

Una élite bancaria secreta regula la negociación de productos derivados del crédito

Por Louise Story, *New York Times*, 11 de diciembre de 2010 ¹

El tercer miércoles de cada mes, nueve miembros de una élite social de Wall Street se reúnen en el centro de Manhattan.

Comparten un objetivo común: proteger los intereses de los grandes bancos en el vasto mercado de derivados del crédito, uno de las más rentables —y controvertidos— campos de las finanzas. También comparten un secreto común: Los detalles de sus reuniones, inclusive su identidad, han sido estrictamente confidenciales.

Extraídos de gigantes como JP Morgan Chase, Goldman Sachs y Morgan Stanley, los banqueros forman un poderoso comité que ayuda a supervisar el comercio de derivados del crédito, instrumentos que, como el seguro, se utilizan para cubrir riesgos.

En teoría este grupo existe para salvaguardar la integridad de un mercado multibillonario. En la práctica, también defiende el predominio de los grandes bancos.

Los bancos representados en este grupo, que está afiliado a una cámara de compensación de nuevos derivados del crédito, se han esforzado por bloquear el ingreso de otros bancos al mercado y además están tratando de frustrar los esfuerzos porque toda la información sobre precios y tarifas esté disponible de manera gratuita.

La influencia de los bancos sobre este mercado y sobre cámaras de compensación como la que este selecto grupo asesora tiene consecuencias costosas para las grandes y pequeñas empresas, como la matriz de Dan Singer, empresa de calefacción a base de petróleo del condado de Westchester, al norte de la ciudad de Nueva York.

Este otoño, muchos de los clientes del señor Singer cerraron tratos de compra a precio fijo para obtener calefacción durante el invierno en casi tres dólares por galón. Mientras ese precio esté por encima del prevaleciente, a 2.80 el galón, los contratos protegerán a los propietarios si las bajas temperaturas presionan implacablemente el precio al alza.

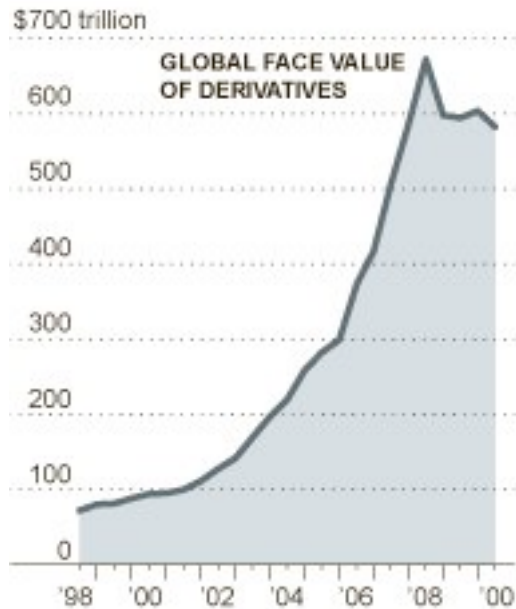
Pero el señor Singer se pregunta si Robison Oil, su compañía, debiera conseguir un mejor arreglo. Él utiliza derivados del crédito como los swaps² y opciones para crear

1. <http://www.nytimes.com/2010/12/12/business/12advantage.html>

sus planes fijos, pero no tiene idea de cuánto puede llegar la baja de sus precios —y los precios a sus clientes— porque los bancos, dice, no revelan el costo de los honorarios asociados a los derivados del crédito.

Global Growth

The value of derivatives contracts grew quickly until the financial crisis in 2008.



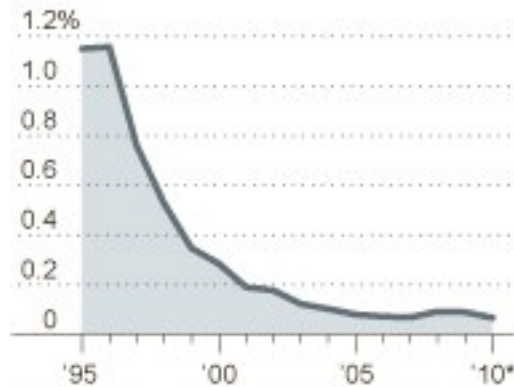
Source: Bank for International Settlements

THE NEW YORK TIMES

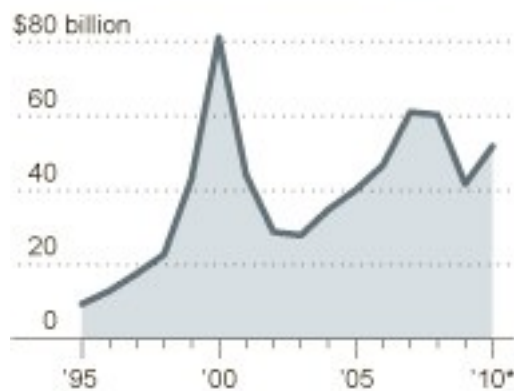
A Pricing Case Study

After trading rules were changed and electronic trading was advanced, stock quotes became more widely available, and profit margins for traders fell. Volumes also rose.

AVG. MARGINS ON NASDAQ TRADES
As a percentage of the trade value



NASDAQ AVG. DAILY TRADING VOLUME



*Through October.

Source: Nasdaq

THE NEW YORK TIMES

“Al final del día no sé si obtuve un precio justo o qué me están cobrando”, dijo el señor Singer.

El riesgo de los derivados del crédito cambia de un bando al otro, y ofrece muchas

2. Un **swap**, o **permuta financiera**, es un contrato por el cual dos partes se comprometen a intercambiar una serie de cantidades de dinero en fechas futuras. Normalmente los intercambios de dinero futuros están referenciados a tipos de interés, llamándose **IRS** (Interest Rate Swap) aunque de forma más genérica se puede considerar un **swap** cualquier intercambio futuro de bienes o servicios (entre ellos el dinero) referenciado a cualquier variable observable. Un **swap** se considera un instrumento derivado.

Fuente: [http://es.wikipedia.org/wiki/Swap_\(finanzas\)](http://es.wikipedia.org/wiki/Swap_(finanzas))

ventajas, como habilitar al señor Singer para vender sus planes fijos sin padecer todos los riesgos de una eventual alza de los precios del petróleo. Los derivados del crédito son también grandes negocios en Wall Street. Los bancos captan muchos miles de millones de dólares al año en honorarios —que no revelan— derivados de estos instrumentos; un monto que casi con absoluta seguridad sería más bajo si hubiera más competencia y precios transparentes.

Simplemente son inciertos los costos que el estadounidense común paga por comerciar con derivados del crédito. El tamaño y alcance de este mercado ha crecido rápidamente durante los últimos veinte años. Hoy en día los fondos de pensiones usan derivados del crédito para cubrir sus inversiones; los estados y las ciudades los utilizan con el fin sujetar el costo de sus empréstitos; las compañías aéreas, para asegurar la estabilidad de precios del combustible; las compañías de alimentos, para congelar el precio de productos básicos como el trigo o la carne vacuna.

Tal como funciona ahora, el mercado “eleva los costos a todos los estadounidenses”, dijo Gary Gensler, presidente de la Commodity Futures Trading Commission, que regula la mayoría de los derivados del crédito. “Se requiere mayor supervisión de los bancos en este mercado”, dijo.

Pero los grandes bancos influyen en las normas que rigen los derivados del crédito a través de una variedad de grupos industriales. El más reciente punto de influencia de los bancos está en cámaras de compensación como el ICE Trust, que mantiene las reuniones mensuales con los nueve banqueros en Nueva York.

Bajo la revisión de Dodd-Frank financiera, muchos derivados del crédito se negocian mediante tales cámaras de compensación. El señor Gensler quiere que disminuya el control de los bancos sobre estas nuevas instituciones, pero los legisladores republicanos, muchos de los cuales recibieron grandes contribuciones de campaña de los banqueros que quieren influir en la forma que se legisla sobre los derivados del crédito, dicen que planean revertir muchas de las reformas que se avizoran. El jueves, la comisión canceló una votación sobre una propuesta para transparentar los precios, lo que aumenta la especulación para la cual el señor Gensler no obtuvo suficiente apoyo de sus colegas comisionados.

También el Departamento de Justicia está estudiando los derivados del crédito. La Unidad de Defensa de la Competencia del Departamento investiga activamente “la posibilidad de que ocurran prácticas anticompetitivas en la compensación del crédito a los derivados, el comercio y las industrias de servicios de información”, según un portavoz del Departamento.

De hecho, el mercado de derivados del crédito recuerda a algunos expertos el mercado de valores de Nasdaq en el decenio de 1990. En aquel entonces, el Departamento de Justicia descubrió que los responsables del mercado de Nasdaq se habían coludido en secreto para proteger sus propios beneficios. A raíz de ese escándalo, las reformas a los sistemas de comercio electrónico de Nasdaq cortaron los costos de negociación de valores a una veinteava parte —5%— de su nivel anterior, lo que significó un enorme ahorro para los inversionistas.

Si la participación en el control de una entidad se limita a unas pocas instituciones o personas afines, interesados en mantener fuera a los competidores, es probable que sucedan cosas malas. “Es la defensa 101 de la competencia”, dijo Robert E. Litan, quien ayudó a supervisar como asistente del fiscal general adjunto la investigación que el Departamento de Justicia hizo sobre Nasdaq. Ahora es miembro de la Fundación Kauffman. “La historia del comercio de derivados del crédito es que ha crecido como una industria muy concentrada, y es difícil romper los viejos hábitos.”

Los representantes de los nueve bancos que dominan el mercado se negaron a hacer comentarios sobre la investigación del Departamento de Justicia ...

Establecido, pero si la posibilidad de entrar

Los orígenes del Bank of New York Mellon se remontan a 1784, cuando fue fundado por Alexander Hamilton. En la actualidad, proporciona servicios administrativos sobre más de \$ 23 billones de dólares de fondos institucionales.

Recientemente, este banco ha tratado de ingresar al estrecho círculo del mercado de derivados del crédito, pero hasta ahora ha sido rechazado.

Los funcionarios del Bank of New York dicen que se han visto frustrados por los competidores, quienes controlan importantes comités en las nuevas cámaras de compensación, creadas a raíz de la crisis financiera.

Desde a principios de 2010 el Bank of New York Mellon ha tratado de convertirse en uno de los llamados “miembros compensadores”, pero tres de las cuatro principales cámaras de compensación dijeron al banco que sus operaciones de derivados del crédito tienen muy poco capital, y por lo tanto entrañarían demasiado riesgo para el mercado global.

El banco descarta esa explicación por absurda. “No somos un don nadie”, dijo Sanjay Kannambadi, director ejecutivo de Compensación del BNY Mellon, filial creada para entrar en el negocio. “Pero no calificamos. Desde luego, pensamos que eso es una locura”.

La verdadera razón de que el banco esté cerrado, dijo, es que los rivales quieren preservar sus márgenes de ganancia, y fueron ellos quienes contribuyeron a escribir las normas de ingreso.

El señor Kannambadi dijo que los clientes del Banco de Nueva York le solicitaron que ingresara al negocio de derivados del crédito porque creen que los grandes bancos les están cobrando demasiado. Su entrada podría bajar las tasas. Otros que todavía tienen que granjearse el pleno ingreso al club del comercio de derivados del crédito son la State Street Corporation y empresas de corretaje pequeñas como MF Global y Newedge.

Los criterios de admisión parecen arbitrarios, dijo Marcus Katz, vicepresidente senior

de Newedge, que es propiedad de dos grandes bancos franceses.

“Parece que los criterios de membresía se establecieron para que un determinado grupo de participantes en el mercado pudieran cumplirlos, y todos los demás tuvieran que pasar por el aro”, dijo Katz.

La nueva cámara de compensación de derivados del crédito que recibió la bienvenida [fue] Newedge; el Banco de Nueva York y otros —Nasdaq entre ellos— han sido vetados por los grandes bancos de derivados del crédito.

Sólo los iniciados saben

¿Cómo llegaron a tener tal influencia los grandes bancos para decidir quién puede competir con ellos?

Irónicamente, esta influencia se desarrolló parcialmente a raíz de las preocupaciones surgidas en el momento álgido de la crisis financiera en 2008. Un problema importante durante la crisis fue que nadie —ni siquiera los reguladores gubernamentales— entendían cabalmente el tamaño y las interconexiones del mercado de derivados del crédito, especialmente el mercado de permutas de incumplimiento crediticio —swaps—, que aseguran contra los incumplimientos de las empresas, o los bonos hipotecarios. El pánico llevó a la necesidad de rescatar al American International Group, por ejemplo, ... [y] en medio de la crisis, los reguladores ordenaron a los bancos acelerar los planes —cuya elaboración tomaba tiempo— para crear una cámara de compensación que manejara el comercio de derivados del crédito. La intención era reducir el riesgo y aumentar la estabilidad en el mercado.

Dos firmas de intercambio establecidas que comercian con productos básicos y bienes futuros, el Inter Continental Exchange —o ICE— y la Bolsa Mercantil de Chicago, crearon cámaras de compensación, y lo mismo hizo Nasdaq.

Cada una de estas nuevas cámaras de compensación tuvo que convencer a los grandes bancos para que se uniera a sus esfuerzos. Para ello repartían membresías como incentivo entre sus comités de riesgo, que es donde se establecen las normas comerciales.

Ninguna de las tres cámaras de compensación iba a revelar quiénes eran miembros de sus comités de riesgo cuando algún reportero preguntara. Sin embargo, dos personas que conocían directamente a la comisión del ICE dijeron que los miembros del banco eran: Thomas J. Benison, de JPMorgan Chase & Company; James J. Hill, de Morgan Stanley; Athanassios Diplas, del Deutsche Bank; Paul Hamill, de UBS; Paul Mitrocostas, de Barclays; Andy Hubbard, de Credit Suisse; Oliver Frankel, de Goldman Sachs; Ali Balali, de Bank of America, y Biswarup Chatterjee, de Citigroup.

A través de representantes, estos banqueros se negaron a hablar sobre el comité o el mercado de derivados. Algunos de los portavoces señalaron que los banqueros tienen experiencia para asesorar a la cámara de compensación.

Muchas de estas mismas personas ocupan puestos influyentes en otras cámaras de compensación, o en comités de la poderosa Asociación Internacional de Swaps y Productos Derivados del Crédito, que ayuda a regular el mercado.

Los críticos han llamado a estos bancos el “club de los corredores de derivados”, y advierten que es poco probable que el club ceda terreno fácilmente.

“Los ingresos que estos corredores obtienen de los derivados es muy grande y por tanto, el incentivo que los induce a proteger tales ingresos es muy grande”, dijo Darrell Duffie, profesor de la Escuela de Graduados de Negocios de la Universidad de Stanford, quien estudió el mercado de derivados del crédito a principios de 2010 con investigadores de la Reserva Federal. “Va a ser difícil para los corredores mantener su cuota de mercado si a todo el que pueda demostrar su solvencia se le permite el ingreso a las cámaras de compensación. Por lo tanto, preparan argumentos que cierren el paso al ingreso de otros”.

Tal vez ningún negocio en las finanzas es hoy tan rentable como los derivados. Sin hacer préstamos, sin ofrecer tarjetas de crédito, sin dar asesoría sobre fusiones y adquisiciones, sin administrar el dinero de los ricos.

Se desconoce el número preciso de bancos que comercian con derivados del crédito, pero hay evidencia anecdótica de su rentabilidad. Antiguos comerciantes del banco que hablaron a condición de que se les mantuviera en el anonimato debido a la confidencialidad que acordaron con sus ex empleadores dijeron que la ganancia típica de sus bancos por proporcionar 25 millones de dólares de seguro contra el riesgo de que una empresa incumpliera el pago de su deuda a través del mercado de swaps era de 25 mil dólares. A su vez, a través de este tipo de operaciones, estos comerciantes mueven todos los días millones de dólares, y los swaps de incumplimiento crediticio son sólo uno entre varios tipos de derivados.

El secreto que rodea al comercio de derivados del crédito es un factor clave que permite a los bancos obtener tan grandes ganancias.

Si un inversionista comercia en la bolsa con acciones de Google, Coca-Cola o cualquier otra compañía, se sabe cuál es el precio —y la comisión, o cuota. El comercio electrónico ha hecho que esta información esté disponible para cualquier persona que cuente con una computadora, hecho que, además, aumenta la competencia y reduce tremendamente el costo de la negociación. Incluso, en fechas recientes, los bonos corporativos se han vuelto más transparentes. Los costos de negociación se redujeron casi de inmediato, después de que en 2002 los precios fueron más visibles.

Con derivados no ocurre lo mismo. Para muchos, no hay centro de intercambio, como la Bolsa de Nueva York o el Nasdaq, donde los precios de los derivados aparezcan en una lista. En cambio, cuando una empresa o un inversionista quiere comprar un contrato de derivados en, digamos, aceite, trigo o hipotecas tituladas, formula un pedido mediante el operador de un banco y el operador hace coincidir esa

orden con alguien que venda el mismo tipo de derivados.

Los bancos explican que muchas operaciones de derivados tienen que trabajar de esta manera porque a menudo son personalizados, a diferencia de las acciones. Una acción de Google es igual que cualquier otra, pero los términos de un contrato de derivados del petróleo pueden variar mucho respecto de otro.

En la mayoría de los derivados, las ganancias están enmascaradas. En la generalidad de los casos a los compradores se les dice sólo lo que tienen que pagar por el contrato de derivados, por ejemplo, 25 millones. Esa cantidad es mayor que la suma que el vendedor recibe, pero ¿cuánto más?, ¿cinco mil, veinticinco mil, cincuenta mil más? Esa cifra se desconoce. Esto ocurre porque al vendedor también se le dice sólo la cantidad que recibirá. La diferencia entre ambas es la cuota y el beneficio del banco. Por lo tanto, mientras mayor sea la diferencia, al banco le irá mejor y a los clientes, peor.

Es como si un agente de bienes raíces vendiera una casa, pero el comprador sólo supiera lo que tendría que pagar y el vendedor, sólo lo que fuera a recibir. El agente se embolsaría la diferencia en calidad de honorarios, sin tener que revelarla. Además, sólo el agente de bienes raíces, no el comprador ni el vendedor, se enteraría del monto de recientes transacciones de compraventa de otras casas de la misma cuadra.

¿Intercambio Electrónico?

Hace dos años, Kenneth C. Griffin, dueño del Grupo Citadel, fondo de cobertura gigante con sede en Chicago, propuso que los precios de los derivados de crédito más comunes se fijaran abiertamente, mediante la cita electrónica de sus precios. Citadel supervisa activos por 11 mil millones de dólares, de manera que el ahorro, incluso por un pequeño porcentaje de los costos en cada operación, podría ascender a decenas o incluso cientos de millones de dólares al año.

Pero la propuesta del señor Griffin de hacer el intercambio electrónico de forma rápida encontró oposición. En cambio, lo que ocurrió fue la apertura de una ventana para ver cómo los bancos han luchado ferozmente por la competencia y fijación abierta de precios. Para conseguir un intercambio transparente, Citadel ofreció el uso de su habilidad tecnológica en una empresa conjunta con la Bolsa Mercantil de Chicago, que es mejor conocida como vanguardia comercial para contratar materias primas como el café y el algodón. El objetivo era crear una cámara de compensación, así como un sistema de comercio electrónico que mostrara los precios crediticios por omisión de los swaps.

Pero como era previsible, el Club de Banqueros de Elite respondió con una serie de complicadas maniobras que hasta la fecha han detenido el surgimiento de un mercado electrónico de derivados transparente, como lo analiza con mayor detalle la fuente para elaborar este artículo:

<http://www.nytimes.com/2010/12/12/business/12advantage.html>].