

CUANDO EL TAMAÑO IMPORTA: EL CASO DE LOS MEGABANCOS

Carlos Jaramillo

La crisis financiera de 2008 dejó claro que la existencia de megabancos, tales como J.P. Morgan o HSBC, constituye un gran desafío para los organismos reguladores. Estas organizaciones tienen suficiente peso para afectar los precios de los mercados donde participan, y pueden crear inestabilidad en los mercados financieros cuando sus tácticas de negocios no funcionan.

LOS REGULADORES han enfrentado el desafío de controlar gigantescas instituciones financieras, y de exigirles mayores requisitos de capital para reducir sus dimensiones y hacerlas más robustas. Ahora bien, si reducen su participación en el mercado financiero internacional, surge una pregunta que no puede echarse a saco roto: ¿quién llenaría el vacío que estas instituciones dejarían en ese complejo entramado de transacciones? Evidencias anecdóticas sugieren que los megafondos de pensiones y otras organizaciones privadas, como los fondos de cobertura, poco a poco están empezando a expandir su papel como intermediarios financieros, al tratar de aumentar la rentabilidad de las carteras a su cargo en un mundo de bajas tasas de interés.

El escándalo ocasionado el pasado 12 de noviembre de 2014 por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA, por sus siglas en inglés), del Reino Unido, cuando reveló los resultados de la investigación conjunta de los gobiernos de Estados Unidos, Reino Unido y Suiza sobre cinco grandes bancos internacionales acusados de manipular transacciones en el mercado internacional de cambios de moneda y que se tradujo en una serie de multas en el orden de los 4.500 millones de dólares, coincidió con un pronunciamiento del G-20, en el que se exige a bancos como los multados magnitudes de capital que pueden duplicar los recomendados por el Acuerdo de Basilea. La lógica de la recomendación es que existen treinta instituciones bancarias internacionales que, por su tamaño y relevancia en distintos mercados, pueden llegar a producir pérdidas que pondrían en peligro la salud del sistema financiero internacional.

Carlos Jaramillo, profesor del IESA.

La crisis financiera de 2008 y los subsecuentes escándalos protagonizados por algunos de los bancos que pertenecen al grupo de los treinta grandes que señalan los reguladores del G-20 muestran el lado oscuro de la existencia de las grandes instituciones financieras internacionales. Pero surge una pregunta inquietante: ¿qué papel cumplen las grandes instituciones bancarias en el complejo entramado de transacciones de los mercados financieros internacionales?

El adiós del Deutsche Bank

El 17 de noviembre de 2014, a escasos tres días de la multa a los megabancos ingleses, estadounidenses y suizos, el Deutsche Bank anunció que dejaría de actuar como intermediario en los mercados de créditos de insolvencia (CDS, por sus siglas en inglés) sobre deuda corporativa y títulos soberanos, para concentrarse en la intermediación de CDS de índices de deuda. Los inversionistas institucionales usan estas pólizas de seguro contra insolvencia de bonos, no solo para cubrir sus posiciones en títulos de deuda, sino también para apostar a la dirección en la que se moverán los mercados de bonos si se producen noticias que puedan cambiar las percepciones sobre la capacidad de pago de los emisores de deuda.

El mercado de CDS tuvo sus comienzos en 1998, con un volumen muy discreto de transacciones, pero llegó a alcanzar un máximo de valor nominal (montos asegurados) de 32 billones de dólares en el año 2007, según estimaciones del Banco de Basilea. Lamentablemente, estos instrumentos tuvieron un papel protagónico muy negativo en la crisis financiera de 2008, cuando quedó de manifiesto que los grandes bancos internacionales tomaban posiciones en estos instrumentos sin aportar suficientes colaterales para dar soporte al riesgo asumido. En este contexto, los colaterales son simplemente magnitudes robustas de capitalización bancaria.

A partir de 2010, con la promulgación de la ley Dodd-Frank (ley marco para el sector financiero en Estados Unidos), los intermediarios en el mercado de CDS se vieron obligados no solo a aumentar su capital —lo que redujo su rentabilidad—, sino también a redireccionar sus operaciones a cámaras de compensación mediante las cuales los reguladores podían tener una idea más clara de los volúmenes de operaciones realizados y las potenciales exposiciones a pérdidas de tales intermediarios. Aunque los CDS sobre títulos individuales no se transan aún por medio de cámaras de compensación es cuestión de tiempo para que lo hagan, lo cual aumenta los requisitos de inversión de los intermediarios, debido a los colaterales que exigen estas cámaras (que además cobran comisiones por participar en la intermediación).

No obstante que las cámaras de compensaciones, y las nuevas exigencias de información, se han ido desarrollando a una velocidad menor que la deseada por los reguladores, tanto en Estados Unidos como en Europa, la intención de controlar mejor estos mercados es una aspiración a la que los reguladores no están dispuestos a renunciar, ni siquiera bajo la presión del cabildeo de los grandes bancos. El tamaño actual del mercado de CDS sobre títulos individuales es del orden de 17 billones de dólares, sustancialmente inferior a los niveles del año 2007.

La salida de un actor tan relevante como el Deutsche Bank es una noticia preocupante, porque es un indicio claro de la reducción de liquidez que vienen sufriendo desde 2007 los mercados de renta fija, tanto en el segmento de operaciones de contado (compra y venta de bonos) como en el de instrumentos derivados. La reducción de liquidez vuelve menos eficientes a los mercados financieros.

La propuesta de la Reserva Federal al control de los megabancos

No había terminado aún de disiparse el escándalo de las multas a los manipuladores del mercado de monedas cuando la Reserva Federal de Estados Unidos publicó, el 9 de diciembre de 2014, una propuesta de capitalización para aquellos bancos denominados Organizaciones Globales Sistemáticamente Importantes (GSIO, por sus siglas en inglés). La propuesta incluye un método para identificar qué tipo de instituciones cae dentro de esa categoría y qué grado de capitalización deben mantener según su perfil de riesgo.

Las GSIO son instituciones suficientemente grandes para afectar al sistema financiero de un país, como consecuencia del fracaso de la ejecución de sus estrategias de negocios, y son candidatas naturales a pertenecer a esta categoría las treinta grandes instituciones identificadas por el comité de regulación bancaria del G-20. Pertenecen a este grupo, en Estados Unidos, Bank of America Corporation, The Bank of New York Mellon Corporation, Citigroup Inc., The Goldman Sachs Group,

Los megafondos de pensiones y otras organizaciones privadas, como los fondos de cobertura, poco a poco están empezando a expandir su papel como intermediarios financieros, al tratar de aumentar la rentabilidad de las carteras a su cargo en un mundo de bajas tasas de interés

Inc., JP Morgan Chase & Co., Morgan Stanley, State Street Corporation, y Wells Fargo & Company. Con la excepción de JP Morgan, que según las nuevas exigencias debería aumentar su capital en 21 millardos de dólares, el resto puede ajustarse muy rápidamente a los cambios y con holgura, pues tienen hasta el año 2019 para alcanzar la capitalización requerida.

El nuevo método propuesto por la FED, que entrará en vigencia a partir del 1 de enero de 2016 una vez terminada la ronda de consulta con la comunidad de negocios, exigirá una capitalización de hasta 450 puntos básicos sobre los estándares mínimos de Basilea III (uno por ciento equivale a cien puntos básicos) a las instituciones que tengan una alta dependencia de títulos de vencimiento a corto plazo adquiridos por inversionistas institucionales para financiar sus carteras de activos. A este esquema de financiamiento se atribuye buena parte del incremento de riesgo experimentado por los mercados de créditos durante la crisis financiera internacional de 2008.

La Oficina de Estabilidad Financiera, organismo asesor en temas bancarios del G-20, recomienda una capitalización adicional de hasta 250 puntos básicos por encima del siete por ciento exigido por Basilea III, por lo que los grandes bancos estadounidenses estarán sometidos a mayores exigencias de capitalización que sus competidores internacionales, lo que afectará su rentabilidad accionaria. Se calcula que un incremento de uno por ciento de capital reduce la rentabilidad accionaria en 1,1 por ciento.

The Goldman Sachs Group y Morgan Stanley serán las instituciones que acusarán mayor castigo con estas magnitudes de capitalización, porque el 35 por ciento de sus pasivos proviene de los títulos objeto de la regulación. Ambas instituciones tienen sus raíces en el negocio de banca de inversión, donde el financiamiento con títulos de corto plazo es una práctica universal, y se transformaron en *holdings* bancarios en 2008 para

tener acceso a la red de auxilio financiero de la FED en caso de necesitarlo. Sin embargo, en términos absolutos, JP Morgan es la institución financiera que mayor uso hace del financiamiento con papeles de corto plazo (483 millardos de dólares), seguida por Citigroup (432) y Bank of America (407).

¿Qué espera la Reserva Federal con esta medida? En principio, reducir el tamaño de las GSIO y, en consecuencia, la amenaza que podrían representar para el sistema financiero en caso de quiebra. La regla de capitalización adicional castiga con mayor capital no solo a las entidades de mayor tamaño sino también, dentro de ese grupo, a aquellas con estructuras de negocios más complejas, más proclives a trabajar simultáneamente en varios mercados, a actuar como grandes intermediarios en los mercados de materias primas y de títulos de deuda, por lo que instituciones como JP Morgan y Citibank se verán más afectadas que Wells Fargo, un banco que se dedica

El efecto indeseado de limitar la existencia de los megabancos al regularles la proporción de activos destinados a la tenencia de carteras propias, y más recientemente, al obligarles a mantener mayores magnitudes de capital que el resto de sus competidores, es la reducción de liquidez en los mercados secundarios de bonos, divisas y tasas de interés

a las clásicas operaciones de banca comercial en un radio de alcance nacional y con discreta presencia en negocios de banca de inversión.

Para que esta medida sea efectiva las grandes instituciones deben llegar a la conclusión de que poseer estructuras más complejas no es rentable. De ser este el caso, en los próximos años deberán ocurrir reestructuraciones de las carteras de negocios de las GSIO y otras instituciones que, con su crecimiento, pudieran alcanzar ese estatus.

Los GSIO y los mercados secundarios

Aunque el aumento de los requisitos de capital pudiera desestimular a largo plazo la existencia de grandes bancos, queda por resolver un asunto muy relevante sugerido por acontecimientos como la salida del Deutsche Bank del mercado de CDS de títulos individuales: el de los vacíos en los mercados secundarios que dejarían las GSIO al reducir su tamaño. Surge entonces la pregunta de quién está en capacidad de llenarlos.

El espíritu de la ley de regulación del sistema financiero de Estados Unidos promulgada en el año 2010, conocida con el nombre Dodd-Frank Act, era tratar de impedir que los grandes bancos utilizaran depósitos del público para fi-

nanciar sus carteras de inversión, en un momento en que tales carteras y otros negocios asociados a su tenencia se habían transformado en las principales fuentes de ganancias de estas empresas. Para que tales carteras de inversión fuesen especialmente rentables se desarrolló un modelo de negocios en que los megabancos actuaban como importantes intermediarios (*market makers*) en los mercados de divisas, deuda y tasas de interés, y simultáneamente mantenían inversiones propias en estos instrumentos. El éxito de la actividad se basaba no solo en el hecho de que, al ser intermediarios, compraban y vendían títulos a precios muy convenientes, sino también en que el costo de los fondos con que financiaban la intermediación y la posesión de carteras propias era muy bajo, porque lo hacían con depósitos del público o mediante la emisión de títulos de deuda a muy corto plazo.

Cuando hechos impredecibles reducen la liquidez de los mercados de deuda de corto plazo, como sucedió en octubre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers, los bancos se ven en la necesidad de vender títulos de sus carteras para pagar a sus proveedores de financiamiento de corto plazo. Esto produce un efecto dominó que deprime los precios de todos los instrumentos de deuda de oferta pública del sistema financiero. Tal efecto dómino es a los megabancos lo que las clásicas corridas de depósitos del público a las instituciones de menores dimensiones. Por ello, la Dodd-Frank Act, en aras de dar más estabilidad al sistema, apuntó a reducir las proporciones de carteras propias que los bancos podrían mantener. Si bien la restricción se aplica por igual a bancos grandes y pequeños, este es fundamentalmente un negocio de megabancos.

A medida que el tiempo fue pasando y los reguladores del G-20 entendieron mucho más en detalle el mencionado efecto dominó —que incluye la participación de instituciones no reguladas antes de la promulgación de la Dodd-Frank Act conocidas como «bancos a la sombra»—, se comenzó a reconocer que la inestabilidad era causada no solo por la existencia de las carteras propias de los megabancos sino también por la corta duración de las fuentes de financiamiento de tales carteras. El problema regulatorio se reconoce más complejo cuando se hace evidente que parte de la rentabilidad de estas actividades es consecuencia de que el financiamiento de corto plazo es sustancialmente más económico a la escala en que se manejan los megabancos.

El efecto indeseado de limitar la existencia de los megabancos al regularles la proporción de activos destinados a la tenencia de carteras propias, y más recientemente, al obligarles a mantener mayores magnitudes de capital que el resto de sus competidores, es la reducción de liquidez en los mercados secundarios de bonos, divisas y tasas de interés. El meollo del asunto es que se necesitan intermediarios con gran músculo económico para que los usuarios finales siempre tengan una contraparte para transar bonos, divisas y derivados.

UNA ILUSIÓN DE MODERNIDAD

LOS NEGOCIOS DE ESTADOS UNIDOS EN VENEZUELA DURANTE LA PRIMERA MITAD DEL SIGLO VEINTE

José Malavé

Un flujo masivo de inversiones provenientes de Estados Unidos cambió el paisaje económico, institucional, cultural e incluso físico de Venezuela durante la primera mitad del siglo veinte. Con su capital, los estadounidenses trajeron maneras particulares de operar y desarrollar negocios que influyeron sobre empresas y empresarios venezolanos. No obstante, la aspiración de convertir a Venezuela en un país moderno se quedó en ilusión.

Descárguelo gratis en www.iesa.edu.ve/unailusiondemodernidad



0212-555.42.63
ediesa@iesa.edu.ve

¿Es posible la existencia de un modelo de negocios que, sin depender del fondeo barato que dan los depósitos del público y la emisión de títulos de deuda de corto plazo, capte el volumen de capital requerido para ser un fuerte intermediario en los mercados secundarios de títulos financieros? Muy probablemente, la respuesta es no, si se concibe el sistema financiero internacional con las premisas sobre las cuales ha funcionado en los últimos veinte años.

Las GSIO no van a renunciar sin dar la pelea al gran negocio que representa la intermediación de títulos valores y la tenencia de carteras propias de títulos valores. Aunque han reducido notoriamente su participación en el mercado secundario de bonos, es indudable que seguirán haciendo cabildeo para que las reglas hoy vigentes se relajen. La efectividad de tal cabildeo no es muy evidente, pero no hay que menospreciar su impacto a largo plazo.

Cuando se analizan en detalle eventos como la manipulación del mercado de divisas se evidencia que las grandes instituciones tienen problemas para vigilar y controlar el riesgo al que las exponen los grupos de *traders* que contratan para hacer intermediación de títulos valores y manejar sus carteras. Si este problema pudiesen trabajarlo en conjunto los reguladores y los directivos de más alto nivel de las instituciones financieras —mediante la promoción de organizaciones centralizadas para ejecutar transacciones y el empleo de tecnologías que vigilen los mercados en tiempo real—, es posible que las megainstituciones pudieran recuperar parte de los mercados que han tenido que abandonar. Es de esperarse que los niveles de rentabilidad producidos en estos nuevos arreglos institucionales no sean tan atractivos como los obtenidos en los años previos a la crisis de 2008, pues los mercados opacos tienden a beneficiar extraordinariamente a los actores de mayor tamaño que manejan más información.

Promover la liquidez de los mercados secundarios de títulos financieros debe ser un punto relevante de la agenda de regulación posterior a la crisis de 2008. No lo ha sido hasta ahora, porque ha sido mucho más urgente estabilizar el sistema y crear los muros de contención para que no se repita una crisis financiera de las magnitudes de la reciente, sobre todo cuando los bancos centrales de Estados Unidos, Inglaterra, Japón y la Eurozona han expandido sus balances mediante la inyección de grandes cantidades de efectivo que son simultáneamente un problema y una bendición.

Un enfoque darwiniano

Si en el ecosistema de los mercados secundarios de títulos valores va quedando libre el espacio previamente ocupado por los megabancos, casi por el mandato de «fuerzas evolutivas» alguien debería asumir ese papel. Un reporte reciente de la calificadora de riesgo Fitch sugiere que los megafondos de pensiones están empezando poco a poco a llenar este espacio al expandir su papel como intermediarios financieros, al tratar de aumentar la rentabilidad de las carteras a su cargo en un mundo de bajas tasas de interés.

El entorno económico de bajas tasas de interés ha obligado a estos megafondos a manejar sus recursos mediante la rotación más frecuente de sus carteras de bonos, la toma de posiciones en divisas y el compromiso de financiar proyectos de infraestructura y de otorgar garantías y líneas de créditos temporales, tal como lo han hecho hasta ahora casi exclusivamente los bancos y las compañías de seguros. Tienen algunas ventajas comparativas para cubrir el papel de proveedores de liquidez en los mercados secundarios de títulos financieros. A diferencia de las instituciones financie-

ras, no dependen de financiamiento de corto plazo, reciben mensualmente dinero fresco proveniente de las cotizaciones de sus afiliados y sus salidas de efectivos son mucho más estables y predecibles, por mencionar algunos atributos.

Cuando se piensa en los fondos de pensiones como parte del nuevo grupo de proveedores de liquidez en los mercados financieros secundarios surge, por analogía, la tentación de pensar que los grandes conglomerados de se-

Promover la liquidez de los mercados secundarios de títulos financieros debe ser un punto relevante de la agenda de regulación posterior a la crisis de 2008. No lo ha sido hasta ahora, porque ha sido mucho más urgente estabilizar el sistema y crear los muros de contención para que no se repita una crisis financiera de las magnitudes de la reciente

guros podrían también prestar ese servicio. Sin embargo, este es un camino que les está vedado, porque los reguladores del G-20, basados en la experiencia de la crisis financiera de 2008, desarrollaron en 2014 un juego incipiente de requisitos adicionales de capital a siete corporaciones del mundo de seguros consideradas potenciales generadoras de riesgo sistémico. Son parte de las llamadas «aseguradoras globales sistemáticamente importantes»: Allianz SE, American International Group, Inc., Assicurazioni Generali S.p.A., Aviva plc, Axa S.A., MetLife, Inc., Ping An Insurance (Group) Company of China, Ltd., Prudential Financial, Inc., y Prudential plc. La regulación de las grandes empresas de seguros apunta a limitar su participación en el mercado de derivados, lo que reduce su flexibilidad para actuar en los mercados financieros de corto plazo.

Los grandes fondos de cobertura (*hedge funds*), que levantan importantes volúmenes de capital para montar estrategias financieras sofisticadas y riesgosas, también podrían incursionar en el negocio de la provisión a los mercados financieros. A partir de la promulgación de la Dodd-Frank, en 2010, estas organizaciones pasaron a formar parte del circuito de instituciones reguladas por las autoridades financieras estadounidenses. Esto ha permitido eliminar conductas predatorias de algunos administradores de estas instituciones y producir valiosa información sobre el desempeño del sector, que adolecía de gran opacidad antes de 2010.

La presencia de nuevos actores creará nuevos desafíos para los reguladores. Pero habrá que esperar para ver cuál ecosistema financiero surge alrededor de los temas de provisión de liquidez para entender cuáles serán las prioridades de los reguladores.

¿El futuro?

El nuevo mundo que se perfila en Wall Street y en las capitales financieras de Europa se caracteriza por la migración del capital intelectual que hasta ahora trabajaba en los megabancos en el manejo de sus carteras institucionales. Estos profesionales buscarán instituciones con suficiente capital y menos restricciones para jugar en mercados como el de los CDS de títulos individuales. El gran reto de los megabancos es encontrar nuevas líneas de negocios que justifiquen sus grandes estructuras. Definitivamente, las llamadas GSIO no la tienen fácil. ■