

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

Febrero 5 de 2014

## Límites en posiciones financieras especulativas: El caso de la Regla Volcker

Se han cumplido casi cuatro años desde la expedición de la Ley Dodd-Frank en los Estados Unidos. Dicha ley buscaba, desde el año 2010, reorganizar el tinglado financiero, tras los desmanes que terminaron en la crisis de Lehman en 2008. Además de haber limitado el exagerado apalancamiento hipotecario, la Ley Dodd-Frank estaba en mora de entrar a reglamentar los límites que permitirían moderar las posiciones financieras especulativas al interior de los establecimientos bancarios, todo ello esbozado en las disposiciones de la “Regla Volcker”.

Afortunadamente, en diciembre de 2013, se avanzó en dicha reglamentación, al estipularse que a dichos establecimientos bancarios les ha quedado totalmente prohibido tomar posiciones especulativas por “cuenta-propia” (el llamado “*proprietary trading*”), al tiempo que se limita su participación en fondos de inversión de alto riesgo a niveles del 3% de su capital *tier-1* (ver *Comentario Económico del Día* 29 de enero de 2014). Todo ello va encaminado a: i) proteger los depósitos del público, limitando los riesgos financieros exagerados; y ii) evitar repetir los abultados paquetes de salvamento fondeados con recursos de los contribuyentes.

Sin embargo, los detalles de la prohibición en esas operaciones “cuenta-propia” han resultado mucho más complejos de lo imaginado. Se han requerido cerca de 1.000 páginas para lograr distinguir entre operaciones “cuenta-propia” (prohibidas) y operaciones exentas, consideradas como deseables por los reguladores. Así, el grueso de la Regla Volcker se ocupa de las exenciones en materia de: i) la creación de mercados (*market-making*), clave para proveer liquidez; ii) los cubrimientos de riesgos a través de coberturas, generalmente en el mercado de derivados; y iii) las transacciones en bonos soberanos, las cuales han quedado totalmente excluidas. Veamos esto con algún detalle.

### Excepciones por creación de mercados

Las primeras versiones de dicha Regla habían generado preocupación en el mercado, pues requerían a los proveedores de liquidez contar con contrapartes, aun antes de entrar a acumular las posiciones en sus balances. El intenso *lobby* de la industria financiera rindió frutos, logrando diluir parte de las prohibiciones iniciales. Así, la versión final de la Regla permite a los bancos acumular posiciones, teniendo en cuenta: i) que esos inventarios no podrán exceder la “demanda de corto plazo” de sus clientes, la cual se deberá establecer con base en criterios históricos; ii) requerimientos de participar en posiciones tanto cortas como largas, asegurando exposiciones cuasi-neutras; y iii) esquemas de compensación balanceada, evitando premiar las operaciones prohibidas al interior de los bancos.

Continúa

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

### Excepciones por cubrimiento de riesgos

Contrario a lo sucedido en la creación de mercados, la versión final de la Regla Volcker ha sido más estricta en cuanto a las exenciones en las operaciones de cubrimiento. Generalmente, los bancos cubren sus riesgos (crédito, tasas de interés, etc.) de forma agregada, bajo lo que se conoce como “cubrimientos de portafolio” (*portfolio hedges*; en donde grupos de posiciones cubren los riesgos de determinado grupo de activos). Bajo lo mandado en la Regla Volcker, dichos cubrimientos se deberán hacer de manera específica, señalando individualmente las posiciones que mitigará cada transacción exenta. Adicionalmente, dichas posiciones deberán recalibrarse de manera permanente. Ello con el fin de evitar posiciones especulativas “disfrazadas” de cubrimientos agregados. No es sino recordar el penoso episodio de la Ballena de Londres ocurrido en 2012, bajo el cual J.P. Morgan sufrió pérdidas cercanas a los US\$6.100 millones cuando un “cubrimiento agregado” se transformó en una posición especulativa (todo ello agravado por “maquillajes financieros” diseñados para esconder sus pérdidas, lo cual es una vergüenza que hubiera podido ocurrir en el período pos-Lehman).

La mala noticia es que la aplicación de estas reglas luce en extremo compleja, pues deja un amplio margen a la interpretación de los supervisores. Por ejemplo, serán ellos quiénes trazarán las líneas divisorias entre la creación de mercados y las transacciones por cuenta propia, o entre cubrimientos permitidos vs. prohibidos.

¿Cuál será entonces el efecto de la Regla Volcker sobre el mercado? Sin duda, ella ayudará a mitigar el riesgo en los establecimientos bancarios, pues muchos ya han desmontado sus unidades de *trading*, en anticipación a la medida. Ello se verá reflejado en menores rentabilidades bancarias, dadas las mayores exigencias de capital y la limitación en este tipo de operaciones especulativas, ver gráfico adjunto. Sin duda las rentabilidades (ROEs) del 15-20% de la era pre-Lehman son cosa del pasado, perfilándose hacia el rango del 8-10% en los próximos años. El problema es que todo esto también redundará en menor liquidez; luego ese mayor riesgo regulatorio impedirá operar aun en transacciones que podrían lucir como permitidas-exentas.

En síntesis, el espíritu de la Regla Volcker luce adecuado, al proteger los depósitos públicos y mitigar los riesgos de salvatajes financieros. Sin embargo, su aplicación luce bastante compleja, con elevados costos, tanto de cumplimiento como de supervisión. Todo parece indicar que la Comisión Vickers, en Inglaterra, ha tomado un camino más práctico al establecer “murallas chinas bancarias” entre las operaciones de *retail* y las de banca de inversión (mediante subsidiarias capitalizadas individualmente). Así, esos banqueros de inversión podrán asumir mayores riesgos, pero sin comprometer los depósitos públicos. De esta manera, Inglaterra evitará entrar en la difícil tarea de intentar adivinar la motivación de los *traders* al momento de asumir posiciones en el mercado, como estará ocurriendo en los Estados Unidos.



Fuente: Bloomberg.