economic, Budgetary and Monetary Affairs Division
Tel.: (00352) 4300-24114
Fax: (00352) 4300-27721
E-Mail: GPATTERSON
Internet: gpatterson@europarl.eu.int

The opinions expressed in this working paper are those of the author and do not necessarily reflect the position of the European Parliament.

Reproduction and translation of this publications are authorised, except for commercial purposes, provided that the source is acknowledged and that the publisher is informed in advance and supplied with a copy.

Manuscript completed in February 2000.

EUROPA - PARLAMENTET
EUROPAISCHES PARLAMENT
ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ

EUROPEAN PARLIAMENT
PARLAMENTO EUROPEO
PARLEMENT EUROPEEN

PARLAMENTO EUROPEO
EUROPEES PARLEMENT
PARLAMENTO EUROPEU



***Directorate-General for Research
Economic Affairs Series***

ABRIDGED MULTILINGUAL EDITION

DA	Tilsynet med internationale finansielle institutioner og disses funktionsmåde <i>Sammendrag</i>
DE	Arbeitsweise und Beaufsichtigung der internationalen Finanzinstitutionen <i>Zusammenfassung</i>
EL	Η λειτουργία και η εποπτεία των διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων <i>Συνοπτική παρουσίαση</i>
EN	Functioning and supervision of international Financial Institutions <i>Executive Summary</i>
ES	Funcionamiento y supervisión de las instituciones financieras internacionales <i>Resumen</i>
FR	Le fonctionnement et la surveillance des Institutions financières internationales <i>Résumé analytique</i>
IT	Funzionamento e vigilanza delle istituzioni finanziarie internazionali <i>Sintesi</i>
NL	Het functioneren van en toezicht op internationale financiële instellingen <i>Samenvatting</i>
PT	O funcionamento e a supervisão das instituições financeiras internacionais <i>Resumo</i>
FI	Kansainvälisten rahoituslaitosten toiminta ja valvonta <i>Tiivistelmä</i>
SV	De internationella finansiella institutionernas funktion och tillsyn <i>Sammanfattning</i>

Economic Affairs Series

ECON 118A XX

01-2001

TABLE OF CONTENTS

DA

Tilsynet med internationale finansielle institutioner og disses funktionsmåde.....7

DE

Arbeitsweise und Beaufsichtigung der internationalen Finanzinstitutionen.....13

EL

Η λειτουργία και η εποπτεία των διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.....21

EN

Functioning and supervision of international Financial Institutions.....29

ES

Funcionamiento y supervisión de las instituciones financieras internacionales.....35

FR

Le fonctionnement et la surveillance des Institutions financières internationales.....41

IT

Funzionamento e vigilanza delle istituzioni finanziarie internazionali.....49

NL

Het functioneren van en toezicht op internationale financiële instellingen.....55

PT

O funcionamento e a supervisão das instituições financeiras internacionais.....61

FI

Kansainvälisten rahoituslaitosten toiminta ja valvonta.....69

SV

De internationella finansiella institutionernas funktion och tillsyn.....75

Tilsynet med internationale finansielle institutioner og disses funktionsmåde

Sammendrag

I de senere år har det internationale finansielle system været præget af betydelig turbulens og volatilitet, hvilket har ført til større ustabilitet og systemrisiko. Kapitalmarkederne viste sig at være ustabile og modtagelige for smitte, og de nye markedsøkonomier blev hårdt ramt af fluktuationerne i kapitalbevægelserne. Begivenhederne i denne periode - krisen i Asien, Ruslands stop for gældsbetalinger, valutauroen i Brasilien, Long Term Capital Managements (LTCM) kollaps osv. - havde betydelige implikationer for følgende centrale spørgsmål:

- effektiviteten af risikomålings- og risikostyringsfunktioner i internationale finansielle institutioner;
- regler for offentliggørelse af finansielle institutioners risikoprofiler;
- det finansielle tilsyns rolle og behovet for at styrke det internationale samarbejde mellem nationale tilsynsførende myndigheder;
- det internationale finansielle systems generelle arkitektur.

Formålet med denne undersøgelse er at:

- give en oversigt over de problemer, som aktuelt gør sig gældende i det internationale finansielle system og i internationale finansielle institutioner
- undersøge de forskellige forslag, som diskuteres i øjeblikket, til at omlægge det globale finansielle system, såvel på makroplan (internationale organers rolle, omlægning af valutakursordninger osv.) og på mikroplan (krav til offentliggørelse og gennemsigtighed, regulering af kapitalkrav osv.)
- give ideer til forbedringer, som kan gennemføres på europæisk plan.

De fleste af de tilsynsrelaterede problemstillinger, der tages op i denne undersøgelse, forvaltes af internationale organer og hyppigt af fælles udvalg, bl.a. Basel-komiteerne og i en vis udstrækning IMF. Europæiske institutioner, både officielle organisationer og brancheforeninger, og medlemsstaternes tilsynsmyndigheder, deltager i de internationale foras arbejde. Europæiske arbejdsgrupper er generelt punktligt med hensyn til indførelsen af internationale standarder. Vi anbefaler imidlertid, at disse spørgsmål i fremtiden vies endnu større - især politisk - opmærksomhed som følge af det mere komplekse globale miljø, og at der udvises større villighed til at matche markedets behov og undgå hurtig forældelse.

Undersøgelsen er inddelt i seks kapitler, der omhandler dels makroaspekter (hovedsagelig kapitel 1, 4, 5 og 6) og dels mikroaspekter (hovedsagelig kapitel 2 og 3).

I indledningen opridses **hovedtemaerne**, og på grundlag af en analyse af følgende problemer:

- internationale kapitalbevægelser til og fra nye markedsøkonomilande
- de vigtigste årsager til og følger af omvendingerne i kapitalbevægelserne
- de finansielle kriser i nye markedsøkonomier

drages der nogle foreløbige konklusioner, som uddybes i de efterfølgende kapitler.

De senere års kriser på de globale finansielle markeder er klart af en helt anden karakter end kriserne i 1970'erne og 1980'erne, de såkaldte betalingsbalancekriser. Sidstnævnte var grundlæggende et biprodukt af vedvarende ubalancer på betalingsbalancens løbende poster og førte til opgivelse af fastkurspolitikken. Den seneste tids kriser - også kaldet tvillingekriser - er kendetegnet ved en tæt sammenhæng mellem pressede betalingsbalancesituationer og problemer, der er forårsaget af intern finansiell sårbarhed, hovedsagelig i banksystemet.

På grundlag af disse konklusioner gennemgås i det første kapitel **de vigtigste strategiske foranstaltninger**, der er truffet på nationalt og internationalt plan med henblik på at kontrollere de mest negative aspekter af fluktuationerne i kapitalbevægelserne og styrke de finansielle institutioner. Effektiviteten af disse strategier diskuteres i sidste kapitel, hvor der gives en vurdering af, **hvilke omstruktureringer af de globale finansielle markeder der er nødvendige** for at begrænse forekomsten af kriser og fortsat drage fordel af en gradvis integrering af de verdensomspændende kapitalmarkeder.

Blandt de vigtigste årsager til de finansielle systemers skrøbelighed peger observatører på den stadig mere udbredte handel med kontrakter i afledte produkter og på den rolle, som højt gearede institutioner (HLI) - navnlig hedgefonde - spiller. I kapitel 2 tages disse to problemstillinger op, og det undersøges, hvilke risici der er forbundet med OTC-markederne (over-the-counter) og markederne for børshandlede afledte produkter og med hedgefondes funktionsmåde.

Risici, der spredes på grundlag af kontrakter i afledte produkter på **OTC-markedet**, er alvorligere end risici, der er knyttet til børshandlede afledte produkter. Et afgørende punkt er deres *kreditrisiko-eksponeringer*. Mange initiativer fra såvel institutionel side (bl.a. Basel-komiteén) som fra markedsdeltagerside (*Counterparty Risk Management Policy Group - CRMPG*) har beskæftiget sig med *estimeringen og styringen* af disse risici.

Debatten er imidlertid ikke afsluttet. Risikostyringsteknikkernes effektivitet er betinget af forskellige åbne spørgsmål af såvel specifik som generel karakter. Forslagene og ideerne i denne undersøgelse er nøje relateret til sådanne åbne spørgsmål. For eksempel anbefales det, at de regeludstedende instanser søger at forbedre betingelserne for "*fair konkurrence*" for således at hindre en *usund forøgelse af den markedsandel*, der indehaves af formidlende finansielle institutioner, som handler med afledte produkter på OTC-markederne, og samtidig husker på, at de ledelsesmæssige aspekter (virksomhedsinterne lønsomhedssystemer) kræver ligeså streng overvågning som de tekniske. Markedsdeltagerne må på deres side styrke instrumenterne til vurdering og styring af kreditrisikoen og fremme udbredelsen af bilaterale og multilaterale nettingsystemer.

I forbindelse med **børshandlede** afledte produkter er problemstillingen en anden. De organiserede markeder er af afgørende betydning for finansielle markedsdeltagere, fordi de giver mulighed for prompte ophævelse af positioner i instrumenter med lavere likviditet. I centrum af det spind, som får clearing- og betalingsarrangementerne til at fungere hensigtsmæssigt, befinder sig en central modpart, nemlig et garantiinstitut (clearing house). Et garantiinstitut varetager risikostyringen ved at træffe en række beskyttelsesforanstaltninger mod medlemmers, markedsdeltageres og betalingsbankers misligholdelse eller insolvens.

Undersøgelsens hovedkonklusion er, at den omstruktureringsbølge, der nu er i gang med at forme strukturerne på markederne for børshandlede afledte produkter, understreger behovet for at styrke garantiinstitutternes risikostyringsprocedurer. Fusioner og sammenkædninger fører til dannelse af globale handelsplatforme og øger derved risiciene for de involverede modparter. Hvis grænseoverskridende transaktioner og clearingarrangementer skal være effektive - herunder også omkostningseffektive - kræves der øget internationalt samarbejde mellem regeludstedende organer og børser. Overnationalt samarbejde som IOSCO og på europæisk plan ECOFEX må inddrages aktivt i en sådan proces.

Hedgefonde er, ligesom andre HLI, institutionelle investorer med en høj risiko-/afkastprofil, som almindeligvis anvender høje gearinger. LTCM's nylige kollaps og bekymringen for, at hedgefondes investeringsstrategier kan resultere i systemrisici, har sat gang i debatten mellem nationale og internationale regeludstedende fora om, hvorledes der kan føres effektivt tilsyn med hedgefondes aktiviteter. Der er foreslået såvel direkte former for regulering - f.eks. krav om maksimal gennemsigtighed og offentliggørelse af data vedrørende hedgefondes aktiviteter - som indirekte former - herunder strengere tilsyn med finansielle institutioner, der handler med hedgefonde. Vi tilslutter os disse foranstaltninger, men mener, at også andre områder skal undersøges, bl.a. i hvilket omfang disse institutioner bør have tilladelse til at gøre brug af finansiering ved låntagning, og hvorledes overholdelsen af sådanne regler kan overvåges.

Finansielle institutioner og markeder er også hovedemnerne i kapitel 3, der mere præcist omhandler spørgsmålet om krav til **offentliggørelse og gennemsigtighed** og finansielle institutioners **markedsrisikostyring og regulering**.

På det globale marked betragtes kravet om offentliggørelse og gennemsigtighed som et nødvendigt supplement til tilsynsvirksomheden, som det styrker samtidig med at det *i sig selv* bidrager til at sikre institutionernes finansielle soliditet og øger deres offentlige ansvarlighed.

På det makroøkonomiske plan er det vigtigt at fremme en effektiv formidling af tidssvarende data om landenes interne reserver, udlandsgæld, kapitalstrømme og indikatorer for den finansielle sektors sundhed. For at opnå maksimal effektivitet af offentliggørelsesinitiativer og optimal anvendelse af sparsomme ressourcer er det nødvendigt at fremme koordineringen af de forskellige instrumenter og sikre komplementaritet i output.

Hvad angår de enkelte finansielle institutioner har de mest omdiskuterede områder for offentliggørelse i de senere år været knyttet til handel med værdipapirer og afledte produkter; udlån til spekulationsformål og kreditrisikovurdering. Basel-komiteén for banktilsyn er proaktiv på disse områder, men implementeringen af regnskabsprincipperne er yderst forskelligartet, navnlig hvad angår kontrakter i afledte produkter. Paradoksalt nok har regnskabsføring for afledte produkter over en femårig periode udviklet sig fra et "underreguleret" til et "overreguleret" område.

De vigtigste involverede aktører er de to førende regnskabsstandardiseringsorganer - det amerikanske FASB og det europæisk baserede IASC. I årenes løb er der opnået konvergens mellem de to organer på en række afgørende punkter. Nogle markedsdeltagersammenslutninger indtager imidlertid en kritisk holdning til de etablerede regnskabsstandarder. Debatten herom pågår stadig, og på europæisk plan kompliceres den yderligere af bestræbelserne på at koordinere standarderne for regnskabsrevision med de europæiske regnskabsdirektiver. FEE har for nylig overraskende foreslået anvendelse af internationale regnskabsstandarder uden krav om overholdelse af regnskabsdirektiverne. Vi

anbefaler, at de europæiske myndigheder fremskynder reguleringsprocessen for at holde trit med markedsbehovene og undgå hurtig forældelse.

At sætte fokus på spørgsmålet om regulering af markedsrisikoen er yderst relevant ud fra den betragtning, at mens bankkriser før i tiden hovedsagelig var knyttet til kreditrisikoen, har insolvens og betydelige tab i banksektoren i de sidste tyve år ofte været forårsaget af aktiviteter, der indebærer uforholdsmæssigt store markedsrisici. Mange store finansielle institutioner har som følge heraf udviklet og implementeret avancerede risikomålingsteknikker.

Trods de svagheder, disse risikostyringssystemer kan siges at være behæftet med, indebærer de efter vores mening betydelige forbedringer med hensyn til den måde, hvorpå markedsrisikoen måles, styres og kontrolleres. Vi tilslutter os derfor Basel-komitéens fremgangsmåde, der er baseret på gradvis anerkendelse af interne modeller for krav til kapitalgrundlag. Vi anbefaler endvidere, at internationale og nationale tilsynsmyndigheder når til enighed om supplerende foranstaltninger, der kan føre til:

- i) et mere ensartet og homogent regelsæt vedrørende offentliggørelse af data om bankers risikobetonede aktiviteter
- ii) et udtrykkeligt krav om, at banker, der optræder internationalt, udsteder efterstillede gældsinstrumenter på et revolverende grundlag, når det er usikrede og ubeskyttede investorer, der skal nyde godt af afkastet
- iii) en øvre grænse for offentlig støtte til insolvente banker i stil med FDICIA's principper
- iv) bedre sammenhæng mellem risikomålings- og risikostyringsteknikker.

En analyse af **nye markedsøkonomier og overgangsøkonomiers skrøbelighed** påbegyndes i kapitel 4, hvor sammenhængen mellem tilsynsregler og stabilitet i banksektoren undersøges. At det er relevant at etablere en forbindelse mellem de to variabler fremgår med dramatisk tydelighed af de kriseramte asiatiske bankers situation. Lavt egenkapitalniveau, lav likviditet og høj eksponering for lån i fremmed valuta er nogle af årsagerne til krisen i banksektoren. Svaghederne er stærkt forbundet med utilstrækkelig regulering af tilsynskraverne; og for at øge stabiliteten i de nationale og internationale finansielle systemer må der sættes ind på at få ændret forskrifterne. De store forskelle med hensyn til regler og definitioner landene imellem har vidtrækkende konsekvenser, ikke alene for tilsynets effektivitet, men også for muligheden for at foretage komparative vurderinger af situationen i forskellige lande. Som tidlige anført er fastsættelsen af internationale standarder for regulering - men også for andre områder som f.eks. regnskabsrevision - af stor betydning for en forbedring af internationale investorers beslutningstagning.

Et andet område, der tages op til behandling, er den ustabilitetsskabende rolle, som spilles af **ikke-traditionelle (kriminelle og ulovlige)** faktorer. Da der endnu ikke er foretaget konsistente vurderinger af ustabilitetsrisici som følge af kriminelle og ulovlige faktorer, anbefaler vi stærkt, at der gennemføres specifikke internationale undersøgelser heraf. Større viden om relationen mellem finansiell ustabilitet og ulovlige faktorer kan være en hjælp ved udformningen af lovgivning om bekæmpelse af hvidvaskning af penge i en situation med knappe ressourcer og begrænset teknisk kapacitet. Vi anbefaler en hvidvasknings-multiplikatormodel til at identificere de finansielle instrumenter, markeder og institutioner, som skal kontrolleres, og at det overvejes, hvem der skal være ansvarlig for løsningen af opgaver i forbindelse med bekæmpelse af hvidvaskning af penge.

Spørgsmålet om udformningen af en **passende reguleringsramme** til at opretholde et effektivt og stabilt finansielt system, som blev introduceret i kapitel 4, uddybes i kapitel 5.

I højtudviklede lande spiller reguleringen af tilsynskravene en afgørende rolle. Reguleringens effektivitet kan bedømmes ved at måle dens evne til at:

- (1) styrke incitamenterne for banker (og andre deltagere på de finansielle markeder) til at erkende, hvilke risici de løber
- (2) sætte myndighederne i stand til at overvåge potentielle trusler mod systemets stabilitet, således at de i givet fald kan træffe korrigerende foranstaltninger.

Et andet tilsynsområde gælder udformningen af finansielle sikkerhedsnet, som kan minimere det moralske risikoproblem. Ideelt set er det bedste sikkerhedsnet et, der får markedsdeltagerne til at opføre sig, som om sikkerhedsnettet ikke eksisterede. Realistisk set skal et velfungerende sikkerhedsnet afbalancere sine komponenter - faciliteter til långivning i sidste instans, indskydergaranti, kapitalkrav, tilsyn, luknings- og rekapitaliseringsregler - på en sådan måde, at der føres kontrol med omfanget af den risiko, der bæres af staten, og gives de rette incitamentter til alle de involverede parter. En stigende grad af konsensus om ovennævnte anbefalinger har ført til implementering af en identisk reguleringsramme i USA, Japan og Canada. Vi mener, at EU bør indføre en sådan model, forudsat at følgende spørgsmål er afklaret:

- i) ansvarsdelingen mellem ECB og de nationale centralbanker med hensyn til tilsynsforpligtelser og tilrådsstilling af faciliteter til långivning i sidste instans
- ii) harmonisering af reglerne for indskydergarantiordninger og økonomiske redningsaktioner, der finansieres med skatteydernes penge.

I mange udviklingslande, hvor de finansielle institutioner kun har begrænset kapacitet til at varetage risikostyring, og tilsynsmyndighederne ligeledes kun i begrænset omfang kan varetage deres opgaver, er andre strategier til opretholdelse af finansiell stabilitet mere relevante. Valget af den bedst egnede valutakursordning er her af særlig stor betydning. Der er stigende konsensus om, at en fastkursordning med mulighed for tilpasning ikke er hensigtsmæssig for nye markedsøkonomier, idet en fastkurspolitik tilskynder indenlandske banker og virksomheder til at optage lån i fremmed valuta uden hensyn til kursrisiciene. Flydende kurser eller irreversibelt fastlåste kurser ("currency boards" eller endog "dollarisering" af økonomien) synes mere velegnede løsninger.

Et andet vigtigt spørgsmål er liberaliseringen af banksystemerne. Vi understreger den positive ex ante- og ex post-effekt af etableringen af udenlandske banker i forbindelse med en krise i banksektoren. Liberaliseringen af banksystemet kan anvendes som et instrument til at forebygge og bekæmpe ustabilitet. Etableringen af udenlandske banker kan imidlertid også øge sandsynligheden for ustabilitet, idet øget konkurrence sænker bankernes franchiseværdi, for så vidt som de tvinges til at løbe større risici. Derfor skal en liberalisering af banksystemet gennemføres med forsigtighed og under overholdelse af strenge regler om tilsyn og overvågning.

I kapitel 6 drages nogle konklusioner af den omfattende debat om omformningen af "**den internationale finansielle arkitektur**". Vi mener, at kriseforebyggelses- og krisestyringsinstrumenter bør holdes adskilte. Hvad angår kriseforebyggelsesstrategier er der fremsat forslag om at begrænse eller beskatte bankers udenlandske låntagning, at beskatte kortsigtede kapitaltilstrømninger, at kontrollere kapitaludstrømninger og beskatte

valutatransaktioner. Blandt disse forslag er der bred konsensus om nødvendigheden af at beskutte kortsigtede kapitaltilstrømninger

For så vidt angår krisestyring diskuteres det, hvilke institutionelle mekanismer der er nødvendige for at bistå lande, som ikke har formået at hindre en krise i at bryde ud. Der lægges stor vægt på foranstaltninger til inddragelse af den private sektor i krisehåndteringen, således at den kommer til at bære en større del af byrden i forbindelse med krisestyring.

Endelig bidrager undersøgelsen til diskussionen om, hvilken rolle Den Internationale Valutafond (IMF), den vigtigste internationale aktør i forbindelse med de seneste finansielle kriser, skal spille. To muligheder undersøges:

- i) at gøre IMF til den internationale långiver i sidste instans
- ii) at begrænse IMF's rolle til at overvåge udviklingen i nye markedsøkonomier og overlade rollen som långiver i sidste instans til et netværk af centralbanker.

Vi mener, at den sidstnævnte løsning kan bidrage til at mindske de moralske risikoproblemer, der er knyttet til eksistensen af en international långiver i sidste instans. På europæisk plan skal det imidlertid først afklares, hvorvidt Den Europæiske Centralbank har institutionelt mandat til at spille en aktiv rolle i styringen af internationale finansielle kriser.

ARBEITSWEISE UND BEAUFSICHTIGUNG DER INTERNATIONALEN FINANZINSTITUTIONEN

Zusammenfassung

In den vergangenen Jahren war das internationale Finanzsystem durch ein erhebliches Maß an Turbulenz und Volatilität gekennzeichnet, was eine größere Instabilität und Systemrisiken zur Folge hatte. In diesem Zeitraum erwiesen sich die Kapitalmärkte als unbeständig und störungsanfällig, und die Wirtschaften der Schwellenländer hatten unter den Konsequenzen der erratischen Kapitalströme zu leiden. Die einzelnen Stationen dieser Zeit – die Asien-Krise, die Zahlungsunfähigkeit Rußlands, die brasilianischen Währungsunruhen, der Zusammenbruch der "Long Term Capital Management" (LTCM) usw. – hatten erhebliche Auswirkungen auf folgende wichtige Faktoren:

- die Effektivität der Risikoabschätzung und des Risikomanagements innerhalb der international tätigen Finanzinstitutionen;
- den Grad der Offenlegung der Risikoprofile der Finanzinstitutionen;
- die Rolle der Finanzaufsicht und die Notwendigkeit einer Verstärkung der internationalen Zusammenarbeit zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden;
- die allgemeine Architektur des internationalen Finanzsystems.

Ziel dieser Studie ist es:

- einen breiten Überblick über die Probleme zu bieten, mit denen das internationale Finanzsystem und die internationalen Finanzinstitutionen derzeit konfrontiert sind;
- die einzelnen Vorschläge zu erläutern, die in jüngster Zeit für die Neugestaltung des globalen Finanzsystems sowohl auf Makro-Ebene (Rolle der internationalen Institutionen, Reorganisation der Wechselkurssysteme usw.) als auch auf Mikro-Ebene (Fragen der Offenlegung, angemessene Eigenkapitalausstattung usw.) diskutiert werden;
- etwaige Verbesserungen vorzuschlagen, die auf europäischer Ebene verwirklicht werden könnten.

Die meisten der in dieser Studie geprüften Aufsichtstätigkeiten werden von internationalen Gremien, darunter recht häufig von gemeinsamen Ausschüssen, insbesondere den Baseler Ausschüssen und in gewissem Maße auch vom IWF, wahrgenommen. Die Europäischen Institutionen, sowohl offizielle als auch professionelle Organisationen sowie die Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten beteiligen sich an der Arbeit dieser internationalen Gremien. Im allgemeinen setzen die Europäischen Arbeitsgruppen die internationalen Normen rechtzeitig um. Für die Zukunft möchten wir jedoch empfehlen, daß diesen Fragen, hauptsächlich auf politischer Ebene, wegen des immer komplexer werdenden globalen Umfelds noch größere Aufmerksamkeit gewidmet wird; ferner ist eine größere Bereitschaft zur Anpassung an die Markterfordernisse und zur Vermeidung eines raschen Veraltens erforderlich.

Die Studie umfaßt sechs Hauptkapitel, die sich sowohl mit Makro-Aspekten (hauptsächlich Kapitel 1, 4, 5 und 6) als auch mit Mikro-Aspekten (hauptsächlich Kapitel 2 und 3) befassen.

In einer Einführung werden die **Hauptthemen** dargelegt. Die Analyse

- der internationalen Kapitalströme zu und aus den Wirtschaften der Schwellenländer;
- der Hauptursachen und Konsequenzen der Umkehrungen der Kapitalströme und
- der Finanzkrisen auf den Märkten der Schwellenländer

führt zu einigen vorläufigen Schlußfolgerungen, die in den folgenden Kapiteln ausführlicher erörtert werden.

Es scheint offensichtlich, daß sich die Krisen der globalen Finanzmärkte in den vergangenen Jahren erheblich von denjenigen der siebziger und der achtziger Jahre, den sogenannten Zahlungsbilanzkrisen, unterscheiden. Dabei handelte es sich im wesentlichen um das Nebenprodukt der ständigen Leistungsbilanzdefizite, die zur Aufgabe der festen Wechselkurse führten. Im Gegensatz dazu sind die jüngsten Krisen – die auch als Zwillingenkrisen bezeichnet werden – durch eine enge Verbindung von angespannten Zahlungsbilanzsituationen und Problemen der internen finanziellen Anfälligkeit, insbesondere im Bankensystem, gekennzeichnet.

Auf der Grundlage dieser Schlußfolgerungen analysiert das erste Kapitel **die wichtigsten politischen Gegenmaßnahmen**, die sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene ergriffen wurden, um die umfassende Umkehrung der Kapitalströme und die Anfälligkeit der Finanzinstitutionen in den Griff zu bekommen. Eine kritische Bewertung der Effektivität dieser Maßnahmen ist auch im letzten Kapitel enthalten. Dabei geht es um eine Beurteilung der Frage, **wie die globalen Finanzmärkte reformiert werden sollten**, um das Auftreten derartiger Krisen zu begrenzen und gleichzeitig von der schrittweisen Integration der weltweiten Kapitalmärkte zu profitieren.

Unter den Ursachen der Anfälligkeit der Finanzsysteme spielen derivative Kontrakte und stark fremdfinanzierte Instrumente (HLI) – insbesondere Hedging-Fonds – nach Ansicht von Beobachtern eine wichtige Rolle. In Kapitel 2 werden beide Themen behandelt, indem die Risikoquellen sowohl der OTC (over-the-counter) – Derivate und der handelbaren Derivate sowie das Funktionieren der Hedging-Fonds untersucht werden.

Die mit **OTC-Derivaten** verbundenen Risiken sind stärker als bei den handelbaren Derivaten. Ein sehr kritischer Punkt sind hier die *Kreditrisiken*. Viele Initiativen von Institutionen (z.B. Baseler Ausschuß) und von Marktteilnehmern (*Counterparty Risk Management Policy Group – CRMPG*) haben sich mit der *Abschätzung* und dem *Management* dieser Risiken befaßt.

Doch damit ist das Problem noch nicht gelöst. Die Effektivität der *Techniken* des Risiko-Managements wird sowohl von allgemeinen als auch von speziellen offenen Fragen beeinflußt. Die allgemeinen Vorschläge dieser Studie sind streng auf diese offenen Fragen begrenzt. Beispielsweise sollten die Aufsichtsbehörden versuchen, den *"lauteren Wettbewerb"* zu verbessern, um eine *ungesunde Zunahme des Marktanteils* der mit OTC-Derivaten handelnden Finanzmittler zu verhindern, und sie sollten nicht vergessen, daß die

Aspekte der Organisation (z.B. interne Prämiensysteme) ebenso genau überwacht werden müssen wie technische Aspekte. Die Marktteilnehmer sollten ihre Instrumente zur Abschätzung und zum Management der Kreditrisiken verstärken und die Verbreitung bilateraler und multilateraler Netting-Systeme verbessern.

Für **handelbare Derivate** gelten unterschiedliche Überlegungen. Ein organisierter Handel ist für die Finanzmarktteilnehmer entscheidend, weil er die rasche Glattstellung von Positionen in weniger liquiden Instrumenten ermöglicht. Inmitten des Netzes, das ein reibungsloses Funktionieren der Clearing- und Abrechnungsregelungen ermöglicht, befindet sich ein zentraler Partner: die Clearingstelle. Die Clearingstellen betreiben Risiko-Management, indem sie eine ganze Reihe von Sicherungen gegen den Ausfall oder die Zahlungsunfähigkeit von Mitgliedern, Marktteilnehmern und Abrechnungsbanken schaffen.

Die wichtigste Schlußfolgerung der Studie besagt, daß die Umstrukturierungswelle, die derzeit die Strukturen der Derivatmärkte prägt, die Notwendigkeit einer Verstärkung der Risikoverfahren der Clearingstellen noch stärker betont. Fusionen und Zusammenschlüsse schaffen globale Handelsplattformen, wodurch die Risiken für die betreffenden zentralen Partner erhöht werden. Effektivität und Effizienz der grenzüberschreitenden Transaktionen und der Clearingregelungen erfordern eine verstärkte internationale Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsbehörden und Börsen. Supranationale Organisationen, wie IOSCO und, auf europäischer Ebene, ECOFEX, sollten an diesem Prozeß maßgeblich beteiligt werden.

Hedging-Fonds, wie auch andere HLI, sind institutionelle Anlagen, die über ein hohes Risiko/Ertragsprofil verfügen und in der Regel stark fremdfinanziert sind. Der kürzliche Zusammenbruch der LTCM und die Gefahr, daß die Anlagestrategien der Hedging-Fonds zu Systemrisiken führen, haben sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene unter den Aufsichtsbehörden eine Debatte darüber ausgelöst, wie die Tätigkeit der Hedging-Fonds effektiv beaufsichtigt werden kann. Dabei wurden sowohl direkte Regulierungsformen – wie z.B. die Notwendigkeit einer maximalen Transparenz und Offenlegung der Tätigkeiten der Hedging-Fonds – als auch indirekte Formen – wie z.B. eine strengere Überwachung der Finanzinstitutionen, die mit Hedging-Fonds umgehen, vorgeschlagen. Wir sind mit diesen Maßnahmen einverstanden, glauben jedoch, daß auch andere Bereiche geprüft werden müssen, insbesondere die Überwachung und die Behandlung der Fremdfinanzierung, die diesen Institutionen erlaubt werden sollte.

Finanzinstitutionen und Finanzmärkte sind auch die Hauptthemen des Kapitels 3, in dem zwei wichtige Punkte behandelt werden: **Offenlegungs- und Transparenzregelungen und Regelung des Risikomanagements** auf dem Markt der Finanzinstitutionen.

Auf dem globalen Markt werden Offenlegung und Transparenz als erforderliche Ergänzungen der Beaufsichtigung beurteilt, die durch sie verstärkt wird, während sie *per se* zur finanziellen Gesundheit der Institutionen beitragen und eine größere öffentliche Rechenschaftspflicht bewirken.

Auf makro-ökonomischer Ebene ist es von grundlegender Bedeutung, die wirksame und rechtzeitige Verbreitung von Daten zu den internen Reserven, der externen Verschuldung, den Kapitalströmen und den Indikatoren für die Gesundheit des Finanzsektors der einzelnen Länder zu entwickeln. Um eine maximale Effektivität aller Offenlegungsinitiativen und den

optimalen Einsatz der begrenzten Ressourcen zu erreichen, muß eine Koordinierung der verschiedenen Instrumente und eine Komplementarität der Leistungen verwirklicht werden.

Was die einzelnen Finanzinstitutionen angeht, so waren die kritischsten Bereiche der Offenlegung in den vergangenen Jahren der Handel mit Wertpapieren und Derivaten, die Kreditvergabe zu Spekulationszwecken und die Kreditrisikoabschätzung. Der Baseler Ausschuß für die Bankenaufsicht leistet in diesen Bereichen hervorragende Arbeit, doch sind die Rechnungslegungsbestimmungen, insbesondere für derivative Kontrakte, sehr unterschiedlich. Innerhalb von nur fünf Jahren wurde die Rechnungslegung für Derivate paradoxerweise von einem "unterregulierten" zu einem "überregulierten" Bereich.

Hier sind die Hauptbeteiligten die beiden führenden Gremien für Grundsätze der Rechnungslegung: das FASB in den USA und die IASC in Europa. Im Laufe der Zeit haben diese Organisationen einige gemeinsame Grundsätze ausgearbeitet. Allerdings sind einige Vereinigungen von Marktteilnehmern gegen diese Grundsätze der Rechnungslegung. Diese derzeit noch andauernde Debatte wird auf europäischer Ebene durch die Koordinierung der Rechnungslegungsgrundsätze und die europäischen Richtlinien für die Rechnungslegung weiter kompliziert. Kürzlich hat die FEE überraschend vorgeschlagen, die internationalen Rechnungslegungsgrundsätze anzuwenden, ohne eine Übereinstimmung mit den Richtlinien für die Rechnungslegung zu verlangen. Wir empfehlen den europäischen Institutionen, den Regulierungsprozeß zu beschleunigen, um den Markterfordernissen zu entsprechen und ein rasches Veralten der Regelung zu vermeiden.

Die Konzentration auf die Regulierung der Marktrisiken ist dadurch gerechtfertigt, daß die großen Verluste und Insolvenzen im Bankensektor in den letzten zwanzig Jahren häufig durch mit übermäßigem Marktrisiko verbundene Aktivitäten ausgelöst wurden, während die Bankkrisen bis dahin meist durch Kreditrisiken bedingt waren. Die großen Finanzinstitutionen haben darauf reagiert, indem sie komplexe Risikoabschätzungstechniken entwickelt und angewendet haben.

Trotz der Schwächen, die diese Risikomanagementsysteme offensichtlich aufweisen, sind wir der Auffassung, daß sie erhebliche Verbesserungen für die Abschätzung, das Management und die Kontrolle des Marktrisikos darstellen. Wir sind daher mit der Vorgehensweise des Baseler Komitees einverstanden, die auf der schrittweisen Anerkennung der internen Modelle einer angemessenen Eigenkapitalausstattung beruht. Wir empfehlen ferner, daß sich die internationalen und die nationalen Aufsichtsorgane auf zusätzliche Maßnahmen verständigen sollten, die auf folgendes abzielen:

- i) einheitlichere und homogenere Regelungen für die Offenlegung der von den Banken eingegangenen Marktrisiken;
- ii) eine ausdrückliche Auflage für international tätige Banken, nachgeordnete Schuldtitel auf revolving Basis zu emittieren, wenn der Ertrag unversicherten und ungeschätzten Anlegern zugute kommt;
- iii) eine Begrenzung der Sanierungsmaßnahmen für insolvente Banken nach Art der FDCIA und
- iv) eine stärkere Verbindung zwischen den Risikoabschätzungs- und den Risikomanagement-Techniken.

In Kapitel 4 beginnt eine Analyse der Anfälligkeit der **Wirtschaften der Schwellen- und Übergangsländer**, in der wir die Beziehung zwischen Aufsichtsaspekten und der Stabilität des Bankensektors untersuchen. Die Bedeutung der Verknüpfung zwischen diesen beiden Variablen wird im Falle der asiatischen Banken besonders deutlich. Zu den Gründen für die Krise des Bankensektors gehören: zu niedrige Eigenkapitalausstattung, geringe Liquidität und eine hohe Abhängigkeit von Fremdwährungskrediten. Diese Schwachstellen sind vor allem durch unzureichende Aufsichtsregelungen bedingt. Um die Stabilität der nationalen und der internationalen Finanzsysteme zu erhöhen, sollte man sich daher insbesondere um eine Verbesserung dieser Regelungen bemühen. Die großen Unterschiede bei den Regelungen und Definitionen in den einzelnen Ländern haben erhebliche Konsequenzen, nicht nur hinsichtlich der Wirksamkeit von Aufsichtsmaßnahmen, sondern auch bei der komparativen Bewertung der Situation der einzelnen Länder. Zur Erleichterung der Anlageentscheidung der internationalen Investoren ist daher, wie bereits erwähnt, die Einführung internationalen Regulierungsnormen – auch in anderen Bereichen, wie z.B. der Rechnungslegung – von maßgeblicher Bedeutung.

Als weiteren Bereich analysieren wir die potentielle Rolle der **nichttraditionellen Faktoren (kriminelle und illegale Faktoren)** als mögliche Gründe für die Instabilität. Da bisher keine schlüssige Abschätzung der Instabilitätsrisiken durch kriminelle und illegale Faktoren vorliegt, empfehlen wir nachdrücklich die Ausarbeitung spezifischer internationaler Studien zu diesem Thema. Ein wachsendes Bewußtsein für die Beziehung zwischen finanzieller Instabilität und illegalen Aktivitäten könnte bei der Entwicklung von Rechtsvorschriften zur Bekämpfung der Geldwäsche in Anbetracht der begrenzten Ressourcen und technischen Kapazitäten von Nutzen sein. Wir empfehlen ein Multiplikatormodell für die Geldwäsche, das diejenigen Finanzinstrumente, Märkte und Institutionen benennt, die kontrolliert werden und denen Aufgaben zur Bekämpfung der Geldwäsche übertragen werden sollten.

Die in Kapitel 4 begonnene Entwicklung eines **angemessenen Regulierungsrahmens** zur Aufrechterhaltung eines effizienten und stabilen Finanzsystems wird in Kapitel 5 fortgeführt.

In den entwickelten Ländern kommt dem Aufsichtswesen eine grundlegende Rolle zu. Seine Effektivität bemißt sich nach seiner Fähigkeit:

- (1) den Banken (und anderen Teilnehmern an den Finanzmärkten) verstärkt private Möglichkeiten zu bieten, damit sie die von ihnen eingegangenen Risiken erkennen, und
- (2) den Behörden die Überwachung potentieller Gefahren für die Stabilität des Systems zu ermöglichen, damit diese erforderlichenfalls Abhilfemaßnahmen ergreifen können.

Eine weitere Aufgabe des Aufsichtswesens ist die Entwicklung von finanziellen Sicherheitsnetzen, die das moralische Risiko möglichst gering halten. Im Idealfall sollte das beste Sicherheitsnetz bewirken, daß sich die Marktteilnehmer so verhalten, als wäre es überhaupt nicht da. In der Realität müssen die Komponenten eines guten Sicherheitsnetzes – darunter Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz, Einlagensicherung, Kapitalbedarf, Aufsicht, Schließung und Kapitalumschichtung – so ausgewogen sein, daß das vom Staat zu übernehmende Risiko kontrollierbar ist, und das Netz muß allen beteiligten Parteien geeignete Anreize bieten. Ein Konsens über die vorstehenden Empfehlungen ermöglichte es,

daß in den Vereinigten Staaten, Japan und Kanada die gleiche Rahmenregelung eingeführt wurde.

Unseres Erachtens sollte die EU dieses Modell übernehmen, sofern folgende Punkte eindeutig geregelt sind:

- i) die Aufteilung der Zuständigkeiten zwischen der EZB und den nationalen Zentralbanken im Bereich des Aufsichtswesens und der Bereitstellung von Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz und
- ii) die Harmonisierung der Regelungen für die Einlagensicherungssysteme und die Sanierungen, die mit dem Geld der Steuerzahler finanziert werden.

In vielen Entwicklungsländern, in denen die Finanzinstitutionen nur eine begrenzte Risikomanagement-Kapazität und die Aufsichtsorgane nur eine begrenzte Aufsichtskapazität besitzen, sind andere Maßnahmen für die Aufrechterhaltung der finanziellen Stabilität bedeutsamer. Die Wahl des am besten geeigneten Wechselkurssystems ist hier ein ganz wichtiger Punkt. Wachsendes Einvernehmen besteht darüber, daß feste, aber veränderbare Wechselkurse für die Wirtschaften der Schwellenländer ungünstig sind: Dieser Kurs ermutigt einheimische Banken und Unternehmen dazu, Kredite in Fremdwährungen aufzunehmen, ohne die Wechselkursrisiken gebührend zu berücksichtigen. Freischwankende oder unwiderruflich festgesetzte Wechselkurse (feste Anbindung an eine Ankerwährung oder sogar "Dollarisierung" der Wirtschaft) erscheinen als geeignetere Möglichkeiten.

Ein weiterer wichtiger Punkt ist die Liberalisierung der Bankensysteme. Hier möchten wir die positiven Auswirkungen der Einschaltung ausländischer Banken sowohl vor als auch nach einer Bankenkrise betonen. Die Liberalisierung des Bankensystems könnte als Instrument verwendet werden, um instabilen Situationen vorzubeugen oder auch, um sie zu beheben. Andererseits könnte eine ausländische Beteiligung aber auch die Wahrscheinlichkeit einer Instabilität vergrößern. Eine Verschärfung des Wettbewerbs ist in der Tat dazu angetan, den Franchise-Wert der Banken zu vermindern und sie dadurch zur Akzeptierung eines höheren Risikos zu veranlassen. Daher sollte die Liberalisierung des Bankensystems vorsichtig gehandhabt und mit strengen Aufsichts- und Überwachungsregelungen verknüpft werden.

In Kapitel 6 werden die Ergebnisse der umfassenden Debatte über die Reform der "**internationalen Finanzarchitektur**" dargelegt. Unseres Erachtens sollten Instrumente der Krisenprävention und Instrumente des Krisenmanagements getrennt gehandhabt werden. Was die Optionen einer Krisenpräventionspolitik betrifft, sind mehrere Vorschläge formuliert worden, darunter die Begrenzung oder die Besteuerung der Auslandskreditaufnahme der Banken, die Besteuerung kurzfristiger Kapitalzuflüsse, die Kontrolle der Kapitalabflüsse oder die Besteuerung von Devisentransaktionen. Bei all diesen Vorschlägen besteht ein breiter Konsens hinsichtlich der Notwendigkeit, kurzfristige Kapitalzuflüsse zu besteuern.

Was das Krisenmanagement angeht, so konzentriert sich die allgemeine Debatte auf eine Reihe von institutionellen Mechanismen, die erforderlich sind, um Länder, die den Ausbruch einer Krise nicht verhindern können, zu unterstützen. Hier wurde besonderer Nachdruck auf

Maßnahmen zur Einbeziehung des Privatsektors gelegt, das heißt, daß der Privatsektor stärker an dem Krisenmanagement beteiligt werden sollte.

Schließlich leisten wir einen Beitrag zur Debatte über die Arbeitsweise des wichtigsten internationalen Akteurs bei den jüngsten Finanzkrisen, nämlich des Internationalen Währungsfonds (IWF). In diesem Zusammenhang prüfen wir zwei extreme Optionen:

- i) der IWF soll zum internationalen Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz werden, oder
- ii) die Rolle des IWF soll auf die Überwachung der Wirtschaftsentwicklung der Schwellenländer begrenzt werden, während die Rolle des Refinanzierungsinstruments der letzten Instanz einem Netz von Zentralbanken übertragen wird.

Wir sind der Auffassung, daß diese letztere Option die Probleme des moralischen Risikos, die mit der Existenz eines internationalen Refinanzierungsinstruments der letzten Instanz verbunden sind, vermindern kann. Auf europäischer Ebene muß jedoch klargestellt werden, ob die Europäische Zentralbank den institutionellen Auftrag hat, als effizienter Krisenmanager bei internationalen Finanzkrisen aufzutreten.

Η λειτουργία και η εποπτεία των διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων

Συνοπτική παρουσίαση

Κατά τα τελευταία έτη, το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα παρουσίασε έντονες διακυμάνσεις και μεταβλητότητα, γεγονός που προκάλεσε μεγαλύτερη αστάθεια και συστημικούς κινδύνους. Κατά την περίοδο αυτή, οι κεφαλαιαγορές αποδείχθηκαν ασταθείς και ευάλωτες σε εξωγενείς επιρροές, ενώ οι αναδυόμενες οικονομίες υπέστησαν τις αρνητικές συνέπειες των έντονων διακυμάνσεων στη ροή των κεφαλαίων. Τα γεγονότα αυτής της περιόδου – η ασιατική κρίση, η αδυναμία πληρωμής εκ μέρους της Ρωσίας, η νομισματική κρίση της Βραζιλίας, η κατάρρευση της Long Term Capital Management (LTCM) κλπ. – είχαν σημαντικές επιπτώσεις ως προς τα εξής βασικά ζητήματα:

- την αποτελεσματικότητα των χειρισμών όσον αφορά στην εκτίμηση και τη διαχείριση κινδύνων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που δραστηριοποιούνται σε διεθνές επίπεδο,
- τη διαφάνεια όσον αφορά την ανάληψη κινδύνων εκ μέρους των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων,
- το ρόλο της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και την αναγκαιότητα της ενίσχυσης της διεθνούς συνεργασίας μεταξύ των εθνικών εποπτικών φορέων,
- τη γενική αρχιτεκτονική του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η παρούσα μελέτη έχει ως στόχο:

- να παράσχει μια γενική εικόνα των προβλημάτων που αντιμετωπίζει σήμερα το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και τα διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα,
- να σκιαγραφήσει τις διάφορες προτάσεις που διατυπώθηκαν πρόσφατα όσον αφορά στον επανασχεδιασμό του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, τόσο σε μακροοικονομικό επίπεδο (ο ρόλος των διεθνών φορέων, η αναδιάρθρωση των καθεστώτων συναλλαγματικών ισοτιμιών κλπ.) όσο και σε μικροοικονομικό επίπεδο (ζητήματα διαφάνειας, νομοθετικές ρυθμίσεις σχετικά με την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων κλπ.),
- να προτείνει μέτρα βελτίωσης που θα μπορούσαν να εφαρμοστούν σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Σε γενικές γραμμές, τα περισσότερα ζητήματα εποπτείας που εξετάζονται στην παρούσα μελέτη εμπίπτουν στην αρμοδιότητα διεθνών φορέων και, σε αρκετές περιπτώσεις, μικτών επιτροπών, κατά κύριο λόγο των επιτροπών της Βασιλείας και, σε κάποιο βαθμό, του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Τα ευρωπαϊκά ιδρύματα, τόσο επίσημοι οργανισμοί όσο και επαγγελματικοί φορείς, καθώς και οι εποπτικές αρχές των κρατών μελών συμμετέχουν στις εργασίες αυτών των διεθνών φόρουμ. Γενικά, οι ευρωπαϊκές ομάδες εργασίας μεριμνούν για την άμεση υιοθέτηση των διεθνών προτύπων. Ωστόσο, συνιστάται να δοθεί ακόμη μεγαλύτερη προσοχή στα εν λόγω ζητήματα στο μέλλον, κυρίως σε πολιτικό επίπεδο, καθώς το παγκόσμιο περιβάλλον καθίσταται διαρκώς πιο πολύπλοκο. Απαιτείται επίσης μεγαλύτερη προσπάθεια για να επιτευχθεί προσαρμογή στις απαιτήσεις της αγοράς και να αποφευχθεί το φαινόμενο να τους προλάβουν οι εξελίξεις.

Η μελέτη περιλαμβάνει έξι βασικά κεφάλαια, που εξετάζουν τόσο τις μακροοικονομικές πτυχές (κυρίως τα κεφάλαια 1, 4, 5 και 6) όσο και τις μικροοικονομικές πτυχές (κυρίως τα κεφάλαια 2 και 3).

Η εισαγωγή σκιαγραφεί τα **κυρίως θέματα**. Η ανάλυση

- των διεθνών κεφαλαιακών ροών από και προς τις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς,
- των κύριων αιτίων και συνεπειών της αναστροφής των κεφαλαιακών ροών
- των οικονομικών κρίσεων στις αναδυόμενες αγορές

οδηγεί σε ορισμένα προκαταρκτικά συμπεράσματα, που αναπτύσσονται αναλυτικότερα στα κεφάλαια που ακολουθούν.

Ειδικότερα, κατά τα τελευταία έτη, οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές αντιμετώπισαν κρίσεις πολύ διαφορετικές από εκείνες των δεκαετιών του 1970 και του 1980, τις λεγόμενες κρίσεις ισοζυγίου πληρωμών. Οι κρίσεις αυτές ήταν ουσιαστικά προϊόν των ελλειμμάτων των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών και οδήγησαν στην κατάργηση του προσδιορισμού των ισοτιμιών με βάση ένα συγκεκριμένο νόμισμα. Αντίθετα, το χαρακτηριστικό των πρόσφατων κρίσεων – αποκαλούμενες επίσης «δίδυμες κρίσεις» – είναι η στενή σχέση μεταξύ της επιβάρυνσης του ισοζυγίου πληρωμών και των προβλημάτων που οφείλονται στον ευάλωτο χαρακτήρα των εγχώριων χρηματοπιστωτικών συστημάτων, κυρίως δε του τραπεζικού συστήματος.

Βάσει αυτών των συμπερασμάτων, το πρώτο κεφάλαιο αναλύει **τα κυριότερα μέτρα πολιτικής** που ελήφθησαν τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο για την αντιμετώπιση, ως ένα βαθμό, του φαινομένου αναστροφής των κεφαλαιακών ροών και του ευάλωτου χαρακτήρα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Επίσης, το τελευταίο κεφάλαιο περιλαμβάνει μια κριτική αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας αυτών των πολιτικών. Το κεφάλαιο αυτό είναι αφιερωμένο στην αξιολόγηση του **τρόπου με τον οποίο θα πρέπει να αναδιαρθρωθούν οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές**, προκειμένου να περιοριστεί η συχνότητα εκδήλωσης τέτοιων κρίσεων, αλλά παράλληλα να διατηρηθούν τα οφέλη από την προοδευτική ολοκλήρωση των παγκόσμιων κεφαλαιαγορών.

Ο ευάλωτος χαρακτήρας των χρηματοπιστωτικών συστημάτων οφείλεται σε διάφορους λόγους, εκ των οποίων, σύμφωνα με τους παρατηρητές, σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν οι συμβάσεις παραγώγων και τα ιδρύματα με υψηλή αναλογία δανειακών προς ίδια κεφάλαια – κυρίως εταιρίες διαχείρισης επενδυτικών κερδοσκοπικών κεφαλαίων (hedge funds). Το κεφάλαιο 2 εξετάζει αμφότερα τα ζητήματα αυτά, με τη διερεύνηση των πηγών κινδύνου που εμπεριέχουν τόσο οι εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές όσο και οι συναλλαγές σε παράγωγα στη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και τη διερεύνηση της λειτουργίας των εταιριών διαχείρισης επενδυτικών κερδοσκοπικών κεφαλαίων.

Οι κίνδυνοι που ενέχουν οι **εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές σε παράγωγα** είναι υψηλότεροι από τους κινδύνους συναλλαγών που διενεργούνται στη χρηματιστηριακή αγορά. Ένα ιδιαίτερα σημαντικό ζήτημα αφορά την *έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο*. Πολλές πρωτοβουλίες σε επίπεδο θεσμικών φορέων (π.χ. επιτροπή της Βασιλείας) καθώς και σε επίπεδο φορέων της αγοράς (CRMPG) αφορούν την *εκτίμηση* και τη *διαχείριση* αυτών των κινδύνων.

Ωστόσο, το ζήτημα είναι ακόμη υπό εξέταση. Η αποτελεσματικότητα των *τεχνικών* διαχείρισης των κινδύνων εξαρτάται από ανοικτά θέματα, τόσο ειδικού όσο και γενικού χαρακτήρα. Οι γενικές προτάσεις της παρούσας μελέτης συνδέονται αποκλειστικά με τα εν

λόγω ανοικτά ζητήματα. Για παράδειγμα, οι ρυθμιστικοί φορείς οφείλουν να προσπαθήσουν να βελτιώσουν τις συνθήκες «υγιούς ανταγωνισμού», προκειμένου να *απαγορεύσουν την αθέμιτη αύξηση του μεριδίου αγοράς* των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών φορέων που διενεργούν εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές σε παράγωγα, καθώς επίσης να μην λησμονούν ότι οι οργανωτικές πτυχές (δηλ. τα εσωτερικά συστήματα αποζημίωσης) πρέπει να παρακολουθούνται εξίσου στενά με τις τεχνικές πτυχές. Όσον αφορά στους φορείς της αγοράς, αυτοί οφείλουν να ενισχύσουν τα όργανα αξιολόγησης και διαχείρισης πιστωτικών κινδύνων, καθώς και να συμβάλλουν στην ευρύτερη χρήση των συστημάτων διμερούς και πολυμερούς συμψηφισμού.

Για τις **συναλλαγές σε παράγωγα στη χρηματιστηριακή αγορά** ισχύει ένας διαφορετικός προβληματισμός. Ο ρόλος των οργανωμένων χρηματιστηρίων είναι ιδιαίτερα σημαντικός για τους φορείς των κεφαλαιαγορών, καθώς τους επιτρέπουν να μεταβάλλουν τη θέση τους επενδύοντας σε λιγότερο ρευστά προϊόντα. Εντός του πλαισίου που επιτρέπει τη σωστή λειτουργία των διαδικασιών συμψηφισμού και διακανονισμού, κεντρική θέση κατέχει ένας βασικός αντισυμβαλλόμενος: το γραφείο συμψηφισμού. Τα γραφεία συμψηφισμού διαχειρίζονται κινδύνους δημιουργώντας μια σειρά ασφαλιστικών δικλείδων έναντι της αδυναμίας πληρωμής ή της αφερεγγυότητας των μελών, των φορέων της αγοράς καθώς και των τραπεζών διακανονισμού.

Το κύριο συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι το κύμα της αναδιάρθρωσης που διαμορφώνει σήμερα τις δομές της χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων τονίζει την αναγκαιότητα βελτίωσης των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων των γραφείων συμψηφισμού. Οι συγχωνεύσεις και οι συμφωνίες συνεργασίας δημιουργούν μηχανισμούς συναλλαγών σε παγκόσμιο επίπεδο, αυξάνοντας τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι. Η αποτελεσματικότητα και η αποδοτικότητα των διασυνοριακών συναλλαγών και συμφωνιών συμψηφισμού απαιτούν αυξημένη διεθνή συνεργασία μεταξύ των ρυθμιστικών φορέων και των χρηματιστηρίων. Υπερεθνικοί οργανισμοί, όπως ο IOSCO (Διεθνής Οργανισμός των Επιτροπών Χρηματιστηριακών Αξιών) και, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ο ECOFEX, οφείλουν να συμμετέχουν ενεργά στην εν λόγω διαδικασία.

Οι εταιρίες διαχείρισης επενδυτικών κερδοσκοπικών κεφαλαίων, σε συνδυασμό με άλλα ιδρύματα με υψηλή αναλογία δανειακών προς ίδια κεφάλαια, αποτελούν θεσμικούς επενδυτές με υψηλό λόγο κινδύνου/απόδοσης και συνήθως εκμεταλλεύονται την ισχυρή δανειακή θέση τους. Η πρόσφατη κατάρρευση της LTCM και ο κίνδυνος ότι οι στρατηγικές επενδύσεων των εταιριών διαχείρισης επενδυτικών κερδοσκοπικών κεφαλαίων θα μπορούσαν να προκαλέσουν συστημικούς κινδύνους, οδήγησε σε εξέταση εκ μέρους των ρυθμιστικών φορέων, σε εθνικό και διεθνές επίπεδο, αποτελεσματικών τρόπων εποπτείας των εταιριών διαχείρισης επενδυτικών κερδοσκοπικών κεφαλαίων. Προτάθηκαν, αφενός, άμεσοι τρόποι ρύθμισης – όπως η ανάγκη διασφάλισης απόλυτης διαφάνειας και η υποχρέωση γνωστοποίησης των δραστηριοτήτων των εταιριών διαχείρισης επενδυτικών κερδοσκοπικών κεφαλαίων – και, αφετέρου, έμμεσοι τρόποι – όπως η αυστηρότερη εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που συναλλάσσονται με αυτές. Συμφωνούμε όσον αφορά στα εν λόγω μέτρα, ωστόσο, θεωρούμε ότι πρέπει να διερευνηθούν και άλλοι τομείς, ιδίως δε ο τρόπος παρακολούθησης και αντιμετώπισης της επιρροής που τα εν λόγω ιδρύματα επιτρέπεται να ασκούν.

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι κεφαλαιαγορές αποτελούν επίσης το κεντρικό θέμα του κεφαλαίου 3, στο οποίο εξετάζονται δύο βασικά ζητήματα: οι ρυθμίσεις που διέπουν τις έννοιες **της υποχρέωσης γνωστοποίησης και της διαφάνειας**, και η **διαχείριση κινδύνων και το ρυθμιστικό πλαίσιο** της αγοράς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Στα πλαίσια της παγκόσμιας αγοράς, κρίνεται απαραίτητο η εποπτεία να συνοδεύεται από την υποχρέωση γνωστοποίησης και τη διαφάνεια, οι οποίες αφενός ενισχύουν την εποπτεία, αφετέρου συμβάλλουν *αφ'εαυτού* στην ευρωστία των ιδρυμάτων και επιβάλλουν μεγαλύτερη δημόσια ευθύνη.

Σε μακροοικονομικό επίπεδο, έχει θεμελιώδη σημασία η ανάπτυξη αποτελεσματικής και έγκαιρης διάδοσης των στοιχείων που αφορούν τα εγχώρια αποθέματα, το εξωτερικό χρέος, την ροή κεφαλαίων και τους δείκτες ευρωστίας του χρηματοπιστωτικού τομέα των επιμέρους χωρών. Για την επίτευξη της μέγιστης αποτελεσματικότητας του συνόλου των πρωτοβουλιών αναφορικά με την υποχρέωση γνωστοποίησης και τη βέλτιστη χρήση των εν ανεπαρκεία πόρων, απαιτείται συντονισμός των διαφόρων μέσων και συμπληρωματικότητα των αποτελεσμάτων.

Σε επίπεδο μεμονωμένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, οι σημαντικότεροι τομείς όσον αφορά στην υποχρέωση γνωστοποίησης συνδέονται, κατά τα τελευταία έτη, με τις συναλλαγές χρεογράφων και παραγώγων, το δανεισμό για κερδοσκοπία και την εκτίμηση των πιστωτικών κινδύνων. Η επιτροπή της Βασιλείας σχετικά με την εποπτεία του τραπεζικού τομέα είναι προενεργητική σε αυτούς τους τομείς. Ωστόσο, οι λογιστικές πρακτικές διαφέρουν αρκετά, ιδίως όσον αφορά στις συμβάσεις παραγώγων. Παραδόξως, μέσα σε μια πενταετία, παρουσιάστηκε μεταστροφή ως προς τη λογιστική των παραγώγων, από ένα μη αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο προς ένα υπέρμετρα αυστηρό πλέγμα κανονιστικών ρυθμίσεων.

Κεντρικό ρόλο στη διαδικασία αυτή διαδραματίζουν οι δύο μεγαλύτεροι οργανισμοί λογιστικών προτύπων: ο Οργανισμός Λογιστικών Προτύπων των ΗΠΑ και η Διεθνής Επιτροπή Λογιστικών Προτύπων (IASB) που εδρεύει στην Ευρώπη. Με την πάροδο των ετών, οι εν λόγω οργανισμοί συνέκλιναν σε ορισμένα βασικά κοινά σημεία. Ωστόσο, ορισμένες ενώσεις φορέων της αγοράς αντιδρούν στην εφαρμογή των λογιστικών αυτών προτύπων. Το πρόβλημα παραμένει, και σε ευρωπαϊκό επίπεδο, περιπλέκεται ακόμη περισσότερο σε μια προσπάθεια συντονισμού των λογιστικών προτύπων και των ευρωπαϊκών λογιστικών οδηγιών. Παραδόξως, η FEE (Ευρωπαϊκή Ομοσπονδία Λογιστών) πρότεινε πρόσφατα να υπάρχει η δυνατότητα επιλογής χρήσης των διεθνών λογιστικών προτύπων χωρίς να απαιτείται συμμόρφωση με τις λογιστικές οδηγίες. Συνιστούμε στις ευρωπαϊκές αρχές να επισπεύσουν τη θέσπιση ρυθμιστικού πλαισίου για να επιτευχθεί προσαρμογή στις απαιτήσεις της αγοράς και να αποφευχθεί το φαινόμενο να προλάβουν το νομοθέτη οι εξελίξεις.

Η εστίαση στη θέσπιση ρυθμίσεων σχετικά με τους κινδύνους της αγοράς δικαιολογείται βάσει των ακόλουθων στοιχείων: ενώ στο παρελθόν οι κρίσεις του τραπεζικού τομέα αποδίδονταν κατά κύριο λόγο στον πιστωτικό κίνδυνο, κατά τα τελευταία είκοσι έτη φαινόμενα όπως σημαντικές ζημιές και αφερεγγυότητα στον τραπεζικό κλάδο αποτελούν απόρροια δραστηριοτήτων υψηλού πιστωτικού κινδύνου. Η αντίδραση των μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στα φαινόμενα ήταν η ανάπτυξη και εφαρμογή προηγμένων τεχνικών εκτίμησης των κινδύνων.

Παρά τις αδυναμίες των εν λόγω συστημάτων διαχείρισης κινδύνων, θεωρούμε ότι συμβάλλουν σημαντικά στη βελτίωση του τρόπου εκτίμησης, διαχείρισης και ελέγχου των κινδύνων της αγοράς. Συνεπώς, συμφωνούμε με τη μέθοδο δράσης της επιτροπής της Βασιλείας, που βασίζεται στη σταδιακή αναγνώριση των εσωτερικών μοντέλων επάρκειας ιδίων κεφαλαίων. Θεωρούμε επίσης ότι οι διεθνείς και οι εθνικοί φορείς εποπτείας οφείλουν να έλθουν σε συμφωνία σχετικά με τη λήψη πρόσθετων μέτρων που θα οδηγήσουν:

- i. σε ένα πλαίσιο περισσότερο ομοιόμορφων και ομοιογενών κανόνων αναφορικά με την υποχρέωση γνωστοποίησης των δραστηριοτήτων των τραπεζών που ενέχουν κινδύνους,
- ii. στη ρητή απαίτηση έκδοσης εκ μέρους των τραπεζών που δραστηριοποιούνται σε διεθνές επίπεδο ανανεούμενων πιστωτικών τίτλων των οποίων η εξόφληση έπεται άλλων απαιτήσεων, όταν η απόδοση περιέρχεται σε επενδυτές χωρίς ασφάλιση ή άλλη εξασφάλιση,
- iii. στη θέσπιση ενός ορίου, αναφορικά με τις πολιτικές οικονομικής ενίσχυσης αφερέγγυων τραπεζών, παρόμοιου με εκείνο του Ομοσπονδιακού Οργανισμού Ασφάλισης των Τραπεζικών Καταθέσεων (FDCIA)
- iv. σε στενότερο συσχετισμό των τεχνικών εκτίμησης και διαχείρισης του κινδύνου.

Το κεφάλαιο 4 περιλαμβάνει μια πρώτη ανάλυση της ευαισθησίας των **αναδιδόμενων οικονομιών και των οικονομιών μετάβασης** σε εξωγενείς κρίσεις. Το κεφάλαιο αυτό διερευνά τη σχέση μεταξύ της εποπτείας και της σταθερότητας του τραπεζικού τομέα. Η συνάφεια των δύο αυτών μεταβλητών έγινε έντονα αισθητή στην περίπτωση των ασιατικών τραπεζών. Το χαμηλό επίπεδο κεφαλαιοποίησης, η χαμηλή ρευστότητα και ο υψηλός βαθμός έκθεσης κατά το δανεισμό σε συνάλλαγμα αποτελούν μερικά από τα αίτια της κρίσης που διέρχεται ο τραπεζικός τομέας. Οι τομείς όπου εντοπίζονται αδυναμίες συνδέονται στενά με την ανεπάρκεια των ρυθμίσεων εποπτείας. Κατά συνέπεια, θα πρέπει να καταβληθούν σημαντικές προσπάθειες για την τροποποίηση του ρυθμιστικού πλαισίου προκειμένου να ενισχυθεί η σταθερότητα των εθνικών και των διεθνών χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Οι μεγάλες διαφορές των ρυθμιστικών πλαισίων και των ορισμών μεταξύ των χωρών έχουν σημαντικές επιπτώσεις, όχι μόνο ως προς την αποτελεσματικότητα της εποπτείας, αλλά και από πλευράς συγκριτικής αξιολόγησης της κατάστασης που επικρατεί στις διάφορες χώρες. Συνεπώς, όπως αναφέρεται ανωτέρω, ο καθορισμός διεθνών προτύπων στον τομέα του ρυθμιστικού πλαισίου – αλλά και σε άλλους τομείς όπως η λογιστική – είναι επίσης σημαντικός για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων σε διεθνές επίπεδο.

Ένας άλλος τομέας που εξετάστηκε αφορά τον δυνητικό ρόλο των **μη παραδοσιακών παραγόντων (εγκληματικών και παρανόμων δραστηριοτήτων)** ως πιθανών αιτιών αστάθειας. Δεδομένου ότι ως σήμερα δεν έχει πραγματοποιηθεί, κατά τρόπο συνεκτικό, εκτίμηση των κινδύνων αστάθειας που αποδίδονται σε εγκληματικές και παράνομες δραστηριότητες, συνιστούμε θερμά την εκπόνηση ειδικών διεθνών μελετών σχετικά με το ζήτημα αυτό. Η καλύτερη κατανόηση της σχέσης μεταξύ της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και των παράνομων δραστηριοτήτων θα μπορούσε ενδεχομένως να συμβάλει στη θέσπιση νομοθεσίας κατά της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες υπό συνθήκες πόρων εν ανεπαρκεία και περιορισμένων τεχνικών δυνατοτήτων. Συνιστούμε ένα μοντέλο πολλαπλασιαστή κατά της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες για τον προσδιορισμό των χρηματοδοτικών μέσων, χρηματοπιστωτικών αγορών και φορέων που πρέπει να ελέγχονται, και που θα πρέπει να αναλάβουν την ευθύνη της καταπολέμησης της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες.

Η κατάρτιση ενός **κατάλληλου ρυθμιστικού πλαισίου** για τη λειτουργία ενός αποδοτικού και σταθερού χρηματοπιστωτικού συστήματος, που παρουσιάζεται στο κεφάλαιο 4, αναλύεται περαιτέρω στο κεφάλαιο 5.

Για τις ανεπτυγμένες χώρες, οι ρυθμίσεις εποπτείας έχουν θεμελιώδη σημασία. Η αποτελεσματικότητά τους μπορεί να αξιολογηθεί μέσω της ικανότητάς τους:

- 1) να ενισχύουν τα κίνητρα για τον προσδιορισμό εκ μέρους των τραπεζών (και των άλλων φορέων των κεφαλαιαγορών) των κινδύνων στους οποίους εκτίθενται
- 2) να παρέχουν τη δυνατότητα στις αρχές να παρακολουθούν τους παράγοντες που ενέχουν κινδύνους για τη συστημική σταθερότητα, ώστε να είναι σε θέση να λαμβάνουν διορθωτικά μέτρα όταν αυτό είναι απαραίτητο.

Ένας άλλος τομέας εποπτείας είναι η θέσπιση χρηματοπιστωτικών ορίων ασφαλείας που ελαχιστοποιούν το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Θεωρητικά, το βέλτιστο όριο ασφαλείας είναι εκείνο που ωθεί τους φορείς της αγοράς να συμπεριφέρονται σαν να μην υπήρχε σχετικό όριο. Στην πράξη, η θέσπιση ενός κατάλληλου ορίου ασφαλείας πρέπει να διασφαλίζει την ισορροπία μεταξύ των συνιστωσών του – συμπεριλαμβανομένων των διευκολύνσεων δανειστή εσχάτης ανάγκης, της ασφάλισης των καταθέσεων, των κεφαλαιουχικών απαιτήσεων, και των κανόνων εποπτείας, κλεισίματος και αναδιάρθρωσης των κεφαλαίων – κατά τρόπον ώστε να θέτει υπό έλεγχο τον κίνδυνο που φέρει το κράτος και να παρέχει τα σωστά κίνητρα για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη. Η επίτευξη συναίνεσης σχετικά με τις ανωτέρω συστάσεις πολιτικής οδήγησε στην εφαρμογή ενός παρομοίου ρυθμιστικού πλαισίου στις Ηνωμένες Πολιτείες, την Ιαπωνία και τον Καναδά. Πιστεύουμε ότι η ΕΕ οφείλει να υιοθετήσει ένα παρόμοιο μοντέλο υπό την προϋπόθεση ότι θα ορίζονται με σαφήνεια ορισμένα ζητήματα:

- iii) η κατανομή των αρμοδιοτήτων μεταξύ της ΕΚΤ και των εθνικών κεντρικών τραπεζών σε ζητήματα εποπτείας και η παροχή διευκολύνσεων δανειστή εσχάτης ανάγκης
- iv) η εναρμόνιση των ρυθμίσεων για τα συστήματα ασφάλισης καταθέσεων και για τις οικονομικές ενισχύσεις προς τις τράπεζες που χρηματοδοτούνται με χρήματα των φορολογούμενων.

Σε πολλές από τις αναπτυσσόμενες χώρες όπου τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διαθέτουν περιορισμένες δυνατότητες διαχείρισης κινδύνων και η εποπτική ικανότητα των ρυθμιστικών φορέων είναι περιορισμένη, κρίνονται περισσότερο κατάλληλες κάποιες άλλες πολιτικές για τη διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η επιλογή του καταλληλότερου καθεστώτος συναλλαγματικής ισοτιμίας αποτελεί ένα ιδιαίτερα σημαντικό ζήτημα. Παρατηρείται αυξανόμενη ταύτιση απόψεων, από πλευράς πολιτικής, για το γεγονός ότι ο προσδιορισμός σταθερών αλλά προσαρμοζόμενων ισοτιμιών με βάση κάποιο συγκεκριμένο νόμισμα δεν λειτουργεί ικανοποιητικά στην περίπτωση των αναδύομενων οικονομιών. Ο προσδιορισμός αυτός ενθαρρύνει τις εγχώριες τράπεζες και εταιρίες να δανείζονται κεφάλαια σε συνάλλαγμα χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τους κινδύνους της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι κυμαινόμενες τιμές συναλλάγματος ή ο αμετάκλητος καθορισμός των συναλλαγματικών ισοτιμιών (νομισματικά συμβούλια ή ακόμη και «δολαριοποίηση» της οικονομίας) εμφανίζονται ως οι περισσότερο κατάλληλες επιλογές.

Ένα άλλο σημαντικό ζήτημα αφορά την απελευθέρωση των τραπεζικών συστημάτων. Τονίζουμε τις θετικές επιπτώσεις της εισόδου των ξένων τραπεζών, τόσο πριν όσο και μετά από μια τραπεζική κρίση. Η ελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως μέσο τόσο για την πρόληψη όσο και για την αντιμετώπιση καταστάσεων αστάθειας. Ωστόσο, η είσοδος ξένων τραπεζών θα μπορούσε επίσης να ενισχύσει την πιθανότητα αστάθειας. Πράγματι, ο αυξημένος ανταγωνισμός περιορίζει τα προνόμια των τραπεζών στην περιοχή δραστηριοποίησής τους, αναγκάζοντάς τες να αναλαμβάνουν μεγαλύτερους κινδύνους. Για το λόγο αυτό, απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή στον τρόπο

προσέγγισης της απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος, η οποία θα πρέπει να πλαισιώνεται από ένα αυστηρό ρυθμιστικό και εποπτικό σύνολο κανόνων.

Το κεφάλαιο 6 αντλεί συμπεράσματα από την εκτενή συζήτηση σχετικά με τη μεταρρύθμιση της «**διεθνούς αρχιτεκτονικής του χρηματοπιστωτικού συστήματος**». Πιστεύουμε ότι απαιτείται διάκριση μεταξύ των μέσων πρόληψης και των μέσων διαχείρισης των κρίσεων. Όσον αφορά στην πολιτική πρόληψης κρίσεων έχουν υποβληθεί πολλές προτάσεις είτε για τον περιορισμό είτε για τη φορολόγηση του εξωτερικού δανεισμού εκ μέρους των τραπεζών, τη φορολόγηση της βραχυπρόθεσμης εισροής κεφαλαίων, τον έλεγχο της εκροής κεφαλαίων ή τη φορολόγηση των συναλλαγών σε συνάλλαγμα. Οι προτάσεις αυτές στο σύνολό τους συμφωνούν ως προς την αναγκαιότητα της φορολόγησης της βραχυπρόθεσμης εισροής κεφαλαίων.

Όσον αφορά στη διαχείριση των κρίσεων, η γενική συζήτηση εστιάζεται στο σύνολο των θεσμικών μηχανισμών που απαιτούνται προκειμένου να παράσχουν βοήθεια στις χώρες που αδυνατούν να αποτρέψουν μια κρίση. Ιδιαίτερη έμφαση δίδεται σε μέτρα για την «εμπλοκή» του ιδιωτικού τομέα, δηλαδή στον τρόπο με τον οποίο ο ιδιωτικός τομέας θα ενθαρρυνθεί να φέρει μεγαλύτερο βάρος στα πλαίσια της διαχείρισης κρίσεων.

Τέλος, αναφερόμαστε στη λειτουργία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, του διεθνούς οργάνου με το σημαντικότερο ρόλο στις πρόσφατες χρηματοοικονομικές κρίσεις. Εξετάζονται δύο ακραίες περιπτώσεις:

- i. να καταστεί το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο ο διεθνής δανειστής έσχατης ανάγκης, ή
- ii. να περιοριστεί ο ρόλος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου στην παρακολούθηση των εξελίξεων στις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς, αναθέτοντας το ρόλο του δανειστή έσχατης ανάγκης σε ένα δίκτυο κεντρικών τραπεζών.

Πιστεύουμε ότι η τελευταία αυτή επιλογή μπορεί να περιορίσει τα προβλήματα ηθικού κινδύνου που συνδέονται με την ύπαρξη ενός διεθνούς δανειστή έσχατης ανάγκης. Ωστόσο, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, θα πρέπει να διασαφηνιστεί κατά πόσον η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει τη θεσμική εντολή να διαχειρίζεται αποτελεσματικά τις διεθνείς χρηματοοικονομικές κρίσεις.

FUNCTIONING AND SUPERVISION OF INTERNATIONAL FINANCIAL INSTITUTIONS

Executive Summary

In recent years the international financial system has experienced a significant degree of turbulence and volatility, which has led to greater instability and systemic risk. During this period capital markets proved volatile and susceptible to contagion, and emerging economies suffered the consequences of volatile capital flows. The events of this period - Asian crisis, Russian default, Brazilian currency turmoil, Long Term Capital Management (LTCM) collapse, etc. - had significant implications for each of the following key issues:

- the effectiveness of the risk measurement and management functions within internationally-active financial institutions;
- the degree of disclosure of financial institutions' risk profiles;
- the role of financial supervision and the need to reinforce international co-operation between national supervisors;
- the general architecture of the international financial system.

This study is aimed at:

- providing a broad view of the problems currently affecting the international financial system and international financial institutions;
- highlighting the different proposals which have recently been outlined for the redesign of the global financial system, both at a macro level (the role of international bodies, the redesign of exchange rate regimes, etc.) and at a micro level (disclosure matters, capital adequacy regulation, etc.);
- suggesting potential improvements that could be achieved at the European level.

Generally speaking, most of the supervisory issues examined in this study are managed by international bodies and, quite often, by joint committees, notably the Basle Committees and, to some extent, the IMF. European institutions, both official organisations and professional bodies, as well as Member States' supervisory authorities, participate in the working of these international fora. In general, European working groups are punctual in adopting international standards. In future, however, we recommend that even greater attention be paid to these issues, mainly at the political level, as a consequence of the more complex global environment; and also greater willingness to match market requirements and to avoid rapid obsolescence.

The study has six main chapters, dealing with both macro aspects (mainly chapters 1, 4, 5 and 6), and micro aspects (mainly chapters 2 and 3).

An Introduction outlines the **main themes**. Its analysis of

- international capital flows to and from emerging market economies;
- the main causes and consequences of capital flow reversals; and
- the financial crises in emerging markets,

leads to some preliminary conclusions, which are discussed in more detail in subsequent chapters.

In particular, it appears evident that, in recent years, global financial markets have been facing crises very different from those of the 1970s and the 1980s, the so-called balance of payment crises. These were essentially the by-product of persistent current account imbalances and led to the abandonment of currency pegs. In contrast, the recent crises - also called twin-crises - are characterised by a tight connection between stressful balance of payment situations and problems due to domestic financial vulnerability, mainly in the banking system.

Based upon these conclusions, the first chapter analyses **the major policy responses** undertaken both at a national and international level to manage some of the large reversals of capital flows and the fragility of financial institutions. A critical evaluation of the effectiveness of these policies is also discussed in the final chapter. This is devoted to an assessment of **how global financial markets should be reformed** so as to limit the occurrence of such crises, while continuing to benefit from the progressive integration of world capital markets.

Among the causes of fragility in financial systems, observers see derivative contracts and Highly Leveraged Institutions (HLIs) – in particular Hedge Funds – as playing a distinctive role. Chapter 2 addresses both issues by investigating the sources of risk of both OTC (over-the-counter) and Exchange-traded derivatives and the functioning of hedge funds.

Risks spreading out of **OTC derivatives** are more serious than those related to Exchange derivatives. A very critical issue is related to their *credit risk exposures*. Many institutional (e.g. Bâle Committee) and market-participant initiatives (*Counterparty Risk Management Policy Group - CRMPG*) have been dealing with the *estimation* and the *management* of these risks.

However, the debate is not yet over. Both specific and general open issues condition the effectiveness of **risk-management techniques**. The general suggestions in this study are strictly related to these open issues. For example, regulators should try to improve “*fair competition*”, in order to *forbid unsound increase in the market share* of financial intermediaries dealing with OTC derivatives, and should also remember that organisational aspects (i.e. internal rewarding systems) must be monitored as seriously as technical ones. As regards market participants, they should strengthen their instruments for assessing and managing credit risk, and improve the diffusion of both bilateral and multilateral netting systems.

For **Exchange-traded derivatives**, different considerations apply. Organised exchanges are critical to financial market participants because they allow the prompt offsetting of positions in less liquid instruments. At the heart of the web that makes the exchange-clearing and settlement arrangements work properly lies a central counterparty: the exchange clearing house. Exchange clearing houses manage risks by creating a range of safeguards against the default or insolvency of members and market participants and of settlement banks.

The study’s main conclusion is that the wave of restructuring which is today shaping derivative exchange market structures emphasises the need for enhancement of clearing houses’ risk procedures. Mergers and link-ups are creating global trading platforms, increasing the risks faced by the central counterparties involved. The effectiveness and efficiency of cross-border transactions and clearing arrangements require increased international co-operation among regulators and exchanges. Supranational organisations

such as IOSCO and, at the European level ECOFEX, should be strongly involved in such a process.

Hedge funds, together with other HLIs, are institutional investors that bear a high risk/return profile and normally exploit large leverage. The recent collapse of LTCM and the threat that hedge funds' investment strategies might lead to systemic risks have stimulated a debate among regulators at both national and international level on effective ways to supervise hedge funds activities. Both direct forms of regulation - such as the need for maximum transparency and disclosure of hedge funds' activities - and indirect forms - such as stricter supervision for financial institutions dealing with hedge funds - have been suggested. We agree on this measure; but we also believe that other areas must be investigated: notably how to monitor and deal with the leverage these institutions should be allowed to apply.

Financial institutions and markets are the key subjects of Chapter 3 as well, where two main issues are addressed: **disclosure and transparency** regulation; and financial institutions' market **risk management and regulation**.

In the global market, disclosure and transparency are perceived as necessary complements to supervision, which they reinforce, while contributing *per se* to the financial soundness of institutions and forcing greater public accountability.

At a macroeconomic level, it is fundamental to develop the effective and timely dissemination of data on countries internal reserves, external debt, capital flows and indicators of financial sector soundness. To achieve maximum effectiveness of all disclosure initiatives, and the optimal use of scarce resources, there must be co-ordination of different instruments and complementarity of outputs.

At the level of single financial institutions, the most critical areas of disclosure in recent years have been related to securities and derivatives trading; lending for speculative purposes; and credit risk assessment. The Basel Committee on Banking Supervision is proactive in these fields; but accounting treatments are quite different, notably for derivatives contracts. Paradoxically, in a five-year period, derivatives accounting moved from an "under-regulated" situation to an "over-regulated" one.

The main characters involved are the two leading accounting standards bodies: the US FASB and the Europe-based IASC. Over the years, these organisations have converged towards some common key points. However, some market-participant associations are opposing these accounting standards. The debate is not over, and at the European level it is complicated by the co-ordination of accounting standards and the European Accounting Directives. The FEE, surprisingly, has recently suggested the option to use IASs without requiring compliance with the Accounting Directives. We recommend European authorities to speed up the regulatory process in order to match market requirement and to avoid rapid obsolescence.

The focus on market risk regulation is justified by the evidence that, while in the past bank crises were mostly generated by credit risk, in the last twenty years significant losses and insolvency in the banking industry has often originated in excessive market risk-taking activities. Major financial institutions reacted by developing and implementing sophisticated risk measurement techniques.

Despite the weaknesses that can be attributed to these risk management systems, we believe they are significant improvements in the way market risk are measured, managed and controlled. We therefore agree with the Basel Committee line of action, based on the gradual

recognition of internal models for capital adequacy purposes. We also recommend that both international and national supervisors should agree on additional measures leading to:

- i. a more uniform and homogeneous set of rules concerning disclosure on banks' market risk taking activities;
- ii. an explicit requirement for internationally active banks to issue subordinated debt on a revolving basis, when the return is earned by uninsured and unprotected investors;
- iii. a FDICIA-style limit to bailout policies of insolvent banks; and
- iv. a stronger connection between risk measurement and risk management techniques.

An analysis of the fragility of **emerging and transition economies** begins in chapter 4, where we undertake the investigation of the relationship between prudential concerns and banking sector stability. The relevance of the link between the two variables emerges, dramatically, in the case of Asian banks. A low level of equity, low liquidity and a high exposure to lending in foreign currencies are among the reasons for the banking sector crisis. The areas of weakness are strongly connected to insufficient prudential regulation; and thus, in order to increase the stability of national and international financial systems, considerable efforts should be placed on amendments to the regulations. The large differences in regulation and definitions among countries have important consequences, not only in terms of efficacy of prudential concerns, but also on the comparative evaluation of the situation of different countries. As stated above, the setting of international standards in regulation - but also in others areas like accounting - is therefore also important to improve international investors' decisions.

Another area investigated deals with the potential role of non-traditional factors (criminal and illegal) as possible channels of instability. As no consistent estimations of instability risks due to criminal and illegal factors so far exist, we strongly recommend specific international studies on this issue. A growing knowledge of the relationship between financial instability and illegal factors might help in the design of anti-money-laundering legislation in conditions of scarce resources and limited technical capabilities. We recommend a money-laundering multiplier model to identify those financial instruments, markets and institutions which should be controlled, and who should be put in charge of anti-money-laundering duties.

The design of an **appropriate regulatory framework** to maintain an efficient and stable financial system, introduced in chapter 4, is expanded in chapter 5.

For developed countries, prudential regulation has a fundamental role. Its effectiveness can be assessed by measuring its ability:

- 1) to reinforce private incentives for banks (and other participants in the financial markets) to recognise the risks they are taking; and
- 2) to enable the authorities to monitor potential threats to systemic stability so that they can take corrective measures if needed.

Another area of supervision is the design of financial safety nets which minimise the moral hazard problem. Ideally, the best safety net is one that results in market participants behaving as if the safety net did not exist. Realistically, the design of a good safety net must balance its components - including lender-of-last-resort facilities, deposit insurance, capital requirements, supervision, and closure and recapitalisation rules - in such a way as to control the amount of risk borne by the government, and provide the right incentives for all the

parties involved. Consensus on the above policy recommendations has led to the implementation of a similar regulatory framework in the United States, Japan and Canada. We believe the EU should adopt such a model providing some issues are clearly stated:

- i. the sharing of responsibilities between the ECB and national central banks for prudential supervision matters and the provision of lender-of-last-resort facilities; and
- ii. the harmonisation of regulation on deposit insurance systems and on bailouts financed with taxpayers' money.

In many developing countries, where financial institutions have a limited capacity to manage risk and regulators have a limited capacity to supervise, other policies are more relevant for maintaining financial stability. The choice of the best-suited exchange rate regime is a particularly important issue. There is an increasing policy consensus that fixed-but-adjustable pegs do not work well for emerging market economies: the peg encourages domestic banks and firms to borrow funds in foreign currency without consideration of exchange rate risks. Floating exchange rates or irrevocably fixed ones (currency boards or even “dollarisation” of the economy) seem more appropriate options.

Another important issue refers to the liberalisation of banking systems. We highlight the positive impact of foreign bank entry, both *ex-ante* and *ex-post* a banking crisis. Banking system liberalisation might be used as an instrument both to prevent and to repair situations of instability. However, foreign entry might also increase the likelihood of instability. Increased competition, indeed, lowers the franchise value of banks, inducing them to accept greater risk. For this reason the approach to banking system liberalisation should be cautious and geared to strong prudential regulation and supervision.

Chapter 6 draws conclusions from the extensive debate about reforming the “international financial architecture”. We believe that crisis-prevention and crisis-management instruments should be kept separate. On crisis-prevention policy options, several proposals have been put forward either to limit or tax bank borrowing abroad, to tax short-term capital inflows, to control capital outflows or to tax foreign exchange transactions. Among these proposals, there is a broad consensus on the need to tax short-term capital inflows.

With respect to crisis management, the general debate focuses on the set of institutional mechanisms needed to assist countries that fail to prevent the eruption of a crisis. Much emphasis has been put on measures to “bail-in” the private sector: that is, on ways to have the private sector share more of the burden of crisis management.

Finally, we contribute to the discussion on the functioning of the International Monetary Fund (IMF), the key international player in the recent financial crises. Two extreme options are examined:

- i. to make the IMF the international lender of last resort; or
- ii. to limit the IMF’s role to monitoring developments in emerging market economies, while leaving the role of lender of last resort to a network of central banks.

We believe that this latter option may reduce the moral hazard problems linked to the existence of an international lender of last resort. At the European level, however, it remains to be clarified whether the European Central Bank has the institutional mandate to be an efficient manager of international financial crises.

Funcionamiento y supervisión de las instituciones financieras internacionales

Resumen

En los últimos años, el sistema financiero internacional ha experimentado un importante grado de turbulencia y volatilidad que ha provocado una mayor inestabilidad y mayores riesgos sistémicos. Durante este período, los mercados de capitales se han mostrado volátiles y propensos al contagio, y las economías emergentes han sufrido las consecuencias de la volatilidad de los flujos de capitales. Los acontecimientos de este período –crisis asiática, insolvencia rusa, zozobra de la moneda brasileña, colapso de la Gestión de Capitales a Largo Plazo (GCLP), etc.–, han tenido importantes consecuencias para cada una de las siguientes cuestiones clave:

- la eficacia de las funciones de medición y gestión de riesgos dentro de las instituciones financieras implicadas en actividades internacionales;
- el grado de publicidad de los perfiles de riesgo de las instituciones financieras;
- la función de supervisión financiera y la necesidad de reforzar la cooperación internacional entre las autoridades supervisoras nacionales;
- la arquitectura general del sistema financiero internacional.

El presente estudio está destinado a:

- facilitar una amplia panorámica de los problemas que afectan actualmente al sistema financiero internacional y a las instituciones financieras internacionales;
- poner de relieve las diversas propuestas formuladas recientemente para redefinir el sistema financiero mundial, tanto a escala macroeconómica (la función de los organismos internacionales, la redefinición de los regímenes de tipos de cambio, etc.) como microeconómica (publicidad, regulación de coeficientes de solvencia, etc.);
- proponer posibles mejoras que podrían lograrse a escala europea.

En términos generales, la mayoría de las cuestiones relativas a la supervisión que se examinan en este estudio son gestionadas por los organismos internacionales y, en muchos casos, por comités conjuntos, en particular los Comités de Basilea y, hasta cierto punto, el FMI. Las instituciones europeas, tanto organizaciones oficiales y entidades profesionales como las autoridades supervisoras de los Estados miembros, participan en la labor de estos foros internacionales. En general, los grupos de trabajo europeos adoptan diligentemente las normas internacionales. En el futuro, no obstante, recomendamos que se preste mayor atención a estas cuestiones, sobre todo en el plano político, dada la mayor complejidad del entorno mundial; y también que se muestre una mayor voluntad de responder a las exigencias del mercado y evitar una rápida obsolescencia.

El presente estudio consta de seis capítulos principales que se ocupan tanto de aspectos macroeconómicos (en particular, los capítulos 1, 4, 5 y 6) como microeconómicos (sobre todo los capítulos 2 y 3).

En la Introducción se esbozan los **temas principales**. Su análisis de

- los flujos internacionales de capitales procedentes de las economías de mercado emergentes y con destino a ellas;
- las principales causas y consecuencias de las inversiones del flujo de capitales, y
- las crisis financieras en los mercados emergentes,

permiten extraer algunas conclusiones preliminares que se comentan más detalladamente en los capítulos posteriores.

En particular, parece evidente que, en los últimos años, los mercados financieros mundiales han experimentado crisis muy distintas de las de los años setenta y ochenta, las denominadas crisis de la balanza de pagos. En esencia, se trataba de derivaciones de los desequilibrios persistentes de la balanza por cuenta corriente y comportaron el abandono de los tipos de cambio fijos. En cambio, las crisis recientes –denominadas asimismo crisis gemelas– se caracterizan por una estrecha conexión entre la tensión de las balanzas de pagos y los problemas derivados de la vulnerabilidad financiera interna, en particular en el sistema bancario.

A la luz de estas conclusiones, el primer capítulo analiza **las principales respuestas políticas** adoptadas tanto a escala nacional como internacional para gestionar algunas de las grandes inversiones de los flujos de capitales y la fragilidad de las instituciones financieras. Asimismo, en el último capítulo se aborda una evaluación crítica de la eficacia de estas políticas. En dicho capítulo se evalúa la **forma en que deberían reformarse los mercados financieros mundiales** a fin de limitar el advenimiento de dichas crisis y seguir sacando provecho, al mismo tiempo, de la progresiva integración de los mercados mundiales de capitales.

Entre las causas de la fragilidad de los sistemas financieros, los observadores consideran que los contratos de derivados financieros y las entidades con grandes recursos ajenos (HLI) –en particular, los fondos de cobertura– desempeñan un papel destacado. En el capítulo 2 se abordan ambas cuestiones al investigar las fuentes de riesgo de los derivados financieros OTC (de venta directa) y de los negociados en los mercados regulados, así como el funcionamiento de los fondos de cobertura.

Los riesgos que se desprenden de los **derivados OTC** son más graves que los de los derivados negociados en los mercados regulados. Una cuestión sumamente crucial es la relacionada con sus *riesgos crediticios*. Numerosas iniciativas institucionales (por ejemplo, el Comité de Basilea) e iniciativas de los participantes de los mercados (el *Grupo de Políticas de Gestión de Riesgos de Contrapartida – CRMPG*) se ocupan de la *evaluación y gestión* de estos riesgos.

Sin embargo, el debate aún no ha terminado. Las cuestiones pendientes, tanto específicas como generales, condicionan la eficacia de las *técnicas* de gestión de riesgos. Las propuestas generales del presente estudio están relacionadas estrictamente con dichas cuestiones pendientes. Por ejemplo, las autoridades reguladoras deberían tratar de reforzar la “*competencia leal*”, a fin de *prohibir todo aumento frágil de la cuota de mercado* de los intermediarios financieros que negocian derivados OTC, y deberían igualmente recordar que los aspectos organizativos (es decir, los sistemas internos de remuneración) deben controlarse con la misma seriedad que los técnicos. Por lo que hace a los participantes del mercado, deberían fortalecer sus instrumentos de evaluación y gestión del riesgo crediticio y mejorar la difusión de sistemas de compensación de débitos y créditos (netting) tanto bilaterales como multilaterales.

Los **derivados negociados en mercados regulados** se rigen por otras consideraciones. Los mercados regulados son cruciales para los partícipes del mercado financiero, porque permiten una compensación rápida de las posiciones en instrumentos de menor liquidez. En el corazón de la red que hace que los regímenes de compensación y liquidación de los mercados regulados funcionen correctamente se halla una contrapartida central: la cámara de compensación del mercado regulado. Las cámaras de compensación de los mercados regulados gestionan los riesgos mediante la creación de una serie de salvaguardias contra la mora o insolvencia de los miembros y partícipes del mercado y de los bancos de liquidación.

La principal conclusión de este estudio es que la ola de reestructuraciones que actualmente está dando forma a las estructuras del mercado de derivados negociados en bolsa pone de relieve la necesidad de mejorar los procedimientos de control de riesgos de las cámaras de compensación. Las fusiones y alianzas están creando plataformas globales de negociación, incrementando así los riesgos a que deben hacer frente las contrapartidas centrales correspondientes. La eficacia y eficiencia de las transacciones transfronterizas y los regímenes de compensación requieren una mayor cooperación internacional entre los reguladores y los mercados regulados. Las organizaciones supranacionales, como IOSCO, y a escala europea, ECOFEX, deberían participar activamente en dicho proceso.

Los **fondos de cobertura**, junto con otras HLI, son inversores institucionales que tienen un perfil de alto riesgo y rendimiento y, normalmente, explotan amplios recursos ajenos. El reciente colapso de la GCLP y la amenaza de que las estrategias de inversión de los fondos de cobertura puedan producir riesgos sistémicos han fomentado un debate entre los reguladores, tanto a escala nacional como internacional, sobre las formas efectivas de supervisión de las actividades de dichos fondos. Se han propuesto tanto formas directas de regulación –como la exigencia de máxima transparencia y publicidad de las actividades de los fondos de cobertura– como indirectas –por ejemplo una supervisión más estricta de las entidades financieras que negocian con fondos de cobertura. Estamos de acuerdo con dichas medidas, pero también creemos que deben investigarse otros ámbitos: en particular, cómo controlar y hacer frente al volumen de recursos ajenos que dichas instituciones pueden utilizar.

Las instituciones y mercados financieros son también el tema principal del capítulo 3, en el cual se abordan dos cuestiones principales: la regulación de la **publicidad y transparencia** y la **regulación y gestión de riesgos** del mercado de las instituciones financieras.

En el mercado mundial, la publicidad y la transparencia se consideran complementos necesarios de la supervisión, a la que vienen a reforzar, al mismo tiempo que contribuyen por sí mismas a la solidez financiera de las instituciones y obligan a una mayor responsabilidad pública.

A escala macroeconómica resulta fundamental desarrollar una difusión eficaz y oportuna de la información sobre las reservas internas, la deuda externa, los flujos de capital y los indicadores de la solidez del sector financiero de los distintos países. Para lograr una máxima eficacia de todas las iniciativas de publicidad y un uso óptimo de los recursos escasos, debe existir una coordinación de los diversos instrumentos y una complementariedad de sus resultados.

En el seno de cada institución financiera, los ámbitos de publicidad más críticos en los últimos años han estado relacionados con la negociación de valores y derivados financieros, los préstamos con fines especulativos y la evaluación del riesgo crediticio. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea se muestra muy activo en estos ámbitos, pero los

tratamientos contables son muy diferentes, sobre todo con respecto a los contratos de derivados. Paradójicamente, en un quinquenio, la contabilidad de los derivados financieros pasó de una situación de “infrarregulación” a una de “hiperregulación”.

Los principales actores en esta escena son los dos principales organismos de normalización contable: el FASB de EE.UU. y el IASC (Comité Internacional de Normalización Contable) europeo. A lo largo de los años, estas organizaciones han convergido en algunos puntos clave comunes. Sin embargo, algunas asociaciones de participantes del mercado se oponen a dichas normas contables. El debate aún no ha concluido, y a escala europea se ve complicado por la coordinación de las normas contables y las Directivas europeas en materia de contabilidad. Resulta sorprendente que la FEE haya propuesto recientemente la opción de utilizar las normas contables internacionales sin exigir la conformidad con las Directivas contables. Recomendamos a las autoridades europeas que aceleren el proceso de regulación a fin de satisfacer las exigencias del mercado y evitar una rápida obsolescencia.

La prioridad de la regulación de los riesgos del mercado se justifica por la evidencia de que, si bien en el pasado las crisis bancarias generalmente habían sido generadas por riesgos crediticios, en los últimos veinte años, pérdidas significativas y casos de insolvencia del sector bancario han tenido a menudo su origen en un exceso de actividades de riesgo en el mercado. Las principales instituciones financieras reaccionaron desarrollando y aplicando sofisticadas técnicas de gestión de riesgos.

A pesar de las debilidades que pueden atribuirse a dichos sistemas de gestión de riesgos, creemos que constituyen mejoras significativas de la forma en que se miden, gestionan y controlan los riesgos del mercado. Por ello estamos de acuerdo con la línea de acción del Comité de Basilea, basado en el reconocimiento gradual de los modelos internos para fines de adecuación del capital. También recomendamos que los supervisores, tanto nacionales como internacionales, acuerden medidas adicionales que conduzcan a:

- i. una serie de normas más uniformes y homogéneas sobre la publicidad de las actividades de riesgo de mercado de los bancos;
- ii. una exigencia explícita de que los bancos con actividades internacionales emitan deuda subordinada de forma cíclica, cuando el rendimiento vaya a parar a inversores no asegurados y sin protección;
- iii. un límite similar al de la FDCIA para las políticas de rescate de bancos insolventes, y
- iv. una conexión más sólida entre las técnicas de medición de riesgos y las técnicas de gestión de riesgos.

En el capítulo 4 comienza un análisis de la fragilidad de las **economías emergentes y en transición**, en el que procedemos a investigar la relación entre las cautelas y la estabilidad del sector bancario. La importancia del vínculo entre ambas variables se pone de manifiesto de forma dramática en el caso de los bancos asiáticos. Un bajo nivel de recursos propios, la falta de liquidez y el alto riesgo de los préstamos en divisas extranjeras son algunas de las razones de la crisis del sector bancario. Estos puntos débiles tienen mucho que ver con la insuficiencia de la regulación cautelar. Y, en consecuencia, a fin de aumentar la estabilidad de los sistemas financieros nacionales e internacionales, deben realizarse esfuerzos considerables por enmendar la normativa. Las grandes diferencias existentes entre los países en la normativa y las definiciones también tienen consecuencias importantes, no sólo en términos de la eficacia de las cautelas, sino también en la evaluación comparativa de la

situación de diversos países. Como ya se ha dicho, el establecimiento de normas internacionales en la regulación –pero también en otros ámbitos, como la contabilidad– es asimismo importante para mejorar las decisiones de los inversores internacionales.

Otro ámbito investigado se refiere al papel potencial de los **factores no tradicionales (delictivos e ilegales)** como posibles canales de inestabilidad. Puesto que hasta ahora no contamos con estimaciones coherentes de los riesgos de inestabilidad derivados de factores delictivos e ilegales, recomendamos con insistencia que se lleven a cabo estudios internacionales concretos sobre este tema. Un mayor conocimiento de la relación entre la inestabilidad financiera y los factores ilegales podría ayudar a concebir una legislación contra el blanqueo de dinero en condiciones de recursos escasos y capacidades técnicas limitadas. Recomendamos un modelo multiplicador contra el blanqueo de dinero para identificar aquellos instrumentos, mercados e instituciones financieras que deben ser objeto de control y que deben encargarse de las tareas encaminadas a luchar contra el blanqueo de dinero.

El diseño de un **marco normativo adecuado** para mantener un sistema financiero eficiente y estable, introducido en el capítulo 4, se amplía en el capítulo 5.

En los países desarrollados, la regulación cautelar desempeña un papel fundamental. Su efectividad puede evaluarse midiendo su capacidad para

- 1) reforzar los incentivos privados para que los bancos (y otros partícipes de los mercados financieros) reconozcan los riesgos que asumen, y
- 2) permitir a las autoridades controlar las posibles amenazas a la estabilidad del sistema, de forma que puedan adoptar medidas correctoras en caso necesario.

Otro ámbito de supervisión es el diseño de redes de seguridad financiera que minimicen el problema del riesgo moral. En una situación ideal, la mejor red de seguridad es aquella que hace que los partícipes del mercado se comporten como si dicha red no existiese. Siendo realistas, el diseño de una buena red de seguridad debe equilibrar sus componentes –incluyendo mecanismos de préstamos de última instancia, seguros de depósitos, exigencias en materia de capital, supervisión y normas de cierre y recapitalización–, de tal forma que se controle el riesgo asumido por el Estado y se ofrezcan los incentivos adecuados a todas las partes implicadas. El consenso en torno a las políticas recomendadas anteriormente ha conducido a la aplicación de un marco normativo similar en Estados Unidos, el Japón y el Canadá. Creemos que la UE debería adoptar dicho modelo siempre que se definan con claridad ciertas cuestiones:

- i. el reparto de responsabilidades entre el BCE y los Bancos Centrales nacionales en materia de supervisión cautelar y creación de mecanismos de préstamos de última instancia, y
- ii. la armonización de la normativa sobre sistemas de seguro de depósitos y sobre rescates con dinero del contribuyente.

En numerosos países en desarrollo, en los que las instituciones financieras tienen una capacidad limitada para gestionar los riesgos y los reguladores tienen una capacidad limitada para supervisar, otras políticas revisten mayor importancia para el mantenimiento de la estabilidad financiera. La elección del régimen de tipos de cambio más adecuado es un tema de particular importancia. Existe un creciente consenso político en el sentido de que los cambios fijos pero ajustables no funcionan correctamente en las economías de mercado emergentes: el tipo fijo alienta a los bancos y empresas nacionales a pedir prestados fondos

en divisas extranjeras sin considerar los riesgos de cambio. Los tipos de cambio flotantes o los definitivamente fijos (consejos monetarios o incluso la “dolarización” de la economía) parecen opciones más acertadas.

Otra cuestión importante se refiere a la liberalización de los sistemas bancarios. Destacamos el impacto positivo de la entrada de la banca extranjera, tanto *ex-ante* como *ex-post* en relación con una crisis bancaria. La liberalización del sistema bancario podría utilizarse como instrumento para evitar y subsanar situaciones de inestabilidad. No obstante, la entrada de bancos extranjeros también podría aumentar las probabilidades de inestabilidad. Una mayor competencia, de hecho, reduce el valor de la concesión de los bancos, llevándoles a aceptar un riesgo más alto. Por esta razón, el planteamiento de una liberalización del sistema bancario debería ser cauto e ir acompañado de una regulación cautelar y de una supervisión rigurosas.

En el capítulo 6 se sacan las conclusiones del amplio debate acerca de la reforma de **la “arquitectura financiera internacional”**. Creemos que debe mantenerse la separación entre los instrumentos de prevención de crisis y los de gestión de crisis. En cuanto a las opciones políticas de prevención de crisis se han avanzado varias propuestas: limitar o gravar los préstamos bancarios en el extranjero, gravar los flujos de entrada de capitales a corto plazo, controlar los flujos de salida de capitales o gravar las transacciones de cambio de divisas. Entre estas propuestas existe un amplio consenso sobre la necesidad de gravar los flujos de entrada de capitales a corto plazo.

Por lo que respecta a la gestión de las crisis, el debate general se centra en la creación de los mecanismos institucionales necesarios para ayudar a aquellos países que no pueden evitar que surja una crisis. Se ha hecho mucho hincapié en las medidas encaminadas a “reforzar” el sector privado, es decir, en las maneras que permitan que el sector privado asuma una mayor parte de la carga de gestión de crisis.

Por último, contribuimos al debate sobre el funcionamiento del Fondo Monetario Internacional (FMI), el principal actor internacional en las recientes crisis financieras. Se examinan dos opciones extremas:

- i. hacer del FMI el prestamista internacional de última instancia, o bien
- ii. limitar el papel del FMI al seguimiento de los acontecimientos en las economías de mercado emergentes, cediendo la función de prestamista de última instancia a una red de Bancos Centrales.

Creemos que esta última opción puede reducir los problemas de riesgo moral vinculados a la existencia de un prestamista internacional de última instancia. A escala europea, no obstante, aún está por dilucidar si el Banco Central Europeo dispone el mandato institucional para ser un gestor eficaz de las crisis financieras internacionales.

LE FONCTIONNEMENT ET LA SURVEILLANCE DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES INTERNATIONALES

Résumé analytique

Ces dernières années, le système financier international a traversé de fortes turbulences et connu une grande fébrilité, ce qui a eu pour effet d'accroître l'instabilité et d'accentuer le risque systémique. Durant cette période, les marchés des capitaux se sont montrés inconstants et sensibles aux risques de contagion, et les économies émergentes ont subi les conséquences de l'irrégularité des flux de capitaux. Les événements survenus au cours de cette période – crise asiatique, défaillance russe, trouble monétaire au Brésil, effondrement du fonds américain "Long term Capital Management "(LTCM), etc – ont influé de manière significative sur chacun des aspects essentiels suivants:

- efficacité des fonctions de mesure et de gestion du risque au sein des institutions financières opérant à l'échelle internationale;
- publicité donnée aux profils de risque des institutions financières;
- rôle de la surveillance financière et nécessité de renforcer la coopération internationale entre les autorités nationales de surveillance;
- architecture générale du système financier international.

Les objectifs de la présente étude sont les suivants:

- offrir une vue générale des problèmes qui affectent actuellement le système financier international et les institutions financières internationales;
- mettre en évidence les différentes propositions qui ont été récemment élaborées en vue de la refonte du système financier international, et ce tant au niveau macro-économique (rôle des instances internationales, réaménagement des régimes de taux de change, etc.) qu'au niveau micro-économique (questions touchant à la divulgation des informations, réglementation relative à l'adéquation des fonds propres, etc);
- suggérer les améliorations susceptibles d'être apportées au niveau européen.

D'une manière générale, les questions de surveillance examinées dans cette étude sont pour la plupart gérées par des instances internationales et, bien souvent, par des comités mixtes, notamment le comité de Bâle et, dans une certaine mesure, le FMI. Des institutions européennes, qu'il s'agisse d'organismes officiels ou d'organisations professionnelles, ainsi que les autorités des États membres compétentes en matière de surveillance participent aux activités de ces instances internationales. En général, les groupes de travail européens sont prompts à adopter les normes internationales. Pour l'avenir, nous préconisons cependant qu'une attention encore plus soutenue soit accordée à ces questions, notamment au niveau politique, et ce compte tenu d'un environnement mondial qui se fait plus complexe; il faut aussi faire preuve d'une plus grande volonté de répondre aux besoins du marché, pour éviter que les mesures prises ne deviennent rapidement obsolètes.

L'étude comporte six grands chapitres, lesquels traitent des aspects macro-économiques (essentiellement chapitres 1, 4, 5 et 6) et micro-économiques (principalement chapitres 2 et 3).

Une introduction présente les **principaux thèmes** examinés. Son analyse

- des flux de capitaux internationaux à destination et en provenance des économies de marché émergentes,
- des principales causes et conséquences des renversements de flux des capitaux et
- des crises financières sur les marchés émergents

débouche sur un certain nombre de conclusions préliminaires qui sont examinées plus en détail dans les chapitres qui suivent.

En particulier, il apparaît de manière évidente que, ces dernières années, les marchés financiers mondiaux ont connu des crises fort différentes des crises dites de balance des paiements des années 1970 et 1980. Ces crises de balance des paiements étaient essentiellement le sous-produit de déséquilibres persistants des comptes courants, et elles ont conduit à l'abandon de la fixation de taux de change. Par contre, les récentes crises – également appelées "crises doubles" – se caractérisent par une étroite corrélation entre des difficultés de balances des paiements et des problèmes dus à une vulnérabilité financière interne, principalement dans le système bancaire.

S'appuyant sur ces conclusions, le premier chapitre analyse les **principales solutions politiques** mises en œuvre aux niveaux national et international pour gérer les problèmes tenant à certains renversements majeurs de flux de capitaux et à la fragilité des institutions financières. L'efficacité de ces politiques fait également l'objet d'une évaluation critique dans le dernier chapitre. Celui-ci est consacré à l'analyse des **réformes à entreprendre sur les marchés financiers mondiaux** pour limiter la survenance de pareilles crises tout en continuant à bénéficier de l'intégration progressive des marchés mondiaux des capitaux.

De l'avis des observateurs, les contrats sur produits dérivés et les institutions caractérisées par un fort degré d'endettement (HLI) – en particulier les fonds spéculatifs ("hedge funds") – jouent un rôle particulier parmi les causes de la fragilité des systèmes financiers. Le chapitre 2 analyse ces deux éléments en étudiant les risques découlant des instruments dérivés hors bourse (OTC) et négociés en bourse, ainsi que le fonctionnement des fonds spéculatifs.

Les risques découlant des **instruments dérivés hors bourse (OTC)** sont plus sérieux que les risques induits par les instruments dérivés négociés en bourse. Une question très critique touche au risque de crédit qu'ils comportent. De nombreuses initiatives émanant d'institutions (par exemple le comité de Bâle) et d'acteurs sur le marché (*Groupe de gestion du risque de contrepartie – CRMPG*) sont consacrées à l'évaluation et à la gestion de ces risques.

Toutefois, le débat n'est pas encore clos. Des questions tant spécifiques que générales restent en suspens, qui conditionnent l'efficacité des *techniques* de gestion du risque. Les suggestions d'ordre général formulées dans cette étude se rapportent exclusivement à ces questions en suspens. Par exemple, les instances réglementaires devraient s'efforcer d'améliorer "la libre concurrence" afin d'empêcher tout accroissement malsain de la part du marché détenue par les financiers qui réalisent des transactions sur les instruments dérivés hors bourse; les autorités de contrôle devraient également ne pas oublier qu'il convient de

surveiller les aspects organisationnels (c'est-à-dire les systèmes de rémunération internes) aussi sérieusement que les aspects techniques. Quant aux intervenants sur le marché, il leur faudrait renforcer les instruments dont ils disposent pour évaluer et gérer le risque de crédit et pour améliorer la diffusion de systèmes de compensation tant bilatérale que multilatérale.

Des considérations différentes s'appliquent aux **instruments dérivés négociés en bourse**. Les échanges organisés revêtent une importance capitale pour les opérateurs sur les marchés, car ils permettent la compensation rapide de positions en instruments moins liquides. Au cœur du réseau assurant le bon fonctionnement des mécanismes de compensation et de règlement en devises, se trouve une contrepartie centrale: la chambre de compensation en devises. Celle-ci gère les risques en offrant toute une gamme de garanties contre la défaillance ou l'insolvabilité de ses membres, d'acteurs du marché ou de banques de règlement.

La principale conclusion de l'étude est que la vague de restructurations qui touche aujourd'hui les marchés des instruments dérivés met en évidence la nécessité d'améliorer les procédures de risque mises en œuvre par les chambres de compensation. Les fusions et les associations créent des plates-formes mondiales d'échange, ce qui accroît les risques encourus par les contreparties centrales concernées. L'efficacité et l'efficience des transactions transfrontalières et des formules de compensation passent par un renforcement de la coopération internationale entre les autorités de contrôle et les participants aux échanges. Il conviendrait d'associer étroitement à ce processus des organisations supranationales telles que l'IOSCO et, au niveau européen, l'ECOFEX.

Les fonds spéculatifs, conjointement avec les autres institutions caractérisées par un fort degré d'endettement (HLI), sont des investisseurs institutionnels qui présentent un haut profil de risques/bénéfices et qui exploitent normalement un effet de levier élevé. L'effondrement récent du fonds d'investissement LTCM et les risques systémiques qui pourraient découler des stratégies d'investissement menées par les fonds spéculatifs ont incité les instances de contrôle aux niveaux national et international à engager un débat sur les moyens de surveiller efficacement les activités des fonds spéculatifs. Des formes de contrôle tant direct - comme l'obligation d'assurer une transparence et une information maximales quant aux activités des fonds spéculatifs - qu'indirect - comme une surveillance plus stricte des institutions financières traitant avec les fonds spéculatifs - ont été suggérées. Nous souscrivons à ces mesures, mais nous estimons également qu'il convient d'explorer d'autres domaines, et notamment réfléchir aux moyens de traiter et de contrôler le ratio d'endettement que ces institutions devraient être autorisées à appliquer.

Les institutions financières et les marchés financiers sont les principaux thèmes examinés au chapitre 3, lequel aborde deux questions principales, à savoir les règles en matière **d'information et de transparence**, et **la gestion ainsi que le contrôle du risque** de marché dans les institutions financières.

Sur le marché mondial, la transparence et l'information sont perçues comme étant les compléments nécessaires de la surveillance, qu'elles renforcent tout en contribuant en tant que telles à la bonne santé financière des institutions et en leur imposant une plus grande responsabilité à l'égard du public.

Au niveau macro-économique, il est essentiel de développer la diffusion effective et opportune de données concernant les réserves internes des pays, leur dette extérieure, les flux de capitaux et les indicateurs de la solidité du secteur financier. Pour garantir l'efficacité maximale de toutes les initiatives en matière d'information et assurer l'utilisation optimale de ressources qui sont rares, il faut une coordination des différents instruments et une complémentarité des résultats.

S'agissant de la diffusion des informations au niveau des institutions financières prises individuellement, les domaines les plus sensibles, ces dernières années, se rapportent au négoce des titres et des instruments dérivés, aux prêts à des fins spéculatives et à l'évaluation du risque de crédit. Le comité de surveillance bancaire de Bâle mène une action volontaire dans ces domaines; les traitements comptables sont cependant très différents, notamment pour les contrats d'instruments dérivés. Paradoxalement, en l'espace de cinq ans, la comptabilité des instruments dérivés est passée d'une situation de "sous-réglementation" à un régime de "surréglementation".

Les principaux acteurs concernés sont les deux grands organes de normalisation comptable, à savoir le comité américain des normes d'établissement des comptes (FASB) et le comité international des normes comptables (IASC) implanté en Europe. Au fil des ans, ces organismes ont convergé vers un certain nombre de points communs. Toutefois, certaines associations d'acteurs opérant sur le marché s'opposent à ces normes comptables. Le débat n'est pas clos; au niveau européen, les choses se trouvent compliquées par la coordination des normes comptables et par les directives européennes en matière de comptabilité. De manière surprenante, la FEE (Fédération des experts comptables européens) a récemment suggéré d'utiliser les normes comptables internationales (IAS) sans exiger le respect des directives en matière de comptabilité. Nous recommandons aux autorités européennes d'accélérer le processus réglementaire afin de répondre aux besoins du marché et d'éviter que la réglementation adoptée ne devienne rapidement obsolète.

Il est établi que, si les crises bancaires ont dans le passé été essentiellement provoquées par le risque de crédit, c'est bien souvent la prise de risques de marché excessifs qui, ces vingt dernières années, a été à l'origine de lourdes pertes et de faillites dans le secteur bancaire. Cela étant, il est donc justifié de concentrer l'attention sur le contrôle du risque de marché. Les grandes institutions financières ont réagi en développant et en mettant en œuvre des techniques complexes de mesure du risque.

Malgré les faiblesses imputables à ces systèmes de gestion du risque, nous estimons que ces derniers améliorent de manière sensible les techniques de mesure, de gestion et de contrôle du risque de marché. Nous approuvons dès lors la ligne suivie par le comité de Bâle, reposant sur la reconnaissance progressive de modèles internes visant à garantir l'adéquation des fonds propres. Nous recommandons également que les instances de surveillance tant internationales que nationales conviennent de mesures complémentaires conduisant à:

- i) mettre en place un ensemble de règles plus uniformes et homogènes concernant la diffusion d'informations relatives aux activités des banques en matière de prise de risque de marché;
- ii) faire explicitement obligation aux banques opérant à l'échelle internationale d'émettre des titres subordonnés sur une base permanente lorsque le produit va à des investisseurs non assurés et non protégés;

- iii) instaurer une limite de type FDCIA pour les politiques de renflouement des banques insolvables et
- iv) renforcer le lien entre la mesure du risque et les techniques de gestion du risque.

Une analyse de la fragilité des **économies émergentes et en transition** est entreprise au chapitre 4, où nous examinons les relations entre le contrôle prudentiel et la stabilité du secteur bancaire. L'importance des liens entre ces deux variables ressort de manière frappante dans le cas des banques asiatiques. Au nombre des facteurs expliquant la crise du secteur bancaire figurent un faible niveau de capitaux propres, une faible liquidité et un degré élevé d'exposition aux prêts en devises. Les points faibles sont étroitement liés à l'insuffisance de la réglementation en matière de contrôle prudentiel; partant, pour renforcer la stabilité des systèmes financiers nationaux et internationaux, il importe de consentir de sérieux efforts en vue de modifier les réglementations en place. Les différences notables existant entre les pays en matière de réglementation et de définition ont des conséquences importantes non seulement sur l'efficacité des contrôles pruden­tiels, mais aussi sur l'évaluation comparative de la situation des différents pays. Comme indiqué précédemment, il importe dès lors de fixer des normes internationales en matière de réglementation – mais aussi dans d'autres domaines comme la comptabilité – si l'on veut améliorer les décisions des investisseurs internationaux.

Un autre aspect étudié tient au rôle potentiel de **facteurs non traditionnels (à caractère criminel et illégal)** comme sources possibles d'instabilité. Étant donné qu'il n'existe à ce jour aucune estimation cohérente des risques d'instabilité liés à des facteurs criminels et illégaux, nous recommandons vivement d'entreprendre des études internationales sur la question. Une meilleure compréhension des relations existant entre l'instabilité financière et les facteurs illégaux pourrait faciliter l'élaboration d'une législation visant à lutter contre le blanchiment des capitaux dans un contexte caractérisé par des ressources peu abondantes et par des capacités techniques limitées. Pour ce qui est du blanchiment des capitaux, nous recommandons l'utilisation d'un modèle multiplicateur pour identifier les instruments, marchés et organismes financiers qu'il convient de contrôler et savoir à qui confier la charge de la lutte contre le blanchiment.

L'étude d'un **cadre réglementaire approprié** permettant de maintenir un système financier efficace et stable, amorcée au chapitre 4, est approfondie au chapitre 5.

Pour les pays développés, la réglementation prudentielle joue un rôle fondamental. Son efficacité peut être évaluée en fonction de sa capacité:

- (1) à renforcer les mesures du secteur privé visant à inciter les banques (et d'autres opérateurs sur les marchés financiers) à tenir compte des risques qu'ils prennent et
- (2) à permettre aux autorités de surveiller les risques potentiels pour la stabilité systémique en sorte qu'elles puissent prendre au besoin des mesures correctives.

Un autre aspect touchant à la surveillance est la conception de réseaux de sécurité financière qui réduisent à un minimum le problème du risque moral. Dans l'idéal, le meilleur filet de sécurité est celui que l'on obtient si les acteurs sur le marché se comportent comme s'il n'existait pas de filet de sécurité. D'un point de vue réaliste, pour concevoir un bon filet de sécurité, il faut tenir compte de tous les éléments – en ce compris les facilités du prêteur en dernier ressort, l'assurance sur les dépôts, les exigences en matière de fonds propres, la surveillance et les règles en matière de fermeture et de recapitalisation – de manière à

contrôler le niveau de risque supporté par les pouvoirs publics et à prendre des mesures d'incitation qui conviennent pour toutes les parties intéressées. Le consensus qui s'est dégagé sur les recommandations précitées a conduit à la mise en place d'un cadre réglementaire aux États-Unis, au Japon et au Canada. Nous estimons que l'UE devrait adopter un tel modèle, pour autant que certaines questions soient clairement formulées, à savoir:

- i) le partage des responsabilités entre la BCE et les banques centrales nationales pour ce qui est de la surveillance prudentielle et de la fourniture de services de prêteur en dernier ressort et
- ii) l'harmonisation des dispositions régissant les systèmes d'assurance sur les dépôts et les opérations de renflouement financées sur les deniers des contribuables.

Dans de nombreux pays en voie de développement, où les institutions financières disposent d'une capacité limitée de gérer les risques et où les instances réglementaires disposent de moyens limités de contrôle, d'autres politiques sont plus aptes à maintenir la stabilité financière. Le choix du régime de change le plus approprié revêt une importance particulière. Il est de plus en plus largement admis que des taux de change fixes mais ajustables ne sont pas adaptés aux besoins des économies de marché émergentes: la fixation d'un taux de change encourage les banques et entreprises nationales à emprunter des devises étrangères sans tenir compte des risques de change. Des taux de change flottants ou fixés de manière irrévocable (fonds monétaires, voire "dollarisation" de l'économie) semblent constituer des options plus appropriées. Une autre question importante touche à la libéralisation des systèmes bancaires. Nous insistons sur l'impact positif de l'entrée de banques étrangères, tant avant qu'après une crise bancaire. La libéralisation du système bancaire pourrait servir d'instrument pour prévenir toute instabilité ou remédier aux situations instables. Toutefois, l'entrée de banques étrangères peut également accentuer le risque d'instabilité. De fait, le renforcement de la concurrence se traduit par un abaissement de la valeur de franchise des banques, ce qui incite ces dernières à accepter des risques accrus. C'est pourquoi la libéralisation du système bancaire doit faire l'objet d'une approche prudente et être axée sur une réglementation prudentielle et une surveillance rigoureuses.

Le chapitre 6 tire des conclusions du vaste débat sur la réforme de **l'architecture financière internationale**. Nous estimons qu'il convient de séparer les instruments de prévention des crises et ceux de la gestion des crises. S'agissant des options disponibles en matière de prévention des crises, plusieurs propositions ont été présentées, qui visent à limiter ou à taxer les prêts bancaires à l'étranger, à taxer les afflux de capitaux à court terme, à contrôler les sorties de capitaux ou à taxer les transactions en devises. Parmi toutes ces propositions, un large consensus se dégage sur la nécessité de taxer les flux de capitaux à court terme.

S'agissant de la gestion des crises, le débat général est axé sur l'ensemble des mécanismes institutionnels qui sont indispensables pour venir en aide aux pays qui ne peuvent prévenir le déclenchement d'une crise. L'accent a été mis sur des mesures visant à associer le secteur privé, c'est-à-dire sur les moyens de faire en sorte que le secteur privé prenne sur lui une plus grande part du fardeau de la gestion des crises.

Enfin, nous apportons une contribution au débat sur le fonctionnement du Fonds monétaire international (FMI), acteur international qui a joué un rôle clé dans les récentes crises financières. Deux options extrêmes sont examinées, qui consistent:

- i) à faire du FMI le prêteur international de dernier ressort ou
- ii) à limiter le rôle du FMI au suivi des développements dans les économies de marché émergentes, tout en laissant le rôle de prêteur en dernier ressort à un réseau de banques centrales.

Nous pensons que cette dernière option est de nature à réduire les problèmes de risque moral associés à l'existence d'un prêteur international de dernier ressort. Toutefois, au niveau européen, il reste à voir si la Banque centrale européenne dispose du mandat institutionnel nécessaire pour gérer de manière efficace les crises financières internationales.

Funzionamento e vigilanza delle istituzioni finanziarie internazionali

Sintesi

Negli ultimi anni il sistema finanziario internazionale è stato caratterizzato da una situazione di notevole agitazione ed instabilità, che ha comportato maggiore mutevolezza e rischio sistemico. Durante tale periodo i mercati di capitali si sono rivelati aleatori ed influenzabili, e le economie emergenti hanno risentito delle conseguenze di flussi non prevedibili di capitali. I fenomeni registrati in questo arco di tempo - la crisi dei mercati asiatici, l'insolvenza da parte della Russia, le perturbazioni della moneta brasiliana, le perdite colossali di LTCM e così via - hanno avuto ripercussioni significative su questioni chiave quali:

- efficacia delle funzioni correlate alla gestione ed alla valutazione dei rischi all'interno delle istituzioni finanziarie che operano a livello internazionale;
- grado di trasparenza del profilo di rischio delle istituzioni finanziarie;
- ruolo del controllo finanziario e necessità di potenziare la cooperazione internazionale tra supervisori nazionali;
- architettura globale del sistema finanziario internazionale.

Il presente studio è inteso a:

- fornire un ampio quadro d'insieme dei problemi che al momento interessano il sistema finanziario internazionale e le relative istituzioni;
- evidenziare le diverse proposte avanzate di recente allo scopo di ristrutturare il sistema finanziario nel suo insieme, sia in termini cosiddetti "macro" (ruolo degli organismi internazionali, ridefinizione dei regimi dei tassi di cambio e così via) che in termini "micro" (questioni attinenti alla divulgazione, regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale eccetera);
- suggerire potenziali miglioramenti che si potrebbero apportare a livello europeo.

Nel complesso, la maggior parte degli aspetti correlati alla supervisione ed esaminati nell'ambito di questo studio è gestita da organismi internazionali e, non di rado, da comitati congiunti, segnatamente i comitati di Basilea e, in certa qual misura, l'FMI. All'attività di questi forum internazionali partecipano le istituzioni europee, siano esse organizzazioni ufficiali che organismi professionali, quali le autorità di vigilanza degli Stati membri. In generale si può affermare che i gruppi di lavoro europei si dimostrano solleciti nell'adozione di standard internazionali. Per l'avvenire, comunque, si raccomanda di riservare a tali questioni maggiore attenzione di quanto non si dedichi al momento, soprattutto a livello politico, in considerazione del contesto globale più complesso, e di dimostrare più disponibilità per rispondere prontamente alle esigenze del mercato ed evitare una rapida obsolescenza.

Lo studio è articolato in sei capitoli principali che trattano aspetti sia "macro" (in particolare i capitoli 1, 4 5 e 6) che "micro" (soprattutto i capitoli 2 e 3).

L'Introduzione mette in rilievo gli **argomenti principali** e dall'analisi in merito a

- flussi di capitali internazionali da e verso le economie di mercato emergenti;

- principali cause e conseguenza di inversioni di flussi di capitali; nonché
- crisi finanziarie abbattutesi sui mercati emergenti,

trae alcune conclusioni preliminari esaminate in modo più approfondito nei capitoli successivi.

Il quadro delineato dimostra in particolare che negli ultimi anni i mercati finanziari globali hanno dovuto affrontare crisi molto diverse rispetto a quelle registrate negli anni '70 e '80, le cosiddette crisi delle bilance dei pagamenti, che sono da considerare sostanzialmente come il sottoprodotto di persistenti squilibri delle partite correnti e hanno condotto all'abbandono delle parità valutarie. Per converso, le recenti crisi - definite anche crisi gemelle - sono caratterizzate da una stretta correlazione tra situazioni preoccupanti delle bilance dei pagamenti e problemi imputabili alla vulnerabilità finanziaria interna, in particolare per quanto riguarda il sistema bancario.

Prendendo le mosse da tali conclusioni, il primo capitolo analizza le **principali azioni di carattere politico** intraprese a livello nazionale ed internazionale al fine di gestire alcune delle grandi inversioni di flussi di capitale, nonché arginare la vulnerabilità delle istituzioni finanziarie. L'ultimo capitolo riporta anche una valutazione critica in merito all'efficacia delle politiche adottate e pone l'interrogativo sul **modo in cui si dovrebbero riformare i mercati finanziari globali** al fine di limitare il verificarsi di simili crisi, senza cessare di trarre beneficio dalla progressiva integrazione dei mercati mondiali di capitale.

Secondo gli osservatori, tra le varie cause cui ricondurre la fragilità dei sistemi finanziari assumono una valenza rilevante i contratti derivati e le istituzioni con un'elevata leva finanziaria, in particolare i fondi di copertura (hedge fund). Il capitolo 2 tratta entrambi gli argomenti esaminando le fonti di rischio degli strumenti derivati negoziati in e fuori borsa, nonché il funzionamento dei fondi di copertura.

I rischi correlati agli **strumenti derivati fuori borsa** sono più gravi di quelli propri dei prodotti derivati negoziati in borsa. Un aspetto cruciale è connesso all'*esposizione ai rischi di credito*, della cui *valutazione e gestione* si sono occupate molte iniziative istituzionali (ad esempio il comitato di Basilea) e di operatori di mercato (*Counterparty Risk Management Policy Group - CRMPG - gruppo della politica di gestione del rischio della controparte*).

La discussione non è comunque ancora giunta al termine. Punti tuttora irrisolti di carattere sia generale che specifico influenzano l'efficacia delle *tecniche* attinenti alla gestione del rischio. I suggerimenti riportati nel presente studio sono strettamente correlati a questi aspetti rimasti aperti. Ad esempio, le autorità di regolamentazione dovrebbero cercare di migliorare la "*concorrenza leale*" per *vietare l'incremento anomalo della quota di mercato* degli intermediari finanziari che negoziano strumenti derivati fuori borsa, ed anche tener presente che gli aspetti organizzativi (ad esempio i sistemi interni di remunerazione) dovrebbero essere controllati con la stessa accuratezza di quelli tecnici. Quanto agli operatori di mercato, dovrebbero potenziare i propri strumenti di valutazione e gestione del rischio creditizio, ed ampliare la diffusione dei sistemi di compensazione bilaterali e multilaterali.

Per gli **strumenti derivati negoziati in borsa** valgono altre considerazioni. Le borse organizzate hanno un atteggiamento critico nei confronti degli operatori sui mercati finanziari in quanto consentono la tempestiva liquidazione di posizioni in strumenti meno liquidi. Al cuore della rete che fa funzionare correttamente gli accordi di compensazione e di liquidazione si situa una controparte centrale: la stanza di compensazione. Tale istituzione

gestisce il rischio tramite una rete di salvaguardia contro l'inadempienza o l'insolvenza dei membri e degli operatori di mercato nonché delle banche di liquidazione.

La principale conclusione dello studio è che l'ondata di ristrutturazioni che caratterizza oggi i mercati degli strumenti derivati evidenzia la necessità di consolidare le procedure di gestione del rischio delle stanze di compensazione. Le fusioni ed i collegamenti creano piattaforme di transazioni globali, accrescendo i rischi cui fanno fronte le controparti centrali interessate. L'efficacia nonché l'efficienza delle operazioni transfrontaliere e degli accordi di compensazione richiede un'accresciuta cooperazione internazionale fra autorità di regolamentazione e borse. Organizzazioni sopranazionali quali l'OICV e, a livello europeo, l'ECOFEX, dovrebbero essere attivamente coinvolte in tale processo.

I fondi di copertura, congiuntamente ad altre istituzioni ad elevato capitale di prestito, sono investitori istituzionali dall'elevato profilo rischio/rendimento e si avvalgono in genere di un'ampia leva finanziaria. Il recente crollo di LTCM ed il timore che le strategie d'investimento in fondi di copertura possano portare a rischi sistemici hanno stimolato un dibattito fra autorità di regolamentazione, a livello sia nazionale che internazionale, circa i modi efficaci per vigilare su tali attività. Sono state suggerite sia forme dirette di regolamentazione - come la necessità di una massima divulgazione e trasparenza in merito alle attività correlate ai fondi - sia forme indirette - come una vigilanza più rigorosa delle istituzioni finanziarie che si occupano dei fondi di copertura. Conveniamo su queste misure, ma riteniamo che si debbano esaminare anche altri aspetti, segnatamente come controllare e gestire la leva finanziaria che tali istituzioni dovrebbero essere autorizzate ad applicare.

Le istituzioni finanziarie ed i mercati costituiscono altresì il fulcro del capitolo 3, che tratta di due argomenti principali: i regolamenti in materia di **divulgazione e trasparenza** nonché la **gestione e regolamentazione del rischio** di mercato da parte delle istituzioni finanziarie.

Sul mercato mondiale, la trasparenza e la divulgazione sono ritenute elementi necessari alla vigilanza, che esse rafforzano, contribuendo per loro natura intrinseca alla solidità finanziaria delle istituzioni ed imponendo una maggiore responsabilità pubblica.

A livello macroeconomico, è essenziale promuovere la distribuzione efficace e tempestiva di dati in merito a riserve interne dei paesi, debito estero, flussi di capitale ed indicatori di solidità del settore finanziario. Per conseguire la massima efficacia di tutte le iniziative in materia di trasparenza nonché l'uso ottimale di risorse limitate, deve esservi un coordinamento dei diversi strumenti ed una complementarità di esiti.

A livello di singole istituzioni finanziarie, negli ultimi anni i settori più critici in materia di trasparenza sono stati quelli delle transazioni in titoli e strumenti derivati, dei prestiti a scopi speculativi e della valutazione del rischio di credito. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria intraprende azioni concrete in questi contesti, ma le procedure contabili si differenziano notevolmente, specie per i contratti per prodotti derivati. Paradossalmente, nell'arco di cinque anni la contabilità in materia di prodotti derivati è passata da una situazione di regolamentazione insufficiente ad una di regolamentazione eccessiva.

Ciò ha interessato soprattutto i due principali organismi in materia di standard contabili: il FASB (Comitato per la fissazione degli standard contabili) statunitense e la IASC europea. Con gli anni queste organizzazioni sono andate convergendo verso alcuni punti focali comuni; alcune associazioni di operatori di mercato si oppongono tuttavia all'adozione di tali standard contabili. Il dibattito non è chiuso e a livello europeo è complicato dal coordinamento degli standard contabili e delle direttive europee in materia contabile. Di recente la FEE ha inaspettatamente proposto l'opzione di utilizzare gli standard contabili

internazionali (IAS) senza richiedere la conformità con le direttive in materia contabile. Raccomandiamo quindi alle autorità europee di accelerare il processo di regolamentazione per venir incontro alle esigenze di mercato ed evitare una rapida obsolescenza.

Concentrarsi sulla regolamentazione del rischio di mercato è giustificato dal fatto che, mentre in passato le crisi erano per lo più provocate dal rischio di credito, negli ultimi vent'anni perdite rilevanti ed insolvenza nel settore bancario sono state spesso dovute ad eccessive attività di assunzione di rischi sul mercato. Le principali istituzioni finanziarie hanno reagito elaborando e ponendo in atto sofisticate tecniche di misurazione del rischio.

Nonostante le debolezze imputabili a questi sistemi di gestione del rischio, riteniamo che siano stati apportati miglioramenti sostanziali alla misurazione, gestione e controllo del rischio di mercato. Concordiamo quindi con la linea d'azione adottata del Comitato di Basilea e basata sul graduale riconoscimento di modelli interni finalizzati alla determinazione dell'adeguatezza patrimoniale. Raccomandiamo altresì che sia i supervisori internazionali che quelli nazionali concordino misure aggiuntive che portino a:

- i. un insieme di norme più uniforme ed omogeneo in materia di trasparenza delle attività di assunzione di rischio di mercato da parte delle banche;
- ii. un requisito specifico, per le banche attive a livello internazionale, di emissione di debito subordinato su base rinnovabile, quando il rendimento è percepito da investitori che non siano né assicurati né tutelati;
- iii. una strategia del tipo FDCIA per limitare le politiche di salvataggio delle banche insolventi; e
- iv. un collegamento più stretto fra tecniche di misurazione del rischio e tecniche di gestione del rischio.

Nel capitolo 4 si procede ad un'analisi della fragilità delle **economie emergenti ed in transizione** e si esamina il nesso fra interventi prudenziali e stabilità del settore bancario. La pertinenza del legame fra le due variabili emerge in modo palese nel caso delle banche asiatiche. Il basso livello patrimoniale, la scarsa liquidità e l'elevata esposizione al prestito in valuta estera sono alcune delle ragioni cui imputare la crisi del settore bancario. I punti deboli sono strettamente correlati all'insufficienza della normativa prudenziale; ne consegue che per accrescere la stabilità dei sistemi finanziari nazionali ed internazionali sarebbe necessario elaborare emendamenti alla normativa. Le notevoli differenze che caratterizzano regolamentazione e definizioni nei vari paesi hanno ripercussioni di rilievo non solo sull'efficacia delle normative prudenziali, ma anche sulla valutazione comparata della situazione in diversi paesi. Come già illustrato in precedenza, la definizione di standard internazionali nell'ambito della regolamentazione - ma anche in altri settori quali la contabilità - è quindi importante per migliorare le decisioni d'investimento a livello internazionale.

Un altro settore riguarda le transazioni ove svolgono un ruolo potenziale **fattori non tradizionali (reati penali, comportamenti illeciti)** quali possibili vettori d'instabilità. Dato che non esistono stime coerenti dei rischi d'instabilità dovuti a queste due categorie di fattori, raccomandiamo fortemente l'elaborazione di studi internazionali specifici su questo punto. La crescente consapevolezza del nesso fra instabilità finanziaria e comportamenti illegali potrebbe contribuire all'elaborazione di una legislazione contro il riciclaggio di denaro in condizioni di risorse scarse e capacità tecniche limitate. Sollecitiamo l'adozione di un modello moltiplicatore per il riciclaggio di denaro al fine di individuare gli strumenti

finanziari, i mercati e le istituzioni che dovrebbero essere soggetti a controllo, ed identificare coloro cui dovrebbe essere affidata la responsabilità delle attività di lotta a tale sistema fraudolento.

L'elaborazione di un **quadro normativo adeguato** per mantenere un sistema finanziario efficiente e stabile, presentata nel capitolo 4, è ampliata nel capitolo 5.

Per i paesi industrializzati la normativa prudenziale assume un'importanza fondamentale, la cui efficacia può essere valutata misurandone la capacità:

- 1) di rafforzare gli incentivi privati per le banche (ed altri operatori sui mercati finanziari) a riconoscere i rischi che assumono; e
- 2) di consentire alle autorità di vigilare sulle minacce potenziali alla stabilità sistemica, in modo da poter adottare misure correttive se necessario.

Un altro ambito di supervisione è l'elaborazione di reti di sicurezza finanziaria che riducano al minimo il problema del *moral hazard*. Teoricamente, la miglior rete di sicurezza è quella che si ha quando gli operatori di mercato agiscono come se tale rete non esistesse. Realisticamente, la realizzazione di una buona rete di sicurezza deve bilanciarne le componenti - fra cui l'istituzione del prestatore di ultima istanza, l'assicurazione sui depositi, i requisiti patrimoniali, la vigilanza e le norme in materia di chiusura e ricapitalizzazione - in modo da controllare l'entità del rischio assunto dal governo e fornire i giusti incentivi per tutte le parti interessate. Il consenso in merito alle suddette raccomandazioni politiche ha portato all'adozione di un quadro regolamentare analogo negli Stati Uniti, in Giappone ed in Canada. Riteniamo che l'UE debba adottare tale modello a condizione di precisare alcuni punti:

- i. la ripartizione delle responsabilità fra la BCE e le banche centrali nazionali in materia di vigilanza prudenziale e di disposizioni in merito al prestatore di ultima istanza; e
- ii. l'armonizzazione della normativa sui sistemi di assicurazione dei depositi e sui salvataggi finanziati con denaro dei contribuenti.

In molti paesi in via di sviluppo, ove le istituzioni finanziarie hanno una capacità limitata di gestire il rischio e le autorità di regolamentazione una capacità limitata di esercitare la vigilanza, altre politiche sono più adeguate al mantenimento della stabilità finanziaria. La scelta del regime di cambio più appropriato è di particolare rilevanza. Vi è un crescente consenso politico riguardo il fatto che un sistema di tassi fissi ma aggiustabili non funziona nelle economie di mercato emergenti, in quanto incoraggia le banche e le imprese nazionali a mutuare fondi in valuta estera senza prendere in considerazione i rischi dei tassi di cambio. I cambi fluttuanti o fissati irrevocabilmente (*currency board* od anche "dollarizzazione" dell'economia) sembrano opzioni più razionali.

Un altro punto importante riguarda la liberalizzazione dei sistemi bancari. Va sottolineato l'impatto positivo dell'ingresso di una banca estera, sia ex ante che ex post una crisi bancaria. La liberalizzazione del sistema bancario potrebbe essere utilizzata come strumento per prevenire e rettificare situazioni d'instabilità. Tuttavia, l'ingresso sul mercato di istituti esteri potrebbe anche accrescere il rischio d'instabilità. Infatti, l'accresciuta concorrenza riduce il valore di registrazione delle banche, inducendole ad accettare rischi maggiori. Per questo motivo l'approccio alla liberalizzazione del sistema bancario dovrebbe essere cauto ed improntato a normative prudenziali e vigilanza rigorose.

Il capitolo 6 trae conclusioni dall'esaustivo dibattito sulla riforma dell'“**architettura finanziaria internazionale**”. Riteniamo che si debbano tenere separati gli strumenti di prevenzione e di gestione delle crisi. Quanto alle opzioni politiche di prevenzione delle crisi, sono state avanzate varie proposte per limitare o tassare l'indebitamento estero delle banche, tassare gli afflussi di capitale a breve termine, controllare i deflussi di capitale o tassare le transazioni in valuta estera. Tra tutte queste proposte, la necessità di tassare gli afflussi di capitale a breve termine ottiene ampio consenso.

In merito alla gestione delle crisi, il dibattito generale si incentra sul pacchetto di meccanismi istituzionali necessari per sostenere i paesi che non riescono a prevenire l'insorgere di una crisi. È stato posto l'accento su misure di “*bail-in*” per il settore privato, ossia sulle modalità per far assumere a quest'ultimo un peso maggiore nella gestione della crisi.

Infine, intendiamo contribuire alla discussione sul funzionamento del Fondo Monetario Internazionale (FMI), il protagonista chiave a livello internazionale nelle recenti crisi finanziarie. Vengono esaminate due opzioni diametralmente opposte:

- i. fare dell'FMI il prestatore d'ultima istanza internazionale; o
- ii. limitare il ruolo dell'FMI al monitoraggio degli sviluppi nelle economie di mercato emergenti, lasciando al contempo il ruolo di prestatore d'ultima istanza ad una rete di banche centrali.

Riteniamo che la seconda opzione possa ridurre i problemi in materia di *moral hazard* legati alla presenza di un prestatore d'ultima istanza internazionale. A livello europeo va tuttavia chiarito se la Banca centrale europea abbia il mandato istituzionale per proporsi quale gestore efficace delle crisi finanziarie internazionali.

Het functioneren van en toezicht op internationale financiële instellingen

Samenvatting

De afgelopen jaren heeft het internationale financiële stelsel een periode van aanzienlijke turbulentie en wisselvalligheid doorgemaakt, wat heeft geleid tot grotere instabiliteit en systeemrisico. In deze periode waren de kapitaalmarkten volatiel en beïnvloedden zij elkaar onderling. De economieën in opkomst hadden te lijden onder de gevolgen van fluctuerende kapitaalstromen. De gebeurtenissen tijdens deze periode - de crisis in Azië, Ruslands betalingsproblemen, de monetaire onrust in Brazilië, de ineensstorting van Long Term Capital Management (LTCM), enz. - hadden zwaarwegende gevolgen voor de volgende belangrijke kwesties:

- de effectiviteit van de taken op het gebied van risicometing en -beheer binnen financiële instellingen die internationaal actief zijn;
- de mate van openbaarmaking van de risicoprofielen van financiële instellingen;
- de rol van financieel toezicht en de noodzaak om de internationale samenwerking tussen nationale toezichthouders te versterken;
- de structuur van het internationale financiële stelsel.

Het doel van dit document is:

- een breed overzicht te geven van de problemen die op dit moment invloed uitoefenen op het internationale financiële stelsel en de internationale financiële instellingen;
- aandacht te besteden aan de verschillende voorstellen die de afgelopen tijd zijn gedaan voor de herstructurering van het mondiale financiële stelsel, zowel op macroniveau (de rol van internationale organen, de herstructurering van wisselkoersstelsels, enz.) als op microniveau (openbaarmaking, regulering van de kapitaaltoereikendheid, enz.);
- voorstellen te doen voor mogelijke verbeteringen die op Europees niveau kunnen worden verwezenlijkt.

Over het geheel genomen geldt dat de meeste toezichtskwesties die in dit document onder de loep worden genomen, worden beheerd door internationale organen en, heel vaak, door paritaire commissies, met name de Comités van Bazel en, tot op zekere hoogte, het IMF. Europese instellingen, zowel officiële en beroepsorganisaties als toezichthoudende autoriteiten van de lidstaten, leveren hun bijdrage aan het functioneren van deze internationale fora. Over het algemeen nemen Europese werkgroepen internationale normen nauwgezet over. Wij adviseren echter om in de toekomst nog meer aandacht te besteden aan deze kwesties, vooral op politiek niveau, vanwege het complexere mondiale klimaat en ook grotere bereidheid te tonen om te voldoen aan de eisen van de markt en te voorkomen dat men achterloopt.

Dit document heeft zes hoofdstukken die zowel macroaspecten (met name hoofdstuk 1, 4, 5 en 6) als microaspecten (met name hoofdstuk 2 en 3) behandelen.

De inleiding schetst de **hoofdthema's**. De analyse van

- internationale kapitaalstromen naar en van markteconomieën in opkomst,

- de belangrijkste oorzaken en gevolgen van de omkering van kapitaalstromen en
- de financiële crises op de opkomende markten

leidt tot enkele voorlopige conclusies, die uitgebreider worden besproken in de daaropvolgende hoofdstukken.

Het lijkt met name duidelijk dat de financiële wereldmarkten in de afgelopen jaren te maken hebben gehad met crises die in belangrijke mate verschilden van de crises in de jaren zeventig en tachtig, de zogenaamde betalingsbalanscrises. Deze waren in wezen het neveneffect van de voortdurende onevenwichtigheid van lopende rekeningen en leidden tot de afschaffing van spilkoersen. Daarentegen worden de jongste crises - ook *twin-crises* genaamd - gekenmerkt door een nauw verband tussen overspannen betalingsbalansen en problemen die te wijten zijn aan de financiële kwetsbaarheid op nationaal niveau, met name van het bankwezen.

Op basis van deze conclusies worden in het eerste hoofdstuk **de belangrijkste beleidsmaatregelen** op nationaal en internationaal niveau behandeld die worden genomen om de grote omkeringen van kapitaalstromen en de kwetsbaarheid van financiële instellingen onder controle te krijgen. Een kritische evaluatie van de effectiviteit van deze beleidsmaatregelen komt ook in het laatste hoofdstuk aan de orde. Dit is gewijd aan een beoordeling van **de wijze waarop financiële markten moeten worden hervormd** om dergelijke crises zoveel mogelijk te voorkomen, maar tegelijkertijd wel te blijven profiteren van de voortschrijdende integratie van de mondiale kapitaalmarkten.

Van de oorzaken voor de kwetsbaarheid van financiële stelsels spelen volgens waarnemers met name afgeleide contracten en instellingen met een hoge verhouding risico/eigen kapitaal - in het bijzonder hedgefondsen - een belangrijke rol. In hoofdstuk 2 komen deze beide thema's aan de orde, waarbij de redenen voor het risico van zowel OTC- (over-the-counter) als op de beurs verhandelde instrumenten en het functioneren van hedgefondsen worden behandeld.

De risico's van **OTC-instrumenten** zijn veel groter dan van op de beurs verhandelde instrumenten. Een zeer cruciaal thema is de *kredietrisicopositie* ervan. Veel initiatieven vanuit instellingen (b.v. het Comité van Bazel) en vanuit de markt (*Counterparty Risk Management Policy Group - CRMPG*) hebben zich beziggehouden met de *inschatting* en het *beheer* van deze risico's.

De discussie is echter nog niet gesloten. Zowel specifieke als algemene problemen bepalen de effectiviteit van *technieken* voor risicobeheer. De algemene aanbevelingen in dit stuk betreffen uitsluitend deze problemen. Regelgevers zouden bijvoorbeeld moeten proberen om *eerlijke concurrentie* te bevorderen *ter voorkoming van ongezonde vergroting van het marktaandeel* van financiële tussenpersonen die handelen in OTC-instrumenten, en moeten ook bedenken dat organisatorische aspecten (b.v. interne beloningssystemen) net zo serieus moeten worden gevolgd als technische aspecten. Wat de marktpartijen betreft: zij zouden hun instrumenten voor het beoordelen en beheersen van kredietrisico moeten optimaliseren en de verbreiding van zowel bilaterale als multilaterale vereveningsnetwerken moeten verbeteren.

Voor **op de beurs verhandelde instrumenten** gelden andere overwegingen. Gereguleerde beurzen zijn essentieel voor financiële-marktpartijen omdat zij snelle afdekking van posities met minder liquide instrumenten mogelijk maken. In het hart van het web dat ervoor zorgt dat de verrekenings- en vereveningsafspraken op de beurs goed

verlopen, bevindt zich een centrale tegenpartij: de clearinginstelling van de beurs. Clearinginstellingen op de beurs beheersen risico's door het creëren van een reeks van veiligheidsmechanismen tegen wanbetaling of insolventie van leden, marktpartijen en verrekeningsinstellingen.

De belangrijkste conclusie van dit stuk is dat de reorganisatiegolf die tegenwoordig de structuur van de beurs voor afgeleide instrumenten bepaalt, de noodzaak tot verbetering van risicoprocedures van clearinginstellingen onderstreept. Fusies en samenwerkingsverbanden zorgen voor mondiale handelsplatforms, waardoor het risico van de centrale tegenpartijen groter wordt. De effectiviteit en efficiëntie van grensoverschrijdende transacties en verrekeningsafspraken maken grotere internationale samenwerking tussen regelgevers en beurzen noodzakelijk. Supranationale organisaties zoals IOSCO en, op Europees niveau, ECOFEX zouden sterk bij een dergelijk proces betrokken moeten worden.

Hedgefonds en andere instellingen met een hoge verhouding risico/eigen kapitaal zijn institutionele beleggers met een hoog risico/resultaat-profiel die gewoonlijk gebruikmaken van veel vreemd vermogen. De recente ineenstorting van LTCM en de dreiging dat de beleggingsstrategieën van hedgefonds zouden kunnen leiden tot systeemrisico's hebben gevoerd tot een discussie tussen regelgevers op zowel nationaal als internationaal niveau over doeltreffende manieren om toezicht te houden op de activiteiten van hedgefonds. Er zijn voorstellen gedaan voor zowel directe vormen van regulering (zoals de noodzaak tot maximale doorzichtigheid en openbaarmaking van de activiteiten van hedgefonds) als indirecte vormen (zoals strenger toezicht op financiële instellingen die zaken doen met hedgefonds). Wij zijn het met deze maatregel eens, maar we geloven ook dat andere terreinen moeten worden onderzocht: met name de wijze waarop controle gehouden moet worden op en omgegaan moet worden met de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen die deze instellingen zouden mogen toepassen.

Financiële instellingen en markten zijn ook de hoofdthema's van hoofdstuk 3, waar twee belangrijke onderwerpen aan de orde komen: de regulering van **openbaarmaking en doorzichtigheid** en **risicobeheer en -regulering** van de markt van financiële instellingen.

Op de wereldmarkt worden openbaarmaking en doorzichtigheid gezien als noodzakelijke aanvullingen op toezicht, dat zij ook versterken, terwijl zij als zodanig bijdragen aan de financiële soliditeit van instellingen en grotere maatschappelijke verantwoordelijkheidszin afdwingen.

Op macro-economisch niveau is het essentieel om de doeltreffende en tijdige verspreiding van gegevens over de interne reserves, buitenlandse schuld, kapitaalstromen en indicatoren van de soliditeit van de financiële sector van landen tot stand te brengen. Om maximale doeltreffendheid van alle openbaarmakingsinitiatieven en optimaal gebruik van schaarse middelen te bereiken, moet er coördinatie bestaan tussen de verschillende instrumenten en de complementariteit van gegevens.

Op het niveau van afzonderlijke financiële instellingen werd openbaarmaking in de afgelopen jaren vooral essentieel geacht op het terrein van de handel in effecten en afgeleide instrumenten, leningen voor speculatieve doeleinden en de beoordeling van kredietrisico. Het Comité van Bazil inzake het toezicht op banken heeft op deze terreinen een proactieve opstelling, maar de administratieve behandeling laat grote verschillen zien, met name ten aanzien van contracten voor afgeleide instrumenten. Paradoxaal genoeg veranderde de administratieve behandeling van afgeleide instrumenten in vijf jaar tijd van een "ondergereguleerde" in een "overgereguleerde" situatie.

De belangrijkste instellingen zijn daarbij de twee toonaangevende organen voor boekhoudnormen: de Amerikaanse FASB en de in Europa gevestigde IASC. In de loop der jaren hebben deze organisaties elkaar gevonden op gemeenschappelijke hoofdlijnen. Enkele verenigingen van marktpartijen zijn echter tegenstanders van deze boekhoudnormen. De discussie hierover is nog niet gesloten en wordt op Europees niveau bemoeilijkt door de coördinatie tussen boekhoudnormen en de Europese richtlijnen inzake boekhouding. Opmerkelijk genoeg heeft de FEE kort geleden de mogelijkheid voorgesteld om internationale boekhoudnormen (IAS) toe te passen zonder dat zij moeten voldoen aan de richtlijnen inzake boekhouding. Wij adviseren de Europese instanties om het reguleringsproces te bespoedigen om te voldoen aan de eisen van de markt en te voorkomen dat men snel achterloopt.

Dat men zich concentreert op regulering van het marktrisico, wordt gerechtvaardigd door het feit dat in het verleden bankcrises meestal het gevolg waren van kredietrisico, maar in de afgelopen twintig jaar aanzienlijke verliezen en insolventie in het bankwezen vaak veroorzaakt werden doordat buitensporige marktrisico's werden aangegaan. De belangrijkste financiële instellingen hebben hierop gereageerd met de ontwikkeling en invoering van geavanceerde technieken voor risicometing.

Ondanks de zwakke punten die deze systemen voor risicobeheer kunnen worden verweten, geloven wij dat zij belangrijke verbeteringen vormen voor de wijze waarop marktrisico's worden gemeten, beheerd en gecontroleerd. Wij zijn het daarom eens met de aanpak van het Comité van Bazel, die is gebaseerd op de geleidelijke erkenning van interne modellen voor kapitaalvereisten. Wij adviseren voorts dat nationale en internationale toezichthouders het eens worden over extra maatregelen die leiden tot:

- i) meer uniforme en homogene regels voor de openbaarmaking van de marktrisico's die banken aangaan;
- ii) een uitdrukkelijke eis voor internationaal actieve banken om achtergestelde schuld uit te geven op renouvellerende basis wanneer de opbrengst naar onverzekerde en onbeschermde beleggers gaat;
- iii) een beperking naar het voorbeeld van de FDICIA voor het redden van insolvente banken;
- iv) een sterkere koppeling van risicometing en technieken voor risicobeheer.

Een analyse van de kwetsbaarheid van **opkomende en overgangseconomieën** komt voor het eerst aan de orde in hoofdstuk 4, waarin we ons bezighouden met het verband tussen aangelegenheden op het gebied van bedrijfseconomisch toezicht en de stabiliteit van het bankwezen. Het belang van de koppeling van deze twee variabelen blijkt overduidelijk uit de crisis van de banken in Azië. Een laag eigen vermogen, een lage liquiditeit en een groot volume van leningen verstrekt in buitenlandse valuta zijn enkele van de redenen voor de crisis in de bancaire sector. De terreinen van zwakte houden nauw verband met ontoereikende regulering van het bedrijfseconomisch toezicht. Om de stabiliteit van nationale en internationale financiële stelsels te versterken, zou men zich daarom sterk moeten inzetten voor verbetering van de regulering. De grote verschillen in de regulering en definities tussen landen hebben belangrijke gevolgen, niet slechts in termen van de doeltreffendheid van het bedrijfseconomisch toezicht, maar ook voor de vergelijkende beoordeling van de situatie in verschillende landen. Zoals hierboven gezegd, is het stellen van internationale normen voor regulering - maar ook voor andere terreinen zoals

boekhouding - daarom ook belangrijk voor het verbeteren van de beslissingen van internationale beleggers.

Een ander onderwerp dat aan de orde komt, is de mogelijke rol van **niet-traditionele factoren (criminele en onrechtmatige)** als mogelijke oorzaken van instabiliteit. Omdat er tot dusver geen consequente schattingen van het instabiliteitsrisico door criminele en onrechtmatige factoren bestaan, geven wij het dringende advies om naar dit onderwerp specifiek internationaal onderzoek te verrichten. In de huidige situatie van schaarse middelen en beperkte technische capaciteit zou een groeiende kennis van het verband tussen financiële instabiliteit en onrechtmatige factoren kunnen bijdragen tot het opstellen van wetgeving tegen het witwassen van geld. Wij geven het advies een *multiplier*-model voor het witwassen van geld te gebruiken voor de bepaling van de financiële instrumenten, markten en instellingen die gecontroleerd zouden moeten worden en van diegenen die de leiding moeten krijgen over de activiteiten tegen het witwassen van geld.

Het ontwerpen van een **geëigend regelgevend kader** om een efficiënt en stabiel financieel stelsel in stand te houden, komt voor het eerst aan de orde in hoofdstuk 4 en wordt verder uitgewerkt in hoofdstuk 5.

Voor ontwikkelde landen speelt regulering van het bedrijfseconomisch toezicht een essentiële rol. De doeltreffendheid ervan kan worden bepaald op basis van het vermogen om:

- (1) particuliere stimulansen voor banken (en andere deelnemers aan financiële markten) te versterken om hen de risico's die zij aangaan, te laten inzien;
- (2) het de bevoegde instanties mogelijk te maken om controle te houden op mogelijke bedreigingen voor de systeemstabiliteit, zodat zij, zo nodig, corrigerend kunnen optreden.

Een ander terrein van toezicht is de ontwikkeling van financiële vangnetten die het probleem van moreel risico tot een minimum beperken. Het ideale vangnet is een net waardoor marktpartijen zich zouden gaan gedragen alsof het niet bestond. Realistisch gezien moet een goed vangnet de onderdelen waaruit het bestaat - waaronder *lender of last resort*-faciliteiten, verzekering van deposito's, vermogensrechten, toezicht en regels voor openbaarmaking en herkapitalisatie - zodanig in evenwicht brengen dat het risico dat de overheid draagt onder controle wordt gehouden en dat aan alle betrokken partijen de juiste stimulansen worden gegeven. Consensus over de bovenstaande beleidsaanbevelingen heeft geleid tot de invoering van een soortgelijk regelgevend kader in de Verenigde Staten, Japan en Canada. Wij zijn van mening dat de EU een dergelijk model moet overnemen mits enkele onderwerpen duidelijk worden vastgelegd:

- i) het delen van verantwoordelijkheden tussen de ECB en de nationale centrale banken op het gebied van bedrijfseconomisch toezicht en de verschaffing van *lender of last resort*-faciliteiten;
- ii) de harmonisatie van de regulering voor verzekering van deposito's en reddingsoperaties die worden gefinancierd met het geld van de belastingbetaler.

In veel ontwikkelingslanden, waar financiële instellingen slechts beperkte mogelijkheden hebben voor risicobeheer en regelgevers een beperkte capaciteit hebben om toezicht te houden, zijn andere beleidsmaatregelen belangrijker voor het handhaven van de financiële stabiliteit. Vooral de keuze van het meest geschikte wisselkoersstelsel is een belangrijke kwestie. Er bestaat een groeiende consensus bij beleidsmakers over het feit dat vaste maar aan te passen spilkoersen niet goed functioneren voor markteconomieën in opkomst: de

spilkoers vormt een aanmoediging voor binnenlandse banken en bedrijven om geld te lenen in buitenlandse valuta zonder rekening te houden met wisselkoersrisico's. Zwevende of onherroepelijk vaste wisselkoersen (*currency boards* of zelfs "dollarisering" van de economie) lijken meer geschikte opties.

Een ander belangrijk onderwerp is de liberalisering van het bankwezen. We besteden aandacht aan het positieve effect van de toelating van buitenlandse banken, zowel vóór als na een bancaire crisis. De liberalisering van het bankwezen kan worden gebruikt als een instrument om instabiliteit te voorkomen en te verhelpen. Toelating van buitenlandse banken kan echter ook de kans op instabiliteit vergroten. Groeiende concurrentie verlaagt in feite de verwachte waarde van beleggingen van banken, wat hen stimuleert om groter risico te nemen. Daarom moet de liberalisering van het bankwezen zeer voorzichtig worden aangepakt en moet men zich richten op een grote mate van bedrijfseconomische regulering en toezicht.

In hoofdstuk 6 worden conclusies getrokken uit de uitvoerige discussie over de hervorming van de **"internationale financiële structuur"**. Wij geloven dat instrumenten voor crisispreventie en crisisbeheer gescheiden moeten worden gehouden. Wat de beleidsopties voor crisispreventie betreft, zijn er verschillende voorstellen gedaan om banken die in het buitenland lenen in te perken of belastingen op te leggen, de instroom van kortlopend kapitaal te belasten, de uitstroom van kapitaal te controleren of transacties in buitenlandse valuta te belasten. Van deze voorstellen bestaat er brede consensus over de noodzaak om de instroom van kortlopend kapitaal te belasten.

Wat crisisbeheer betreft, richt de algemene discussie zich op de institutionele mechanismen die nodig zijn om landen bij te staan die het uitbreken van een crisis niet kunnen voorkomen. Veel aandacht wordt besteed aan maatregelen om de particuliere sector hier financieel bij te betrekken, dat wil zeggen aan manieren om de particuliere sector meer te laten delen in de last van crisisbeheer.

Tenslotte leveren wij een bijdrage aan de discussie over het functioneren van het Internationaal Monetair Fonds (IMF), de belangrijkste internationale speler in de recente financiële crises. Twee totaal tegengestelde opties worden onder de loep genomen:

- i) het IMF *lender of last resort* maken of
- ii) de rol van het IMF beperken tot het signaleren van ontwikkelingen in markteconomieën in opkomst, terwijl de rol van *lender of last resort* wordt overgelaten aan een netwerk van centrale banken.

Wij zijn van mening dat deze laatste optie de problemen met het moreel risico, die verband houden met het bestaan van een internationale *lender of last resort*, kan verminderen. Op Europees niveau moet echter worden bepaald of de Europese Centrale Bank het institutionele mandaat heeft om een efficiënte beheerder van internationale financiële crises te zijn.

O funcionamento e a supervisão das instituições financeiras internacionais

Resumo

Nos últimos anos, o sistema financeiro internacional tem sido assolado por fases de grande turbulência e volatilidade, vivendo hoje, em consequência, um clima de maior instabilidade e risco sistémico. Durante este período, os mercados de capitais revelaram-se voláteis e susceptíveis a contágio, tendo as economias emergentes sofrido as consequências de fluxos de capitais voláteis. Questões como, por exemplo, a crise asiática, o incumprimento da dívida por parte da Rússia, as turbulências da moeda brasileira, o colapso do fundo de cobertura de riscos Long Term Capital Management (LTCM), etc., tiveram implicações significativas nas seguintes questões fundamentais:

- eficácia das funções de avaliação e gestão do risco nas instituições financeiras que actuam nos mercados internacionais;
- grau de publicitação dos perfis de risco das instituições financeiras;
- papel da supervisão financeira e necessidade de reforçar a cooperação internacional entre as autoridades supervisoras nacionais;
- arquitectura geral do sistema financeiro internacional.

O presente estudo tem por objectivo:

- dar uma perspectiva ampla dos problemas que afectam actualmente o sistema e as instituições financeiras internacionais;
- abordar as diferentes propostas, recentemente delineadas, tendentes a uma nova arquitectura do sistema financeiro global, tanto no plano macroeconómico (o papel dos organismos internacionais, a redefinição dos regimes de taxas cambiais, etc.), como no plano microeconómico (questões relacionadas com a divulgação de informação, regulamentação da adequação dos capitais, etc.);
- propor eventuais melhorias passíveis de ser alcançadas no plano europeu.

De um modo geral, a maior parte das questões de supervisão analisadas neste estudo são geridas por organismos internacionais e, muitas das vezes, por comités conjuntos, nomeadamente pelo Comité de Basileia e, em certa medida, pelo FMI. As instituições europeias, tanto as organizações oficiais como os organismos profissionais, bem como as autoridades de supervisão dos Estados-Membros, participam no funcionamento destes fóruns internacionais. De um modo geral, os grupos de trabalho europeus são pontuais na adopção das normas internacionais; no entanto, recomendamos que, de futuro, seja dada ainda maior atenção a estas questões, sobretudo ao nível político, em consequência da maior complexidade do ambiente global, e que exista maior disponibilidade para responder às exigências dos mercados e evitar uma rápida obsolescência.

O estudo tem seis capítulos principais que abordam aspectos macroeconómicos (sobretudo os capítulos, I, IV, V e VI) e aspectos microeconómicos (sobretudo os capítulos II e III), antecedidos por uma introdução que enuncia os **temas principais**.

A sua análise

- dos fluxos de capitais internacionais que entram e saem das economias de mercado emergentes;
- das principais causas e consequências das inversões de fluxos de capitais; e
- das crises financeiras nos mercados emergentes,

permite retirar algumas conclusões preliminares, que são discutidas em maior pormenor nos capítulos seguintes.

Parece evidente, sobretudo nos últimos anos, que os mercados financeiros globais têm enfrentado crises muito diferentes das crises vividas nas décadas de 70 e de 80, as designadas crises das balanças de pagamentos, que resultaram, essencialmente, de desequilíbrios persistentes nas balanças de transacções correntes, e acabaram por levar ao abandono do mecanismo das taxas de câmbio fixas. Em contrapartida, as recentes crises, também designadas de “crises gêmeas”, são caracterizadas pela existência de uma ligação estreita entre as situações de equilíbrio precário das balanças de pagamentos e os problemas gerados pela vulnerabilidade financeira das economias nacionais, sobretudo ao nível dos sistemas bancários.

Com base nestas conclusões, o primeiro capítulo analisa as **principais medidas políticas** nacionais e internacionais empreendidas em sua resposta para gerir algumas das grandes inversões de fluxos de capitais e a fragilidade das instituições financeiras. No capítulo final, onde também é feita uma avaliação crítica da eficácia destas políticas, é discutido como se deverá **reformular os mercados financeiros globais**, para limitar a ocorrência dessas crises sem afectar os benefícios decorrentes da integração progressiva dos mercados de capitais mundiais.

Os observadores consideram que os contratos de derivados e as instituições com elevado grau de endividamento (*HLLs*), em particular os fundos de cobertura de riscos, contribuem significativamente para as causas de fragilidade dos sistemas financeiros. O Capítulo II aborda ambas as questões, investigando as fontes de risco, quer dos derivados transaccionados em mercado fora de bolsa, quer em bolsa de valores, bem como o funcionamento dos fundos de cobertura de riscos.

Os riscos colocados pelos **derivados não cotados em bolsa** são mais graves do que os riscos relacionados com os derivados cotados em bolsa. Uma questão crucial prende-se com as suas *exposições ao risco de crédito*. Muitas iniciativas institucionais (por exemplo, o Comité de Basileira) e iniciativas tomadas pelos participantes no mercado (*Grupo de Política de Gestão do Risco de Compensação - CRMPG*) têm-se debruçado sobre o *cálculo* e a *gestão* destes riscos.

Contudo, o debate ainda não terminou. Questões pendentes, específicas e gerais, condicionam a eficácia das *técnicas* de gestão do risco. As recomendações de carácter geral deste estudo prendem-se estritamente com estas questões pendentes. Por exemplo, as entidades reguladoras deveriam tentar melhorar a prática da "*concorrência leal*" de modo a "*proibir o aumento pouco saudável da quota de mercado*" dos intermediários financeiros que negociam derivados não cotados em bolsa e lembrar-se de que os aspectos organizacionais (por exemplo, os sistemas de remuneração interna) têm de ser objecto de supervisão tão rigorosa como a dos sistemas técnicos. No que diz respeito aos participantes no mercado, estes deverão reforçar os seus instrumentos de avaliação e gestão do risco de crédito, melhorando a difusão de redes de informações bilaterais e multilaterais.

São várias as considerações feitas a propósito dos **derivados negociados em bolsa**. As bolsas de valores organizadas têm uma posição crítica sobre os participantes nos mercados financeiros, porque eles permitem a rápida transacção compensatória de posições por instrumentos de menor liquidez. No centro da teia, que faz com que os mecanismos de compensação bolsista e de liquidação funcionem correctamente, existe um organismo central de contrapartida: As câmaras de compensação bolsistas gerem os riscos, criando uma série de salvaguardas contra o incumprimento ou a insolvência dos membros, dos participantes no mercado e dos bancos de liquidação.

Perante a onda de remodelação que assola actualmente as estruturas do mercado de derivados negociados em bolsa, o estudo salienta, como principal conclusão, a necessidade de aperfeiçoar os procedimentos de risco das câmaras de compensação. As fusões e as associações intra-empresas estão a criar plataformas de negociação globais, aumentando os riscos a que são expostos os organismos centrais de compensação envolvidos. A eficiência e a eficácia das transacções transfronteiriças e dos mecanismos de compensação exigem o reforço da cooperação internacional entre as entidades reguladoras e as bolsas de valores. É imperioso envolver fortemente nesse processo organismos supranacionais, como a IOSCO e, no plano europeu, a ECOFEX.

Os **fundos de cobertura de riscos**, em conjunto com outras instituições com grau elevado de endividamento (*HLLs*), são investidores institucionais com um perfil de alto risco/rendimento que, normalmente, recorrem a um elevado grau de endividamento. O recente colapso do LTCM e a ameaça de que as estratégias de investimento dos fundos de cobertura de riscos possam tornar-se riscos sistémicos incentivaram as entidades reguladoras nacionais e internacionais a debater formas eficazes de supervisionar as actividades dos fundos de cobertura de riscos. Foram sugeridas formas directas de regulação, como a necessidade de actuar com a máxima transparência e de proceder à divulgação das actividades dos fundos de cobertura de riscos, e indirectas, como a aplicação de maior rigor na supervisão das instituições financeiras que lidam com fundos de cobertura de riscos. Concordamos com estas medidas, embora julguemos que também é preciso investigar outras áreas, procurando, nomeadamente, encontrar formas de supervisionar e de lidar com o grau de endividamento que estas instituições poderão aplicar.

As instituições e os mercados financeiros são igualmente os temas principais do Capítulo III, que aborda duas questões fundamentais: a regulamentação das normas de **publicação de informação e da transparência** e a **gestão e regulamentação do risco** de mercado das instituições financeiras.

No mercado global, a publicação de informação e a transparência são encaradas como complementos necessários da supervisão, que reforçam, ao mesmo tempo que contribuem, *per se*, para a solidez financeira das instituições e para obrigar a uma maior prestação de contas ao público.

No plano macroeconómico, é fundamental desenvolver a disseminação eficaz e atempada de dados sobre reservas internas, dívida externa, fluxos de capitais e indicadores de solidez do sector financeiro dos diversos países. A maximização da eficácia de todas as iniciativas ao nível da publicação de informação, e a utilização otimizada de recursos escassos carecem da coordenação de diferentes instrumentos e da complementaridade dos resultados.

Ao nível das instituições financeiras individuais, as áreas de publicação de informação mais críticas dos últimos anos têm estado relacionadas com a negociação de títulos e de derivados, empréstimos para fins especulativos e a avaliação do risco do crédito. O Comité de Basileia sobre a Supervisão Bancária é pro-activo nestas áreas, mas os tratamentos contabilísticos são muito diferentes, nomeadamente no que diz respeito aos contratos de derivados. Paradoxalmente, num período de cinco anos, a normalização contabilística no âmbito dos derivados passou de uma situação de "sub-regulamentação" para uma de "sobre-regulamentação".

Os principais envolvidos são os dois organismos mais importantes responsáveis pela criação de normas contabilísticas, a FASB norte-americana e o IASC, com sede na Europa que, ao longo dos anos, foram convergindo relativamente a alguns pontos fundamentais comuns. Contudo, algumas associações participantes no mercado opõem-se a estas normas contabilísticas. O debate permanece em aberto, sendo complicado no plano europeu devido à coordenação das normas contabilísticas com as normas de contabilidade europeias. A FEE, surpreendentemente, sugeriu há pouco a opção de utilizar as normas contabilísticas internacionais sem exigir a observância das directivas de contabilidade. Recomendamos que as autoridades europeias acelerem o processo de regulamentação, de modo a satisfazer as exigências do mercado e a evitar uma rápida obsolescência.

A ênfase sobre a regulamentação dos riscos do mercado justifica-se porque, ao contrário do que aconteceu no passado, em que as crises bancárias foram quase sempre geradas por riscos de crédito, nos últimos vinte anos, as perdas significativas e a insolvência da indústria bancária tiveram frequentemente a sua origem em actividades associadas a níveis excessivos de risco de mercado. As principais instituições financeiras reagiram, desenvolvendo e implementando técnicas sofisticadas de avaliação do risco.

Apesar das fragilidades reveladas por estes sistemas de gestão dos riscos, estamos em crer que eles representam uma melhoria significativa na forma de avaliar, gerir e controlar os riscos de mercado. Concordamos, por conseguinte, com a linha de acção do Comité de Basileia, baseada no reconhecimento gradual de modelos internos para efeitos de adequação dos capitais. Recomendamos igualmente que as entidades de supervisão nacionais e internacionais cheguem a acordo quanto a medidas adicionais no sentido de:

- i. adoptar um conjunto de regras mais uniforme e homogéneo relativo à publicação de informação sobre as actividades de risco empreendidas nos mercados pelos bancos;

- ii. exigir explicitamente que os bancos presentes nos mercados internacionais emitam a dívida subordinada numa base rotativa, sempre que os lucros pertencerem a investidores sem seguro ou protecção;
- iii. definir um limite ao estilo da lei FDCIA para cobrir as políticas de bancos insolventes;
- iv. estabelecer uma ligação mais forte entre as técnicas de avaliação do risco e as técnicas de gestão do risco.

No capítulo IV tem início uma análise das fragilidades das **economias emergentes e de transição**, que investiga a relação entre preocupações prudenciais e a estabilidade do sector bancário. A relevância da ligação entre as duas variáveis adquire contornos extremos no caso dos bancos asiáticos. Baixos níveis de capitais próprios, pouca liquidez e uma forte exposição à concessão de empréstimos em moedas estrangeiras estão entre as causas da crise do sector bancário. As áreas de fragilidade estão intimamente associadas a deficiências na regulamentação prudencial, pelo que deveriam ser envidados esforços consideráveis no sentido de serem alteradas as regulamentações e, assim, aumentar a estabilidade dos sistemas financeiros nacionais e internacionais. As grandes diferenças existentes entre os países ao nível das regulamentações e das definições têm consequências importantes, não apenas em termos da eficácia das preocupações de natureza prudencial, como também da avaliação comparativa da situação dos diferentes países. Conforme foi afirmado antes, a definição de normas internacionais ao nível da regulamentação e de outras áreas, como a contabilidade, é importante para que os investidores internacionais tomem decisões mais acertadas.

Outra área investigada aborda o papel potencial dos **factores não tradicionais (criminais e ilegais)** como possíveis veículos de instabilidade. Como não existem até à data estimativas consistentes dos riscos de instabilidade provocados por factores criminais e ilegais, recomendamos energicamente a elaboração de estudos internacionais específicos sobre a matéria. A obtenção de mais conhecimentos sobre a relação entre a instabilidade financeira e factores ilegais poderia ajudar na concepção de legislação visando contrariar o branqueamento de capitais em condições de poucos recursos e capacidades técnicas limitadas. Recomendamos um modelo multiplicador do branqueamento de capitais, com vista a identificar os instrumentos financeiros, mercados e instituições que deveriam ser controlados, e quem deverá ser incumbido de responsabilidades no combate a esse branqueamento.

A concepção de um **quadro regulamentar adequado** como pressuposto para a manutenção de um sistema financeiro eficiente e estável, introduzida no capítulo IV, é desenvolvida no capítulo V.

A regulamentação prudencial desempenha um papel fundamental nos países desenvolvidos, podendo a sua eficácia ser avaliada através do seu grau de capacidade para:

- 1) reforçar incentivos privados aos bancos (e a outros participantes nos mercados financeiros) para a identificação dos riscos que estão a tomar; e
- 2) permitir que as autoridades exerçam vigilância sobre potenciais ameaças à estabilidade do sistema, de modo a poderem tomar medidas correctivas, se necessário.

Outra área de supervisão é a da concepção de redes de segurança financeira que minimizem o problema do risco moral. Em termos ideais, a melhor rede de segurança é aquela em que os participantes do mercado se comportam como se ela não existisse. Em termos realistas, a concepção de uma boa rede de segurança tem de equilibrar as suas componentes, incluindo a intervenção de um credor em última instância, o seguro de depósito, os requisitos de capital, a supervisão e as regras de encerramento e recapitalização, de modo a controlar o nível de risco suportado pelos governos e providenciar os incentivos certos para todas as partes envolvidas. O consenso sobre estas recomendações políticas levou à implementação de um quadro regulamentar semelhante nos Estados Unidos, Japão e Canadá. Nós consideramos que a União Europeia deveria adoptar esse modelo, desde que fiquem claramente definidas questões como:

- i. a partilha de responsabilidades entre o Banco Central Europeu e os bancos centrais nacionais relativamente a questões de supervisão prudencial e a provisão da intervenção de um credor em última instância; e
- ii. a harmonização da regulamentação relativa aos sistemas de seguro de depósito e às coberturas financiadas com o dinheiro dos contribuintes.

Em muitos países em desenvolvimento, em que é limitada a capacidade das instituições financeiras para gerir os riscos e das entidades reguladoras para exercer as competências de supervisão, são mais pertinentes outras políticas para manter a estabilidade financeira. A escolha do regime de taxas de câmbio mais adequado é uma questão particularmente importante. Há um consenso político crescente de que o estabelecimento de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, não funciona bem nas economias de mercado emergentes, uma vez que encoraja os bancos e empresas nacionais a pedir empréstados fundos em moeda estrangeira, sem tomar em consideração os riscos das taxas cambiais. Taxas de câmbio variáveis ou irrevogavelmente fixas (organismos nacionais responsáveis pela manutenção de uma taxa de câmbio fixa da moeda nacional em relação a uma moeda estrangeira ou mesmo uma situação de ligação estreita da economia ao dólar americano) parecem opções mais apropriadas.

Outra questão importante prende-se com a liberalização dos sistemas bancários. Salientamos o impacto positivo da intervenção de bancos estrangeiros, tanto *ex-ante*, como *ex-post* uma crise bancária. A liberalização do sistema bancário poderia ser utilizada como instrumento para prevenir e reparar situações de instabilidade. Contudo, a intervenção estrangeira também poderá aumentar a probabilidade de instabilidade. O aumento da concorrência baixa, de facto, o valor de franquia dos bancos, induzindo-os a correr maiores riscos. Por essa razão, a abordagem da liberalização do sistema bancário deveria ser prudente e articulada com uma forte regulamentação prudencial e uma rigorosa supervisão.

O capítulo VI retira conclusões do debate alargado sobre a reforma da "**arquitetura financeira internacional**". Consideramos que os instrumentos de prevenção e os de gestão das crises devem ser mantidos separados. Entre as várias opções políticas de prevenção das crises, foram avançadas várias propostas para limitar ou tributar os pedidos de empréstimos a bancos no estrangeiro, tributar as entradas de fluxos de capitais de curto prazo, controlar a saída de fluxos de capitais ou tributar as transacções em moeda estrangeira. Entre estas propostas, existe um amplo consenso sobre a necessidade de tributar a afluência de capitais de curto prazo.

No que diz respeito à gestão da crise, o debate geral incide sobre o conjunto de mecanismos institucionais necessários para ajudar os países que não conseguem evitar a deflagração de uma crise. Tem sido dado grande destaque a medidas para "responsabilizar" o sector privado, ou seja, a formas de levar o sector privado a partilhar uma percentagem mais elevada da gestão das crises.

Finalmente, contribuimos para a discussão sobre o funcionamento do Fundo Monetário Internacional (FMI), o actor internacional fundamental nas recentes crises financeiras, sendo analisadas duas opções extremas:

- i. tornar o FMI o credor em última instância internacional; ou
- ii. limitar o papel do FMI ao da supervisão dos desenvolvimentos nas economias de mercado emergentes, deixando o papel de credor em última instância para uma rede de bancos centrais.

Consideramos que esta última opção pode reduzir os problemas de risco moral associados à existência de um credor em última instância internacional. No plano europeu, contudo, continua por clarificar se o Banco Central Europeu está mandatado institucionalmente para ser um gestor eficiente de crises financeiras internacionais.

Kansainvälisten rahoituslaitosten toiminta ja valvonta

Tiivistelmä

Kansainvälinen rahoitusjärjestelmä on kokenut viime vuosina rajuja heilahteluja ja vaihteluja, mikä on lisännyt epävakautta ja systeemiriskiä. Pääomamarkkinat osoittautuivat tuolloin ailahteleviksi ja tartunta-alttiiksi, ja kehittymässä olevat taloudet kärsivät vaihtelevien pääomavirtojen seurauksista. Kyseisen ajan tapahtumat – Aasian kriisi, Venäjän romahdus, Brasilian valuuttakuohunta, LTCM:n (Long Term Capital Management) sortuminen jne. – vaikuttivat merkittävästi jokaiseen seuraavista avaintekijöistä:

- kansainvälisesti toimivien rahoituslaitosten riskinarviointi- ja riskinhallintatoimintojen tehokkuus
- rahoituslaitosten riskiprofiilien julkistamisaste
- rahoitusvalvonnan tehtävä ja tarve vahvistaa kansallisten valvontaviranomaisten välistä kansainvälistä yhteistyötä
- kansainvälisen rahoitusjärjestelmän yleinen rakenne.

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on

- tarjota laaja näkökulma kansainvälisen rahoitusjärjestelmän ja kansainvälisten rahoituslaitosten nykyisiin ongelmiin
- esittää pääkohtia erilaisista ehdotuksista, joita viime aikoina on tehty maailmanlaajuisen rahoitusjärjestelmän suunnittelemiseksi uudelleen sekä makrotasolla (kansainvälisten elinten rooli, valuuttakurssijärjestelmien uudistaminen jne.) että mikrotasolla (julkisuuteen liittyvät asiat, omien varojen riittävyyden sääntely jne.)
- ehdottaa mahdollisia parannuksia, joita voitaisiin saavuttaa Euroopan tasolla.

Yleisesti katsoen useimpia tässä tutkimuksessa tarkasteltavia valvontaan liittyviä asioita hoitavat kansainväliset elimet ja varsin usein yhteiset komiteat, joista mainittakoon varsinkin Baselin komiteat, ja jossain määrin Kansainvälinen valuuttarahasto IMF. Eurooppalaiset instituutiot, sekä viralliset laitokset että ammattialoja edustavat elimet, ja myös jäsenvaltioiden valvontaviranomaiset osallistuvat näiden kansainvälisten foorumien työhön. Yleensä eurooppalaiset työryhmät noudattavat kansainvälisiä normeja täsmällisesti. Suosittelemme kuitenkin, että näihin kysymyksiin kiinnitettäisiin tulevaisuudessa vielä enemmän huomiota lähinnä poliittisella tasolla, koska maailmanlaajuinen toimintaympäristö muuttuu yhä monimutkaisemmaksi. Lisäksi suosittelemme, että osoitettaisiin enemmän tahtoa vastata markkinoiden tarpeisiin ja välttää nopeasti vanhentuvien normien käyttöönottoa.

Tutkimus sisältää kuusi varsinaista lukua, joissa käsitellään sekä makrotason kysymyksiä (lähinnä luvuissa 1, 4, 5 ja 6) että mikrotason kysymyksiä (lähinnä luvuissa 2 ja 3).

Johdannossa hahmotellaan **pääaiheet**. Siinä tehty analyysi

- kansainvälisistä pääomavirroista kehittymässä oleviin markkinatalousmaihin ja niistä pois,
- pääomavirtojen kääntymisen tärkeimmistä syistä ja seurauksista ja

- kehitymässä olevien markkinoiden rahoituskriiseistä

johtaa joihinkin alustaviin päätelmiin, joita käsitellään yksityiskohtaisemmin myöhemmissä luvuissa.

Erityisesti näyttää siltä, että viime vuosina maailmanlaajuisia rahoitusmarkkinoita kohdanneet kriisit ovat olleet hyvin erilaisia kuin 1970- ja 1980-luvulla, jolloin ne olivat niin kutsuttuja maksutasekriisejä. Nämä kriisit olivat lähinnä vaihtotaseen jatkuvan epätasapainon sivutuotteita ja johtivat valuuttojen välisten sidosten hylkäämiseen. Sen sijaan viime aikojen kriiseille – joita kutsutaan myös kaksoiskriiseiksi (twin-crises) – on ominaista tiivis yhteys voimavaroja kuluttavien maksutasevaikeuksien ja lähinnä pankkitoiminnassa ilmenevästä kotimaisen rahoitustoiminnan haavoittuvuudesta johtuvien ongelmien välillä.

Ensimmäisessä luvussa analysoidaan näiden päätelmien pohjalta sekä kansallisen että kansainvälisen tason **tärkeimpiä poliittisia toimenpiteitä** pääomavirtojen joidenkin merkittävien suunnanmuutosten ja rahoituslaitosten herkkyyden hallitsemiseksi. Viimeisessä luvussa käsitellään myös näiden politiikkojen tehokkuuden kriittistä arviointia. Siinä on tarkoitus pohtia, **miten maailmanlaajuiset rahoitusmarkkinat olisi uudistettava** kyseisen kaltaisten kriisien rajoittamiseksi säilyttäen kuitenkin maailman pääomamarkkinoiden asteittaisesta yhdentymisestä saatavat edut.

Rahoitusjärjestelmien herkkyyden erityisen merkittäviä syitä ovat tarkkailijoiden mielestä johdannaissopimukset ja erittäin velkaantuneet rahoituslaitokset (Highly Leveraged Institutions) – varsinkin riskisuojausrahastot (Hedge Funds). Luvussa 2 käsitellään kumpaakin aihetta tutkimalla sekä OTC-listalla että pörssilistalla vaihdettavien johdannaisten riskilähteitä ja suojausrahastojen toimivuutta.

OTC-johdannaisista lähtöisin olevat riskit ovat vakavampia kuin pörssilistalla vaihdettaviin johdannaisiin liittyvät riskit. Hyvin ratkaiseva kysymys liittyy niistä johtuviin *luottoriskikeskittyisiin*. Monet instituutioiden (esimerkiksi Baselin komitean) ja markkinatoimijoiden (*Counterparty Risk Management Policy Group – CRMPG*) tekemät aloitteet ovat koskeneet näiden riskien *arviointia ja hallintaa*.

Keskustelu ei kuitenkaan ole vielä päättynyt. Sekä erityiset että yleiset avoimet kysymykset koettelevat riskinhallintatekniikkojen tehokkuutta. Tässä tutkimuksessa esitetyt yleiset päätelmät liittyvät yksinomaan kyseisiin avoimiin kysymyksiin. Säätelystä vastaavien viranomaisten olisi esimerkiksi pyrittävä edistämään "*rehellistä kilpailua*" voidakseen *estää* OTC-johdannaisilla kauppaa käyvien rahoitusalan välittäjien *markkinaosuuden epäterveen kasvun* ja niiden pitäisi myös muistaa, että organisatorisia piirteitä (eli sisäisiä palkitsemisjärjestelmiä) on seurattava yhtä huolellisesti kuin teknisiä seikkoja. Markkinatoimijoiden pitäisi puolestaan vahvistaa luottoriskien arviointi- ja hallintavälineitään ja tehostaa sekä kahdenvälisen että monenvälisen nettoutusjärjestelmien leviämistä.

Pörssilistalla vaihdettaviin johdannaisiin sovelletaan toisenlaista lähestymistapaa. Pörssiorganisaatioilla on rahoitusmarkkinoilla toimivien osapuolten kannalta ratkaiseva merkitys, koska ne mahdollistavat nopean kaupankäynnin vähemmän likvidien instrumenttien muodostamalla positioilla. Kauppojen selvitys- ja tasausjärjestelyjen asianmukaisen toimivuuden takaavan verkoston ytimenä on keskeinen osapuoli: pörssiselvitys-yhteisö. Pörssiselvitys-yhteisöt hallitsevat riskejä luomalla joukon varotoimia jäsentensä ja markkinaosapuolten sekä selvittelypankkien laiminlyöntien tai maksukyvyttömyyden varalta.

Tutkimuksen tärkein johtopäätös on, että parhaillaan johdannaisten pörssimarkkinoiden rakenteita muovaava rakenneuudistusaalto lisää entisestään tarvetta parantaa selvitysyhteisöjen riskinhallintamenettelyjä. Sulautumiset ja ketjuuntumiset luovat maailmanlaajuisia kaupankäyntifoorumeita, mikä lisää alan keskeisiin toimijoihin kohdistuvia riskejä. Rajat ylittävien liiketoimien ja selvitysjärjestelyjen toimivuus ja tehokkuus edellyttävät sääntelyviranomaisten ja pörssien keskinäisen kansainvälisen yhteistyön lisäämistä. Ylikansalliset organisaatiot kuten IOSCO ja Euroopan tasolla ECOFEX pitäisi liittää kiinteämmin tähän kehitykseen.

Riskisuojausrahasotot ja muut erittäin velkaantuneet rahoituslaitokset ovat institutionaalisia sijoittajia, joilla on korkea riski-/tuotto-profiili ja jotka turvautuvat tavallisesti suuriin velkapääomiin. Jokin aika sitten tapahtunut LTCM:n romahdus ja vaara, että suojausrahasotot sijoitusstrategiat voisivat aiheuttaa systeemiriskejä, ovat herättäneet sääntelyviranomaisten välillä sekä kansallista että kansainvälistä keskustelua tehokkaista tavoista valvoa suojausrahasotot toimintaa. Ehdotettu on sekä suoran valvonnan muotoja – esimerkiksi vaatimalla mahdollisimman suurta avoimuutta ja suojausrahasotot toiminnan julkisuutta – että välillisiä muotoja – esimerkiksi tiukentamalla suojausrahasotot käyttävien rahoituslaitosten valvontaa. Pidämme näitä toimenpiteitä oikeina mutta toisaalta katsomme, että myös muita alueita on tutkittava: varsinkin on selvitettävä, miten näille laitoksille luvalliseksi katsottavaa velkarahoitusta valvotaan ja miten siihen suhtaudutaan.

Rahoituslaitokset ja -markkinat ovat myös 3 luvun avainaiheita kahden pääkysymyksen osalta: **julkisuutta ja avoimuutta** koskeva sääntely ja rahoituslaitosten **markkinariskien hallinta ja sääntely**.

Julkisuus ja avoimuus katsotaan maailmanlaajuisilla markkinoilla välttämättömiksi valvontaa täydentäviksi ja sitä vahvistaviksi periaatteiksi, ja lisäksi ne jos sinänsä lisäävät laitosten rahoituspohjan terveyttä ja pakottavat ne lisäämään julkista vastuullisuuttaan.

Makrotalouden tasolla on ensiarvoisen tärkeää kehittää tehokas ja nopea tapa levittää tietojen maiden sisäisistä varannoista, ulkomaanvelasta, pääomavirroista ja rahoitusalan elinvoimaa kuvaavista indikaattoreista. Jotta kaikki julkisuuden lisäämistä koskevat aloitteet saataisiin mahdollisimman tehokkaiksi ja niukat voimavarat voitaisiin käyttää parhaalla mahdollisella tavalla, eri instrumenttien yhteensovittamisesta on huolehdittava ja niiden avulla saavutettavien tulosten on täydennettävä toisiaan.

Yksittäisten rahoituslaitosten tasolla viime vuosien merkittävimpiä julkisuutta sivuavia kysymyksiä ovat olleet vakuuksien ja johdannaisten kauppaan liittyvät aiheet, lainojen myöntäminen riskisijoituksiin ja luottoriskien arviointi. Baselin pankkivalvontakomitea toimii aloitteellisesti näillä alueilla, mutta kirjauskäytäntö vaihtelee paljon varsinkin johdannaissopimusten osalta. Paradoksaalista on, että viiden vuoden kuluessa johdannaisten kirjaaminen on muuttunut "alisäännellystä" "ylisäännellyksi".

Asiaa käsittelevät päätekijät ovat kaksi johtavaa kirjanpitonormeja laativaa elintä: yhdysvaltalainen FASB ja Euroopassa toimiva IASC. Nämä organisaatiot ovat vuosien kuluessa lähestyneet toisiaan joissakin yhteisissä avainaiheissa. Tietyt markkinatoimijoiden järjestöt kuitenkin vastustavat näitä kirjanpitonormeja. Erimielisyydet eivät ole ohi, ja Euroopan tasolla asiaa monimutkaistaa kirjanpitonormien ja eurooppalaisten kirjanpitoa koskevien direktiivien yhteensovittaminen. FEE on jokin aika sitten yllättäen ehdottanut mahdollisuutta soveltaa kansainvälisiä kirjanpitonormeja vaatimatta niiden yhdenmukaisuutta kirjanpitoa koskevien direktiivien kanssa. Suosittelemme, että

eurooppalaiset viranomaiset nopeuttaisivat lainsäädäntöprosessia säännösten saamiseksi markkinoiden vaatimusten tasalle ja niiden nopean vanhenemisen välttämiseksi.

Huomion kiinnittäminen markkinariskien sääntelyyn on perusteltua, koska aikaisemmat pankkikriisit olivat useimmiten luottoriskien aiheuttamia ja pankkialalla viimeksi kuluneiden kahdenkymmenen vuoden aikana syntyneet merkittävät tappiot ja maksukyvyttömyystilanteet ovat usein johtuneet toiminnoista, joissa markkinariski on ollut liian suuri. Suuret rahoituslaitokset ovat reagoineet kehittämällä ja soveltamalla pitkälle kehitettyjä riskinarviointitekniikkoja.

Näissä riskinhallintajärjestelmissä ilmenevistä heikkouksista huolimatta uskomme niiden tuovan merkittäviä parannuksia tapaan, jolla markkinariskejä arvioidaan, hallitaan ja valvotaan. Siksi olemme yhtä mieltä Baselin komitean kanssa toimintatavasta, joka perustuu vakavaraisuusvaatimukseen liittyvien sisäisten mallien asteittaiseen hyväksymiseen. Suosittelemme myös, että sekä kansainväliset että kansalliset valvojat sopisivat lisätoimista, jotka johtavat

- i. pankkien markkinariskipitoisten toimintojen julkisuutta koskevan säännösten yhdenmukaistumiseen ja sen sisällön suurempaan samankaltaisuuteen
- ii. nimenomaiseen vaatimukseen, että kansainvälisesti toimivien pankkien on myönnettävä etuoikeusasemaltaan huonommassa asemassa olevat lainat määrääjain uudistettavina, jos niiden tuotto riippuu vakuuttamattomista ja suojaamattomista sijoittajista
- iii. FDCIA:n mukaiseen limiittiin, jota sovelletaan maksukyvyttömiä pankkien vakuuskirjoihin ja
- iv. riskinarviointi- ja riskinhallintatekniikkojen välisen yhteyden lujittamiseen.

Kehittymässä olevien siirtymätalouksien haurautta koskeva analyysi alkaa 4 luvusta, jossa tutkimme toiminnan vakauden valvontaan liittyvien aiheiden ja pankkialan vakauden välistä suhdetta. Näiden kahden muuttujan välisen yhteyden merkitys käy dramaattisella tavalla ilmi Aasian pankkien tilanteesta. Vähäinen oma pääoma, heikko maksuvalmius ja ulkomaan valuutassa tapahtuvaan antolainaukseen liittyvät suuret riskit ovat pankkikriisin syitä. Toiminnan vakauden riittämätön valvonta on huomattava heikkouksien aiheuttaja, ja jotta kansallisten ja kansainvälisten rahoitusjärjestelmien vakaus saataisiin lisääntymään, olisi säännösten muuttamiseksi ryhdyttävä tehokkaisiin toimiin. Eri maissa sovellettavien säännösten ja määritelmien välisillä suurilla eroilla on merkittäviä seurauksia. Ne rajoittavat toiminnan vakauden valvonnan tehokkuutta, mutta lisäksi ne vaikeuttavat tilanteiden vertailevaa arviointia maiden välillä. Kuten edellä on todettu, kansainvälisten sääntelynormien – mutta myös muita alueita kuten kirjanpitoa koskevien normien – laatiminen on siksi samoin tärkeää kansainvälisten sijoittajien päätöksenteon helpottamiseksi.

Yksi tutkituista alueista koskee **muiden kuin perinteisten (rikollisten ja laittomien) tekijöiden** mahdollista epävakautta aiheuttavaa vaikutusta. Koska rikollisista ja laittomista tekijöistä johtuvien epävakautta aiheuttavien riskien johdonmukaista arviointia ei toistaiseksi ole käytettävissä, suosittelemme painokkaasti erityisesti tätä aihetta koskevien kansainvälisten tutkimusten tekemistä. Lisääntyvä tietämys rahoitusalan epävakauden ja laittomien tekijöiden välisestä suhteesta voisi edistää rahanpesun torjuntaan liittyvän lainsäädännön suunnittelua niukkojen resurssien ja rajallisten teknisten mahdollisuuksien olosuhteissa. Suosittelemme rahanpesun kerrannaisvaikutuksia kuvaavan mallin käyttämistä,

jotta voitaisiin nimetä valvontaan asetettavat rahoitusalan välineet, markkinat ja laitokset sekä rahanpesun torjuntaan liittyvistä tehtävistä vastaavat tahot.

Tehokkaan ja vakaan rahoitusjärjestelmän ylläpitämiseksi **tarpeellisen säännöskehityksen** suunnittelua, joka on esitelty luvussa 4, käsitellään laajemmin luvussa 5.

Kehittyneissä maissa toiminnan vakauden valvontaan liittyvällä sääntelyllä on perustavanlaatuinen merkitys. Sen tehokkuutta voidaan arvioida mittaamalla sen kyky

- 1) vahvistaa yksityisen sektorin pankeille (ja muille rahoitusmarkkinoiden toimijoille) tarjoamia kannustimia, jotta nämä havaitsisivat ottamansa riskit, ja
- 2) antaa viranomaisille mahdollisuudet valvoa systeemin vakauteen kohdistuvia mahdollisia uhkia niin, että ne voivat tarvittaessa ryhtyä korjaaviin toimenpiteisiin.

Toinen valvontaan liittyvä alue on sellaisten rahoitusalan turvaverkkojen suunnittelu, joilla minimoidaan moraalisten riskien aiheuttamat ongelmat. Ihannetapaus on turvaverkko, joka saa markkinatoimijat käyttäytymään ikään kuin turvaverkkoa ei olisi olemassa. Realistista on suunnitella hyvä turvaverkko, jonka eri osat ovat tasapainossa – mukaan lukien toimiminen pankkien pankkina (lender-of-last-resort), talletusvakuutus, vakavaraisuusvaatimukset, valvonta sekä lakkauttamista ja pääomittamista koskevat säännöt – niin, että voidaan hallita valtioon kohdistuvaa riskiä ja tarjota kaikille osapuolille oikeanlaiset kannustimet. Yksimielisyys edellä mainituista politiikkaa koskevista suosituksista on johtanut siihen, että Yhdysvalloissa, Japanissa ja Kanadassa sovelletaan samankaltaista säännöskehystä. Mielestämme Euroopan unionin olisi otettava käyttöön kyseinen malli edellyttäen, että muutamat seikat ilmaistaan selvästi:

- i. vastuiden jako EKP:n ja kansallisten keskuspankkien välillä toiminnan vakauden valvontaan liittyvien seikkojen ja pankkien pankkina toimimisen osalta sekä
- ii. säästövakuutusjärjestelmiä ja verovaroin rahoitettavia pelastustukia koskevien säännösten yhdenmukaistaminen.

Monissa kehitysmaissa, joissa rahoituslaitosten riskinhallintakapasiteetti ja sääntelyviranomaisten valvontakapasiteetti ovat rajalliset, muut politiikat ovat rahoitusalan vakauden säilyttämisen kannalta tärkeämpiä. Erityisen merkittävä on parhaiten soveltuvan valuuttakurssijärjestelmän valinta. Poliitikkojen suhteen yksimielisyys lisääntyy siitä, että kiinteät mutta kuitenkin mukautettavissa olevat valuuttasidokset soveltuvat huonosti kehityneissä oleviin markkinatalouksiin: valuuttasidos houkuttelee kotimaisia pankkeja ja yrityksiä ottamaan ulkomaan valuutassa määritettyjä lainoja ottamatta huomioon vaihtokurssiriskejä. Kelluvat tai peruuttamattomasti sidotut vaihtokurssit (valuuttakomiteat tai jopa dollariin siirtyminen, "*dollarisation*") vaikuttavat sopivammilta vaihtoehdoilta.

Yksi tärkeä aihe koskee pankkijärjestelmien vapauttamista. Korostamme ulkomaisten pankkien markkinoille tulon myönteistä vaikutusta sekä ennen pankkialan kriisiä että sen jälkeen. Pankkijärjestelmän vapauttamista voidaan käyttää välineenä, jolla epävakaita tilanteita sekä ehkäistään että korjataan. Ulkomaisten pankkien tulo markkinoille voi kuitenkin myös lisätä epävakauden mahdollisuutta. Lisääntynyt kilpailu alentaakin pankkien toimiluvan arvoa, mikä houkuttelee ne ottamaan suurempia riskejä. Siksi pankkijärjestelmän vapauttamiseen olisi suhtauduttava varovasti ja siinä olisi huolehdittava toiminnan vakauden varmistamisesta tiukan sääntelyn ja valvonnan avulla.

Päätelmät "**kansainvälisen rahoitusarkkitehtuurin**" uudistamista koskevasta laajasta keskustelusta ovat luvussa 6. Uskomme, että kriisien ehkäisyyn ja niiden hallintaan

tarkoitettavat välineet olisi pidettävä erillään. Kriisinehkäisy politiikasta on esitetty useita vaihtoehtoja, joissa ehdotetaan joko pankkien ulkomaisen ottolainauksen rajoittamista tai verottamista, tulevan lyhytaikaisen pääoman verottamista, lähtevän pääoman valvontaa tai valuuttakaupan verottamista. Näistä ehdotuksista saa laajaa kannatusta vaihtoehto, jonka mukaan tulevaa lyhytaikaista pääomaa olisi verotettava.

Kriisinhallinnan osalta yleisen keskustelun aiheena ovat kriisin ehkäisyssä epäonnistuneiden maiden auttamisessa tarvittavat institutionaaliset mekanismit. Erityisesti on korostettu toimenpiteitä, joilla yksityinen sektori sitoutettaisiin tukitoimenpiteisiin, eli tapoja, joilla yksityinen sektori saataisiin lisäämään vastuutaan kriisinhallinnasta.

Lopuksi annamme oman panoksemme keskusteluun viimeaikaisissa rahoituskriiseissä ratkaisevana kansainvälisenä toimijana esiintyneen kansainvälisen valuuttarahaston (IMF:n) tehtävistä. Tarkastelemme kahta äärimmäistä vaihtoehtoa:

- i. IMF:n muuttamista kansainväliseksi pankkien pankiksi tai
- ii. IMF:n roolin rajoittamista kehitymässä olevien markkinatalouksien tilanteen tarkkailijaksi ja pankkien pankin tehtävän jättämistä keskuspankkien verkostolle.

Uskomme, että jälkimmäinen vaihtoehto voi vähentää moraalisiin riskeihin liittyviä ongelmia, joita kansainvälisen pankkien pankin toiminta aiheuttaa. Euroopan tasolla on kuitenkin vielä selvitettävä, onko Euroopan keskuspankilla laitoksena riittävät valtuudet hallita tehokkaasti kansainvälisiä rahoitusalan kriisejä.

De internationella finansiella institutionernas funktion och tillsyn

Sammanfattning

Det internationella finansiella systemet har de senaste åren erfarit en hög instabilitet och turbulens vilket gjort det föränderligt och utsatt för systemrisk. Kapitalmarknaderna har under denna tid varit instabila och känsliga för smittsamma störningar, och de nya tillväxtekonomierna har fått erfara följderna av instabila kapitalflöden. De olika händelser som inträffat under denna tid, t.ex. Asienkrisen, den ryska betalningskrisen, valutaturbulensen i Brasilien, sammanbrottet för långfristig kapitalförvaltning (LTCM) osv., har fått betydande följder för följande områden:

- effektiviteten i riskberäkning och riskhantering inom internationellt aktiva finansiella institutioner,
- hur mycket som skall utlämnas om de finansiella institutionernas riskprofiler,
- den finansiella tillsynens roll samt behovet att förstärka det internationella samarbetet mellan nationella tillsynsorgan,
- det internationella finanssystemets allmänna struktur.

Syftet med den här studien är att:

- ge en bred överblick av de aktuella problemen inom det internationella finanssystemet och i de internationella finansiella institutionerna,
- belysa de olika förslag som på senare tid utarbetats i syfte att omstrukturera det internationella finanssystemet både på makronivå (internationella organs roll, omstrukturering av valutasystemen, m.m.) och mikronivå (frågor om utlämnande av information, kapitalkravsregler, m.m.),
- föreslå förbättringar som kan göras på gemenskapsnivå.

De flesta av de tillsynsfrågor som behandlas i denna studie hanteras i allmänhet av internationella organ och ofta av gemensamma kommittéer, i synnerhet Baselkommittén, samt i viss mån Internationella valutafonden (IMF). Europeiska institutioner, både offentliga och branschorganisationer, liksom medlemsstaternas tillsynsmyndigheter deltar i arbetet inom dessa internationella fora. De europeiska arbetsgrupperna är i allmänhet noggranna med att i tid införa internationella normer. Vi rekommenderar dock att mer uppmärksamhet ägnas åt dessa frågor i framtiden, framför allt på politisk nivå, som en följd av den mer komplexa globala situationen. Vi rekommenderar även att man visar större vilja att få marknadskraven att stämma överens samt att undvika en alltför snabb föråldring.

Studien består av sex kapitel vilka tar upp både makroekonomiska frågor (framför allt kapitel 1, 4, 5 och 6) och mikroekonomiska frågor (framför allt kapitel 2 och 3).

Huvudämnena sammanfattas i inledningen. Där analyseras

- de internationella kapitalflödena till och från de nya tillväxtekonomiernas marknader,
- de viktigaste orsakerna och verkningarna av omsvängningar i kapitalflödena, samt
- finanskriserna på de tillväxtmarknaderna,

och analysen leder till några preliminära slutsatser som diskuteras mer ingående i de följande kapitlen.

Det är uppenbart att de globala finansmarknaderna på senare år har genomgått kriser som skiljer sig betydligt från kriserna på 1970- och 1980-talen, de s.k. betalningsbalanskriserna. Dessa var i grund och botten en sidoeffekt av att bytesbalansen befann sig i ständig obalans, och ledde till att man upphörde att låsa valutorna. Dagens kriser, som kallas tvillingkriser, kännetecknas tvärtom av ett nära samband mellan svåra situationer vad beträffar betalningsbalansen och problem med inhemsk sårbarhet på finanssidan, framför allt inom banksystemet.

Med utgångspunkt i dessa slutsatser analyseras i det första kapitlet **de viktigaste politiska åtgärderna** som vidtagits på både nationell och internationell nivå, i syfte att hantera en del av de stora omsvängningarna i kapitalflödena samt de finansiella institutionernas bräcklighet. Denna politik och dess effektivitet utvärderas även i sista kapitlet. Detta ägnas åt en bedömning av **vilka reformer som bör genomföras på de globala finansmarknaderna** så att denna typ av kriser inte uppstår så lätt samtidigt som man fortsätter att utnyttja den ökande integreringen av världens kapitalmarknader.

Analytikerna har noterat att derivatkontrakt och högbelånade institutioner (HLI), i synnerhet hedgefonder, är starkt bidragande till bräckliga finanssystem. I kapitel 2 diskuteras båda dessa frågor genom en undersökning av riskkällorna för både OTC-derivat (over-the-counter) och derivat som omsätts på börs, samt den funktion som hedgefonder har.

Risker som uppstår genom **OTC-derivat** är allvarigare än de som kommer av börsderivat. En mycket viktig fråga är deras *kreditriskexponering*. Många initiativ, både från institutioner (t.ex. Båle-kommittén) och marknadsaktörer (*Counterparty Risk Management Policy Group - CRMPG*) har handlat om *bedömningen* och *hanteringen* av dessa risker.

Debatten är dock inte slut med det. Det finns både specifika och allmänna oupplärade frågor som avgör hur effektiv *tekniken* för riskhantering är. De generella förslag som presenteras i denna studie har endast anknytning till dessa öppna frågor. De som utformar regler bör till exempel försöka förbättra den *"sunda konkurrensen"* så att det blir *omöjligt att skaffa sig alltför stora marknadsandelar* för finansiella intermediärer som handlar med OTC-derivat. De får inte heller glömma att de organisatoriska aspekterna (t.ex. interna bonussystem) måste kontrolleras lika noggrant som de tekniska. Vad beträffar marknadsaktörerna bör de stärka sina instrument för bedömning och hantering av kreditrisk, samt öka utbredningen av både bilaterala och multilaterala nettningsystem.

För **derivat som omsätts på börs** måste andra aspekter beaktas. För finansmarknadens aktörer är organiserade börser mycket viktiga eftersom de gör att avräkning av positioner till mindre likvida medel omedelbart kan ske. Börsens clearingorganisation är den centrala motpart som ser till att börsclearing och avräkningsarrangemang fungerar ordentligt. Börsernas clearingorganisationer hanterar risker genom att skapa en rad olika skydd i situationer där medlemmar, marknadsaktörer samt avräkningsbanker inte kan uppfylla sina åtaganden eller är ur stånd att betala sina skulder.

Studiens viktigaste slutsats är att den omstruktureringstrend som idag formar börsmarknadens derivatstruktur understryker behovet av att clearingorganisationernas riskförfaranden förbättras. Fusioner och allianser skapar världsomspännande handelsplattformar vilket ökar risken för de inblandade centrala motparterna. I och med att gränsöverskridande transaktioner och clearingarrangemang är allt effektivare behövs ett ökat

internationellt samarbete bland regelsättare och börser. Internationella organisationer som IOSCO samt ECOFEX i Europa bör inneha en central roll i en sådan process.

Hedgefonder, tillsammans med andra högbelånade institutioner, är institutionella investerare som har en hög risk/avkastningsprofil och vanligtvis utnyttjar hög hävstångseffekt. Sammanbrottet för långfristig kapitalförvaltning (LTCM) nyligen, och faran för att hedgefondernas investeringsstrategier kan leda till systemrisk, har lett till en diskussion bland regelsättarna på både nationell och internationell nivå om effektiva sätt att övervaka hedgefondsverksamheten. Man har föreslagit både en direkt reglering, t.ex. behovet av maximal insyn och utlämnande av information om hedgefondsverksamhet, och indirekt reglering, som exempelvis en strängare kontroll av finansiella institutioner som handhar hedgefonder. Vi instämmer i att dessa åtgärder är fördelaktiga, men tror även att man måste undersöka andra områden, framför allt hur man övervakar och hanterar den hävstångseffekt dessa institutioner skall få tillämpa.

De finansiella institutionerna och finansmarknaderna utgör även huvudämnena i kapitel 3, där två nyckelfrågor diskuteras - reglerna om **utlämnande av information och insyn** samt **riskhantering och riskbestämmelser** på de finansiella institutionernas marknad.

Utlämnande av information och insyn betraktas på den globala marknaden som nödvändiga komplement till tillsynen. Dessa ökar tillsynen medan de i sig bidrar till ekonomiskt sunda institutioner och driver fram större offentlig ansvarsskyldighet.

På samhällsekonomisk nivå är det viktigt att effektivt och vid rätt tidpunkt sprida uppgifter om länders interna reserver, utlandsskuld, kapitalflöden samt indikatorer på en sund finanssektor. För att alla initiativ till utlämnande av information skall bli så effektiva som möjligt och de knappa resurserna användas på bästa sätt måste de olika instrumenten samordnas och deras effekter komplettera varandra.

Vad beträffar enstaka finansiella institutioner har de viktigaste områdena för utlämnande av information på senare år varit kopplade till värdepappers- och derivathandel, utlåning i spekulationssyfte samt kreditriskbedömning. Baselkommittéen för bankernas tillsyn arbetar proaktivt inom dessa områden, men redovisningen skiljer sig väsentligt, i synnerhet för derivatkontrakt. Paradoxalt nog har derivatredovisningen på fem år gått från att ha varit ”underreglerad” till att nu vara ”överreglerad”.

Huvudrollsinnehavarna i detta är de två största standardiseringsorganen för redovisning, FASB i Förenta staterna och IASC i Europa. Dessa två organ har med tiden gått samman på vissa gemensamma grundläggande områden. Det finns dock en del marknadsaktörer som motsätter sig dessa redovisningsstandarder. Debatten pågår ännu och på Europainivå försvåras frågan i och med att redovisningsstandarderna och de europeiska redovisningsdirektiven samordnas. FEE föreslog mycket överraskande nyligen att IAS (Institute of Accounting Staff), institut för redovisning personal, skulle användas utan krav på överensstämmelse med redovisningsdirektiven. Vi rekommenderar att de europeiska myndigheterna snabbar på regleringen så att marknadskraven stämmer överens och man undviker en alltför snabb föråldring.

Att koncentrera sig på en reglering av marknadsrisk motiveras av att medan de tidigare bankkriserna oftast orsakades av kreditrisk, har betydande förluster och insolvenssituationer inom banksektorn under de senaste tjugo åren många gånger orsakats av alltför stora marknadsrisker. Många större finansiella institutioner har reagerat genom att utveckla och införa avancerad riskberäkningsteknik.

Trots att dessa riskhanteringssystem har en del brister tror vi att de betydligt förbättrar sättet att beräkna, hantera och övervaka marknadsrisk. Vi stöder därför Baselkommitténs synsätt, vilket grundar sig på att gradvis acceptera interna modeller i kapitalkravssyfte. Vi rekommenderar även att både internationella och nationella tillsynsmyndigheter kommer överens om ytterligare åtgärder, vilka bör leda till:

- i. enhetligare regler för utlämnande av information om bankernas agerande i sitt marknadsrisktagande,
- ii. ett uttryckligt krav på att banker som är verksamma internationellt skall vevilja förlagslån som automatiskt förlängs då oförsäkrade och oskyddade investerare erhåller avkastningen,
- iii. en begränsad stödpolitik i FDCIA-stil för insolventa banker, samt
- iv. ett starkare samband mellan riskberäkning och riskhanteringsteknik.

I kapitel 4 inleds en analys av **tillväxt- och övergångsekonomiernas** bräcklighet. Där undersöks sambandet mellan tillsynsmässig hänsyn och stabilitet inom banksektorn. Sambandet mellan dessa två variabler framstår som mycket starkt vad beträffar de asiatiska bankerna. Bland orsakerna till krisen i banksektorn finns bl.a. begränsat eget kapital, låg likviditet och hög låneexponering i utländska valutor. Dessa svagheter beror till stor del på otillräckliga tillsynsbestämmelser och därmed, för att öka stabiliteten i nationella och internationella finanssystem, bör betydande insatser ske på regleringsområdet. Reglerna och definitionerna skiljer sig starkt mellan länderna vilket får omfattande följder, inte bara för tillsynsreglernas effektivitet, utan även vad gäller den jämförande bedömningen av situationen i olika länder. Upprättandet av internationella standarder på regelområdet, men även på redovisningsområdet, är därför även viktigt för att internationella investerare skall ta bättre beslut.

Ytterligare ett område som studerats handlar om att **icke-traditionella faktorer (kriminella och illegala)** kan utgöra orsaker till instabilitet. Eftersom det hittills inte finns någon konsekvent bedömning av risken för instabilitet orsakad av kriminella och illegala faktorer rekommenderar vi starkt att specifika internationella studier genomförs i frågan. Ökad kunskap om förhållandet mellan ekonomisk instabilitet och illegala faktorer kan underlätta utformningen av lagstiftning mot penningtvätt, då det råder brist på resurser och de tekniska möjligheterna är begränsade. Vi rekommenderar en multiplikatormodell för penningtvätt för att hitta de finansiella instrument, marknader och institutioner som bör kontrolleras, samt vem som skall ansvara för arbetet med att bekämpa penningtvätt.

Den utformning av ett **lämpligt regelverk** för ett effektivt och stabilt finanssystem som presenterades i kapitel 4 utvecklas vidare i kapitel 5.

Försiktighetsreglerna har en grundläggande roll i industriländerna och deras effektivitet kan bedömas genom att se till deras förmåga att:

- 1) stärka de privata incitamenten för banker (och andra aktörer på finansmarknaderna) att erkänna vilka risker de tar, samt
- 2) ge myndigheterna möjlighet att övervaka eventuella hot mot systemets stabilitet så att åtgärder vid behov kan vidtas.

Ett annat tillsynsområde är strukturen på de finansiella skyddsnet som minskar problemen med moralisk risk. De bästa skyddsneten är sådana som får marknadens aktörer att agera som om skyddsnetet inte fanns. Utformningen av ett bra skyddsnet måste realistiskt sett

kunna balansera dess olika inslag (bl.a. möjligheter till långivare i sista instans, försäkringssystem för insättningar, kapitalkrav, tillsyn samt avslutnings- och rekapitaliseringsregler) så att den risk som bärs av staten kan kontrolleras och stimulera till rätt incitament för alla inblandade parter. Samstämmigheten i fråga om ovanstående policyrekommendationer har lett till att ett liknande regelverk införts i Förenta staterna, Japan och Kanada. Vi anser att även EU bör anta en sådan modell förutsatt att vissa frågor tydligt klargörs:

- i. uppdelningen mellan ECB och nationella centralbanker av ansvaret för tillsynsfrågor samt uppgiften som långivare i sista instans, samt
- ii. harmoniseringen av reglerna för försäkringssystem för insättningar och räddningsaktioner som finansieras av skattebetalarna.

I många utvecklingsländer, där de finansiella institutionerna har begränsad kapacitet att hantera risk och där regelsättarna har begränsad tillsynskapacitet, är andra riktlinjer mer relevanta för att upprätthålla ekonomisk stabilitet. En särskilt viktig fråga är att välja det lämpligaste valutasystemet. Man är i ökad utsträckning överens om att en låsning av valutan med justeringsmöjlighet inte fungerar så bra för tillväxtmarknadernas ekonomier. Låsningen uppmuntrar inhemska banker och företag att låna medel i utländsk valuta utan hänsyn till växelkursriskerna. Flytande eller oåterkalleligen låsta växelkurser (sedelfonder eller till och med ”dollarisering” av ekonomin) tycks vara lämpligare alternativ.

En annan viktig fråga är liberaliseringen av banksystemen. Vi understryker de positiva verkningar som utländska bankers inträde för med sig, både före och efter en bankkris. Liberaliseringen av banksystemet kan användas som ett instrument för att både förhindra och avhjälpa instabilitet. Utländska bankers inträde kan dock även öka risken för instabilitet. Ökad konkurrens sänker bankernas franchisevärde vilket stimulerar dem till att ta större risker. Därmed bör inställningen till banksystemets liberalisering präglas av försiktighet och inriktas på stränga tillsynsregler.

I kapitel 6 dras slutsatser i den omfattande debatten om en reform av ”**den internationella finansstrukturen**”. Vi anser att instrumenten för krisförebyggande och krishantering skall hållas isär. Vad beträffar den krisförebyggande politiken har ett flertal olika förslag lagts fram för att antingen begränsa eller beskatta bankernas upplåning i utlandet, att beskatta kortsiktiga inflöden av kapital, att kontrollera kapitalutflödet eller att beskatta transaktioner i utländsk valuta. Bland dessa förslag finns en bred enighet beträffande förslaget att beskatta kortsiktiga inflöden av kapital.

Vad beträffar krishantering rör sig den allmänna debatten kring den uppsättning institutionella mekanismer som krävs för att bistå länder som inte kan förhindra att en kris utbryter. Man har starkt betonat åtgärder för att ”tvinga in” privatsektorn, dvs. sätt att få den privata sektorn att axla en större del av bördan vid krishantering.

Slutligen fortsätter vi debatten om Internationella valutafondens (IMF:s) funktion. Denna organisation har hittills varit den mest betydande internationella aktören i de senaste finanskriserna. Två extrema alternativ diskuteras:

- i. att göra IMF till internationell sista låneinstans, eller
- ii. att begränsa IMF:s roll till att övervaka utvecklingen i tillväxtekonomierna medan uppgiften som sista låneinstans innehålls av ett nät av centralbanker.

Vi anser att det senare alternativet kan minska problemen med den moraliska risk som kan uppstå då det finns en internationell sista låneinstans. På gemenskapsnivå måste man dock klargöra om Europeiska centralbanken har institutionellt mandat att effektivt agera vid internationella finanskriser.

Recent Economic Affairs Series Publications

These documents are all available in printed form. A number are also available on the INTERNET, through page <http://www.europarl.eu.int/dg4/wkdocs/catalog/en/catecon.htm>

Improving cross-border payments in the euro area

(ECON 123, August 2000, En, Fr, De)

Strategies for the EU Economy

(ECON 122, April 2000, En, Fr, De)

Consumer protection aspects of the UCITS amending directives of 17 July 1998

(ECON 121, November 1999, En, Fr, De)

Exchange Rates and Monetary Policy

(ECON 120, August 2000, En, Fr, De)

The Functioning and Supervision of International Financial Institutions

(ECON 118, March 2000, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

EMU and Enlargement: a review of policy issues

(ECON 117, January 2000, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

The Determination of Interest Rates

(ECON 116, December 1999, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

Options for the Exchange Rate Management of the ECB

(ECON 115, October 1999, En, Fr, De)

The Euro as 'Parallel Currency', 1999-2002

(ECON 114, September 1999, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

Public and Private Investment in the European Union

(ECON 113, May 1999, En, Fr, De)

The Monetary Policy of the ECB under Treaty Article 105

(ECON 112, May 1999, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

Labour Costs and Wage Policy within EMU

(ECON 111, April 1999, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

Monetary Policy Transmission in the Euro Area

(ECON 110, April 1999, En, summary/conclusions in all languages)

Forecasting budgetary deficits

(ECON 109, April 1999, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

The Feasibility of an International 'Tobin Tax'

(ECON 107, March 1999, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

Prudential Supervision in the Context of EMU

(ECON 102, rev. March 1999, En, Fr, De, summary in all languages)

EMU: Relations between 'ins' and 'outs'

(ECON 106, October 1998, En, summary/conclusions in all languages)

Tax Competition in the European Union

(ECON 105, October 1998, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

Adjustment to Asymmetric Shocks

(ECON 104, September 1998, En, Fr, De)

The Social Consequences Changes in VAT

(ECON 103, April 1998, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

The International Role of the Euro

(ECON 101, March 1998 En, Fr, De, summary in all languages).

The Social and Economic Consequences of Abolishing “Duty Free” within the EU

(W 30, October 1997, En, Fr, De, summary in all languages)