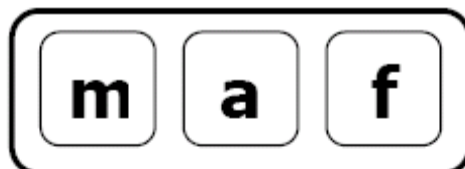


**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

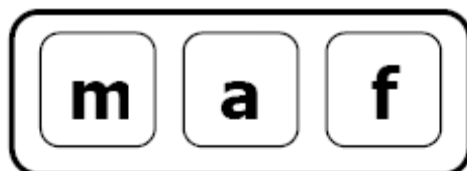


LOS MERCADOS DE DERIVADOS

Trabajo de Graduación Presentado por:
JOSÉ ALEXANDER CASTAÑEDA SÁNCHEZ

Para Optar al grado de:
MAESTRO EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
JUNIO DE 2008

San Salvador, El Salvador, Centroamérica



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : MÁSTER RUFINO ANTONIO QUEZADA SÁNCHEZ
SECRETARIO GENERAL : LIC. DOUGLAS VLADIMIR ALFARO CHÁVEZ

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : MÁSTER ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO
VICEDECANO : MÁSTER ALVARO EDGARDO CALERO RODAS
SECRETARIO : ING. JOSÉ CIRIÁCO GUTIÉRREZ CONTRERAS
ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MÉNDEZ
ASESOR : MÁSTER GERMÁN SAÚL CANTADERIO CARRANZA
TRIBUNAL EXAMINADOR : MÁSTER GUILLERMO VILLACORTA MARENCO
MÁSTER GERMÁN SAÚL CANTADERIO CARRANZA

JUNIO DE 2008
CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

AGRADECIMIENTOS .

A Dios Todo Poderoso por su amor eterno.

A mi esposa y mis hijas por su apoyo incondicional.

A mis Padres por su ejemplo de amor y perseverancia.

A mis hermanos por su cariño.

A mi asesor por sus valiosos aportes al presente trabajo.

Al resto de mi familia, por su aprecio.

LOS MERCADOS DE DERIVADOS

INTRODUCCIÓN

Los Derivados son instrumentos financieros cuyo valor depende de un activo subyacente, son muy útiles debido a que permiten a las empresas administrar riesgos relacionados a su negocio y sobre los cuales no puede ejercer ningún efecto para modificarlos, mucho se habla de los derivados y se escribe aun más, lamentablemente, en la mayoría de los casos, la prensa especializada ha sobredimensionado su papel en escándalos financieros de todos conocidos, atribuyéndoles crisis financieras pasadas y actuales, todas memorables. El presente trabajo pretende ser un acercamiento para todo aquél que desee conocer acerca de los derivados, sus principales instrumentos, su forma de negociarse, y otros aspectos importantes; así como valoraciones de grandes financieros, entre ellos el académico Merton Miller, uno de los más grandes defensores del uso de los derivados y quien, a través de sus artículos publicados y sus conferencias magistrales, ha brindado una valoración más justa acerca del rol de los derivados en nuestras economías; en el caso de El Salvador, su uso aún no está regulado, por lo tanto, no podemos gozar plenamente de todas sus ventajas, quienes desean invertir en derivados, deben recurrir a brokers.

Existen dos principales líneas de uso de los derivados, una es la de inversión, en esta, el empresario conocido en el mercado de derivados como Hedgers, busca a través del uso de derivados, cubrir o reducir un riesgo no relacionado directamente con su negocio, tales como las opciones de divisas, las cuales permiten administrar cambios en las divisas, necesarias para realizar sus importaciones; futuros de insumos, los cuales permiten administrar riesgos relacionados con el alza en sus insumos de producción, proyectando sus compras a un precio pactado; la otra línea principal es la de la especulación, en esta intervienen una gama de actores que hacen más dinámicas las transacciones y con muchas más pérdidas y ganancias, dentro de esta gama están los especuladores, los arbitrajistas, entre otros; debemos reconocer que estos actores, no están interesados en el bien transado, sino en las variaciones de su precio, es decir, especulan con las variaciones de los bienes subyacentes o sus transacciones se derivan de estos.

Ciertamente los derivados han hecho de nuestro mundo, un lugar más seguro, permitiendo que las empresas e instituciones hagan frente de forma eficaz y con efectividad a costos en los riesgos y obstáculos que han limitado su desarrollo; muchos articulistas coinciden que aunque los derivados no existieran, las empresas siempre encontrarían la forma de perder grandes sumas de dinero; se conoce, que muchas empresas en todo el mundo, dependen de los derivados para garantizar los precios de compra de sus insumos, utilizan los derivados para estabilizar sus costos de compra de divisas y les permite manejar sus riesgos en las fluctuaciones de sus inversiones, propias de mercados bursátiles.

Se espera que el lector pueda hacer su propia valoración, sobre el mercado de derivados y reconozca la importancia que tienen en la administración de riesgos, así como la posibilidad de inversión y especulación que brindan en los mercados bursátiles más desarrollados, sin embargo, no poseemos un mercado con dichas características; espero que en aproximadamente diez años tengamos un mercado de derivados establecido, aunque no contemple algunos derivados exóticos como los inverse floaters, los cuales, el tesorero del Condado de Orange recuerda muy bien.

A lo largo de la historia, los derivados han sufrido un proceso evolutivo, empujado en gran parte por una creciente regulación gubernamental, la cual ha forzado el desarrollo de nuevos derivados, siempre con el fin de evitar las restricciones de la regulación. Los derivados son mucho más antiguos de lo que muchos creen, se conoce que los primeros derivados datan del año 1600, los cuales comenzaron en Holanda con el auge de los tulipanes, de hecho la primera crisis de los derivados data del año 1637. El académico Merton Miller¹, reconoce la utilidad de los derivados en la gestión del riesgo financiero y en la determinación del precio; también reflexiona sobre la importancia en el dinamismo que le ha impregnado a las economías trabajar con éstos, dada la pésima regulación bajo la cual han tenido que interactuar, la cual debiera de enfocar su gestión, en aumentar su eficacia económica y no en esfuerzos inútiles por limitar su evolución.

Los articulistas coinciden en llamar nefasta a la regulación relacionada con los derivados, ejemplos puntuales que vale la pena traer a cuenta, para el caso, se calcula que el Ministerio de Finanzas de Japón (MOF), ha logrado que las empresas pierdan más dinero en la última década, de lo que éstas puedan perder por utilizar los derivados en un período de cien años, más aún, no existe evidencia sobre alguna norma gubernamental inteligente que pueda prevenir todas y cada una de las calamidades del mercado de derivados ni pueda anticiparse a éstas.

Los derivados a pesar de estas regulaciones, han logrado evolucionar con el paso de los años, en parte, porque afortunadamente las regulaciones siempre van reaccionando a las nuevas propuestas de derivados, es decir, siempre ha ido detrás nunca delante de éstos, de no ser así, muchos creen que el tamaño del regulador sería innecesariamente grande. Al final, los superpoderes de los estados sobre los derivados, se reducen a una retrasada regulación la cual no ha hecho más que incentivar la creación de nuevos derivados. Sin embargo, muchos analistas, sesgados por la prensa especializada, sostienen que trabajar con derivados es más riesgoso que otros productos financieros con mayores rentabilidades; no desconocemos sonados escándalos financieros donde se han visto involucrados los derivados, con el atenuante que, éstos obedecen a una simple ley de suma cero (ex-post), donde lo que pierde una parte, lo gana la otra.

¹ Premio Nobel de Economía.

INTRODUCCIÓN IV

1 HISTORIA DE LOS DERIVADOS.....	1
1.1 Mercados actuales que operan con derivados al año 2001.....	2
2 LOS TIPOS DE DERIVADOS.	3
2.1 Los Contratos a Plazo.	3
2.2 Los Contratos de Futuros.	5
2.3 Los Contratos de Opciones.	6
2.4 Operaciones con Swap.....	10
3 EL MERCADO DE LOS DERIVADOS.....	13
3.1 Formas de negociar con derivados.	13
3.2 Principales actores del mercado de derivados.	13
3.3 Los derivados como instrumentos de Inversión.	14
4 LA REVOLUCIÓN DE LOS DERIVADOS.....	15
4.1 Los derivados y la banca.	15
4.2 Las innovaciones financieras.	17
4.3 Los índices y las islas del archipiélago.	19
4.4 La nueva Fisiocracia.....	20
5 LOS COSTOS ECONÓMICOS.....	21
5.1 ¿Donde están mis ahorros?, caso P&G.....	23
5.2 El Condado más rico en el Estado más rico, del país más rico.	24
5.3 Sociéte Générale, un banco, un operador y USUS\$ 7,000 millones Menos.	26
6 LA REGULACIÓN DE LOS DERIVADOS.....	27
6.1 El Rol de la Regulación y el Gobierno.	27
6.2 El mercado como regulador.....	28
6.3 El cuerno de la abundancia del MOF.	29
8 CONCLUSIONES.....	32
9 BIBLIOGRAFÍA.....	34

Las autoridades bursátiles de la época recibieron la solicitud expresa de algunos de sus miembros, de abolir completamente el uso de puts y calls. Nuevo mercado de valores de Ackerman, por Rowlandson y Pugin, Guildhall Library, London.

1 HISTORIA DE LOS DERIVADOS.

En términos prácticos un derivado es un contrato financiero, entre dos o más partes, que se deriva del precio futuro de un activo subyacente. Su historia se remonta a los años 1600, en Holanda e Inglaterra, debido al gran interés de la época por los bulbos de tulipanes; se dice que las primeras opciones con tulipanes en suscribirse fueron en la ciudad de Ámsterdam, para esa fecha ya se suscribían opciones sobre bulbos de tulipanes y en Inglaterra se hacían contratos en el Royal Exchange hacia 1630; cabe resaltar que para el año de 1637 ocurrió el primer gran desplome del mercado de tulipanes, con las consiguientes pérdidas económicas.

Posiblemente la razón que más influyó en el referido desplome, fue lo sucedido a un mercader con una especie de bulbo llamada *Semper Augustus*, de la cual solamente habían dos bulbos en toda Holanda; cuentan que un rico mercader lucía orgulloso en su mostrador, una de estas especies; la leyenda menciona que un marinero le llevó un recado de tierras lejanas, ante lo cual fue gustosamente invitado a desayunar por el mercader, el marinero, acostumbrado a comer una cebolla previo al desayuno, arrancó el tulipán del lugar donde era exhibido, pensando que era el complemento ideal para su desayuno, lo que le costo, al no poder pagarlo, unos meses en la cárcel.

En el año 1630 también se efectuaban operaciones con futuros, estas ocurrieron en el Mercado de Arroz de Yodoya, en Osaka Japón; los terratenientes necesitados de dinero en efectivo enviaban arroz a almacenes de la ciudad, otorgaban a su tenedor el derecho a recibir una cierta cantidad de arroz, de una determinada calidad, en una fecha futura y a un precio acordado; en ese entonces los terratenientes recibían arroz en pago por el alquiler de sus tierras y estos granos eran almacenados en la ciudad, por éstos, recibían ticket de arroz, los cuales eran vendidos; así mismo, quienes los compraban obtenían el derecho a recibir cierta cantidad de arroz a un precio acordado en una fecha futura, lo que les permitía garantizar sus insumos de producción y comercio; por otra parte los agricultores recibían un ingreso previo a la cosecha.

Otro antecedente que llama la atención son las señales inventadas por el mercader y prestamista Munehisha, de la familia Honma, quien en un esfuerzo por predecir los precios futuros, inventó el método de las velas de colores, para registrar el movimiento de los precios, si el precio de cierre era más bajo que el precio de apertura, la vela era de color rojo, si sucedía lo contrario, la

vela era de color blanco, esto se considera como el nacimiento del chartismo².

En el año 1800, la bolsa de Londres ya había establecido las operaciones con opciones (calls y puts), sin embargo existía una gran presión para abolirlos, luego en el año 1848, se creó el Chicago Board of Trade (CBOT); en sus inicios fueron operaciones al contado, convirtiéndose posteriormente en contratos a plazo; de éstos el registro más antiguo data del 13 de marzo de 1851, por 3000 medidas de maíz.

En el año de 1865 se formalizaron las operaciones con cereales por parte del CBOT, estableciendo condiciones de entrega como la calidad, cantidad, tiempo y lugar. Más tarde en 1972, se estableció el Mercado Monetario Internacional (MMI), una división del Chicago Mercantile Exchange (CME), considerado como el primer mercado en operar con futuros, los cuales estaban enfocados en el mercado de las divisas; en ese mismo año le negaron el permiso de trabajar con futuros al CBOT, por lo que un año después se creó el Chicago Board Option Exchange (CBOE).

A finales de los años sesenta, Milton Friedman consideraba que la Libra Esterlina estaba sobrevalorada, por lo que recurrió a su banco para comprar libras a plazo, ante la negativa, envió una carta a The Wall Street Journal, a la cual reaccionó Leo Melamed, para ese entonces directivo de la Chicago Mercantile Exchange, estableciendo un mercado de futuro de divisas. Por otra parte hace más de setenta años, Charles O. Hardy publicó el libro "Risk and Risk Bearing", sobre lo que hoy se llamaría "la gestión del riesgo", enfocado a los riesgos de las operaciones a plazo, futuros, contratos de seguros y valores.

1.1 Mercados actuales que operan con derivados al año 2001.

Mercados Bursátiles	Año de creación
Royal Exchange, Londres	1744
Origins of Baltic Exchange	1744
Origins of London Stock Exchange	1773
Philadelphia Stock Exchange	1790
New York Stock Exchange	1792
Chicago Board of Trade	1848
New York Cotton Exchange	1870
New York Mercantile Exchange	1872
London Metal Exchange	1877
Tokyo Stock Exchange	1878
Minneapolis Grain Exchange	1881

² El chartismo es un sistema de análisis y pronóstico bursátil, que forma parte del análisis técnico. Se basa exclusivamente en el estudio de las figuras que dibuja la curva de cotizaciones en un gráfico bursátil (*chart*).

Chicago Mercantile Exchange	1919
Tokyo Grain Exchange	1952
Sidney Futures Exchange	1960
Chicago Board Options Exchange	1973
Hong Kong Futures Exchange	1973
International Petroleum Exchange	1980
London International Financial Futures and Options Exchange	1982
Singapore International Monetary Exchange	1984
OM Stockholm	1985
Bolsa de Mercaderías & Futuros	1985
Marché à Terme Internationale de France	1986
Marché des Options Négociables de París	1987
Swiss Options and Financial Futures Exchange	1988
Tokyo International Financial Futures Exchange	1989
Mercado Español de Futuros Financieros	1990
Deutsche Börse	1993
Ámsterdam Exchange	1997

Tomado del libro "Curso de derivados", Gestión 2000.

2 LOS TIPOS DE DERIVADOS.

2.1 Los Contratos a Plazo.

Son una transacción en la que el comprador y el vendedor acuerdan la entrega de una determinada calidad y cantidad de un activo en una fecha futura concreta. Estos pueden estar relacionados a Divisas, Energía, Metales y Tipos de Interés; no son sujetos a ser transados en una bolsa de valores, por tanto, no poseen condiciones reguladas e implican un riesgo de crédito para ambas partes, como el mercado de contado.

La principal ventaja de un contrato a plazo es que fija los precios en una fecha futura, la principal desventaja radica en la movilidad de los precios de contado, los cuales hacen que las ganancias sean vinculantes, para el caso, si los precios de contado bajan el comprador está obligado a dar cumplimiento al contrato, sin importar las pérdidas que implique, en ese mismo orden, si los precios bajan el vendedor deberá entregar su producto al precio pactado, renunciando a las ganancias que implicarían venderlo a un mayor precio de contado.

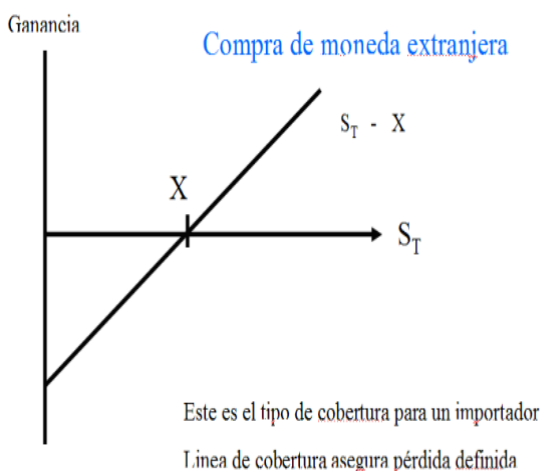
Para conocer el precio a plazo debemos de considerar el precio de contado y sumarle los pagos de almacenaje, los seguros, costos de transporte, pago de intereses, recibos de dividendos, etc. a esto se le conoce como costo de portaje.

Precio a Plazo = Precio de contado + Costo de Portaje.

Cuando se especula que habrá una sobre producción de un producto, los precios de contado serán más altos que los precios a plazo, por el contrario si se espera que la producción de un producto disminuirá, los precios a plazo serán más altos que los precios de contado, recordemos que los precios a plazo se derivan de los precios de contado subyacente. Cuando se presentan los precios de contado y a plazo, se debe verificar si el precio es CIF o FOB, en el caso de los precios CIF (Cost-Insurance-Freight), el precio incluye la entrega de la mercadería; para los precios FOB (free-On-Board) el comprador deberá cancelar el transporte de la mercadería, lo que deberá ser considerado a la hora de establecer y comparar precios. Los contratos a plazo están hechos a las necesidades del cliente, es decir, el cliente decide el tamaño del contrato, el grado de entrega del activo, el lugar de la entrega y la fecha de la entrega.

Los contratos a plazo de tipo de cambio, son otro ejemplo de los contratos a plazo y consisten en fijar la tasa que se contrata hoy en día para el intercambio de monedas en una fecha futura, reduciendo los riesgos que conllevan las variaciones en los tipos de cambios, los cuales de no administrarse correctamente, afectaría las actividades de importación, exportación, solicitud de fondos en préstamos y realización de inversiones. En este tipo de contratos intervienen los bancos, los agentes, los corredores y los clientes. En los casos en que la tasa extranjera es menor que la tasa de interés local una prima a plazo compensa esta diferencia; mientras que cuando la tasa de interés extranjera es mayor que la tasa de interés local, el descuento a plazo compensa la tasa de interés mayor.

CONTRATO A PLAZO DE TIPO DE CAMBIO



CONTRATO A PLAZO DE TIPO DE CAMBIO

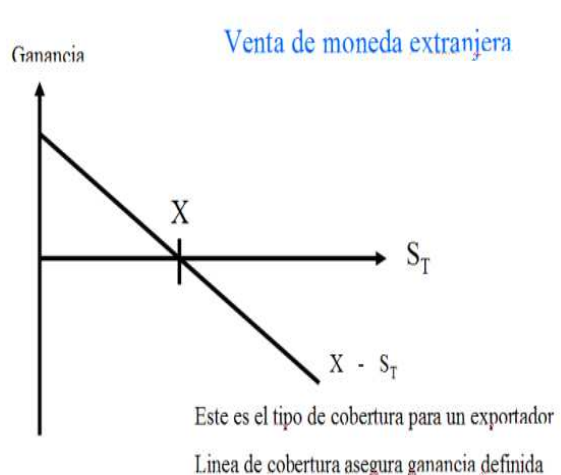


Gráfico N°1.

2.2 Los Contratos de Futuros.

Es un acuerdo contractual en firme entre un comprador y un vendedor respecto a un activo subyacente en una fecha futura, su precio varía según el contrato y son similares a los realizados con materias primas, enfocándose en divisas e intereses; se dividen en Futuros de Divisas, Futuros de Tipo de Interés y Futuros de Índices. Debemos recordar que el objetivo básico de un Mercado de Futuros es ofrecer un mecanismo eficiente de protección de precios para personas o empresas expuestas a fluctuaciones adversas de precios, en sus activos más relevantes o de divisas necesarias para realizar sus importaciones; adicionalmente, son atractivos instrumentos de inversión, dado que pueden presentar una rentabilidad considerable sobre los valores invertidos, en el precio de futuros incorpora las expectativas del mercado sobre la evolución probable del precio del activo subyacente, en términos simples, los mercados de futuros hacen posible la transferencia de riesgos, que en su ausencia deberían asumir los propios agentes económicos.

Adicionalmente, debido a su naturaleza, las cotizaciones de los futuros reflejan los niveles de precios esperados para los próximos meses de los distintos activos, lo que otorga una muy buena información para la toma de decisiones de los agentes económicos y constituye una importante contribución a las proyecciones económicas y a la planificación financiera, tanto del sector público como del privado.

Con respecto a los contratos de Tipo de Interés se venden en descubierto para protegerse de una subida del Tipo de Interés y se compran a largo para protegerse de una caída de éste. Los contratos de moneda se venden al descubierto para protegerse de una caída de la divisa y se compran a largo plazo contra una subida en el valor de la misma. En ese mismo orden, los de Índice se venden en descubierto ante una caída en el valor del índice y se compran a largo contra una eventual subida.

Entre las características que podemos mencionar está su estandarización, son realizados en un mercado establecido, son abiertos y públicos, organizados por una cámara de compensación, en la cual ambas partes aportan un capital parcial de la transacción, que puede ser entre 5% y 10% del valor del contrato, este margen amortigua las pérdidas o garantiza las ganancias de los contratantes; cabe señalar que los márgenes no son fijos y pueden ser aumentados por los brokers a su discreción, dependiendo de la volatilidad del mercado y la percepción que se tenga del riesgo.

Los contratos de futuros se pueden cancelar de dos maneras: por compensación y por la entrega de la mercadería; por compensación implica tomar una posición contraria a la posición del contrato inicial, si el contrato es por compra de frijol en julio, deberá

vender frijól en julio. Esta forma de cancelación está basada en el comportamiento de los precios de contado y futuros de los productos, generalmente, los precios de contado y futuros viajan en la misma dirección aunque no en la misma magnitud; frecuentemente los precios de futuros son más altos que los precios de contado y esto es más palpable ahora con el incremento a nivel mundial de los alimentos, como el trigo, dentro de la ya conocida crisis en la seguridad alimentaria.

A medida que se acerca la fecha de vencimiento debería de converger el precio de contado con el precio futuro pactado, esta diferencia se compensará con la operación que hacemos en el contado, entregando o recibiendo la mercadería en nuestra localidad o en el lugar negociado, desligándonos del compromiso de recibir o entregar la mercadería a través del mercado de futuros, y lo único que obtenemos es un resultado por diferencia entre los precios de ambos contratos. La cancelación por entrega de mercadería se puede realizar únicamente en el mes de vencimiento, el vendedor tiene la opción de manifestar o no su intención de entregar la mercadería a través del mercado, presentando un formulario de "Oferta de entrega", donde manifestará el producto, la cantidad, lugar de entrega y si existe un entregador en representación de él.

2.3 Los Contratos de Opciones.

Son instrumentos financieros que confieren el derecho pero no la obligación de comprar (call) o vender (put) un instrumento subyacente específico a un valor llamado precio del ejercicio, a una fecha futura especificada o de vencimiento. Se puede pactar el derecho a comprar el instrumento subyacente (adquirir una opción de compra o call) o vender el derecho a comprar el instrumento subyacente (vender una opción de compra o call). Se puede comprar el derecho a vender el instrumento subyacente (comprar una opción de venta o put) o vender el derecho a vender el instrumento subyacente (vender una opción de venta o put). La crucial decisión de invertir -o no- puede hacerse sólo luego de que algo de la incertidumbre se haya resuelto, o simplemente dejando correr el tiempo, esto se puede lograr si tenemos la información correcta en el momento indicado, es decir un inversor de opciones debe estar siempre bien informado y tener los conocimientos mínimos necesarios para determinar cómo se comportará el mercado.

Mediante el pago de una prima, el comprador adquiere el derecho a ejercer la opción, antes o en la fecha del vencimiento. Si el comprador ejerce una opción, el vendedor tiene la obligación de respetar el contrato, si el comprador no ejerce la opción, pierde lo que pagó en concepto de prima. En términos financieros, una oportunidad es análoga a una opción. Una opción call sobre una share le otorga el derecho de comprarla por, digamos, US\$100 en cualquier momento dentro del próximo año. Si la misma llega a valer

US\$110, la opción claramente será más valiosa y la ejercemos. Pero, qué pasa si baja a US\$90, la opción aún será valiosa, siempre y cuando el plazo no caduque, si esto sucede la opción no tendrá ningún valor y habremos perdido lo que invertimos en la prima. De tal forma que una opción es algo potencialmente valioso, y su valor claramente depende del valor del activo subyacente.

Los inversores de opciones generalmente son operadores que buscan compensar el riesgo de cualquier opción usando su conocimiento del mercado de derivados. Los intermediarios de opciones que no son propietarios de los instrumentos subyacentes con los que están negociando, operan con opciones llamadas abiertas, las cuales generarán incontables pérdidas ante un desplome del mercado, sin embargo, lo anterior no siempre se cumple, los desplomes de los mercados no siempre conllevan pérdidas para todos los actores.

Veamos el caso del señor John Paulson , quien después de la crisis inmobiliaria de los EEUU. se considera el gestor mejor pagado, en su hedge fund Paulson & Co.; Paulson le apostó a la baja del precio de los activos relacionados con créditos inmobiliarios de mala calidad, esto le ha permitido embolsarse US\$ 1,140 millones, en comisiones sólo en uno de sus fondos, lo que al sumarse con sus otros fondos ha logrado acumular US\$ 2,690 millones, colocándolo junto con su socio Paulo Pellegrini en el primer lugar de la clasificación Bloomberg de los administradores de fondos mejor pagados.

Hedge Funds utiliza la formula 1/20, cobrando el uno por ciento por gestión anual de los activos (la mayoría cobra el 2%) y el 20% de las ganancias obtenidas con la inversión de fondos. En total gestiona US\$ 16,000 millones; la clave de sus millonarias ganancias, radicó en la compra de productos financieros conocidos como credit default swaps (CDS), los cuales suben de valor conforme el riesgo de impacto aumenta en activos hipotecarios; a pesar de tantas ganancias -según el articulista de Bloomberg, Anthony Effinger- Paulson ha demostrado en las últimas cartas dirigidas a sus clientes que aún quiere más, poco después de los primeros signos de crisis les escribió: "Los precios sólo han caído el 3 por ciento hasta el momento, esperamos una caída total entre el 15 y 25 por ciento para que los precios de las viviendas vuelvan a tener sentido". Más aún Paulson escribió duras críticas para los gestores involucrados en las millonarias pérdidas de la crisis inmobiliaria, " los inversores que dependen de las evaluaciones equivocadas de las calificadoras, de investigaciones de Wall Street o de modelos generalmente preestablecidos, invariablemente saldrán perdiendo".

Muchos articulistas consideran que en el desarrollo de la crisis todo comienza a tener sentido, a mediados del año 2006, los peces gordos de Wall Street se felicitaban mutuamente haciendo cuentas sobre sus ganancias futuras, los modelos econométricos funcionaban a la perfección y los créditos riesgosos como los inmobiliarios en

comento se fusionaban con otros de mayor calidad y el riesgo se dividía entre inversores de todo el mundo; sin embargo, John Paulson comenzó a sospechar que no todo estaba bien; esta preocupación la convirtió en acción y creó un fondo especial para concentrar sus apuestas contra el mercado de las hipotecas de alto riesgo; comenzó a negociar con contratos de derivados, adquiriendo protección contra posibles impagos en los tramos de deuda de baja calidad, sin necesidad de adquirir los bonos, de tal forma que, entre más deudores dejaron de pagar mayores fueron sus ganancias.

Ahora con este pequeño ejemplo, tenemos una idea de lo fabuloso que puede ser, económicamente hablando, negociar con derivados, debemos recordar también que los vendedores de opciones también deben depositar un margen en la cámara de compensación que asegure el cumplimiento de sus obligaciones, esto resulta ser una garantía para las partes en el caso de que uno de éstos incumpla, este margen puede depositarse en efectivo o mediante otro instrumento financiero; por otra parte, los compradores no tienen que depositar ningún aporte de buena fe en la cámara de compensación, si no liquidar su compra y pagar la prima correspondiente a su contrato en casi todos los mercados.

Dentro de las opciones podemos mencionar las Americanas, las cuales otorgan al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender el activo subyacente en la fecha de vencimiento o antes, esto significa que la opción se puede ejercer de forma adelantada; la liquidación se basa en un precio de ejercicio concreto al vencimiento. Las opciones Europeas por su parte, otorgan al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender el activo subyacente sólo en la fecha de vencimiento, esto significa que la opción no puede ejercerse por adelantado, la liquidación se basa en un principio de ejercicio concreto al vencimiento.

Una de las características más importante de las opciones es que para cada opción mantenida existe alguien que la emitió, que se consideran como cero oferta neta. Los emisores adquieren una posición corta, mientras que los tenedores adquieren una posición larga, si pretendemos cerrar una posición en una opción basta con tomar una posición opuesta a la inicial corta versus larga o viceversa, pero, aunque estas posiciones sean opuestas, siempre deben de poseer características idénticas a la de la opción original. Si la opción es ejercida quien tiene la opción, entonces puede comprar o vender el activo o recibir el equivalente de la transacción en efectivo, ésta será la diferencia entre el precio del ejercicio y el precio del mercado, a esto se le conoce como valor intrínseco.

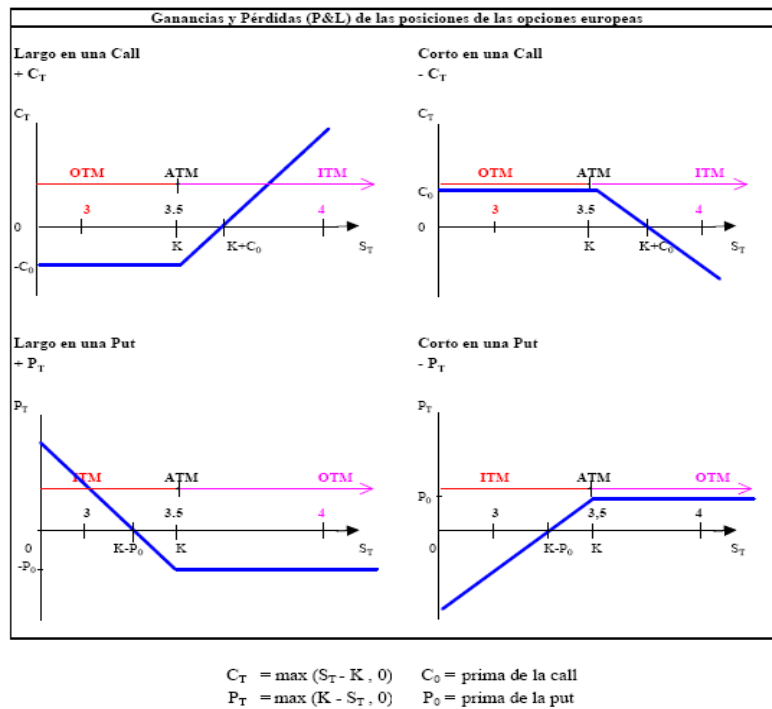


Gráfico N° 2.

Para una opción call el valor intrínseco se calcula restando al precio del mercado, el precio del ejercicio, y para una opción put el valor intrínseco es equivalente al precio del ejercicio menos el precio del mercado; cuando esta diferencia es positiva estamos ante una opción in the money (ITM); sin embargo, cuando la diferencia entre los referidos precios es negativa, el valor intrínseco es cero y la opción está out of money (OTM), y cuando no existe diferencia se dice que estamos ante una opción at money (ATM).

El tenedor de la opción tiene una ventaja, puede ejercer su derecho a ejecutar la opción, si el escenario le es favorable, por lo que las ganancias y pérdidas a las que se expone no son simétricas, lo mismo sucede con los emisores. Las posiciones en opciones exponen a los tenedores y emisores a diferentes tipos de riesgo con respecto al activo subyacente. Los que tienen posiciones largas en una call están expuestos a beneficios potenciales infinitos, tal y como ha sucedido en grandes burbujas financieras como las de las punto com; además, no tienen que realizar ningún pago al momento del ejercicio y sólo tienen como pérdida el pago de la prima al momento inicial. Por otra parte los que mantienen posiciones cortas en una call solo reciben la prima al tomar la posición y están expuestos a pérdidas potenciales infinitas ya que están obligados a vender el activo al precio de ejercicio en caso la opción esté In The Money.

Los que mantienen posiciones largas en una opción put están expuestos a beneficios potenciales limitados, como máximo es el precio de ejercicio si el precio spot es cero; además, no tienen

que realizar ningún pago al momento del ejercicio y sólo tienen como pérdida el pago de la prima al momento inicial, es decir cuando toman la posición. Por otra parte quienes mantienen posiciones cortas en una put sólo reciben la prima al tomar la posición y están expuestos a pérdidas potenciales ilimitadas, que aunque teóricamente sería el precio de ejercicio si el precio spot fuera cero, están obligados a comprar el activo al precio de ejercicio en caso la opción este In The Money, si el precio del ejercicio fuera cien veces el inicial igual deberá de comprarlo si la contraparte ejerce su opción y créanme que lo van a hacer; así las pérdidas podrían ser ilimitadas.

Finalmente están las opciones Exóticas, las cuales poseen una estructura más complicada que la de una opción estándar de compra o venta, ya que incorpora elementos o restricciones especiales; un tipo de opción exótica es la llamada opción asiática o la de inverse floaters, sobre la que abordaremos un ejemplo más adelante.

2.4 Operaciones con Swap.

Es la compra y venta simultánea de un activo u obligación subyacente similar de capital equivalente, en la que el intercambio de acuerdos financieros proporciona a ambas partes de la operación unas condiciones más favorables de las que de otro modo podrían esperar. De una forma más sencilla podemos decir que, es un acuerdo en que ambas partes se comprometen a efectuarle los pagos a su contraparte obteniendo mayores beneficios que si las obligaciones fueran pagadas por ellos mismos, en la mayoría de los casos, en países diferentes al del origen.

Existen cuatro tipos de operaciones que están sujetas a riesgos financieros, estos riesgos y la continua búsqueda de su administración, dan lugar a los diferentes tipos de operaciones con swap, éstas se conocen como swap de divisas, de tipo de interés (IRS), de capitales y de materias primas; los swaps pueden tener plazos de vencimiento muy prolongados, los más comunes son de diez años.

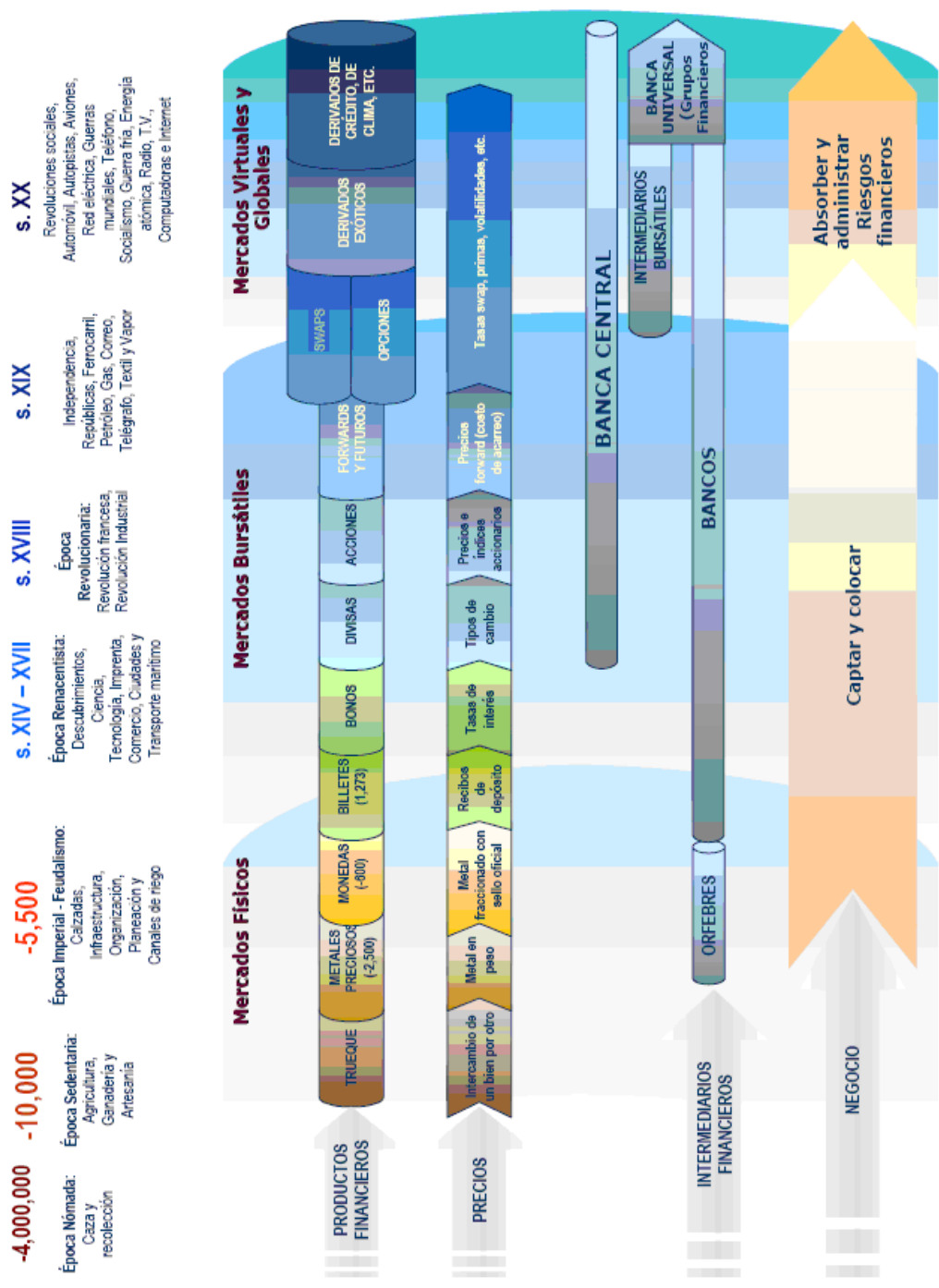
Los swaps siempre han sido importantes en los mercados de derivados, son utilizados para administrar los riesgos de Precios de materias primas, transacciones con cambios de divisas, cambios en los tipos de interés, en inversiones de capital. También existe espacio para los especuladores que buscan obtener ganancias del mercado de swaps. Todas estas transacciones buscan beneficiarse con la reducción de los costos de financiación, ya que proporcionan acceso a mercados a los que normalmente no se podría acceder por cuenta propia, por ejemplo pedir prestado en un país extranjero con moneda local. Otro beneficio es la flexibilidad, porque los contratos se pueden preparar de forma prácticamente ilimitada, de modo que satisfagan a las dos partes involucradas.

En ese orden podemos mencionar la transacción única, en la cual una única operación con swaps en el mercado OTC, puede cubrir períodos de pago con vencimiento largos. los swaps son utilizados para intercambiar riesgos y como una forma de seguro ante el riesgo del mercado.

Muchos articulistas reconocen que, aún empresas cuyas características se enmarcan dentro del rubro de no financieras, gestionan sus riesgos a través de instrumentos financieros como los swaps. Esto no debe extrañarnos, a lo largo de la evolución de las estructuras políticas y sociales del ser humano han evolucionado a los instrumentos financieros; esta evolución natural ha exigido la búsqueda de nuevas maneras de cobertura a través de instrumentos sintéticos como los derivados, debemos mencionar que las crisis bursátiles también han jugado un importante papel en el impulso de estas nuevas y revolucionarias formas de cobertura y muchos creen, en el caso de los derivados, que fue hasta la caída de Breton Woods que empezaron a ser ampliamente usados; los swaps al igual que la mayoría de derivados pueden ser utilizados como una cobertura y como especulación lo que conlleva a tomar riesgos nuevos pero con muy buenas remuneraciones. En los últimos años se han diseñado productos derivados específicos para la cobertura de riesgos relacionados al crédito, tales como los Credit default swap (CDS) y los credit spread options (CSO).

Quizá lo más relevante de la evolución de los Swaps sea su historia misma, reconociendo sus comienzos como una simple idea entre hombres de negocio que compartían necesidades y actividades, tomaron la decisión de compartir bienes, monedas e instrumentos financieros para lograr sus objetivos y como esa "simple" idea, ahora ha evolucionado hasta los más complejos derivados exóticos cuyo uso está reservado para quienes comprenden a cabalidad sus alcances y su compleja interacción con el mercado.

La globalización ha permitido que en actividades comerciales dentro de un mismo continente, como Europa, se elimine la necesidad de divisas, adoptando una divisa única para todos los países que componen la Unión Europea; a pesar de lo anterior, cada día se vuelve más complejo el escenario financiero mundial, las crisis alimentarias, la innovación tecnológica en las finanzas y en los sistemas de comunicación, hacen necesaria la creación de nuevas disciplinas como la ingeniería financiera y la administración y el control de riesgos, creándose un gran número de activos financieros los cuales no dejan nunca de evolucionar, tal y como lo reconoce en su tratado de administración de riesgos financieros el Banco de Ahorro Nacional y Servicios Financieros, S.N.C., quienes detallan una evolución de instrumentos financieros que a continuación se presenta:



Evolución de los productos financieros en el proceso de formación de precios e intermediarios financieros.
 Gráfico N° 4

3 EL MERCADO DE LOS DERIVADOS.

3.1 Formas de negociar con derivados.

Los contratos de derivados se pueden negociar de forma privada, cara a cara, por teléfono, fax, etc., son instrumentos financieros muy importantes en la gestión del riesgo, ya que permiten separar los riesgos y administrarlos de manera más precisa; administrar el riesgo significa que cada una de las partes implicadas en el contrato, sea capaz de identificar todos los riesgos posibles antes de que el contrato entre en vigor, los riesgos de operar con derivados pueden cambiar según la situación de dicho activo, por lo que deben monitorearse constantemente. En un principio, los productores de materias primas o mercaderías utilizaban los contratos a futuro para cubrir los precios y reducir así sus riesgos.

Dado que el presente trabajo enfoca el uso de los derivados como cobertura, es necesario insistir en ejemplos sencillos sobre su uso; recordemos que, si el precio de contrato de mi cosecha en el momento de la entrega es más alto en el mercado, pierdo, por que me veo en la obligación de venderla a un precio inferior al de mercado; si sucede lo contrario entonces hice un buen uso de los derivados y aseguré mis ganancias futuras, ya que vendo por un precio mayor al del mercado; si por otra parte el precio se mantiene, la pérdida se reduce a lo pagado en concepto de prima; sin embargo, cualquier pérdida o ganancia en el mercado de contado queda compensada por la ganancia o pérdida del contrato de futuros, es decir, seguimos hablando de una ex-post, donde lo que yo pierdo o gano lo obtengo de mi contraparte; los fabricantes que usan materias primas también utilizan los derivados para cubrir sus posiciones y poder así predecir y estabilizar sus costos de producción.

3.2 Principales actores del mercado de derivados.

Un especulador toma una posición opuesta a la de alguien que busca cobertura y se expone con la esperanza de beneficiarse de los cambios en el precio. Los arbitrajistas operan con derivados con el objeto de explotar cualquier diferencia de precio entre diferentes mercados de derivados o entre instrumentos de derivados y los precios de contado de los activos subyacentes. Los gobiernos, empresas internacionales y grandes inversores utilizan los derivados para obtener costos más bajos de los fondos internacionales, mejores tipos de cambios, cobertura de riesgos de precios y diversificación de los fondos y de la gestión del riesgo.

También existen los brokers, que actúan como intermediarios entre los operadores y los clientes, ganando comisión sobre las operaciones en las que intervienen, para lograrlo utilizan información sobre instrumentos subyacentes, análisis técnico, precios de distintos mercados y contribuciones y noticias. En los mercados OTC, existen instrumentos de vainilla simple y los llamados Exóticos, se comercializan Contratos a plazo, Opciones y swaps, se contratan en privado y se negocian de forma individual, los precios no son de conocimiento público y por tanto los operadores deben de conocerse entre sí. En la bolsa se comercializan los Futuros y las opciones, las transacciones se dan en un ambiente competitivo, a viva voz o electrónicamente a través de contratos estandarizados y públicos, con precios transparentes, a pesar que los operadores no se conocen entre sí, se da en horario fijo y con reglas que respetar.

Otro actor importante es la cámara de compensación, que cumple un papel fundamental en las transacciones con futuros, debido a que, cuando comprador y vendedor pactan con ésta un contrato con futuros, ambos pagan un monto inicial llamado coloquialmente margen de buena fe, el cual, como ya mencionamos anteriormente, es entre un cinco y un diez por ciento del valor total del contrato; una vez comprado el contrato se puede cerrar en cualquier momento, previo a la fecha de liquidación; por tanto, debe ajustarse al precio de cierre de las operaciones bursátiles cada día que el mercado opere y todas las pérdidas y ganancias se descuentan y se abonan de las cuentas que tanto vendedor y comprador mantienen en la cámara de compensación.

Tal y como lo mencionamos anteriormente, los beneficios se pueden retirar y si existen pérdidas que requieran pagar un margen extra llamado de variación, debe abonarse en el momento que la cámara lo indique. En el mercado financiero los vendedores de futuros tienen un activo limitado que proteger, mientras que los compradores pueden adquirir muchos contratos con margen para sus operaciones a corto plazo; por ejemplo, alguien que invierta US\$ 15,000.00 de contratos futuros, implica que puede comprar hasta US\$200,000.00 de la materia prima pactada si el contrato vence, por ejemplo.

3.3 Los derivados como instrumentos de Inversión.

Los contratos de futuros son usados generalmente por hedgers, especuladores y arbitrajistas, éstos buscan proteger sus posiciones en los mercados de futuros, tomando una posición igual y opuesta a las que poseen en el mercado de contado; en la cobertura corta se toma una posición futura corta para compensar una posición actual larga en el mercado de contado, por ejemplo un gestor de fondos con una cartera de acciones si advierte una caída del precio de las acciones, buscará la cobertura vendiendo contratos futuros sobre índices bursátiles. En una cobertura larga se toma una posición

futura larga para compensar la posición actual corta en el mercado de contado.

Los especuladores no tienen ninguna posición que proteger, ni tampoco tiene interés en el activo subyacente, toman posiciones con base a sus expectativas de los movimientos de futuros, de tal forma que compran contratos futuros cuando esperan que los precios suban y venden contratos futuros cuando esperan que suceda lo contrario. Éstos proporcionan liquidez al mercado y sin ellos la protección de los precios que requieren los hedgers sería demasiado costosa. Existen tres tipos de especuladores, los scalpers, quienes no mantienen posiciones por más de un día y buscan fluctuaciones mínimas sobre grandes volúmenes, los operadores diarios quienes se benefician con las fluctuaciones que se puedan dar en todo un día, cerrando su posición antes que finalice la jornada y los operadores con posiciones largas quienes apuestan por cambios en plazos más prolongados los cuales pueden ser de semanas o meses lo que puede llevarle a sufrir grandes pérdidas. Existen operadores que no desean arriesgarse y toman una posición combinada o spread, es decir la compra y venta simultánea de dos o más vencimientos de contratos por el mismo bien subyacente.

Los arbitrajistas por su parte, son operadores y creadores de mercados que se dedican a comprar y vender contratos de futuros, beneficiándose con la diferencia de precios. Muchas veces los precios de futuros son más altos que los precios de contados, debido a los costos de almacenamiento, flete, seguros, etc., a esto se le conocen como expresión contango cuando la situación es contraria se llama backwardation y a la diferencia en el precio la cual converge al llegar al vencimiento del contrato se le llama base.

No debe olvidarse que los derivados son productos sofisticados que cuando no son utilizados como cobertura conllevan riesgo de pérdida total de inversión, por lo tanto para invertir en éstos se requiere algún grado de conocimiento específico, cómo funcionan, de qué manera se negocian y tener poca aversión a los riesgos y un buen capital para asumirlos; no obstante, sabiéndolos utilizar son muy rentables en la administración de los riesgos de las empresas.

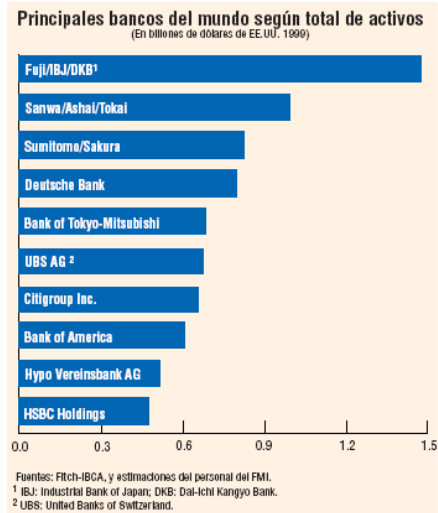
4 LA REVOLUCIÓN DE LOS DERIVADOS.

4.1 Los derivados y la banca.

Tal y como lo mencionamos al desarrollar el tema de los swaps, la evolución de los derivados ha sido constante y el gráfico anterior, da una clara perspectiva de cuán compleja es la evolución, sus efectos los podemos apreciar en todos los sectores, uno de ellos, la banca. Tomas Baliño y Ángel Ubide, mencionan en su artículo "El nuevo mundo de la banca", que existen cuatro tendencias que están alterando el mundo financiero, entre ellas la globalización de las

operaciones; afirman que el creciente uso de los derivados, y de operaciones fuera de balance, han dejado obsoletas las hasta ahora conocidas formas de gestionar los riesgos. Los reguladores financieros ahora se concentran en aumentar la transparencia y fortalecer la regulación y supervisión, considerando los riesgos relacionados a la globalización de la banca.

El Comité de Basilea de Supervisión Bancaria es inflexible con el coeficiente de capital mínimo exigido y aunado a la creación de



nuevos mercados de derivados con instrumentos enfocados al crédito, como los mencionados CDS's y los CSO's, permiten a los gerentes administrar los riesgos, aplicando así, prácticas de arbitraje de capitales normativos, reduciendo el riesgo de sus carteras, reduciendo el capital exigido por dicha norma, sin una reducción proporcional del riesgo real que afronta el banco con relación a sus activos, los cuales y de acuerdo al gráfico N° 5, son fuente de clasificación bancaria relacionada al riesgo; en la práctica, esto reduce la efectividad del coeficiente mínimo de capital como mecanismo prudencial.

Gráfico N° 5

En los últimos veinte años, muchas empresas han comprendido, que los derivados lejos de hacer del mundo de los negocios un lugar más riesgoso, hacen un lugar más seguro, enfocándonos por supuesto al uso de los derivados como instrumentos financieros de cobertura. La prensa especializada, que tal como lo mencionamos al inicio, percibe a los derivados como los principales sospechosos de los debacles económicos más significativos en las últimas décadas. Gracias al manejo adecuado y responsable de los derivados muchas empresas han hecho frente de forma eficaz de costos a los riesgos y obstáculos que impidieron su crecimiento durante mucho tiempo.

Veamos otro ejemplo, si tomamos en cuenta el sector bancario, a pesar de sus impresionantes y sofisticados departamentos de administración de riesgo, han despilfarrado innumerables porciones de sus recursos financieros en malas transacciones inmobiliarias y en pésimas fusiones que las pérdidas en sus carteras de derivados; sin embargo, muchas empresas administran mal sus transacciones con derivados y ciertamente pierden importantes cantidades de dinero, a pesar de los esfuerzos que hacen las entidades controladoras para evitarlo, esfuerzos que nunca serán suficiente.

4.2 Las innovaciones financieras.

Las innovaciones financieras no surgieron por casualidad, tal y como lo mencionamos anteriormente, muchos atribuyen su surgimiento al colapso del sistema de Bretón Woods con su tipo de cambio fijo, recordemos que Estados Unidos tenía un patrón basado en el oro el cual fue abandonado antes de entrar a la década de los setenta, y entró en la era del dólar, basando sus transacciones en dicha moneda, ésta sufrió grandes fluctuaciones, agregando una dosis fuerte de incertidumbre. Como respuesta se desarrollaron contratos de futuros, establecidos en divisas y negociados en bolsa por la Chicago Mercantile Exchange, éstos contrarrestaron la incertidumbre, más aún, con la basta cantidad de productos que posteriormente surgieron a raíz de los tipos de cambio a los tipos de interés.

En otro lado del país surgieron, gracias al Chicago Board of Trade, las opciones con acciones ordinarias, debido también al estancamiento de sus mercados agrícolas tradicionales, en ambos casos se hicieron presente los respectivos entes reguladores; por una parte la Chicago Mercantile Exchange se enfrentó al Presidente de la Reserva Federal, el señor Arthur Burns y al Secretario del Tesoro, el señor George P. Shult, quienes gracias al Presidente Nixon se encontraban en línea con la búsqueda de alternativas relacionadas a los tipos de cambios flotantes; mientras que la Chicago Board of Change se enfrentó a la tan temida y odiada Security and Exchange Comisión o SEC, a la que muchos consideran enemiga de la especulación, por lo que su regulación demoró mucho más y permitió al CME consolidarse mucho más rápido; cuando la CBOT transaba habitualmente opciones sobre mercaderías, estas fueron prohibidas en el año 1934, posterior a la crisis.

A mediados de los años treinta, las innovaciones dejaron de producirse en grandes cantidades, fue hasta los años cincuenta que volvieron a surgir con mucha discreción y muchas dificultades debido a los efectos de la Segunda Guerra Mundial, cuando Estados Unidos perdió gran parte de su mano de obra y se restringieron las transacciones internacionales. Ya en los años setenta, las innovaciones vuelven a producirse en masa, no obstante, las novedades surgidas traían consigo el sello del gobierno, tales como, la hipoteca amortizada, las garantías de préstamos de la Federal Home Administration y la erogación de fondos proveniente de las cajas de ahorro del Tesoro, los bonos Serie E para pequeños ahorradores y las obligaciones del Tesoro, que por cierto, estas últimas fueron las más apetecidas por tesoreros corporativos y entidades financieras.

Para que tengamos una idea de los retos que representaban las regulaciones gubernamentales y lo asfixiante que eran para las innovaciones de los años treinta y cuarenta, quienes lograban idear un producto financiero que evadiera las regulaciones vigentes eran

premiados con jugosas sumas de dinero y les daba un margen de rentabilidad, mientras las entidades reguladoras reaccionaban y creaban nuevas leyes para contrarrestar los nuevos instrumentos. Lo anterior demuestra que muchas de estas restricciones estimularon la creación de los derivados que ahora conocemos, para algunos, el éxito en la evasión fue tal que se exportaron sus modelos a otros mercados extranjeros, principalmente en los casos en que la regulación no logró menguar su evolución.

Para darnos cuenta de lo útil que pueden ser las innovaciones financieras, si tenemos un fondo bien diversificado de acciones comunes: si los gestores de fondos consideran conveniente pasar las acciones del fondo a letras del Tesoro de los Estados Unidos, a efecto de disminuir su riesgo, deberán de pagar los costos que implican vender las acciones comunes, es decir, pagar costos de transacción, comisiones, algunas reacciones del mercado, etc. posterior a ésto, se deberán de comprar los bonos del Tesoro, pagando otra vez costos de transacción, comisiones, etc.; todo lo anterior lo podemos evitar, vendiendo contratos del índice de futuros de Nasdaq, por ejemplo, debido a que estos fijan su precio a costa del equilibrio del mercado, los resultados que obtendremos serán similares a comprar letras del Tesoro sin los costos referidos.

El ejemplo anterior ilustra de forma fidedigna, los pasos comunes que un gestor de fondos realiza para reducir la exposición al riesgo de sus acciones, ésto lo puede lograr por una vía fácil de entender, pero lenta y cara; o por el contrario, hacer la venta en cuestión de minutos o incluso en segundos, de tal forma que en vez de vender los contratos de futuros, se fija una posición en un índice.

Cualquiera de las dos estrategias permiten alcanzar el mismo objetivo, para el caso, si tomamos una posición corta en futuros, es decir si vendemos al descubierto en el mercado de contado, y durante la vigencia del contrato el índice sube, se paga a la cámara de compensación por la pérdida en la posición; sin embargo, ésa pérdida se ve compensada porque al subir el índice, las acciones también ganan rentabilidad, permitiendo amortiguar el pago; por el contrario, si el índice baja, y mis acciones pierden plusvalía, la cámara me paga por la baja en el índice y recupero lo perdido; por lo tanto, es la misma seguridad que obtendría al vender las acciones y comprar los bonos del Tesoro, al convertir las acciones en activos sin riesgo. Más aún si tomamos en cuenta que gracias a la forma en que los contratos de futuros fijan su precio, estrictamente relacionado con el índice de la caja subyacente, por lo que se elimina cualquier posibilidad de arbitraje.

4.3 Los índices y las islas del Archipiélago.

Los futuros son de gran utilidad cuando diversos subgestores compiten entre sí, como en el caso de las pensiones, en el cual cada subgestor retoma un papel en determinadas acciones y cada uno se encarga de su rentabilización; cuando el gestor principal del fondo decide disminuir la exposición al riesgo no necesita repartir cuotas de reducción entre todos sus subgestores ni afectar sus estrategias, con una sola transacción con derivados soluciona el problema. Es importante familiarizarse con los índices de las bolsas y conocer cuándo y cómo fijar índices en la bolsa de acuerdo a nuestra aversión al riesgo y nuestro objetivo de rentabilizar, recortando costos innecesarios y obteniendo el mayor beneficio posible, con sólo saber fijar posición en el índice del país seleccionado.

Aunque algunos juzguen la idea como innovadora, se cree, que sus orígenes son ancestrales y se remontan a las islas del Archipiélago del Mar del Sur, en el cual, había un inusitado comercio entre islas, el cual se basaba en el pago de sus obligaciones con piedras de gran tamaño y con un valor, tasado en su talle y dimensión; cuenta la historia que en una noche de tormenta, cuando una isla pretendía saldar sus obligaciones con su contraparte, la balsa donde era transportada encalló y sus aguas poco profundas se comieron el preciado botín, lo que causó pánico entre la comunidad deudora y volvió titánica e infructuosa la tarea de rescate.

Ante tal situación el jefe de la isla, es decir su máximo sacerdote, haciendo el papel de Presidente del Banco Central, viajó hacia la isla de sus acreedores y señalándoles con su cetro, les indicó que el pago de sus deudas se encontraba a escasos metros de su isla y que la propiedad pasaba a sus manos aunque no la pudieran tener dentro de ésta; y justamente es lo que sucede con los índices sobre derivados de futuros, se dejan los activos físicos en un lugar y únicamente se trasladan sus ganancias. Aunque las acciones subyacentes no estén en nuestro poder, la operación de fijar un índice con futuros elimina su riesgo y las convierte en obligaciones del Tesoro; muchos comparten la idea que el proceso se conoce como crear obligaciones del Tesoro sintéticas.

Al existir interés de invertir en un país con una bolsa desarrollada, es decir, diferente a la nuestra, se puede aplicar el mismo principio en crear acciones sintéticas, dándole al inversor la posibilidad de participar en el crecimiento de países emergentes, ahora que la economía de los Estados Unidos de Norte América está en franca desaceleración a causa, entre otras, por la crisis inmobiliaria; para el caso si compramos una cantidad de obligaciones del Tesoro del país elegido y tomamos una posición larga del mismo a valor nominal en índices futuros, obtendremos una apreciación del precio de mercado como si hubiésemos comprado

directamente los valores; sin la labor de investigar a profundidad el mercado, ni gastando en evaluar empresas o pagando altas comisiones por las opciones de compra y venta, tampoco debemos preocuparnos por las reacciones del mercado por la compra en grandes cantidades de acciones, además del ahorro que implica no pagar un custodio de nuestras acciones físicas y sin cargar con el costo fiscal y contable del pago de dividendos de una gran cantidad de empresas.

En estos casos los inversores locales y propietarios de las acciones del país seleccionado, continúan ejerciendo todos los derechos relacionados con la propiedad de las acciones subyacentes (la piedra continúa cerca de su isla), lo que trasladan son los riesgos de mercado y las rentabilidades que generan las acciones, tomando posiciones cortas u opuestas a los nuevos inversores; así sus carteras no corren riesgo y pueden vender las obligaciones del Tesoro que posee a los nuevos inversores y completar sus posiciones de Acciones sintéticas para terminar obteniendo ingresos que vuelven a invertirse en acciones sintéticas de otro país y recibir los beneficios de los nuevos inversores, creando un círculo donde todos eficientizan sus portafolios.

Los mercados de futuros reducen el tiempo que tarda un inversor en encontrar alguien que esté dispuesto a correr el mismo riesgo en sentido opuesto, sin eliminar el riesgo del precio del bono o la acción, simplemente, transfiere el riesgo a quién esté dispuesto a correrlo, trasladando implícitamente sus futuras pérdidas y ganancias; este riesgo compartido es lo que ha hecho tan popular a los derivados y ha obligado a muchos a casarse con una escuela, la gestión de riesgos; sin embargo, muchos académicos aún no se terminan de convencer y continúan desconfiando de futuros y opciones, apoyándose en artículos sesgados y compartiendo su visión con una prensa especializada igual de sesgada, la cual, reconoce en su desempeño que su función no está en educar a los inversores, sino más bien vender sus artículos.

4.4 La nueva Fisiocracia.

La desconfianza no es nueva ni propia de esta era económica, en el siglo XVIII, era común la doctrina de la Fisiocracia, la cual premiaba todas aquellas actividades que tenían como fin último la creación de un bien; partiendo del precepto que, solamente los bienes aportaban un valor, las ideas, por tanto, aunque fueran innovadoras y revolucionarias, sino aportaban un bien material eran desechadas; aún no se pueden calcular las pérdidas monetarias de tal doctrina, ni es cuantificable el retraso económico y social que provocó.

Sin embargo, muchos fisiócratas aún persisten en señalar a los derivados como los culpables de las operaciones de corto plazo que

eliminan costos para ellos necesarios de toda transacción, desperdiciando recursos que ya estaban incluidos en sus planeaciones económicas, cargando con un mayor número de operaciones en un plazo corto, lo que a juicio de los fisiócratas estimula el aumento de pérdidas en los mercados.

Lo fundamental en este boom de las transacciones no es tanto la creación de los derivados, sino la muerte del régimen de altas comisiones en el año 1974 y siete años más tarde con la expansión de la deuda del gobierno federal por todo Estados Unidos; ciertamente una disminución en los costos implica un mayor número de transacciones; sin embargo un número mayor de transacciones no significa un mayor número de pérdidas para los inversores; porque con una mayor participación trae consigo también una mayor información económica, la cual se junta y se descodifica a un lenguaje conocido por la mayoría de actores motivando a la recolección de más información dispersa sobre la oferta y la demanda.

5 LOS COSTOS ECONÓMICOS.

A lo largo de la historia de los Derivados, muchos los han considerado culpables de los mayores desastres económicos en todo el mundo, muchos de estos asociados a la volatilidad del mercado bursátil; podemos ejemplificarlo con la crisis del 13 de octubre de 1987, en la cual en un día hubo una variación de un 6%, sin llegar a marcar un record, considerada como la mayor variación registrada en un día a causa del uso de derivados, responsabilizando al Seguro de Cartera y al Índice sobre Arbitraje.

Sobre el Seguro de Cartera el mundo académico se ha puesto de acuerdo y lo ha declarado no culpable de causar la crisis; sin embargo, muchos lo relacionan en contribuir con ésta, lo que resulta muy discutible si consideramos que el Seguro de Cartera es de uso local (en USA), mientras que la crisis inició en el Medio Oriente, antes de que abriera la bolsa de New York o Chicago. Por otra parte, los mercados fueron afectados indistintamente si tenían índices de futuros y opciones.

El Seguro de Cartera que usa futuros puede ser potencialmente desestabilizador, condicionando la compra o venta de acciones al llegar éstas a márgenes establecidos, esa desestabilización es significativamente reducida al transar con opciones. Con los futuros o con las opciones de compra de bonos sin cobertura o si estas transacciones se realizan fuera de la bolsa, la tendencia a la baja pueda pasar desapercibida para un público no familiarizado con derivados, y darse a conocer hasta que la tendencia es muy evidente (Grossman 1988).

Por otra parte, el Índice sobre Arbitraje tiene una reputación pública muy desagradable, principalmente por la prensa especializada, la causa posiblemente sea la volatilidad del mercado que provocan si un escape inicial de los límites del arbitraje disparan ventas masivas en el mercado de contado y que el índice computado cayera más de lo necesario para devolver a ambos al mismo nivel; en cuyo caso comenzaría una oleada de arbitrajes en sentido opuesto; a pesar que el comportamiento del mercado es coherente con la opinión de que los precios se fijan con base a noticias y no con base a ruidos o especulaciones provenientes de los mercados de futuros, como lo sugieren artículos de la prensa especializada.

Revisemos un poco de historia, en mayo de 1982, fue introducido con mucho éxito por la CME el contrato de índice sobre futuros, a tal punto que en tan sólo tres años sobrepasaron el número de transacciones y fue mayor que el de la bolsa de New York (NYSE), muchas de estas transacciones fueron el resultado de los bajos costos que implicaban los contratos sobre los índices; sin embargo, la NYSE no pensaba quedarse de brazos cruzados, se aliaron con el sector de corretaje y fueron juntos a Washington, con el congresista por Michigan John Dingell, el influyente presidente del Comité de Energía y Comercio de la Cámara de Diputados de Estados Unidos; le clamaron por protección; sin embargo, sabían que si reclamaban protección para sus causas económicas serían desatendidos, por lo que idearon ser abanderados de causas sociales al denunciar que los contratos sobre índices no eran del todo claro, esto fue aplaudido por la prensa especializada quien presionó aún mas al presidente.

Por su parte Dingell supervisaba la Security Exchange Commission (SEC), que a su vez regulaba los mercados de valores y opciones, pero no regulaba el mercado de futuros; sin embargo, Dingell acostumbraba rasgarse las vestiduras en protección del ciudadano común expuesto al poderoso sector financiero, acostumbraba mencionar que el arbitraje no era para ciudadanos comunes, sino para "los peces gordos de Wall Street", refiriéndose entre otros a Morgan Stanley; ante tales acusaciones los futuros no tenían mayor defensa que los pocos académicos que justificaban el uso de futuros; cuentan los reportes de prensa del juicio contra los futuros, que cuando un testigo académico declaraba que los arbitrajes tenían su lugar en el mercado de capitales, el señor Dingell le respondió "Sí, más o menos el mismo lugar que las cucarachas en una cocina".

A pesar que las demandas no dieron los frutos esperados, la mayoría acusó a los derivados de los efectos del lunes negro, esto último sí afecto al mercado de derivados, las constantes críticas hicieron que se nombrara una comisión presidencial encabezada por Nicholas Brady quien era un banquero de la vieja escuela, acusando que la negociación con futuros ahuyentaba a los inversores por aumentar la volatilidad del mercado. Por si eso fuera poco el señor

Brady fue nombrado Secretario del Tesoro en la Administración Bush, ya en un puesto clave propuso varias reformas, encaminadas a transferir la jurisdicción de regulación de los índices bursátiles sobre futuros de la Commodity Futures Trading Comisión (CFTC) a la SEC, y la transferencia de la potestad de establecer márgenes de los índices bursátiles sobre futuros de las bolsas al Sistema de Reserva Federal, acostumbrado a establecer márgenes de las transacciones bursátiles, los cuales son tan altos que la compra de márgenes resulta minoritario, a diferencia de los futuros cuyas transacciones son con márgenes; por tanto, elevar los márgenes para los futuros por encima de niveles prudenciales, le quitaban a los futuros una de sus principales ventajas, sus costos bajos. El resultado no se demoró, negociar con futuros se hizo más costoso para los clientes y las bolsas fueron menos competitivas. No contenta con lo que había realizado la Bolsa de Nueva York ideó la Regla 80A, la cual desde junio de 1990, hizo que las transacciones de índices sobre futuros fueran más lentas y más costosas, pretendían debilitar la conexión entre los mercados; sin embargo, gracias a la variedad de sustitutos de las transacciones formales de arbitraje, los mercados no se separaron.

5.1 ¿Dónde están mis ahorros?, caso P&G.

Procter & Gamble, perdió US\$150 millones en un swap de tipo de interés; si estudiamos el caso en detalle conoceremos que el Tesorero de P&G negoció con ejecutivos de Banker Trust un exótico swap por US\$ 200 millones, la operación es conocida como swap 5/30, en ésta P&G vende a Banker Trust una opción de venta de bonos a largo plazo (30 años); si todo le salía bien, es decir si los tipos de interés hubieran bajado, P&G hubiera recibido cinco años de financiamiento con un tipo de interés extremadamente bajo a comparación del mercado, más específicamente a setenta y cinco puntos por debajo de la tarifa mínima oficial, independientemente del nivel que alcance; si eso hubiese pasado el Tesorero de P&G hubiera salido en muchas portadas de revistas especializadas, todas alabándole por su brillante estrategia al negociar los swaps; por otra parte, al ejecutivo de Banker Trust, hubiera sido el hazme reír de toda la comunidad financiera bancaria, pero dejémonos de tanto hubieran...

Lo que en realidad sucedió fue que los intereses en el año 1994 subieron, las opciones de venta se realizaron en dinero y P&G pagó US\$ 150 millones a Banker Trust; dinero considerado como pérdida particular de P&G, no fue una pérdida que se le pueda llamar costo económico social; por cada dólar que perdió P&G, Banker Trust ganó un dólar; miles de norteamericanos que confiaron sus ahorros previsionales al fondo de retiro College Retirement Equities Fund (CREF), se sintieron defraudados, sabían que ese fondo en particular poseía miles de acciones de P&G y les preocupaban las pérdidas que recientemente había experimentado por usar los famosos

swap, la prensa especializada no perdió tiempo y se encargó de difundir la noticia para la intranquilidad de los miles que confiaron sus pensiones a dicho fondo.

Sin embargo, la calma volvió cuando el fondo comunicó que poseía similar número de acciones en Banker Trust, por lo que por cada dólar que perdieron en las acciones de P&G, lo recuperaron en acciones de Banker Trust, quienes sabían el riesgo que corrían si los tipos de interés bajaban, y las comisiones no eran suficientes para ese riesgo, pero necesitaba alguien que corriera el riesgo y lo respaldara si llegasen a subir las tasas de interés y encontró en P&G el candidato ideal.

Podemos afirmar con toda confianza que los swaps no son un robo, es un intercambio voluntario de riesgos y probabilidades de beneficios económicos donde uno de ellos perderá lo que signifiquen las ganancias del otro, quizás por eso los juzgados se llenan de demandas infructuosas de inversores a quienes las cosas no les han salido como esperaban, quizás estos sean costos indirectos de los derivados y fuentes de flujo de efectivos para los juristas.

Los derivados siempre tiene dos contrapartes, es una ex-post, de esta forma las pérdidas y ganancias son únicamente transferencias de riqueza entre las partes y no una pérdida de dinero global. Siempre y cuando no caiga toda la bolsa, las transferencias de riqueza continuarán. Cuando a usted lo asaltan en un semáforo y le quitan todos sus bienes, eso es una transferencia de riqueza sin compensación no comparable a las transadas con derivados.

5.2 El Condado más rico en el Estado más rico, del país más rico.

El Condado de Orange perdió US\$ 1,700 millones, en transacciones con derivados de tipo de cambio, compró derivados estructurados llamados "inverse floaters", para calcular la rentabilidad es un poco complejo, se debe tomar en cuenta la London Interbank Offered Rate (LIBOR), y es un 15.5% menos el doble de la LIBOR, el Tesorero del Condado sabía que sus ingresos estaban garantizados cuando la LIBOR y otros intereses a corto plazo bajan, lo cual para esos años de principio de los noventa era la tendencia. No contento con eso, el Tesorero también se hizo de otros derivados exóticos llamados "reverse repos", los cuales son equivalentes a comprar bonos al margen, similares a comprar bonos del Tesoro, llevando mucho dinero para las arcas del Condado, con la diferencia entre el tipo del bono largo y el tipo a corto plazo que "normalmente" es más bajo.

Tal como lo mencionamos, al inicio de la década de los noventa la tendencia de los intereses era a la baja, por lo que la felicidad del Tesorero no podría haber sido más grande al llevar para su Condado desde el año 1991 hasta el año 1994, US\$ 750 millones, para hacernos una idea son cuatrocientos puntos arriba del fondo de

inversiones de toda California, recordemos que el Condado de Orange es el Condado más rico, en el Estado más rico, en el País más rico. El Tesorero rápidamente se convirtió en una referencia obligada de cómo Rentabilizar los recursos del Condado y su fama impulso a todas las municipalidades a llevarle su dinero para que lo rentabilizara, era un referente para toda aquel que admiraba las buenas decisiones financieras.

Por tanto, cuando a mediados del año 1994 los intereses de corto plazo comenzaron a subir incluyendo la LIBOR, los bonos a largo plazo cayeron y con ellos US\$ 1,700 millones, por debajo del valor exigible, el Condado soportó la situación durante cinco meses, hasta que el 6 de diciembre de ese fatídico año, solicitó la declaración de bancarrota.

En este último punto existe una controversia, para muchos el Condado de Orange no tenía otra opción que solicitar acogerse a la Ley de Bancarrota; sin embargo, la investigación de Ross de Lexicon demostró que el Condado no era insolvente, lo anterior tiene lógica si consideramos los US\$ 30 millones que mensualmente continuaban ingresando al Condado; por tanto, lo de la Bancarrota era una estrategia para demandar por daños y perjuicios a Merrill Lynch, entre otras firmas de corretaje por vender los títulos al Condado.

Pero estas firmas eran únicamente las del corretaje, recordemos que en este negocio prevalece el ex-post, por tanto, habría que descubrir quiénes eran los dueños de los títulos, a dónde se transfirieron esos US\$ 1,700 millones, quizá el descubrirlo explique porque la demanda del Condado de Orange nunca prosperó; y es que los dueños de los títulos eran el Home Loan Bank Borrada (similar al FSV en el país) y la Federal National Mortgage Administration (Fannie Mae).

En este caso la transferencia de dinero fue, de los habitantes del condado de Orange a los habitantes de todo el país, por lo anterior resulta injusto que la prensa especializada compare estas transferencias de dinero como si se tratasen de catástrofes naturales, cuyos únicos culpables son los derivados, este tipo de prensa debe comprender que, por muy escandaloso que se lean las sumas que se transfieren, al final es únicamente eso, una transferencia, a diferencia de las catástrofes naturales, en las cuales no existe tal transferencia, es una destrucción total del valor.

A pesar de las pérdidas, los mercados de derivados no han sufrido desaceleración y continúa en aumento su uso; no obstante, el clamor de la prensa especializada y del público en general por una mayor regulación; por su parte, las empresas no solicitan que se regule más el mercado de derivados y son éstas quienes sufren, en todo caso, las pérdidas; según muchos analistas lo único que se necesita es una buena campaña de relaciones públicas para levantar la

imagen, pareciera que lo mismo comparten la Reserva Federal de Nueva York y la Asociación de Swaps y Derivados Internacionales cuando hace pocos años lanzó las "Voluntary Trading Guidelines".

Debemos reconocer que el caso del Condado de Orange, dejó consecuencias en el uso de los derivados utilizados, fue notable la baja en el uso de los inverse floaters y otros derivados exóticos, los cuales además de estar señalados como los culpables de las pérdidas, han sido sometidos a regulaciones hostiles por parte de los organismos gubernamentales, las que han hecho más costosas sus transacciones. Los Tesoreros han comprendido la lección, ahora saben que es muy arriesgado vender opciones exóticas a especialistas en Swap (los bancos).

Al darse a conocer las grabaciones de los operadores de Bankers Trust, se puede denotar que era obvio que las opciones que vendían los tesoreros estaban subvaloradas y aunque fue insinuado por los operadores de Bankers Trust, pesó más la arrogancia del Tesorero al creerse en la capacidad de pronosticar los tipos de interés, al final fue esto lo que causó las pérdidas. Resulta claro que la forma de pensar de los Tesoreros es muy diferente a los especialista en Swaps, por ejemplo, los Tesoreros piensan en términos de diferenciales de rendimiento en lugar de valores presentes, los cuales para ellos, aunque son más difíciles de cuantificar, son los que verdaderamente cuentan, algo sobre lo que los operadores son especialistas.

5.3 Société Générale, un banco, un operador y US\$ 7,000 millones menos.

El Banco Société Générale, uno de los más antiguos bancos franceses y líder mundial en los modernos derivados financieros, había contratado a un operador de 31 años, llamado Jerome Kerviel, considerado dentro de la estructura del banco como un operador de baja categoría, resulto ser un dolor de cabeza para los accionistas del banco, y tenian siete mil millones de razones para ello.

Jerome intent  cubrir malas apuestas en el mercado accionario, causando pérdidas por US\$ 7,200 millones al realizar enormes transacciones no autorizadas, las que logró ocultar durante meses al intervenir los sofisticados sistemas de seguridad, aprovechando su conocimiento de los sistemas de control del banco luego de trabajar en la oficina trasera de las salas de operaciones, según SocGen.

El banco explicó que había usado un "esquema de elaboradas transacciones ficticias" para intentar cubrir sus errores, pero no lo acusó de beneficiarse de sus actos. Jerome trabajaba desde el año 2002 y ganaba menos de 100 mil euros al año; sin embargo, debe

enfrentar una demanda judicial del banco, el cual, está siendo demandado por un grupo de accionistas.

Esto obligó a Société Générale a recaudar capital fresco de sus accionistas, quienes aportaron un incremento de capital por 5 mil 500 millones de euros, en lugar de abrir el camino a ricos fondos del gobierno francés, como han hecho bancos estadounidenses durante la reciente crisis del crédito. Según analistas, Société Générale se une ahora al club conformado por Citibank, Morgan Stanley y otras instituciones que est n en busca de apuntalar su capital. Francisco  lvarez Molina, ex vicepresidente de la Bolsa de París y actual presidente de la consultora financiera española  tica, le dijo a BBC Mundo que el fraude en Société Générale "demuestra que no hay controles suficientes". "Hay huecos de supervisión que aparecen y hay que corregir"; el ex directivo manifestó su sorpresa porque esto haya ocurrido en Francia, donde la Autoridad de Mercados Financieros (MEF) aglutina la supervisión de empresas de servicios de inversión, como los bancos, y de las empresas que cotizan en la bolsa, similar a la posición tomada por la SEC ante las crisis.

Esto demuestra que una mala utilización de los derivados puede ser muy dañina para los intereses de los accionistas y quienes interactúan con un mercado tan complicado como este deben conocer a fondo los signos de las finanzas internas cuando las cosas no van por el camino adecuado; más aún cuando no se tiene un estricto control de los operadores, para el caso, Kerviel hizo un movimiento en falso y se activaron los sistemas de alerta del sistema computacional del banco, pero por mucho tiempo estuvo "jugando" con las alarmas del banco sin que nadie sospechara.

Por otra parte, cuando hablemos de pérdidas a causa de un mal manejo de los derivados, siempre será sobre un margen de los activos transados, para el caso del banco Société Générale, su presidente Daniel Bouton, advirtió "si no hubiéramos actuado con rapidez, la pérdida podría haber sido 10 veces mayor". Fuentes cercanas dicen que todas las posiciones en conjunto de Kerviel tenían un valor de unos 50.000 millones de euros, unos US\$ 73.000 millones.

6 LA REGULACIÓN DE LOS DERIVADOS.

6.1 El Rol de la Regulación y el Gobierno.

Las políticas regulatorias en EE.UU. ha trabajado por mucho tiempo, particularmente en años recientes, promoviendo la propiedad de una vivienda en la mayor escala posible, no importando la capacidad de pago de sus deudores en condiciones adversas. Los bancos y compa as hipotecarias perseguían este mismo fin cuando

diversificaron el riesgo e hicieron las hipotecas accesibles a una mayor parte de la población. Teniendo en la securitización y la innovación financiera mucho éxito, "Durante los últimos cinco a diez años, hemos tenido personas analizando productos hipotecarios estándar y preguntándose la forma de cómo ofrecerlo a personas que históricamente no ha podido entrar al negocio de ser propietario de su casa", dice Clifford W. Smith, profesor de Administración de Empresas y Finanzas en la Escuela de Negocios William E. Simon, en Universidad de Rochester.

Si aún no tenemos claro el panorama reflexionemos sobre el período de bajas tasas de interés y aumento del valor de la propiedad que se extiende desde principios de los años noventa; para entonces las viejas reglas de concesión de hipotecas parecían muy conservadoras. Sin embargo, repentinamente, las tasas comenzaron a subir y el precio de la propiedad a caer. Smith ve la crisis actual como una "Tormenta Perfecta" de agresivas innovaciones financieras, entornos inadecuados de tasas de interés y bienes raíces.

Según el funcionario de la Reserva Federal (FED), Randall Kroszner, la recuperación del mercado monetario será lenta, en declaraciones brindadas en mayo de 2008 reconoce "La recuperación del mercado hipotecario tomará tiempo y requerirá más disciplina del mercado y los reguladores"; cree que una mayor información sobre los préstamos y los paquetes de créditos que se venden a los inversores reduciría algunos de los riesgos de los préstamos en el futuro. Anteriormente, Kroszner, mencionaba que las transacciones financieras internacionales se llevan a cabo en un entorno cercano a la anarquía, donde numerosos comités y organizaciones tratan de coordinar políticas reguladoras locales y negociar normas internacionales, pero no tienen fuerza para hacerlas cumplir.

6.2 El mercado como regulador.

Cuando las leyes antifraude son fáciles de hacer respetar, las penalizaciones legales pueden reducir ese mal comportamiento. En operaciones financieras internacionales, sin embargo, la acción legal puede resultar prohibitivamente cara y los castigos muy inciertos, en estos casos, quienes realizan las transacciones deben confiar en remedios privados, como los esfuerzos por la FED por evitar una crisis en su Sistema Financiero, lo que, según las presiones del mercado no ha eliminado las prácticas fraudulentas, las recompensas por desarrollar y aplicar estrategias creíbles para tener un comportamiento de buena reputación son sustitutos importantes del tradicional cumplimiento legal.

Es importante señalar las diferentes formas que toman las respuestas estratégicas privadas a las preocupaciones sobre estabilidad e integridad, la respuesta tradicional ha sido crear un grupo sólo para miembros con altas barreras de entrada tales como,

las cámaras de compensación y los mercados bursátiles organizados, quienes son un ejemplo de este enfoque. Las agencias de calificación privadas tienen recompensa por ser el control más eficaz y exacto, especialmente por ser las primeras en detectar un problema y advertir al público.

Sin embargo, para evitar ser culpados los reguladores públicos tienen un incentivo de demorar el reconocimiento y anuncio público de problemas, ya que el choque positivo podría resolver la dificultad, esperar también les permitirá echar la culpa a los futuros reguladores o políticos. Además, los reguladores públicos no pueden aislarse de las presiones políticas y de los grupos de intereses, en Chicago, los coches de la policía llevan la frase "Servimos y Protegemos", frase que frecuentemente puede aplicarse a los reguladores públicos, más que promover el supuesto interés público, los reguladores pueden servir principalmente a los intereses privados del sector que están regulando y protegerlo de la competencia.

Es más preocupante aún cuando los empleados de los organismos reguladores públicos, que más colaboran con los entes regulados son onerosamente recompensados con empleos bien remunerados de la industria, después de abandonar el gobierno, una práctica que los japoneses llaman "amakudari" (descenso del cielo) aunque no todos, ni siquiera la mayoría de reguladores públicos establecen políticas con este propósito, proporciona un incentivo muy distinto al de los reguladores privados de la regulación y Supervisión del Sistema Financiero.

6.3 El cuerno de la abundancia del MOF.

Resulta paradójico como la prensa especializada alaba como intrépido y osado a un CEO cuando pierde cientos de millones de dólares en una fusión mal ejecutada o en el desarrollo de un proyecto no rentable; sin embargo, cuando pierde sumas menos significativas en transacciones con derivados es señalado de ineficiente y mediocre en el mundo financiero, muchas de estas pérdidas se piensa que pueden evitarse con más regulación; sin embargo, no es con leyes que se van a evitar las pérdidas relacionadas con los derivados, los gobiernos buscan únicamente darle respuesta al último desastre financiero y buscarán readecuar sus estrategias basadas en la regulación, para evitar otro desastre similar.

Esperamos que algún día reconozcan que resulta insuficiente ante cualquier variación del mercado financiero o ante la creación de nuevos derivados exóticos para los cuales no exista regulación. La explicación es bastante sencilla, el regulador siempre irá un paso atrás del ente regulado, porque el ente regulado siempre buscará

nuevas alternativas, nuevos derivados que obvian las restricciones vigentes.

Si en Estados Unidos los organismos reguladores han tratado de bloquear los derivados, Japón le declaró una guerra abierta por intereses propios, en Japón la fuerza de choque de los corredores de Bolsa no es la Bolsa de Valores de Tokio, es el mismo Ministerio de Finanzas de Japón (MOF), quien se considera el director general del corretaje en Japón, fijando altas comisiones de corretaje y honorarios de suscripción, consideradas entre las más altas del mundo.

En países como Japón, el evitarse pagar gastos y comisiones adquiere especial importancia, si tomamos en cuenta que las comisiones son hasta ochenta veces más alta que en otros países y que todas están controladas por el Ministerio de Finanzas de Japón, a quien se le ha atribuido más pérdidas en cinco años de lo que pudieran ocasionar los derivados en cien; dicho Ministerio impone altas comisiones a todas las entidades, sin excluir a las estatales, creando un trafico de fondos que termina afectando a todo el aparato estatal, por lo que no resulta extraño que al incursionar los derivados en el mercado de Japón, a causa de una férrea presión internacional, fueron acogidos con gran entusiasmo por los inversores y de gran ganancia para los brokers extranjeros que aún en la crisis de los noventa, mantenían sus ganancias en números negros.

El MOF sabía que si quería mantener los beneficios del sector en niveles monopólicos durante mucho tiempo, debía restringir la entrada de nuevos actores, lo que logró con éxito hasta finales de los ochentas; sin embargo, el negocio era visto con recelo desde el otro lado del mundo, por las grandes firmas de corretaje en Norteamérica, quienes presionaron a su gobierno para que a su vez presionara a Japón en permitir la entrada de las grandes firmas de corretaje y bancos de inversión de Estados Unidos, la presión se enfocó también en permitir las transacciones bursátiles sobre futuros y opciones.

El MOF sabía que su negocio en el sector de la renta variable, estaba basado en restricciones que no podría mantener por mucho tiempo, el MOF tenía una fijación con el nivel del precio de las acciones, y el mercado bursátil de Japón experimentaba un boom financiero con pocos precedentes, donde todos los actores gozaban de grandes beneficios, los cuales por supuesto no estaban dispuestos a entregar, por su parte las empresas de corredores de Bolsa obtenían sus ganancias, los clientes conseguían plusvalías, las corporaciones tenían costos de capitales bajos, los bancos tenían ganancias escondidas y los políticos obtenían jugosos sobornos.

Los cuales por cierto continúan sucediendo, en junio de 2008 se publicó: "Dos inspectores bancarios del Ministerio de Finanzas japonés fueron arrestados ayer en Tokio por agentes de la fiscalía, bajo acusación de haber recibido favores de cuatro bancos comerciales a cambio de mantenerles informados de las fechas en que se iban a realizar inspecciones. Son ya tres los funcionarios vinculados al poderoso Ministerio de Finanzas arrestados bajo la acusación de haber recibido sobornos"³

El MOF temía que su cuerno de la abundancia se agotara con la llegada de los nuevos invasores y tenía razón para pensarlo; sabía que las operaciones de futuros socavarían la maquina universal de riqueza al eliminar los fuertes tabúes culturales de Japón que se oponían a la venta de acciones; cabe decir que la venta al descubierto era difícil, dado que las empresas exigían sus accionistas a mostrar su lealtad al obligarles a registrar sus acciones con mucha frecuencia, la muy destacada tradición japonesa de las participaciones cruzadas de acciones entre empresas y entre empresas y bancos, reforzaba aún más la lealtad mediante una actividad que se reduce a un intercambio mutuo de prisioneros.

Los futuros por su parte son impersonales y los riesgos del capital expuesto eran administrados tomando una posición corta en futuros, las acciones subyacentes permanecen con sus dueños y si era necesario se presentaban para su eventual registro, convirtiendo a las acciones en instrumentos cero riesgo, parecido a invertir en bonos del Tesoro del gobierno de Japón, para entonces el MOF temía que las compañías de seguros amparadas en el anonimato de los futuros, dieran cobertura a sus carteras y desencadenaran un cúmulo de ventas concertadas como el supuestamente asociado con los seguros de cartera en Estados Unidos.

Sin embargo, para desgracia del MOF, en los críticos años 1989 y 1990 cuando fue la caída del índice Nikkei, las empresas aseguradoras lejos de vender futuros se transformaron en compradores de futuros, aumentando su exposición de capital. El MOF quedó mas intrigado cuando el mercado comenzó a bajar y los arbitrajistas extranjeros ganaban más, al parecer les favorecía las crisis; muchos expertos japoneses consultados por el MOF, concluyeron que sus ganancias se debían a la explotación de los diferenciales entre las bolsas de Tokio y Osaka; sin embargo, el MOF no se creyó el cuento.

Le extrañaba de sobremanera que cuando más caía el mercado más ganancias obtenían. Se cree que el MOF negoció inmunidad con algunos arbitrajistas extranjeros para que confesaran cómo obtenían

³Artículo extraído del Periódico Español El País, edición del 8 de junio de 2008.

tantas ganancias en un mercado que se hundía cada vez más, para sorpresa del MOF le confiaron que estaban arbitrando las mismas comisiones que éste impuso, las cuales sobre acciones ordinarias son más altas que las de índices de futuros; debido a los costos que tienen los corredores de bolsa al procesar las ordenes relacionadas con acciones ordinarias que pagan un precio mucho mayor.

Sin embargo, las políticas del MOF hacían que las comisiones fueran altas y fijas, por tanto, el costo para el cliente que deseaba ajustar su cartera y diversificarla, no tenía que pagar cuatro veces más para las acciones que para los futuros, como se paga en Estados Unidos, debían pagar cincuenta veces más, estas exorbitantes sumas eran exigidas para los clientes externos, no eran exigidas para los arbitrajistas externos que estaban inscritos en la Bolsa de Tokio, en tanto que los arbitrajistas extranjeros compraban acciones directamente evitando pagar las onerosas comisiones, posteriormente vendían los futuros a inversores locales para cubrirse; de tal forma que para estos inversores locales resultaba beneficioso comprar las acciones a los arbitrajistas extranjeros a quienes preferían pagarles grandes sumas por éstas, pero evitando pagar las comisiones, lo extraño es que los arbitrajistas locales concientes o no del negocio que representaba arbitrar comisiones prefirieron hacerse a un lado y dejar el pastel sólo para los extranjeros y enfilarse al mercado de redes al por menor, un área prohibida para extranjeros y extremadamente rentable.

Actualmente el MOF ha impuesto altos costos a los arbitrajes y ha castigado a las transacciones con índices sobre futuros para todo el mundo a fin de desalentar sus transacciones; las comisiones sobre futuros han llegado a niveles punitivos, por lo anterior las Bolsas de Tokio y Osaka han sufrido los niveles más bajos de transacciones de los últimos años, cada vez más volumen del índice Nikkei sobre futuros se transfiere al Mercado Monetario Internacional de Singapur, tratando sin éxito de amenazar a que el SIMEX haga lo mismo. Lo mejor que puede hacer el MOF es desregularizar sus mercados financieros, si libera las comisiones reduciría el arbitraje, además debe retirar las bases de las comisiones, eliminando de raíz la causa de los escándalos, que socavan la confianza de los ciudadanos, en suma haría el negocio más competitivo.

8 CONCLUSIONES.

Los derivados son productos sofisticados que pueden ser utilizados como cobertura, administrando riesgos indirectos al negocio, o como una inversión, lo cual puede llevar a una pérdida total de ésta; por lo tanto invertir en derivados requiere conocimientos específicos de su funcionamiento como de los sistemas de

negociación, debemos estar dispuestos a asumir los riesgos y tener la capacidad económica de honrarlos, además de dedicarles el tiempo necesario para realizar su seguimiento.

Las tan pomposamente publicitadas pérdidas millonarias a causa del uso de los derivados son puras transferencias de riqueza, no existiendo destrucción de la misma, como en el caso de los desastres naturales. Si los Títulos Estructurados y las Opciones Exóticas no llenan un vacío, entonces desaparecerán para siempre y tal desaparición no debe verse como un costo social, sino como una de los beneficios sociales de los recientes desastres con derivados.

George Stigler cuestionó a la SEC, creada en los años treinta en la era de Nixon, sobre sus logros, en cuanto al gran volumen de regulaciones creadas en sus primeros treinta años de vida; ¿a caso los logros anunciados en políticas públicas se cumplieron?, ¿se evitaron las crisis?; las respuestas son de todos conocidas, ¿Cuál ha sido el efecto de tanta regulación?, ¿a caso sólo han estimulado la creación de novedosos instrumentos que terminan evadiendo las normativas vigentes?, ¿por qué no se preocupan en entender la lógica del mercado en vez de reaccionar a su evolución con más normativa? ¿Qué han logrado hasta hoy?. Según Stigler no existe evidencia de beneficio social en las regulaciones existentes. En 1971 publicó su famoso trabajo "La teoría de la regulación económica".

Según Merton, la natural inclinación de la mayoría de economistas académicos que confrontan tanta evidencia del daño causado por el MOF que exigen su liquidación y una absoluta desregulación que establezca los precios y deje actuar al mercado como mejor sabe hacerlo, premiando la innovación y el talento de rentabilizar y castigando la inoperancia y la falta de conocimiento de los instrumentos bursátiles como los derivados.

Una buena regulación es necesaria, una regulación proactiva, en línea con las innovaciones financieras, administrando los roles de quienes viven del mercado de derivados, y lo consideran un lugar más seguro cuando los usan por cobertura, un lugar muy rentable para quien conoce bien su funcionamiento y puede especular con su uso y un lugar donde las empresas puedan saciar su necesidad de perder dinero, de una forma menos honrosa que con alguna fusión.

9 BIBLIOGRAFÍA.

- El Qué y el Cómo de la Valoración: Desde la Perspectiva de un CEO. Traducción de la MAF-UES. Tomado de: *What's It Worth? A General Managers* HBR, May-June 1997.
- Guía informativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Septiembre de 2004.
- El nuevo mundo de la banca. Tomás J.T. Baliño y Ángel Ubide. *Finanzas & Desarrollo*, Junio de 2000, Volumen 37, N° 2. Anthony Effinger (Bloomberg) | 10:15 - 4/12/2007
- Lessons from the ABYSS. The Credit Market Meltdown and Risk Management. By Jeffrey Marshall and Gregory J. Millman. *Financial executive*. May 2008.
- Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros, S.N.C. Dirección de Administración y Control de Riesgos Financieros. Tomo N° 1, Septiembre de 2003.
- Los Mercados de derivados. Merton H. Miller, *Gestión* 2000, 1999.
- Curso sobre derivados.
The Reuters Financial Training Series. *Gestión* 2000.
- Un operador causa pérdidas históricas en banco Fránces.
Por David Gauthier-Villars, Carrick Mollenkamp y Alistair MacDonald. *The Wall Street Journal*.