

# La regla Volcker, Jamie Dimon Y LA FERTILIDAD DE LAS ABUELAS

La ley promulgada en Estados Unidos, como respuesta a la crisis financiera de 2008, limita los recursos que las instituciones bancarias pueden invertir en sus carteras. J.P. Morgan, por intermedio de su presidente, Jamie Dimon, asumió la defensa de la industria contra esta regulación. En medio de la polémica, J.P. Morgan pierde dos millardos de dólares en transacciones que pueden ser calificadas de cuestionables: ¿un punto a favor de la ley?

Carlos Jaramillo Z.

EN JULIO DE 2012 se cumplen dos años de la aprobación, por el Congreso de Estados Unidos, de la conocida Ley Dobb-Frank: la regulación promulgada para dar respuesta a la crisis financiera de 2008. Se ha discutido mucho sobre el impacto que esta ley podría tener en el mercado mundial de renta fija, en la medida en que, para promover la estabilidad de las instituciones bancarias, se limita la cantidad de recursos que estas pueden invertir en sus carteras de inversión (*proprietary trading*). Tal restricción se conoce como la «regla de Volcker», en honor del expresidente de la Reserva Federal que hizo el cabildeo para su inclusión en la reforma de la regulación financiera.

Los portavoces de los bancos estadounidenses argumentan que la implantación de esta regla es extremadamente compleja, porque es muy difícil distinguir cuál porción de la cartera de un banco está destinada a prestar servicios de intermediación a los clientes y cuál es propiamente una cartera especulativa. Incluso es difícil precisar la noción de «cartera especulativa», porque un banco puede poseer títulos financieros dentro de una estrategia de cobertura de exposiciones de su cartera de créditos y otro poseer los mismos títulos para especular, sin que se pueda establecer una diferencia sustantiva entre las carteras de ambas instituciones.

Reducir las carteras de los bancos implica reducir la liquidez de los mercados de bonos y, en consecuencia, aumentar los costos de financiamiento para empresas y países. Pero permitir apuestas excesivas de los bancos significa abusar de los contribuyentes, al obligarlos a costear planes de rescates financieros por apuestas que no les benefician cuando salen bien y les perjudican cuando salen mal.

Wall Street ha hecho un enorme esfuerzo en los últimos dos años para minimizar la aplicación de la regla Volcker. Pero el pasado mes de mayo perdió un importante *round* en esta pelea, cuando Jamie Dimon, el principal ejecutivo de J.P. Morgan Chase, uno de los bancos que mejor ha sorteado la crisis financiera de 2008, anunció la pérdida de dos millardos de dólares en el segundo trimestre del año, debido a pérdidas en la porción de su cartera de inversión dedicada a instrumentos de crédito: bonos, seguros contra insolvencia de bonos (CDS), derivados sobre tasas de interés, etc.

Carlos Jaramillo Z., profesor de finanzas en el IESA.

### Los Credit Default Swap

Los *credit default swap* (CDS) son pólizas de seguro contra la insolvencia de bonos emitidos por empresas, gobiernos soberanos y organismos paraguernamentales. El emisor de un CDS, cual compañía de seguro, se compromete a pagar al comprador de la póliza el valor facial más los intereses causados en caso de que suceda el siniestro; es decir, que el emisor de la deuda incumpla.

A diferencia de las pólizas de seguros convencionales, en las cuales participan actores expuestos a una fuente de riesgo y deciden cubrirla comprando un seguro, estos instrumentos permiten comprar coberturas sobre eventos a los cuales ni siquiera se está expuesto. Por ejemplo, si un inversionista no tiene bonos soberanos portugueses y cree que Portugal dejará de pagar estas acreencias, puede comprar un CDS para apostar al cumplimiento de su expectativa.

Incumplir, en este contexto, es entregar al dueño del título valor una cantidad de dinero inferior a la prometida en el contrato de deuda. Tal clarificación no es trivial porque, cuando el

### Reducir las carteras de los bancos implica reducir la liquidez de los mercados de bonos y, en consecuencia, aumentar los costos de financiamiento para empresas y países

acreedor accede voluntariamente a recibir menos de lo inicialmente ofrecido, podría interpretarse que no hubo incumplimiento. Un buen ejemplo de esta situación se vivió en marzo de 2012 cuando el gobierno de Grecia, apoyándose en su legislación local, refinanció unilateralmente parte de su deuda externa «invitando» a sus acreedores a aceptar un descuento del cincuenta por ciento del valor facial de los bonos poseídos. En vista de la ambigüedad surgida, la Asociación Internacional de Canjes y Derivados, organismo regulador de estos instrumentos, nombró una comisión arbitadora que calificó la movida del gobierno griego como un evento de insolvencia, lo cual dio lugar al pago del siniestro por parte de los bancos aseguradores.

El mercado de CDS ha crecido de manera explosiva en la última década: de 1,9 billones de dólares en valores nominales de contratos en el año 2002 a 28,6 en diciembre de 2011, según las estadísticas del Banco de Pagos Internacionales (BIS, 2012). Así, se ha convertido en uno de los mercados financieros más relevantes del mundo.

### La pérdida de J.P. Morgan Chase

Aunque técnicamente hablando las posiciones en CDS que causaron la pérdida formaban parte de una estrategia de cobertura del riesgo global del banco, no eran entonces simples jugadas especulativas limitadas por la regla Volcker, han dado pie a que los senadores demócratas insistan en la necesidad de limitar la participación de los bancos en aquellos tipos de transacciones en los cuales la diferencia entre especulación y cobertura es tan sutil que es imposible para el regulador calificarlas.

Para algunos analistas el problema de fondo no es si la regla Volcker, que por cierto aún no ha terminado de entrar en vigencia, limitará o no el libre albedrío de las instituciones financieras, y las transformará en simples proveedores de crédito con poco espacio para innovar y ser rentables. El problema es que, en el esquema de bajas tasas de interés que viven las principales economías desarrolladas, es imposible satisfacer las expectativas de rentabilidad no solo de los accionistas de bancos sino también de inversionistas institu-

cionales que requieren mayores retornos para satisfacer los requisitos de sus clientes; verbigracia, la masa de individuos que se retirarán en los próximos veinte años.

David Goldman, quien fuera economista jefe del área de investigación en renta fija de Bank of America y una reconocida autoridad en el mercado de bonos de Estados Unidos, insiste en que el problema es que no existen suficientes activos financieros para satisfacer los requisitos de rentabilidad de bancos y fondos de cobertura. Goldman sostiene que los principales fondos de cobertura que operan mundialmente manejan cerca de dos billones de dólares en activos, que deberían producir anualmente no menos de 200 millardos de dólares de ingresos, y en este ambiente de bajas tasas no lo están logrando (Forsyth, 2012). Si la economía mundial ahorra anualmente 23 billones de dólares de los setenta billones que genera, debería haber un mercado de instrumentos de renta fija de un tamaño cercano a la masa de recursos ahorrados. Al no generarse títulos financieros a la velocidad en que se generan los recursos, los gerentes de inversión de bancos y fondos de cobertura tienen que acudir a otras opciones.

Una de esas otras opciones es suscribir pólizas en los mercados de derivados, particularmente en CDS. Y esto fue lo que hizo J.P. Morgan, mediante una serie de transacciones en su filial inglesa, que consistían *grosso modo* en apostar a grandes cambios en la economía, para bien o para mal, combinando la compra y venta de CDS sobre el CDX.NA.IG.9 —un CDS emitido contra una cesta de bonos corporativos de excelente calidad o AAA— con CDS sobre bonos basura.

J.P. Morgan estaba apostando simultáneamente a una pérdida de valor de los bonos basura y a que los bonos corporativos AAA no cayeran en insolvencia. Las posiciones fueron estructuradas pensando en que la economía mundial podría mejorar sustancialmente entre 2012 y 2017, al menos esa era la percepción de Bruno Iksil, *trader* de J.P. Morgan, apodado «la ballena de Londres» por el tamaño de las posiciones que tomaba (Burne, 2012).

Si se presentaba un escenario económico positivo el diferencial de retorno entre bonos basura y corporativos se estrecharía, subiría el precio de los bonos basura y el banco perdería dinero en esta transacción. Pero ganaría dinero con el alza de precio de los bonos AAA: una ganancia importante o una minúscula pérdida. Si se presentaba un escenario económico negativo el diferencial de retorno entre bonos basura y corporativos se ampliaría, caería el precio de los bonos basura y el banco ganaría dinero en esta transacción. Pero perdería dinero con la caída de precio de los bonos AAA: una gran pérdida o, en el mejor de los casos, un resultado neutro.

Jaime Dimon, presidente de J.P. Morgan, se enteró por primera vez de estas transacciones en abril de 2012, en artículos de prensa que especulaban sobre grandes apuestas que se estaban corriendo en Londres en el mercado de los CDS, lideradas por la «ballena» de J.P. Morgan. Cuando las pérdidas se hicieron notorias, al comienzo de mayo, Dimon tuvo que hacer frente a la opinión pública. Si bien la salud financiera del banco no estaba ni remotamente en juego, se abrió una serie de frentes de discusión.

Para muchos, a finales de mayo de 2012, no es claro que las transacciones descritas formen parte de una estrategia de cobertura global de riesgo; simplemente, las ven como las clásicas «apuestas» que dieron origen a la regla Volcker. Para otros, lo relevante es que se presenta la oportunidad de verificar si J.P. Morgan tendrá la intención de aplicar algunos mecanismos incluidos en la Ley Dobb-Frank, llamados *clawbacks* (recuperaciones), que obligan a los ejecutivos de instituciones

financieras, involucrados en hechos que causen daños patrimoniales a la institución, a devolver bonificaciones de períodos recientes alegando medidas erróneas de desempeño.

Al ser la ley tan reciente se especula que algunos de estos mecanismos de resarcimiento a las instituciones financieras, por impericia o malas prácticas, no están del todo insertos en la cultura bancaria y que su aplicación siempre deja espacio para interpretaciones «amplias» de responsabilidades e impericia (Eisinger, 2012). En los días siguientes al anuncio de la pérdida fueron despedidos Ina Drew, responsable mundial de las finanzas del banco, Achilles Macris, director de la mesa donde se hicieron las operaciones, y Javier Martin-Artajo, director del banco responsable del área de inversiones, todos sujetos a la aplicación del *clawback*. La ballena Iksil fue relevada de sus funciones y se espera deje la institución a finales de 2012.

Dimon, inteligentemente, desarrolló una estrategia comunicacional que podría sintetizarse en un gran *mea culpa*, al describir las transacciones fallidas como «inconsistentes, complejas, mal revisadas, mal ejecutadas y mal monitorizadas» (Eisinger, 2012). Fue muy criticado en la asamblea general de accionistas de mayo de 2012, en la cual se pidió su remoción; pero, en líneas generales, salió airoso del encuentro. Pese a los duros ataques de sus críticos, Dimon es ampliamente reconocido por haber conducido exitosamente a J.P. Morgan durante la crisis financiera de 2008. El banco salió poco salpicado por la burbuja de las hipotecas basura, lo que le ha dado credibilidad suficiente para enfrentar los problemas del manejo de la cartera institucional sin perder su puesto en el proceso.

Pero esta dosis de humildad no fue espontánea. El papel de Dimon, como uno de los grandes capitanes de la banca estadounidense, le ha obligado a dar la cara por la industria contra la aplicación de la regla Volcker, alegando que no se entiende la verdadera esencia del negocio bancario. Por ello, el momento en que sucede la pérdida en las operaciones con CDS no puede ser peor: le ha dado argumentos a los defensores de la regla para insistir en su profundización.

Dimon deberá declarar en junio, frente a una comisión del Congreso de Estados Unidos que investiga por qué ha sido tan lento el proceso de implantación de una serie de normas requeridas por la Ley Dobb-Frank, y ventilar de nuevo todo lo sucedido con las transacciones de «la ballena de Londres». Paralelamente, la Comisión Nacional de Valores de Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés), el FBI y la Reserva Federal abrirán investigaciones en sus ámbitos de competencia para evaluar en qué medida fueron violados los intereses de clientes, accionistas minoritarios y contribuyentes en general (Forsyth, 2012).

El tiempo dirá si los problemas de J.P. Morgan hacen las veces del canario en la mina, que detecta cuándo el aire se vuelve venenoso. Lo cierto es que mientras las tasas de interés en el G-8 se mantengan en los niveles actuales, los bancos de los países desarrollados tendrán problemas para regresar a la rentabilidad

previa a la crisis financiera de 2008 y los incentivos para tomar posiciones riesgosas estarán a la orden del día.

El problema, además, no se circunscribe a la banca norteamericana. Los bancos europeos no tienen la regla Volcker, pero sí una enorme cartera de bonos soberanos de los PIIGS (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España) y un capital insuficiente

## Mientras las tasas de interés en el G-8 se mantengan en los niveles actuales, los bancos de los países desarrollados tendrán problemas para regresar a la rentabilidad previa a la crisis financiera de 2008 y los incentivos para tomar posiciones riesgosas estarán a la orden del día

para soportar tales posiciones. Al estar estos bancos excesivamente apalancados se les hace imposible participar en operaciones de crédito que les ayuden a aumentar su rentabilidad, y a sus clientes se les cierran las fuentes naturales de crédito, lo que complica aún más la situación económica de la eurozona. Quizá sea el momento para que los grandes bancos asiáticos y algunos bancos brasileños llenen los espacios que dejan los grandes titanes de la economía mundial.

### ¿Parió la abuela?

J.P. Morgan está pasando su mal rato, en un momento en que la crisis de deuda soberana se reaviva debido a los problemas de la banca española, en que los grupos gobernantes en Francia y Grecia perdieron las elecciones como castigo a su manejo de la crisis financiera, en que la subasta de bonos del Tesoro a diez años le permitió al gobierno de Estados Unidos levantar recursos al 1,75 por ciento (la menor tasa pagada alguna vez por ese gobierno a tal vencimiento y la demostración más clara de que el miedo volvió en mayo de 2012 a los mercados de deuda).

Wall Street no la tiene fácil en este momento. Si la economía mundial no mejora, la fuerza del regulador se hará sentir con todo su peso sobre la banca y se reducirán tanto su rentabilidad como los bonos a la alta gerencia. Como se dice en buen criollo, bastante problemas había en el ambiente y este anuncio de J.P. Morgan cayó sobre la banca estadounidense como la noticia del nuevo bebé de la abuela. ■

### REFERENCIAS

- BIS (2012): «OTC derivatives market activity in the second half of 2011». Bank for International Settlements. [http://www.bis.org/publ/otc\\_hy1205.htm](http://www.bis.org/publ/otc_hy1205.htm). 9 de mayo de 2012.
- Burne, K. (2012): «Making waves against 'whale'». *The Wall Street Journal*, 10 de abril.
- Eisinger, J. (2012): «In scrutiny of JPMorgan loss, bigger questions left unanswered». *The New York Times*, 16 de mayo.
- Forsyth, R. (2012): «What JP Morgan isn't saying, returns are lousy». *Barron's Magazine*, 15 de mayo.



## COMPROMISO SOCIAL: GERENCIA PARA EL SIGLO XXI

ANTONIO FRANCÉS (COORDINADOR)



0212-555.42.63 / 44.60  
edies@iesa.edu.ve

La empresa es el motor económico por excelencia, sea privada, pública o social. Hasta ahora trabaja para sus accionistas, pero los trabajadores, los clientes y las comunidades le plantean exigencias crecientes, que van más allá de lo que se conoce como responsabilidad social. En *Compromiso social: gerencia para el siglo XXI* se dan herramientas novedosas para responder a esas exigencias.