



Informe Trimestral del BPI, diciembre de 2019: teleconferencia

Las opiniones expresadas en los artículos monográficos corresponden a sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI. Si citasen dichos artículos, no olviden atribuir el contenido a sus autores, no al BPI.

Claudio Borio

En el tercer trimestre los mercados financieros soportaron dos fuerzas contrapuestas: por un lado, tensiones comerciales tendentes a deprimirlos; por otro, la flexibilización de la política monetaria, que tiraba de ellos hacia arriba. En este último trimestre ha sido el flujo y reflujo de las tensiones comerciales la fuerza dominante. Huelga decir que la continuidad de la relajación monetaria siguió respaldando los activos de riesgo, como hicieran también más avanzado el período las señales de que los temores a una eventual recesión podrían haberse exagerado. Fue, con todo, la relajación de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China a mediados de octubre lo que definió un cambio de régimen en los mercados.

Si hasta ese momento los activos de riesgo habían estado moviéndose en un rango de cotizaciones limitado, a partir de entonces se inició una fase de mayor asunción de riesgo. Los precios de las acciones subieron; el VIX, un índice de aversión al riesgo, marcó nuevos mínimos; los diferenciales de la deuda corporativa se estrecharon; los rendimientos de los bonos soberanos considerados seguros se elevaron y el dólar estadounidense se depreció, propiciando ganancias de valoración sobre todo en economías de mercados emergentes.

Esto implicó una relajación de las condiciones financieras agregadas en EE.UU. y en la zona del euro, que al final del trimestre, y medidas por criterios históricos, eran expansivas. De hecho, tanto al menos como lo había sido hasta octubre de 2018, cuando comenzaron a endurecerse, suscitándose entre los participantes del mercado inquietud por la posibilidad de que, ante un eventual deterioro del panorama macroeconómico, la Reserva Federal no respondiese con una relajación de su política.

La renovada propensión a asumir riesgo, unida a las laxas condiciones de financiación, llevó a cuestionar la sostenibilidad de los niveles de valoración de los activos de riesgo. Emitir un juicio al respecto no es nada fácil. Con todo, un examen de la cuestión apunta a que la respuesta dependerá de la valoración que se haga de los factores que explican que los rendimientos de los bonos soberanos estén en niveles históricamente bajos, sobre todo el papel de las primas por plazo: la compensación exigida por asumir el riesgo de mantener un bono con vencimiento a largo plazo en lugar de ir encadenando una secuencia de otros con vencimientos más cortos.

Considérense, en primer lugar, las acciones. El panorama difiere entre países, siendo las valoraciones bursátiles en EE.UU. en particular considerablemente superiores a las de la mayoría de los demás países. Analizadas en sí mismas, por ejemplo con arreglo al popular criterio de la rentabilidad por beneficios ajustados en función del ciclo (CAEY), las acciones estadounidenses parecen estar caras en comparación con el pasado. En cambio, están más o menos a su valor ajustado al contrastarlas con los rendimientos inusualmente bajos de los bonos. Ahora bien,



vuelven a parecer sobrevaloradas si se ajustan dichos rendimientos eliminando una estimación de la prima por plazo; que de hecho es negativa, algo insólito al margen del período posterior a la crisis. Las señales de elevada asunción de riesgo, como el exiguo nivel del VIX y el posicionamiento récord apostando a que seguirá bajando, apuntan también a que las valoraciones pecarían de excesivas. La situación es bien similar en los activos inmobiliarios comerciales de EE.UU., cuyos precios han sido bastante boyantes.

Más sencillo es valorar el caso de la deuda corporativa. En las economías avanzadas sus diferenciales de rendimiento con los bonos soberanos están en mínimos históricos. La relación por lo general estrecha entre actividad manufacturera y diferenciales se quebró este año, ya que si la actividad flaqueó, los diferenciales no dejaron de reducirse. Y, todo esto, en un entorno que daba muestras claras de mayor propensión al riesgo, visible en la abundante emisión de bonos de alto rendimiento (*high yield*) y en la mayor afluencia de recursos hacia fondos especializados en deuda de mercados frontera. Al mismo tiempo, las tasas de incumplimiento crediticio y las revisiones a la baja de calificación se elevaron para los emisores de valores *high yield*.

Mientras las señales de asunción de riesgo eran patentes en los principales segmentos de los mercados financieros, algo inesperado sucedió en otro segmento, menos glamuroso quizás, pero crítico. El 17 de septiembre, las tasas *repo* en operaciones de financiación a un día con garantías genéricas alcanzaron en el mercado estadounidense el 6%, llegando a cerrarse algunas transacciones al 10% en un mercado roto. Esto, a su vez, tiró en la misma dirección, pero en menor grado, de la nueva tasa de referencia, la tasa de financiación a un día garantizada estadounidense (SOFR), y, de forma atenuada, de la tasa efectiva de los fondos federales, la tasa de interés sin garantía a un día a la que los bancos y un puñado de otras instituciones se prestan liquidez entre sí en Estados Unidos. Las tensiones tuvieron un impacto apreciable en segmentos del mercado estrechamente relacionados, en particular el de *swaps* de divisas, ampliándose la diferencia en el coste de endeudarse y prestar entre diferentes monedas en los mercados al contado y de derivados, lo que se conoce como el margen de rentabilidad implícito entre divisas (*cross-currency basis*). ¿Por qué se produjo este hecho? Y, ¿cuál es su auténtica relevancia?

Las razones de estas alteraciones o distorsiones aún no están del todo claras. Junto a algunos factores temporales parecen haber estado operando también otros estructurales. Uno clave podría haber sido la combinación de dos fuerzas: por un lado, la fuerte demanda de financiación garantizada (mediante *repos*) por instituciones financieras distintas de bancos, como fondos de cobertura fuertemente involucrados en apalancar operativas de valor relativo; y, por otro, el hecho de que los cuatro grandes bancos que operan en el mercado estadounidense no estuvieran dispuestos a proporcionar financiación, al hallarse sus reservas de liquidez, en especial aquellas en reservas excedentarias en la Reserva Federal, en niveles bajos.

El comportamiento de esos cuatro grandes bancos es crucial, ya que recientemente se han convertido en los prestamistas que determinan el coste marginal de financiación en el mercado de *repos*, habiendo sustituido en este papel a los fondos del mercado monetario. Su renuencia a prestar parece reflejar, a su vez, los cambios introducidos tras la crisis en las prácticas internas de gestión de riesgos y, posiblemente, poca flexibilidad para aprovechar oportunidades de arbitraje momentáneas. Esta menor flexibilidad refleja un largo período de copiosas reservas excedentarias en el sistema, que reducían la necesidad de conceder, y obtener,



liquidez a corto plazo. Las tensiones tan solo cedieron una vez que la Fed inyectó más reservas en el sistema.

La relevancia de este evento va bastante más allá de las alteraciones a corto plazo.

En primer lugar, las alteraciones sugieren que las operaciones no convencionales que instrumentaron los bancos centrales después de la crisis han dejado profunda impronta en el funcionamiento del mercado. Como se señaló en un reciente informe del Comité de los Mercados de los bancos centrales, al haberse habituado la banca a un período prolongado de abundantes reservas excedentarias, retirarlas puede ocasionar en el mercado ajustes bruscos e impredecibles, como convulsiones de un músculo que se hubiera atrofiado. De hecho, un monográfico en esta edición documenta cómo las compras a gran escala del BCE han hecho que el mercado de *repos* de la zona del euro haya dejado de responder a las necesidades de financiación para hacerlo a la demanda de los valores subyacentes a estas, afectando al comportamiento de los tipos de interés.¹

En segundo lugar, las alteraciones destacan el modo en que la creciente participación de entidades distintas de bancos en mercados íntimamente vinculados a las operaciones interbancarias (y, estas, cada vez más en forma de financiación garantizada) puede inducir dinámicas de mercado inéditas. Tal desarrollo es especialmente relevante en un momento en que muchos bancos centrales se están preparando para convertir las tasas garantizadas en principal tasa de interés de referencia.

Por último, las alteraciones sugieren que los mercados de *repos*, junto con el mercado de *swaps* de divisas en dólares estadounidenses estrechamente vinculado, mayor y de un alcance geográfico mucho más amplio, podrían encontrarse de nuevo en el ojo del huracán si en algún momento surgieran tensiones financieras. El auge de la operativa a corto plazo con *swaps* de divisas, que ha representado una gran parte del crecimiento en volumen del mercado de divisas en los últimos tres años, pone de relieve este riesgo. En este contexto, el crecimiento posterior a la crisis de las instituciones financieras no bancarias en general, y de la industria de gestión de activos en particular, puede acentuar el carácter impredecible de la dinámica del mercado.

Niveles relativamente exigentes de valoración de activos, elevada asunción de riesgo y cambios en el sistema financiero de difícil interpretación: la combinación apunta a ciertas vulnerabilidades en los mercados financieros que merecen la atenta consideración de los participantes en el mercado no menos que de los bancos centrales.

Hyun Song Shin

La presente edición del *Informe Trimestral* pone el énfasis en los mercados de divisas y de derivados. Incluye cinco artículos monográficos en los que se exponen los resultados de la última Encuesta Trienal de Bancos Centrales elaborada por el BPI sobre la actividad en los mercados de divisas y de derivados OTC. Los artículos utilizan esta fuente única de datos para explorar los factores que impulsaron el reciente

¹ Véase «Funcionamiento del mercado de *repos* en euros: las garantías mandan», por Angelo Ranaldo, Patrick Schaffner y Kostas Tsatsaronis.



crecimiento de estos mercados y qué revelan estos factores sobre la evolución de su estructura. Un sexto artículo, «**Mercados de divisas y de derivados OTC a la luz de la Encuesta Trienal**», de **Philip Wooldridge**, resume los principales hallazgos.

La encuesta de 2019 reveló que los mercados OTC son mayores que nunca. Tras un bache en 2016, la negociación de divisas retornó a su tendencia secular al alza, alcanzando en abril de 2019 los 6,6 billones de USD diarios. La contratación de derivados sobre tasas de interés se desvió con fuerza de su tendencia previa, disparándose hasta los 6,5 billones de USD. Para hacerse una idea de la magnitud de estas cifras, el valor de las exportaciones mundiales de bienes y servicios fue inferior a los 100 000 millones de USD diarios en 2018.

En los mercados de divisas el dólar estadounidense se mantuvo como la moneda dominante, formando parte del 88% de operaciones. Como examina «**Dimensionamiento de los mercados mundiales de divisas**», elaborado por **Andreas Srkoff** y **Vladyslav Sushko**, la preponderancia del dólar es reflejo de su importancia como vehículo y como moneda de financiación. De hecho, la participación del dólar en los *swaps* de divisas, una modalidad de préstamo garantizado, fue incluso mayor que su participación en la negociación al contado. Los *swaps* de divisas representaron más de la mitad del aumento en la negociación total de divisas entre las encuestas de 2016 y 2019.

Dicho esto, la operativa en monedas de mercados emergentes creció más rápido que la realizada en monedas principales. El porcentaje del volumen total de divisas negociado que representan las monedas de mercados emergentes ascendió al 23% en abril de 2019, cuando en 2016 ese porcentaje era del 19% y, en 2013, del 15%. El renminbi chino fue la moneda de mercados emergentes más negociada activamente y la octava por volumen de negociación a nivel mundial.

Hubo un marcado aumento de la negociación *offshore*, aquella realizada fuera del país emisor de la moneda. En «**Los mercados offshore impulsan la negociación de monedas de mercados emergentes**», **Nikhil Patel** y **Dora Xia** muestran que aquellas monedas para las que aumentó la importancia relativa de la negociación *offshore* fueron las que registraron un mayor crecimiento dentro de la negociación total.

Una mayor contratación *offshore* condujo a una mayor concentración geográfica en un puñado de centros financieros. El porcentaje de la negociación total en los mercados de divisas conjuntamente representado por Londres, Nueva York, Singapur y la RAE de Hong Kong ascendió al 75% en abril de 2019, frente al 71% en 2016 y al 65% en 2010. También en los mercados de derivados OTC sobre tasas de interés la contratación tendió cada vez más a concentrarse en unos pocos centros financieros, especialmente en Londres.

La innovación tecnológica, especialmente el incremento de la contratación electrónica y automatizada, fue un factor principal en la mayor operativa *offshore*. En «**Ejecución de operaciones en mercados de divisas: compleja y muy fragmentada**», **Andreas Schrimpf** y **Vladyslav Sushko** explican cómo esta *electronificación* de la operativa está reconfigurando los mercados de divisas. Facilita en concreto la negociación automatizada, sobre todo la operativa de alta frecuencia (HFT). Esto, a su vez, hace que los mercados OTC revistan más atractivo para quienes aplican tales estrategias, principalmente los fondos de cobertura y los operadores por cuenta propia. Entre estos últimos, algunos han dado el salto al negocio de la creación



de mercado, lo que está difuminando la distinción entre el segmento entre intermediarios, por un lado, y el segmento entre intermediarios y clientes, por otro.

El mercado de los contratos sobre divisas a plazo con liquidación por diferencias (*non-deliverable forwards*, NDF) ilustra también el impacto de la electrificación. Los contratos a plazo con liquidación por diferencias suelen liquidarse en dólares y en otras monedas de libre negociación. En consecuencia, se utilizan para liquidar contratos a plazo en monedas que no son libremente convertibles. Los NDF registraron algunos de los crecimientos más rápidos en volumen de negociación de divisas entre las encuestas de 2016 y 2019, incluidos las rupias india e indonesia y el peso filipino. En «**Los mercados NDF prosperan gracias a la electrificación**», **Andreas Schrimpf** y **Vladyslav Sushko** atribuyen gran parte de este crecimiento precisamente a la electrificación.

Los mercados de derivados OTC sobre tasas de interés también se están desplazando desde corredores de viva voz a plataformas electrónicas. En «**La evolución de los mercados de derivados OTC sobre tasas de interés**», **Torsten Ehlers** y **Bryan Hardy** identifican la electrificación como un factor clave que explica por qué la contratación extrabursátil de estos derivados crece más rápido que su variante bursátil. No hace mucho, en 2010, alrededor del 80% de la contratación de derivados sobre tasas de interés se concentraba en mercados bursátiles, un porcentaje que se ha reducido y ronda en la actualidad el 50%.

En particular, el marcado incremento de la negociación sobre divisas y derivados OTC entre las encuestas de 2016 y 2019 no condujo a un aumento en exposiciones pendientes. En efecto, el importe nominal de los derivados OTC en circulación ha tendido desde 2015 al alza, alcanzando en 2019 su nivel más alto desde 2014. En cambio, el valor bruto de mercado, una medida más significativa de los importes en riesgo, ha tenido desde 2012 a la baja, rondando en 2019 los mínimos previos a la Gran Crisis Financiera (GCF). Una razón es que gran parte del aumento de la negociación lo fue en instrumentos a corto plazo, como *swaps* de divisas a corto plazo y sobre índices a un día. Estos, al tener que reponerse con más frecuencia, impulsan la contratación de forma mecánica. Otra razón son las reformas introducidas, como la compresión y la compensación.

Las tasas de compensación de *swaps* de incumplimiento crediticio y de derivados OTC sobre tasas de interés no han dejado de aumentar desde la GCF, y los derivados sujetos a compensación obligatoria están ahora casi totalmente compensados. En «**Derivados OTC: aumenta la exposición al euro y progresa la compensación centralizada**», **Sirio Aramonte** y **Wenqian Huang** analizan incentivos para que los derivados no sujetos a compensación obligatoria migren hacia la compensación centralizada.

Un área de preocupación es la liquidación en moneda extranjera. En 2019, la Encuesta Trienal se amplió para recopilar por primera vez información sobre liquidación en divisas. A principios de la década de 2000, la constitución del sistema CLS, en el que las obligaciones de pago se liquidan simultáneamente, y otras iniciativas similares, condujeron a una fuerte reducción del riesgo de liquidación en divisas. Sin embargo, en «**El riesgo de liquidación en divisas continúa siendo significativo**», **Morten Bech** y **Henry Holden** concluyen que, en estos últimos años, el riesgo de liquidación en divisas ha aumentado de hecho.