
EL MERCADO DE DERIVADOS FINANCIEROS EN 2019

The Financial Derivatives Market in 2019

Dra. Elda Molina Díaz

<https://orcid.org/0000-0003-4064-5981>

Centro de Investigaciones de Economía Internacional

molina@ciei.uh.cu

.....
Recibido: Febrero 2020

Aceptado: Febrero 2020
.....

Resumen

En 2019, el mercado de derivados financieros continuó su tendencia ascendente de los últimos años, evidenciándose cierta estabilidad en su comportamiento a partir de la crisis. Además, se han venido afianzando determinadas características que distinguen su evolución respecto al período previo a 2008. No obstante, se mantiene la esencia controvertida de estos instrumentos, que por un lado deberían proporcionar estabilidad a los mercados, por su función original de ofrecer cobertura de riesgos, pero a la vez, generan inestabilidad e incertidumbre debido a su uso altamente especulativo.

Palabras clave: mercados financieros, derivados financieros, riesgos, cobertura, especulación.

Abstract

In 2019, the derivatives market maintained the upward trend prevailing for the last few years, showing a mostly stable behavior after the crisis. In addition, it has acquired some characteristics that mark some differences compared to the period before 2008. Nevertheless, the controversial nature of these instruments remains in place. On one hand, they are supposed to bring stability to the markets, considering their original role as a means of risk coverage, but on the other hand they produce instability and uncertainty when used as highly speculative tools.

Keywords: financial markets, financial derivatives, risks, coverage, speculation.

Introducción

El comportamiento del mercado de derivados financieros ha sido seguido en esta revista de manera regular. El último artículo publicado sobre este tema llegó hasta el año 2015¹, por lo que en este se ofrecerá una visión breve de lo acontecido en este segmento del mercado financiero desde entonces hasta la actualidad, haciendo énfasis en su situación en 2019.

La evolución de este mercado desde 2009 hasta 2015 se caracterizó por su inestabilidad. Aunque en ese período se recuperó respecto a la segunda mitad de 2008, el peor momento de la crisis, en realidad no alcanzó los niveles pre crisis y se manifestaron alzas y bajas en los diferentes segmentos del mercado, según la situación de los respectivos subyacentes, aunque algunos de sus segmentos mostraron crecimientos importantes.

El otro elemento distintivo en el período fue la tendencia a establecer regulaciones con vistas a reducir los riesgos. En ese sentido, se tomaron varias acciones en términos de estandarización de contratos, ampliación de los requisitos de información, introducción de requisitos de aportación de capital y de colaterales, exigencia de reposición de márgenes para un abanico amplio de derivados, y la compensación centralizada obligatoria. (Aldaroso y Ehlers, 2018)

En los primeros años después de la crisis, los avances en la aplicación de tales medidas no fueron significativos, aunque ya desde 2013 se comenzó a observar una reducción del monto de contratos abiertos en los mercados fuera de bolsa como resultado de la exigencia de negociar a través de cámaras de compensación centrales (CCC). Esto ciertamente contribuyó a una reducción de los riesgos de las contrapartes, pero no puede afirmarse que en general hayan disminuido los riesgos asociados a esos instrumentos. Algo similar ocurre en la actualidad.

En el presente artículo, se muestra la evolución más reciente del mercado de derivados, destacando las particularidades de la situación actual, necesarias para comprender lo que está sucediendo en realidad con estos instrumentos, más allá de lo que muestran las estadísticas.

Evolución del mercado de derivados de 2015 a 2019

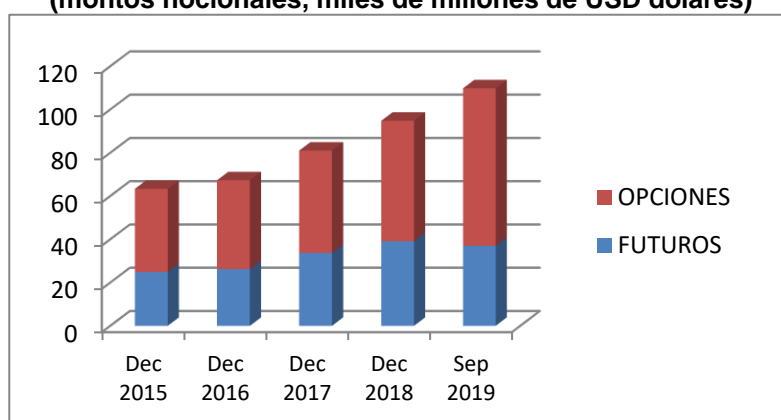
El mercado de derivados recuperó su tendencia al crecimiento sostenido desde 2015 hasta la actualidad, como reflejo de la evolución de los mercados de sus subyacentes y de la recuperación de la confianza de los inversionistas, de

¹ Este aparece en la RCEI No.1 de 2016.

manera general, en un período en que la economía global, si bien no ha crecido a ritmos elevados, lo ha hecho de manera bastante estable.

Aparentemente las bolsas donde se negocian estos instrumentos fueron más dinámicas que los mercados fuera de bolsas, aunque en volúmenes negociados, los mercados OTC² continuaron superándolas, dada su mayor flexibilidad y otros elementos que se mencionan más adelante. (Ver Gráficos 1 y 2). Se dice aparentemente porque cuando se analice el mercado OTC, se confirmará que esto en realidad no es necesariamente así.

Gráfico 1
Derivados negociados en Bolsas. 2015-2019
(montos nominales, miles de millones de USD dólares)



Fuente: Elaborado por la autora en base a datos del BIS, 2016, 2018 y 2019

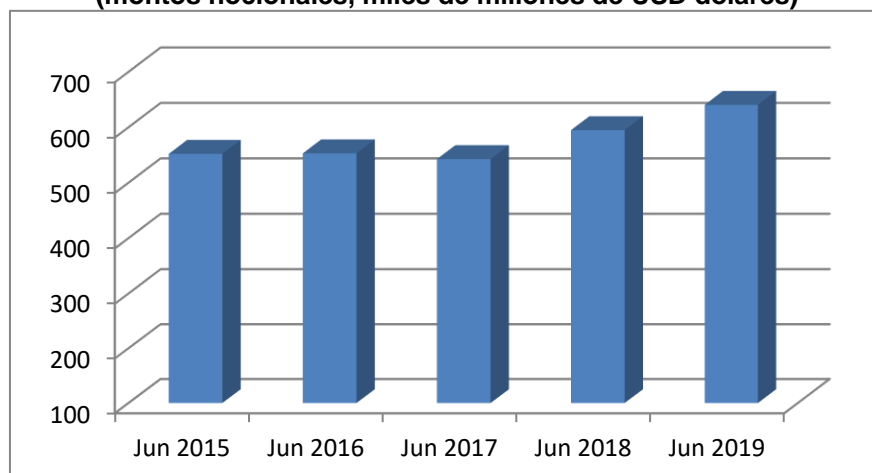
En las bolsas, como se observa en el gráfico y como es habitual, se continúan negociando más opciones que futuros, dada la mayor flexibilidad de las primeras, aunque por lo general las estrategias con opciones resultan más complicadas y costosas.

El mercado OTC, muestra también un crecimiento si se observan los montos nominales³ de los contratos abiertos (Ver Gráfico 2), aunque menos pronunciados que en etapas anteriores a la crisis y a menores ritmos comparados con las bolsas.

² OTC siglas de *OvertheCounter*, como se conoce también al mercados extrabursátil.

³ Suma de los valores absolutos de todos los contratos abiertos (firmados y no liquidados) en la fecha del reporte, basado en el valor de los activos subyacentes.

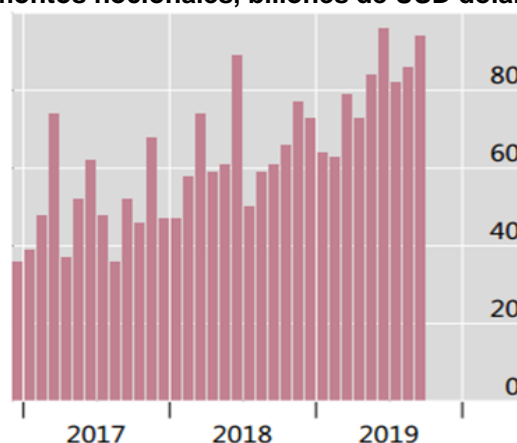
Gráfico 2
Derivados negociados en Mercados OTC. 2015-2019
(montos nacionales, miles de millones de USD dólares)



Fuente: Elaborado por la autora en base a datos del BIS, 2016, 2018 y 2019

Lo anterior pudiera llevar a pensar que la negociación de derivados en estos mercados se ha reducido, pero como sucedió de 2013 – 2015, esto no es así. La realidad es que se ha producido un incremento en el uso de estos instrumentos, pero se ha contraído el monto de los contratos abiertos como efecto de la compresión y la compensación (*clearing*)⁴ (Ver Gráfico 3), ya que se eliminan las posiciones redundantes entre las partes participantes. Con ello se reducen los montos de cobros y pagos a realizar y, por tanto, el riesgo para las contrapartes. La negociación a través de CCC posibilita además que exista un mayor control sobre las operaciones.

Gráfico 3
Compresión de contratos de derivados sobre tasas de interés OTC
(montos nacionales, billones de USD dólares)



Fuente: Ehlers y Hardy, 2019

⁴ La compresión fundamentalmente se produce a través de entidades centrales (CCC), pero también puede ocurrir entre agentes independientes.

Esta práctica se comenzó a implementar de manera más sistemática y obligatoria a partir de la crisis, y en la actualidad su uso se ha extendido al punto de que casi todas las transacciones de CDS⁵, forwards de tasas de interés (FRA) y swaps de tasas de interés (para las que es obligatoria) se realizan por esta vía, pero incluso otros derivados también han migrado de manera voluntaria al *clearing* central, por las ventajas que ofrece (menor exposición a riesgos, condiciones de liquidez y bajos requerimientos de márgenes).

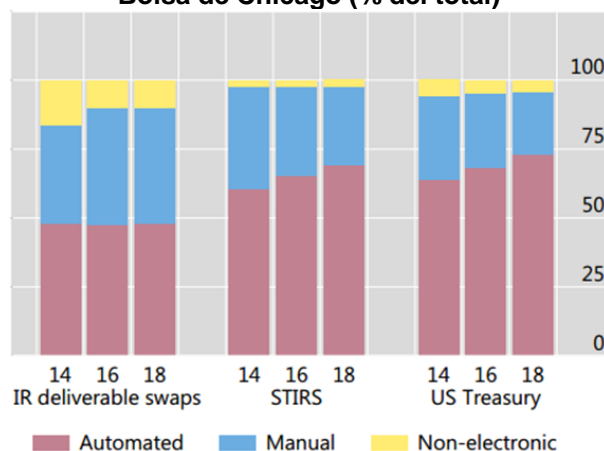
No obstante, a pesar de la compresión, a diferencia del período anterior a 2015, en este se ha producido un crecimiento en términos absolutos de los montos negociados.

Son varios los factores que inciden en el crecimiento actual, algunos relacionados específicamente con los segmentos del mercado que están provocando ese comportamiento y otros que son comunes a todos.

Entre los últimos, se destaca un proceso que algunos especialistas han llamado “electronificación”, haciendo una traducción literal del término “*electronification*” (también inventado) en inglés. (Ehlers y Hardy (2019) Esto no es más que la aplicación de los avances tecnológicos en las finanzas como resultado de la llamada cuarta revolución industrial, que implica un incremento de la automatización, del uso de plataformas electrónicas para la negociación, y de la aplicación de nuevas estrategias de inversión, en particular a través del uso de algoritmos de negociación. (Ver Gráfico 4) Ello se traduce en una reducción de los costos de transacción, tanto en bolsas como en mercados OTC, además de otras ventajas como la ampliación de los volúmenes que se pueden negociar; el volumen y rapidez de información que se puede procesar y con ello la precisión, por ejemplo, en cuanto a la formación de precios; la mayor facilidad para la provisión de liquidez y para la transferencia de riesgos, entre otras.

⁵Credit Default Swap (Swap de Incumplimiento Crediticio).

Gráfico 4
Uso de la negociación automatizada en contratos de futuros de tasas de interés en la Bolsa de Chicago (% del total)



Notas:

- IR deliverable swaps: Acuerdo en el que las partes acuerdan intercambiar tasas de interés durante un período en el futuro, las diferencias se entregan (por la parte que obtuvo la ganancia a la otra) durante todo el período, en las fechas acordadas. Es el más común. Para que se comprenda mejor, existen los acuerdos "non-deliverable", en los que la diferencia neta se paga a la fecha de vencimiento en un pago único.
- STIRS: Swaps de tasas de interés de corto plazo
- US Treasury: Negociación de futuros tasas de interés de Bonos del Tesoro de Estados Unidos

Fuente: Ehlers y Hardy, 2019

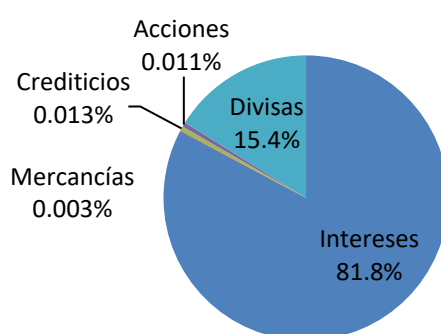
Todo lo anterior ha llevado a que los mercados OTC, ofrezcan ahora algunas de las características atractivas de las bolsas, a la vez que mantienen sus ventajas como el amplio rango de productos y contratos, y la flexibilidad para satisfacer las demandas de los clientes. De esta manera, están superando a las bolsas en la negociación diaria de derivados.

También la "electronificación" ha llevado a un notable crecimiento y ampliación de la diversidad de participantes en el mercado. Desde la crisis financiera los activos manejados por fondos de inversión y otros inversionistas no bancarios se han expandido sustancialmente, así como el uso de derivados financieros para ese manejo. Ello no quiere decir que las instituciones financieras tradicionales como los bancos, no utilicen de manera importante de estos instrumentos. Los bancos, por ejemplo, han contribuido al crecimiento de estos mercados mediante la negociación de swaps de divisas para administrar su liquidez, swaps de tasas de interés para arbitrar diferenciales de fondos en diferentes monedas, y CDS para manejar sus riesgos crediticios, pero las más dinámicas han continuado siendo las primeras.

Contribución al crecimiento de los segmentos que componen el mercado OTC

La contribución de cada segmento del mercado por categoría de riesgos al crecimiento del mercado OTC total no es homogénea. En general, la evolución del mercado en los últimos años ha estado determinada fundamentalmente por el comportamiento de los derivados sobre tasas de interés (el más grande y dinámico) y los de divisas. (Ver Gráfico 5)

Gráfico 5
Derivados negociados en Mercados OTC por categoría de riesgos
(% del total en valores nominales)



Fuente: BIS, 2019

La negociación diaria promedio de derivados OTC sobre tasas de interés creció en más del doble entre 2016 y 2019. Experimentó una expansión de 143%⁶, sobrepasando el crecimiento de la negociación diaria promedio en bolsas, que fue de 53%. (Ehlers y Hardy, 2019)

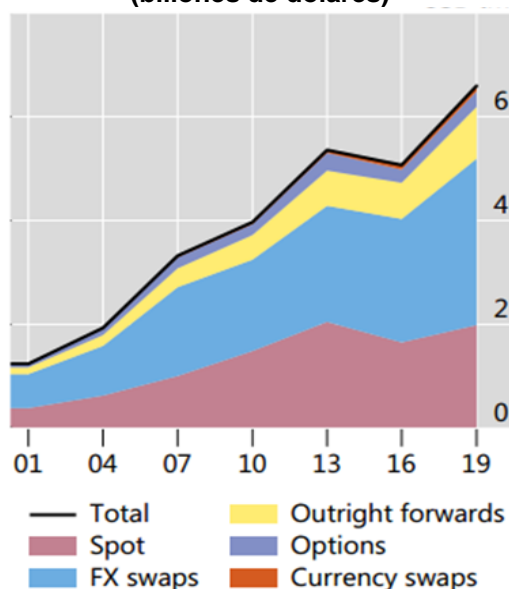
Este crecimiento se debió a varias razones. Las dos más importantes: los avances tecnológicos incrementaron las posibilidades de realizar las transacciones de manera automática y a través de plataformas de negociación electrónicas (que proliferaron en los últimos años), por las ventajas mencionadas antes; y la mayor incertidumbre acerca de las tasas de interés a corto plazo en Estados Unidos estimuló el uso de estos instrumentos, tanto en la actividad de cobertura como en la especulativa.

El otro segmento en orden de importancia es el de derivados de divisas, que si bien no es tan voluminoso como el de tasas de interés, también es muy dinámico. Su crecimiento se asocia con el del mercado de divisas, en tanto, los derivados son los principales instrumentos que se usan para negociar divisas. Como se aprecia en el Gráfico 6, las transacciones corrientes (*spot*) representaron en 2019 aproximadamente sólo 1/3 del total de transacciones,

⁶ El crecimiento de 2007 a 2016 fue aproximadamente de 17%. (Ehlers y Hardy, 2019)

mientras el resto correspondió a diferentes tipos de derivados, fundamentalmente a swaps de divisas.

Gráfico 6
Volumen de transacciones diarias promedio en los mercados de divisas por instrumentos
(billones de dólares)



Notas:

- *Spot*: Transacciones corrientes
- *FX swaps*: Contratos en los que se acuerda intercambiar dos monedas (sólo el principal) en un momento y a una tasa de cambio determinada, y en otro momento futuro, hacer el intercambio a la inversa.
- *Currency swaps*: Contratos en los que se acuerda el intercambio de dos monedas (el principal y los intereses), a una tasa de cambio determinada, por un período acordado.
- *Outright forwards*: Contrato que involucra el intercambio de dos monedas a una tasa acordada en el momento en que se firma el contrato, para ser recibida o pagada en un momento futuro.
- *Options*: Opciones. Contratos que dan el derecho al comprador, de comprar o vender una moneda a cambio de otra a una tasa de cambio acordada.

Fuente: Schrimpf y Sushko, 2019

Es de destacar en este aspecto, el incremento que se ha producido en la negociación de divisas de mercados emergentes. Si bien a escala global el comercio continúa estando dominado por las principales divisas, en particular el dólar y el euro, la negociación de monedas de mercados emergentes ha mostrado un crecimiento más rápido. La parte de monedas emergentes en el total de divisas negociadas creció de 15% en 2013 a 19% en 2016 y a 23% en abril de 2019. (Wooldridge, 2019)

La explicación está no solo en que ha habido un mayor uso de estas monedas asociado a un mejor desempeño relativo de esas economías, sino, y sobre todo, porque dichas monedas se han vuelto importantes activos de inversiones financieras, con un alto carácter especulativo.

De hecho, para corroborar lo anterior, los contratos de derivados sobre tasas de interés denominados en monedas emergentes vieron reducida su participación en la actividad global total (Wooldridge, 2019). Es decir, si el dinamismo en la compra-venta de esas monedas hubiera estado relacionado con la economía real, sería lógico que también se hubiera reflejado en el uso de derivados sobre tasas de interés, relacionados con créditos asociados al comercio y a los flujos financieros.

La negociación de estas monedas emergentes ocurrió fundamentalmente en mercados offshore, lo que afianza la tendencia al incremento en la concentración geográfica, y en determinados centros financieros, de la negociación. Por ejemplo, Londres, Nueva York, Singapur y Hong Kong incrementaron su participación en las transacciones globales con divisas de 65% en 2010 a 71% en 2016 y a 75% en abril de 2019. Asimismo, la negociación de derivados sobre tasas de interés está muy concentrada, especialmente en Londres. (Wooldridge, 2019) Esta concentración se atribuye a las ventajas que ofrecen esos centros en cuanto a facilidades y costos para acceder a contrapartes centrales, relaciones de créditos e infraestructura legal y técnica. (Schrimpf and Sushko, 2019)

Los segmentos por categorías de riesgos de peor desempeño, que se han reducido incluso en estos últimos, continuaron siendo los de derivados sobre productos básicos y los crediticios. En los de mercancías, continúan pesando los bajos precios de las materias primas y la energía, que ha conducido a una reducción del uso de derivados sobre ellos con motivos financieros.

En cuanto a los crediticios, en particular los CDS, que representan el 93% del total, lo que más pesa es la reducción en los montos nominales por la compresión de contratos, ya que este ha sido uno de los segmentos en los que la regulación se ha impuesto con más fuerza por las implicaciones que tuvo en la profundización de la crisis de 2007-08.

Por último, algunos analistas sostienen que el crecimiento del mercado de derivados de los últimos años no ha significado un incremento en la exposición a riesgos, pues se ha reducido el valor bruto de mercado (VBM) y la exposición crediticia bruta. (Wooldridge, 2019; Ehlers y Hardy, 2019). Estos constituyen medidas del riesgo, pues el valor bruto de mercado se refiere al valor absoluto de los contratos abiertos (no incluye el valor de los subyacentes como lo hace el valor nominal), y la exposición crediticia bruta, se calcula como el VBM menos los montos netos una vez deducidas las posiciones compensadas entre las mismas contrapartes.

Sin embargo, ello no quiere decir que se hayan reducido los riesgos de manera absoluta. Primero, el riesgo sistémico no desaparece. Este es absorbido por las

entidades compensatorias centralizadoras, aunque las autoridades han impuesto también medidas para reducirlos⁷.

Segundo, se ha reducido el VBM (aunque en 2019 creció respecto al año anterior); pero si se mide el grado de apalancamiento presente en el mercado, que se obtiene dividiendo el valor nominal de los contratos entre el VBM, este ha venido creciendo de manera sistemática. En 2012 era de 25%; en 2015 de 36%; en 2017 de 48%; en el 2018 de 56% y en 2019, de 53%.⁸

Ello significa cuánto valor en subyacentes ampara cada dólar invertido o cobrado en derivados. O sea, si en 2015 por cada dólar pagado (o recibido) en la adquisición (o venta) de una posición de derivado, se negociaban activos subyacentes por valor de 36 dólares; en 2019, cada dólar de derivado negociado, cubría activos subyacentes por valor de 53 dólares, lo que da una medida del carácter potencialmente riesgoso de estas transacciones.

Tercero, el mercado más grande y dinámico (el OTC, menos regulado y transparente) sigue creciendo y gran parte del incremento se debe a operaciones de carácter especulativo.

Cuarto, el reforzamiento de la tendencia a una mayor participación de “otras instituciones financieras” (gestoras de activos, bancos pequeños, hedge funds y otros inversionistas institucionales) como los principales agentes que negocian estos instrumentos. Estas son instituciones poco reguladas y que se caracterizan por realizar operaciones riesgosas con vistas a obtener altos rendimientos.

Quinto, aunque en los últimos años ha habido avances en cuanto a la regulación en el uso de derivados, esta no abarca a todas las transacciones.

Conclusiones

Los mercados de derivados, tanto las bolsas como los mercados fuera de bolsas, a partir de 2015 y hasta la actualidad, han mostrado signos de recuperación, reflejando por una parte, la evolución de la economía global y en particular el comportamiento de sus principales segmentos: el de tasas de interés y el de divisas.

Ha incidido también la incorporación de los avances tecnológicos en las finanzas, específicamente la negociación automatizada y la proliferación de plataformas de negociación, que suponen ventajas como la reducción de los

⁷Entre ellas, colchones de seguridad como fondos de garantía colectiva, múltiples niveles de requisitos de aportación y reposición de márgenes, así como requerimientos de capital y coeficientes de reservas.

⁸ Cálculos de la autora en base a cifras del BIS de varios años.

costos de transacción, así como facilidades de liquidez y de transferencia de riesgos.

La aplicación de medidas para la regulación del mercado, en particular el OTC, ha mostrado avances, sobre todo en lo referente a la compresión y compensación de contratos, lo que se aprecia en la reducción de los montos pendientes, sobre todo de swaps de tasas de interés y CDS.

A pesar de la reducción en la exposición a riesgos de las contrapartes bilaterales debido a la negociación a través de contrapartes centrales, los riesgos sistémicos asociados a estos instrumentos no se reducen. Por el contrario, son mayores debido a que crece el mercado, particularmente su segmento menos transparente; se expande la participación de los agentes más peligrosos; aumenta el uso especulativo de los derivados; y se incrementa la brecha entre el valor de los contratos y el de los activos subyacentes asociados a ellos (el apalancamiento). Por ello, no desaparece el carácter controvertido de estos instrumentos: por un lado son útiles para manejar riesgos crediticios y de mercado, pero por otro, le imprimen una gran vulnerabilidad e incertidumbre a los mercados financieros.

Referencias

- Aldasoro, I. y Ehlers, T. (2018). El mercado de swaps de incumplimiento crediticio: cuántos cambios en tan solo un decenio. *Informe Trimestral del Banco de Pagos Internacionales (BIS)*, junio, <http://www.bis.org>
- BIS (Bank for International Settlements) (2016). *Quarterly Review, Statistical Bulletin*, December, Basilea, <http://www.bis.org/statistics>
- _____ (2018). *Quarterly Review, Statistical Bulletin*, December, Basilea, <http://www.bis.org/statistics>
- _____ (2019). *Quarterly Review, Statistical Bulletin*, December, Basilea, <http://www.bis.org/statistics>
- Ehlers, T. y Hardy, B. (2019). The evolution of OTC interest rate derivatives markets, *BIS Quarterly Review*, December, pp 69–82, <http://www.bis.org>
- Molina, E. (2016). *El mercado de derivados en 2015. Revista Cubana de Economía Internacional*, No.1, 2016. ISSN 2408-9893, <http://www.rcei.uh.cu/index.php/rcei>
- Schrimpf, A. y Sushko, V. (2019). Sizing up global foreign exchange markets, *BIS Quarterly Review*, December, pp. 21-38, <http://www.bis.org>
- Wooldridge, P. (2019). FX and OTC derivatives markets through the lens of the Triennial Survey, *BIS Quarterly Review*, December, pp.15-20, <http://www.bis.org>

Declaración de intereses

La autora declara que no existe conflicto de intereses