

En un discurso ante políticos europeos, en junio pasado, el presidente francés Nicolas Sarkozy alentó al auditorio a tomar en serio el “combate a la mafia”. No se refería a algún Tony Soprano francés, sino a otra especie de criminal: los especuladores en productos primarios, a quienes muchos políticos en ambos lados del Atlántico culpan de elevar dramáticamente el precio del petróleo y los alimentos y contribuir a la volatilidad.

Estados Unidos encabeza la ofensiva. Como parte de una nueva ley de reforma financiera, la Comisión de Comercio de Futuros en Productos Primarios (CFTC, por sus siglas en inglés) propone fijar “límites de posición” a la cantidad de contratos de derivados, entre ellos futuros y swaps, que puede manejar un negociante respecto de 28 productos.

A nadie se le permitiría controlar más de 25% de la oferta estadounidense por entregar de esos productos, entre ellos petróleo, maíz y oro, a menos que cubra riesgos para propósitos comerciales “de buena fe”. Los comisionados de la CFTC podrían aprobar las nuevas reglas en la reunión del 4 de octubre, luego de que la programada para el 22 de septiembre se pospuso. Impulsado por Sarkozy y otros, la Comisión Europea podría presentar un proyecto de reglas también el mes próximo.

Las discusiones relativas a fijar límites de posición son incendiarias. Luego que la CFTC emitió su proyecto de reglas, este año, recibió más de 13 mil cartas con comentarios. Si bien entre los precios de los productos primarios y las denuncias de los políticos contra los especuladores existe un vínculo claro (por lo regular las segundas se producen después de alzas en los primeros), la relación entre la especulación y los precios no es tan obvia. Es cierto que se ha producido una corrida de dinero hacia los productos básicos.

Según Barclays Capital, actualmente hay 431 mil mdd invertidos en estos bienes, cuando en 2006 eran 141 mil mdd. Los inversionistas los usan para diversificar carteras, cubrirse contra la inflación y sacar partido del apetito de los mercados emergentes por

## ¿GUERRA A LOS ESPECULADORES?



Las grandes potencias buscan regular los mercados para evitar la especulación con los contratos de productos primarios como el petróleo ■ Foto Ap

las materias primas. Pero los varios estudios realizados al respecto no han podido encontrar pruebas concluyentes de que la llegada de inversionistas al índice de productos primarios eleve la volatilidad, y se puede buscar en vano una pauta entre los flujos de inversión y los precios.

Los movimientos de precios, incluso si son rápidos y grandes, se pueden atribuir por lo regular a los fundamentos de la oferta y la demanda. Un informe reciente de JPMorgan también sostiene que los crecientes costos de producción son ahora una fuerte influencia en los precios de los primarios. Mientras las reglas siguen su proceso, los límites a las posiciones tienen todavía muchos críticos, incluso dentro de la CFTC.

“Con tal falta de pruebas concretas, mi temor es que, en el mejor de los casos, los límites sean una cura para una enfermedad inexistente o, en el peor, un placebo para una existente”, expresó Michael Dunn, uno de los comisionados, en una audiencia en enero. Los comisionados aún intentan negociar sus diferencias.

Muchos temen que los límites a las posiciones dañen los mercados en vez de apoyarlos. Los productores de primarios entran en contratos de futuros para cubrirse contra el riesgo, pero necesitan que alguien lo asuma. Los límites llevarían a los inversionistas a volverse más selectivos en los contratos que suscriban, lo cual restaría liquidez a los mercados y empeoraría la volati-

lidad en vez de reducirla.

Este riesgo sería particularmente grande en los futuros a mayor plazo, en los que participan menos negociantes, porque sería más fácil llegar el techo de 25%. Además, como el valor del mercado abierto, y por tanto el de los límites, es fijado por la CFTC cada año. Algunos predicen que las posiciones permisibles se encogerán cada año conforme los inversionistas en general se retiren. Otros temen que si las reglas no son coordinadas, los inversionistas se volverán hacia la negociación de derivados en lugares como Dubai y Singapur, donde las posiciones no estarían restringidas, y por tanto privarán de más liquidez al mercado estadounidense.

Los negociantes en swaps están particularmente inquietos acerca de las reglas propuestas. Ciertos productos agrícolas han tenido límites de posiciones durante años. Esos negociantes solían obtener excepciones para cubrir su riesgo después de suscribir un swap. Con las nuevas reglas no podrán hacerlo; tendrán que ser más selectivos en cuáles swaps escoger, lo cual minaría sus ganancias y de nuevo lesionaría la liquidez.

Algunos fondos de cobertura de riesgos —en especial los consejeros en comercio de productos básicos, que siguen estrategias de inversión basadas en reglas, a menudo computarizadas— tendrán que reescribir sus programas para tomar en cuenta los nuevos límites. Como ocurre a menudo con las nuevas reglas, los detalles son diabólicos. Las propuestas obli-

gan a las firmas a agrupar sus posiciones en diferentes unidades y subsidiarias, aun si algunas se toman en nombre de inversionistas externos e incluso si las firmas sólo tienen una participación minoritaria en las unidades en cuestión. Sería un quebradero de cabeza para los bancos y los administradores de activos, muchos de los cuales probablemente estarían operando en contravención de las nuevas reglas.

Algunos fondos de pensiones también se preocupan de que estarían rebasando los límites si tuvieran que calcular sus posiciones en esta forma. Existen también ciertas extrañas omisiones. Las nuevas reglas sólo se refieren a los derivados, y no fijan límites de posición a los productos físicos, lo cual significa que quien buscara acaparar un mercado podría en teoría tomar todo lo que guste, mientras no lo haga mediante contratos de futuros.

Pese a todo el nerviosismo, no todo el mundo espera que se suelte el caos. “Mi presunción es que, cuando las reglas se pongan en vigor, serán de poco impacto”, comenta Brian Hurst, de AQR Capital Management, fondo cuantitativo de cobertura de riesgo.

Para los políticos que buscan la victoria contra los malvados especuladores, “poco impacto” no será suficiente. Si los nuevos límites no logran contener las alzas de precios de los productos primarios, podrían escribir nuevas reglas. Una vez que han declarado la guerra a la mafia, será difícil que se den por vencidos.



El oro, uno de los productos a los que más recurren los especuladores ■ Foto Reuters

