

# Las consecuencias de jugar con fuego



**En todo el espectro de los mercados emergentes, hubo empresas que suscribieron contratos de derivados exóticos que les ocasionaron enormes pérdidas**

*Randall Dodd*

**P**OR SUS NOMBRES parecería que fueran juguetes o cuentos para niños —KIKO en Corea, TARN en Brasil y otros países—, pero en realidad forman parte de un modelo de negocios basado en el uso —o abuso— de instrumentos derivados exóticos con resultados muy reales. Algunas transacciones en estos derivados causaron pérdidas elevadas que contribuyeron a sembrar el pánico en los mercados cambiarios y contagiaron la crisis financiera a los mercados emergentes. Por sus serias consecuencias, el presidente de la asociación de empresarios de Polonia las denominó “producto del demonio”.

Las primeras pérdidas correspondieron a empresas privadas del sector de bienes transables. La mayoría eran exportadoras que al parecer utilizaban los derivados para protegerse de una depreciación de su moneda. Pero cuando las monedas, al contrario, se depreciaron y se revelaron las pérdidas, los mercados cambiarios se tambalearon ya que las empresas tenían que conseguir a cualquier costo dólares a cambio de moneda nacional para cubrir sus pérdidas. Las pérdidas directas han sido generales e ingentes. Se calcula que unas 50.000 empresas de mercados emergentes se han visto afectadas, entre ellas 10% de los exportadores de Indonesia y 571 exportadores pequeños y medianos de Corea. Según estimaciones, las pérdidas ascienden a US\$28.000 millones en Brasil, US\$3.000 millones en Indonesia y US\$5.000 millones en México y Polonia. El sector privado no fue el único que perdió. La empresa estatal petrolera de Sri Lanka perdió US\$600 millones, y Citic Pacific de China, US\$2.400 millones.

El fenómeno parece generalizado. También han declarado pérdidas los exportadores y otras empresas de India, Malasia y la RAE de Hong Kong. Lo mismo ocurrió en Brasil y México (véase “Cobertura o apuesta” en esta edición).

## **Tema para debatir**

Las autoridades de política sostienen candentes debates sobre cómo lidiar con derivados exóticos que tienen nombres que

parecen inofensivos como KIKO y TARN (véase el recuadro). Se discuten dos cuestiones fundamentales: ¿Las empresas buscaban cobertura, es decir, protegerse de las oscilaciones cambiarias, o estaban especulando? Y los bancos, en su calidad de intermediarios de los derivados, ¿simplemente satisfacían las necesidades de sus clientes o utilizaron prácticas engañosas?

Como es casi imposible saber qué pensaban los clientes o los corredores, los debates generan más calor que luz. En este artículo se procura describir los derivados, analizar su adecuación para la protección y la especulación, y sugerir algunas medidas que contribuyan a evitar los abusos.

El interés público en estos productos financieros exóticos radica en que sus repercusiones en las economías de los mercados emergentes fueron mayores que el impacto directo sobre las empresas mismas. Una vez que la depreciación de la moneda nacional empezó a generar grandes pérdidas para los inversionistas en KIKO o TARN, se agitaron los mercados cambiarios locales y aumentaron las presiones de venta. Por la escasa transparencia del mercado de estos derivados, los mercados no conocían ni los montos de las transacciones pendientes o de las pérdidas potenciales, ni sus propietarios. La incertidumbre originó temor, y

## **Atractivo pero potente**

Los vendedores de derivados suelen dar a los instrumentos exóticos nombres atractivos para facilitar su venta. KIKO significa “knock-in knock-out”, siendo “knock-out” el punto en el que se eliminan las ganancias adicionales para los inversionistas. TARN significa “target redemption note”, un contrato según el cual, una vez alcanzado un monto objetivo de rescate, terminan las ganancias adicionales. TARN también puede designar contratos a término o *swaps*. Los nombres de otros derivados similares, Snowball y Accumulator, sugieren una posible acumulación de ganancias (y pérdidas) extraordinarias.

luego un pánico autoalimentado. Esto deprimió aún más las cotizaciones, multiplicando las pérdidas en los derivados.

La confianza de los inversionistas también se resintió. En los mercados emergentes, se desplomaron los precios de las acciones y se dispararon los diferenciales de crédito. Los inversionistas extranjeros retiraron capitales, y quedó en entredicho el refinanciamiento de la deuda externa. La crisis financiera mundial originada en el mercado de la vivienda estadounidense había llegado a los mercados emergentes.

### Primera aparición

Las dificultades empezaron el año pasado con dos casos, al parecer no relacionados, de empresas no financieras, cuyas coberturas cambiarias registraron problemas. Estas transacciones están diseñadas para contrarrestar las pérdidas que se producen cuando el valor de los ingresos por exportaciones disminuye en relación con el valor de la moneda nacional (que se necesita para sufragar los costos de producción). Las coberturas cambiarias son muy importantes para exportadores e importadores con ingresos o gastos en moneda extranjera que desean proteger sus ingresos en moneda nacional. El caso típico es el de un exportador que asume una posición larga en la moneda de su país, es decir, compra un contrato de derivados que prevé un aumento del valor de la moneda nacional, generalmente frente al dólar.

No obstante, pronto surgió una tendencia. En por lo menos siete países de Asia —China, Corea, India, Indonesia, Japón, Malasia y Sri Lanka— más Brasil, México y Polonia, las pérdidas provenían de contratos muy parecidos entre experimentados corredores de derivados y empresas no financieras, generalmente menos experimentadas. En Corea, estos derivados se denominaban KIKO, y en otros países TARN, futuros rescatables o depósitos en dos monedas. En Japón se llamaron *swaps* de cupones cambiarios.

Lo alarmante de las pérdidas era su cuantía. Se revelaron pérdidas excesivas en relación con estimaciones razonables de los ingresos de exportación de las empresas, y algunas rápidamente se vieron obligadas a solicitar concurso de acreedores. Este no es el resultado normal de las operaciones de cobertura. Las enormes pérdidas generaron tormentas en el ámbito de la política financiera y se convirtieron en un escándalo.

### ¿En qué consistían estos instrumentos?

Si bien sus nombres varían de un país a otro, la estructura económica básica de las transacciones de tipo KIKO y TARN es la misma.

- El derivado ofrece una posición larga: es decir, ganancias al inversionista si aumenta el valor de la moneda subyacente. La posición normalmente estaba denominada en la moneda nacional, aunque en Sri Lanka las transacciones estaban denominadas en crudo, y en Japón en dólares australianos.

- El derivado generaba pagos mensuales por un período de un año, o a veces dos. Los KIKO utilizaban opciones de compra de la moneda a determinado precio por un cierto período y opciones de venta cortas. Se creaba el equivalente de un contrato de futuros o a término, en que el inversionista se beneficiaba de un alza del precio subyacente o pierde ante una baja.

- Las ganancias potenciales de la transacción tenían un tope o límite. En ciertos casos la cláusula de “knock-out”

cancelaba el pago mensual si la moneda extranjera se apreciaba por encima de un determinado nivel, y en otros casos el contrato terminaba si las ganancias acumuladas alcanzaban cierto nivel objetivo.

- Las pérdidas potenciales no tenían límite y, de hecho, los derivados fueron estructurados de modo que a menudo las pérdidas se acumulaban a un ritmo doblemente mayor que el de la disminución del tipo de cambio subyacente o precio de referencia.

- El pago inicial o prima por participar en estas transacciones era de cero.

### Un debate necesario

Resulta difícil saber si las empresas no financieras intentaban protegerse contra un nuevo aumento de su moneda o simplemente especular, y hasta qué punto entendían el perfil de riesgo-rentabilidad de estas transacciones. Asimismo, es difícil saber si los corredores que ofrecían estos derivados intentaban satisfacer las necesidades de sus clientes o aprovecharse de ellos.

Sea cual fuere el motivo, los resultados fueron claros, como lo era el carácter económico de estos contratos. Estos derivados exóticos eran instrumentos inadecuados de cobertura o especulación, y probablemente ningún inversionista experimentado los habría firmado intencionalmente. El debate de política debería centrarse menos en averiguar qué pensaban los corredores de derivados y los inversionistas y más en buscar la mejor manera de hacer que se utilicen eficazmente los derivados correctos para el riesgo que se desea cubrir, proteger a las partes de prácticas de intermediación abusivas y restringir las transacciones especulativas a empresas e individuos idóneos.

Los derivados exóticos no son indicados para la cobertura de riesgos porque no se ajustan fielmente a los perfiles de riesgo de las empresas. Las empresas efectivamente necesitan protección contra la apreciación de la moneda nacional, pero los instrumentos KIKO y TARN no funcionan como cobertura si la apreciación de la moneda “noquea” los pagos o activa el rescate de los contratos. Además, las ganancias potenciales de un exportador al depreciarse la moneda —porque sus productos se tornan más competitivos— no se comparan con la duplicación de la tasa de pérdida generada por una depreciación.

Estos derivados tampoco son adecuados para empresas que no pueden absorber una duplicación de las pérdidas por depreciación de la moneda, como lo muestran las quiebras que ocurrieron. Un principio fundamental de idoneidad es que el inversionista debe poder absorber las pérdidas potenciales.

Además, incluso en el caso de que las empresas del sector de bienes transables intentaran especular, estos derivados distaban mucho de ser los mejores instrumentos. Un futuro cambiario o un contrato a término o *swap* corriente ofrecerían el mismo o mejor potencial al alza, sin exponer al especulador a un doble riesgo a la baja.

Si los KIKO y los TARN no ofrecían buena protección ni eran la mejor opción para especular, ¿por qué se negociaron en cantidades tan grandes? Una hipótesis es que los inversionistas no eran muy sofisticados, no fueron bien informados o no conocían

los riesgos. De hecho, los mercados financieros internacionales habían sido benignos por un tiempo tan largo que los inversionistas en muchos mercados empezaron a subestimar ciertos riesgos y las empresas no financieras presumiblemente eran menos sofisticadas que los grandes bancos que ofrecían estos negocios.

Otra hipótesis es que los bancos a veces presionaban a los inversionistas para firmar estos contratos como condición para renovar sus préstamos. Algunas autoridades financieras de mercados emergentes, en entrevistas con el autor, dijeron que habían recibido quejas de tal conducta. No obstante, otra explicación de la popularidad de los KIKO y TARN podría ser que estos tenían un precio atractivo para los inversionistas, pese a los mayores riesgos, ya que ofrecían tipos de cambio mejores que los del mercado para las opciones y futuros normales. Esto último supondría que los inversionistas sabían algo de estas inversiones exóticas y sus riesgos; pero eso todavía no significa que fueran la mejor opción. Si los inversionistas aceptaron cabalmente esa combinación de riesgos y rentabilidad, se habría configurado una operación peligrosamente ineficiente en la que empresas no financieras vendían seguros contra riesgos extremos de enormes proporciones a empresas financieras más sofisticadas.

### Qué deben hacer las autoridades

Existen considerables incentivos para que las empresas se protejan, y si las empresas no temieran engaño o dolo habría más actividad de cobertura real. La cobertura no habría generado las escandalosas pérdidas suscitadas por estas transacciones en derivados exóticos en tantos mercados emergentes. Para es-

timular las actividades de cobertura y contribuir a que no se repitan las recientes pérdidas y perturbaciones causadas por inversiones exóticas en los mercados cambiarios, podrían aplicarse medidas como las siguientes:

- A nivel nacional, aclarar y reforzar las leyes antifraude y de protección al inversionista para desestimular el uso de transacciones indebidas de derivados.
- Exigir la declaración de transacciones en derivados. La declaración de precios y otros datos de las transacciones en derivados daría más transparencia al mercado y otorgaría a las autoridades nacionales y multinacionales mayor capacidad de supervisión para detectar problemas potenciales antes de que crezcan.
- Reglamentar la creación de derivados nuevos y complejos, o al menos su uso por parte de empresas que no sean especuladoras calificadas, utilizando listas de instrumentos financieros aceptables o listas de los prohibidos.
- Se requiere una supervisión multilateral para monitorear los mercados a nivel mundial y, entre otras funciones, detectar patrones de mala conducta en el mercado o transacciones abusivas como las ocurridas con los KIKO y los TARN. La autoridad, a través de sus relaciones con los supervisores nacionales, debería estar en condiciones de informarles rápidamente de los casos que despierten inquietud o sospecha. Por su carácter supranacional, el FMI podría realizar esa tarea y ya posee algunos de los recursos necesarios y canales de cooperación formal con sus países miembros. ■

*Randall Dodd es Experto Principal en temas financieros del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.*



**COLUMBIA | SIPA**  
School of International and Public Affairs

## PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes

with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | [www.sipa.columbia.edu/academics/degree\\_programs/pepm](http://www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm)

To learn more about SIPA, please visit:  
[www.sipa.columbia.edu](http://www.sipa.columbia.edu)