

EL MERCADO DE DERIVADOS FINANCIEROS EN 2015

The Financial Derivatives Market in 2015

Dra. Elda Molina Díaz

Centro de Investigaciones de Economía Internacional

UH – Cuba

molina@rect.uh.cu

.....
Recibido: Enero, 2016

Aceptado: Febrero, 2016

Resumen

El comportamiento del mercado de derivados financieros en el 2015 estuvo asociado al desempeño de los diferentes segmentos del mercado financiero, como es normal que ocurra, dado que sus subyacentes son los títulos valores, los préstamos, los índices bursátiles, los productos básicos, las divisas y las deudas. Así, el comportamiento de las tasas de interés, las tasas de cambio, los precios de las materias primas, la evolución de los mercados emergentes y, en general, la actuación de los diferentes agentes en función de sus expectativas de riesgos, determinaron que el mercado de derivados mantuviera su tendencia reciente a la volatilidad. Las estadísticas muestran una reducción de los montos negociados, pero el artículo argumenta que esto no es necesariamente cierto.

Palabras clave: mercados financieros, derivados financieros, política monetaria, riesgos.

Abstract

The financial derivatives market's performance in 2015, as usual, was linked to the behavior of the different segments of the financial market, because their underlying assets are securities, loans, indexes, commodities, foreign exchange and debts. Thus, the evolution of interest rates, exchange rates, raw material prices, emerging markets' performance and, as a whole, moves by different players following their risk expectancies, led the derivatives market to maintain its recent volatility trend. Statistics show a decrease in negotiated amounts, but the article sustains that this is not necessarily true.

Keywords: financial markets, financial derivatives, monetary policy, risks.

Introducción

El 2015 fue un año en el que aunque se produjeron determinados acontecimientos en los mercados financieros y en el contexto monetario y financiero internacional que influyeron de manera decisiva en el comportamiento del mercado de derivados, en realidad la evolución de este no difirió mucho, de manera general, de la mostrada en los últimos años después de la crisis.

El mercado no ha recuperado los niveles que presentó hasta la segunda mitad de 2008 y aunque algunos de sus segmentos mostraron crecimientos, prevaleció la inestabilidad. Por otra parte, se mantuvo la tendencia de establecer regulaciones con vistas a reducir los riesgos, pero sin grandes avances.

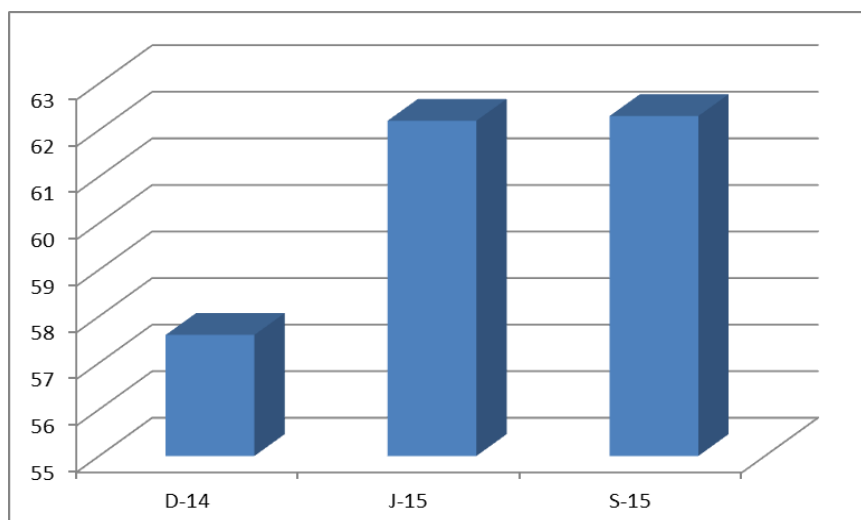
A continuación se muestra la evolución del mercado de derivados financieros entre junio de 2014, fecha hasta donde abarcó el análisis del último artículo sobre el tema publicado en esta revista (Molina, 2015), y junio de 2015, hasta donde se dispone de información estadística.

Evolución reciente del mercado de derivados

La actividad de las bolsas que negocian derivados creció de diciembre de 2014 a septiembre de 2015 en 8.3% según los montos "nacionales"¹ (Ver Gráfico 1). Se negociaron más opciones (cuyos valores crecieron 11%) que futuros (que sólo se incrementaron en 4.5%) (BIS, 2015a), lo que es lógico si se tiene en cuenta que las primeras son mucho más flexibles.

¹ Número de contratos multiplicados por el valor facial de los contratos de derivados convertidos a dólares.

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

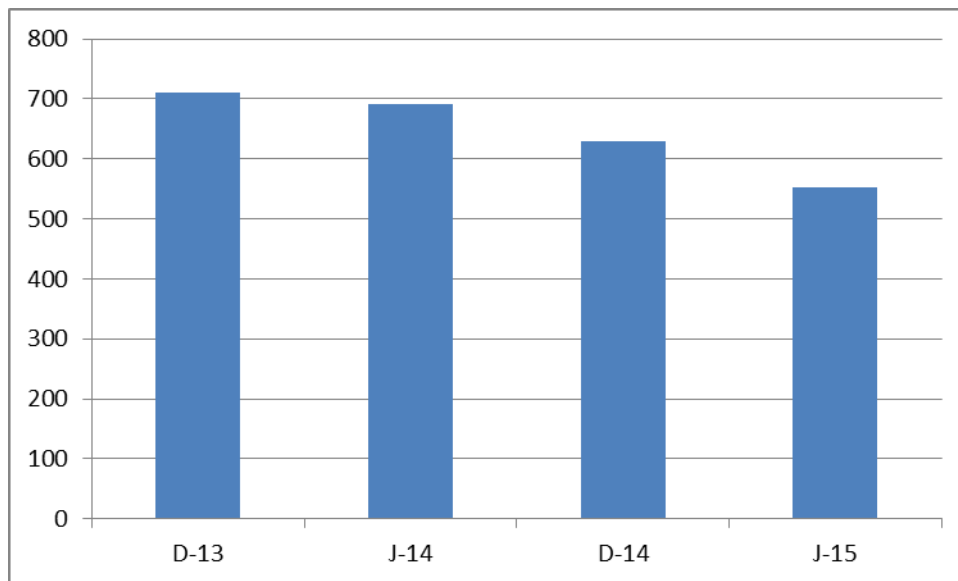


Fuente: Elaborado por la autora en base a datos de (BIS, 2015a)

El análisis del comportamiento del mercado OTC (fuera de bolsas), el más grande y dinámico, es más complicado. Si se observan únicamente los montos nominales² de los contratos abiertos, se pensaría que la negociación de derivados se redujo (Ver Gráfico 2), y efectivamente, las cifras globales muestran una caída de los montos nominales de los contratos abiertos en las fechas de los reportes (de junio de 2014 a junio de 2015) del 20%, aunque el desempeño de los distintos segmentos del mercado por tipo de riesgo no es homogéneo. (Ver Tabla 1)

² 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
(montos nominales, miles de millones de USD dólares)

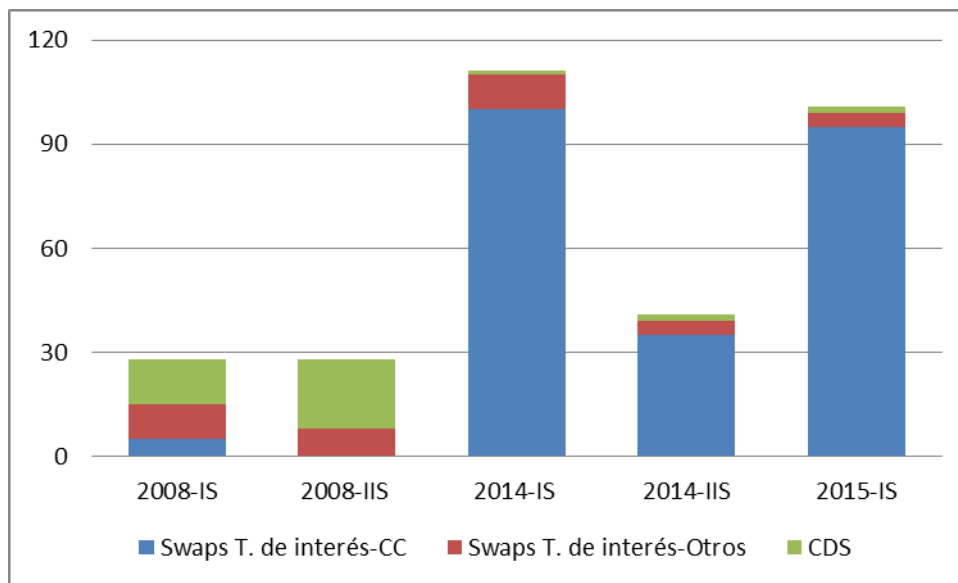


Fuente: Elaborado por la autora en base a datos de (BIS, 2015a)

Sin embargo, la realidad es que se ha producido un incremento en el uso de estos instrumentos a lo largo de los últimos años, pero se ha reducido el monto de los contratos abiertos como efecto fundamentalmente de la contratación a través de cámaras de compensación centrales (CCC), como resultado de los intentos de regulación del mercado OTC dirigidos a reducir los riesgos asociados a estos instrumentos.

El mayor progreso en este sentido ha sido precisamente el incremento de la realización de las negociaciones de swaps a través de CCC (Ver Gráfico 3), que permiten “compensar” las posiciones abiertas de los participantes con el fin de reducir los montos de cobros y pagos, de ahí la disminución de los montos nominales negociados. A la vez la negociación a través de CCC permite que exista mayor control sobre las operaciones.

Gráfico 3
Incremento de la “compresión” de contratos de derivados OTC
(montos nominales, miles de millones de USD dólares)



Fuente: Elaborado por la autora en base a datos de (BIS, 2015a)

Otra cuestión a considerar antes de mostrar el comportamiento de los distintos segmentos del mercado de derivados OTC, es la referida al valor bruto (VBM) de mercado³ de los contratos.

El VBN de los contratos de derivados negociados en mercados OTC se redujo 11% de junio de 2014 al mismo mes del 2015 (Ver Tabla 2), lo que indica un descenso en el precio de los contratos. Esto puede ser reflejo de un mejoramiento en el clima de confianza de los inversionistas. Después de un período tan prolongado de actividad económica deprimida y bajas tasas de interés, los inversionistas persisten en la búsqueda de mayores rendimientos asumiendo mayores riesgos. Por otra parte, los mercados emergentes mostraron signos de debilidad e inestabilidad, pero la confianza mejoró después de intervenciones de política en los países donde se presentaron dificultades. También se mantienen las expectativas sobre la continuidad en la acomodación monetaria en las economías avanzadas.

³ El VBM es una medida que representa la suma de los valores absolutos de los precios de mercado de los contratos abiertos evaluados al precio prevaleciente en la fecha de reporte.

Tabla 1
Contratos de derivados comercializados fuera de bolsas
(Montos nominales, miles de millones de USD)

	Jun 2014	Jun 2015
TOTAL	691 640	552 909
Contratos de Tasas de Interés	563 290	434 740
Contratos de Divisas	74 782	74 519
Contratos sobre Acciones	7 084	7 545
Contratos sobre Productos Básicos	2 206	1 671
Derivados Crediticios ^a	19 462	14 596
Otros derivados ^b	24 815	19 837

Tabla 2
Contratos de derivados comercializados fuera de bolsas
(Valor Bruto de mercado, miles de millones de USD)

	Jun 2014	Jun 2015
TOTAL	17 438	15 521
Contratos de Tasas de Interés	13 461	11 081
Contratos de Divisas	1 724	2547
Contratos sobre Acciones	678	606
Contratos sobre Productos Básicos	269	237
Derivados Crediticios ^a	635	453
Otros derivados ^b	671	597

^a Se refiere a CDS (credit default swaps), los más importantes del mercado de derivados crediticios.

^b Incluyen los contratos de divisas, tasas de interés, de acciones y mercancías, de otras instituciones que no reportan regularmente al BIS.

Fuente: (BIS, 2015b), Tabla D5, p.225-226

Lo más significativo en cuanto al VBM, es que esta medida permite tener una idea del apalancamiento existente en el mercado, al dividir el valor notional entre el VBM. Si bien el apalancamiento se redujo algo en junio de 2015 (36%) respecto a junio de 2014 (cuando fue casi 40%), la cifra se mantiene muy elevada⁴. Un apalancamiento de 36% significa que por cada dólar pagado (o recibido) en la adquisición (o venta) de una posición de derivado, se estaban negociando activos subyacentes por valor de 36 dólares.

En cuanto a los agentes que negocian estos instrumentos, se mantuvo la tendencia a una mayor participación de las “otras instituciones financieras”. Es cierto que en el crecimiento de los montos de derivados negociados por otros intermediarios incide la tendencia hacia la compensación centralizada de los contratos OTC, ya que la CCC se considera como “otro intermediario financiero”, y cuando se transfiere una operación que tiene lugar entre dos contrapartes a esta, se convierte en dos operaciones. Pero independientemente de ello, en los últimos años, se ha producido un incremento en la participación de instituciones como gestoras de activos, bancos pequeños, hedge funds, etc. en el mercado de derivados. (BIS, 2015b)

Ello le imprime mayor riesgo al mercado ya que se trata de instituciones poco reguladas, que además se caracterizan por el uso de instrumentos y operaciones riesgosas.

Comportamiento del mercado de derivados OTC por categoría de riesgos

En la tabla 1 se aprecia que de todos los segmentos que conforman el mercado OTC por tipo de riesgo, el único que creció de junio de 2014 a junio de 2015, según sus montos nominales, fue el relacionado con acciones.

Ello se explica por la ampliación que desde 2014 ha venido experimentando la actividad en los mercados de valores. La insuficiencia de créditos y los bajos rendimientos debido al prolongado período de bajas tasas de interés impulsó a las empresas, tanto de economías avanzadas como emergentes, a cubrir sus necesidades de financiación a través de la emisión de títulos, en particular acciones.

En 2015, los dividendos esperados superaron los rendimientos de los bonos de alta calidad con un vencimiento más largo, por lo que las cotizaciones bursátiles alcanzaron máximos récords en economías avanzadas y emergentes, pese a que las perspectivas macroeconómicas continuaban siendo relativamente débiles. (BIS, 2015c)

De la tabla también se infiere que el segmento de derivados sobre tasas de interés se mantiene como el de mayor tamaño, seguido por el de derivados sobre divisas, pero ambos han caído.

⁴ En junio de 2012 era de 25%. (Molina, 2015)

En el caso de los derivados sobre tasas de interés, la causa fundamental de la reducción es la ya explicada negociación de swaps a través de CCC, aunque también habría que considerar que el crédito, tanto en su forma de préstamos bancarios como de bonos, no ha tenido un crecimiento apreciable. En particular, los mercados de bonos de las economías emergentes, que habían crecido de manera considerable en años anteriores, se han reducido por las dificultades económicas presentadas en las mismas. Sin embargo, otros instrumentos de deuda más riesgosos, como los llamados “productos estructurados” sí han continuado creciendo y ellos constituyen activos subyacentes importantes de los contratos de derivados.

El comportamiento de los derivados sobre divisas llama más la atención pues este es un mercado tradicionalmente muy dinámico, habiéndose mantenido como el de mejor desempeño después de la crisis. Durante el año que recién culminó se produjeron acontecimientos contradictorios para explicar su evolución. Por un lado, la menor inversión en economías emergentes redujo la negociación de esas monedas, pero por otra parte, durante todo el año hubo diferentes expectativas acerca de las políticas monetarias de Estados Unidos y la Unión Europea, ampliando los diferenciales entre las dos monedas a favor del dólar, lo que incidió en su apreciación y en un incremento de compras de activos en esa moneda. El resultado es la creciente volatilidad del mercado.

Los segmentos de peor desempeño continuaron siendo los de derivados sobre productos básicos y los crediticios, como ha venido sucediendo desde que estalló la crisis financiera. Ambos cayeron cerca de un 25% en 2015 respecto al año anterior.

La contracción del comercio había sido el principal motivo de la caída que ha venido experimentando el mercado de derivados sobre productos básicos. Sin embargo, en el pasado año se le unió otro factor. Después de la crisis, cuando todos los mercados financieros se vieron afectados y los precios de las materias primas comenzaron a crecer, aumentó el interés de los inversionistas financieros en invertir en productos básicos físicos y sobre todo en los derivados sobre ellos, pues les reportaban altos rendimientos. Sin embargo, desde fines de 2014 y durante el 2015, se produjo una importante caída en el precio de las materias primas y la energía que implicó una reducción en las posiciones financieras sobre productos básicos, en particular, en derivados. (BIS, 2015c)

El mercado de derivados crediticios (CDS), por su parte, es el otro segmento que más sufrió los efectos de la crisis y no ha logrado recuperarse después de ésta. De todos modos hay que considerar que ciertamente la aversión al riesgo sobre estos instrumentos creció mucho después de la crisis financiera por el papel que jugaron en ella, pero eso no quiere decir que se hayan dejado de usar tales instrumentos. Como en el caso de los swaps de tasas de interés, también se han reducido las posiciones en CDS entre intermediarios y se han eliminado contratos redundantes al negociarse a través de CCC.

En la medida en que los inversionistas han incrementado sus inversiones riesgosas (en títulos o mercados), han recurrido al uso de estos instrumentos como cobertura y también como posibilidad de inversión en sí, es decir, para el arbitraje o la especulación. De hecho, se ha vuelto a revertir la tendencia observada en los primeros años después de estallar la crisis de una mayor utilización de los CDS sobre deuda soberana que sobre productos titularizados.⁵

No obstante, parece que el recuerdo del papel de estos instrumentos en la crisis perdura, pues se observa cierta prudencia por parte compradores y vendedores de contratos. Según la categoría de riesgos, los CDS son más usados sobre productos catalogados con “grado de inversión” (64% del total), que sobre los considerados “por debajo del grado de inversión” o “no categorizados” (22% y 14% respectivamente).⁶

A modo de conclusiones...

La evolución de los mercados de derivados en 2015, como en el resto de los segmentos del mercado financiero, estuvo determinada básicamente por la política monetaria implementada en las principales economías del mundo, que motivó a los inversionistas a asumir más riesgos en busca de mayor rentabilidad. Influyeron además de forma particular, la caída de los precios de las materias primas y el débil comportamiento de las economías de mercados emergentes.

No obstante, puede decirse que en la reducción de los montos de derivados que muestran las estadísticas, más que una reducción en su uso incide el incremento de la negociación de los mismos a través de Cámaras de Compensación, como resultado de una de las medidas de regulación que se viene exigiendo sobre todo después del negativo impacto que tuvieron estos instrumentos en la profundización de la crisis de 2008.

Por otra parte, a pesar de los esfuerzos por regular este mercado, los avances han sido insuficientes, por lo que el crecimiento del uso de estos instrumentos con fines especulativos no ha descendido. Ello incrementa el riesgo no sólo en este segmento del mercado, sino que hace más vulnerables a los mercados financieros en general.

REFERENCIAS

- BIS (Bank for International Settlements) (2015a). *Quarterly Review, International banking and financial market developments*, December, Basilea. En <http://www.bis.org>
- _____ (2015b). *Quarterly Review, Statistical Bulletin*, December, Basilea. En <http://www.bis.org>
- _____ (2015c). *85° Informe Anual*, Junio 28, Basilea. En <http://www.bis.org>

⁵ Según cálculos hechos en base a datos obtenidos de (BIS, 2015b), Tabla D10.4, p.234.

⁶ Según cálculos hechos en base a datos obtenidos de (BIS, 2015b), Tabla D10.2, p.232.

- Molina, E. (2015). El mercado de derivados en 2014. *Revista Cubana de Economía Internacional*, No.1, 2015. ISSN 2408-9893, <http://www.rcei.uh.cu/index.php/rcei>