

LOS MERCADOS DE DERIVADOS Y LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Dra. Elda Molina Díaz

Centro de Investigaciones de Economía Internacional

molina@ciei.uh.cu

Resumen

El relativo desarrollo y expansión de los mercados financieros de las economías emergentes y el incremento de su participación en los mercados financieros internacionales, ha incidido en una mayor negociación de derivados por parte de estos países, tanto en mercados domésticos como a escala internacional. Sin embargo, se trata de una actividad todavía poco desarrollada si se compara con las economías avanzadas. El artículo constituye una primera aproximación a este tema que vale la pena continuar profundizando, por el dinamismo que presenta y por los beneficios y riesgos que entrañan estos instrumentos.

Palabras clave: mercados financieros, bolsas, mercados OTC, derivados financieros, tasas de interés, divisas.

DERIVATIVES MARKETS IN EMERGING ECONOMIES

Abstract

The relative development and expansion of financial markets in emerging market economies and their rising involvement in international financial markets has led to a greater negotiation of derivatives by these countries, both domestically and internationally. However, this activity has still a low development level compared to developed economies. This piece provides a first view to this subject, which is worth deepening considering its relatively fast pace and the benefits and risks inherent to these instruments.

Keywords: financial markets, foreign exchange, OTC markets, financial derivatives, interest rates, currencies.

Introducción

Los derivados financieros constituyen un tema no muy abordado en revistas de análisis económicos, pero es un tema importante por lo que representan estos instrumentos para los mercados financieros. Por otra parte, cuando se encuentran estudios sobre el mercado global de derivados, en realidad estos se refieren al comportamiento de estos mercados en las economías avanzadas (EA), por ser los más importantes en cuanto a volúmenes negociados, dinamismo de las operaciones, y porque no se dispone prácticamente de información acerca del uso de derivados por parte de las economías emergentes (EE), mucho menos por los países subdesarrollados.

No obstante, en los últimos años, con el desarrollo relativo alcanzado por los mercados financieros de las EE y el incremento de su participación en los mercados financieros internacionales, la negociación de derivados por ellos y en ellos también ha ido en ascenso.

Como se trata de un mercado doméstico de desarrollo incipiente y de una actividad relativamente escasa aunque se realice en mercados internacionales, no abundan las estadísticas y estudios al respecto, por lo que el análisis no podrá ser tan exhaustivo como suele ser para economías avanzadas.

El objetivo del presente artículo es ofrecer una panorámica general de la evolución en los últimos años de este segmento del mercado financiero en las EE y de su participación en los mercados internacionales de derivados, como una primera aproximación a un tema poco estudiado, pero a la vez interesante e importante. Interesante, porque hasta hace muy poco el uso de los derivados se identificaba solo con EA e importante por los beneficios y riesgos que entrañan estos instrumentos.

I. Los derivados financieros en las EE

A partir de los años 90 del pasado siglo, y con mayor énfasis en los primeros años del actual, las EE mostraron una participación más activa en los mercados financieros internacionales, obteniendo mayores flujos financieros de los mercados de capitales externos; también se diversificaron los instrumentos a través de los cuales recibían el financiamiento y se observó un cierto desarrollo de sus mercados financieros domésticos. Incluso, algunas de estas economías han comenzado a tener una presencia significativa como prestamistas e inversionistas fuera de sus fronteras.

Son varios los factores que explicaron el flujo de recursos hacia ese grupo de países. De parte de las EE, se pueden mencionar los esfuerzos realizados a inicios de los 90's por modernizar, desarrollar y liberalizar, sus sistemas financieros, como parte de las reformas económicas llevadas a cabo en los mismos. Estas trajeron como resultado además, un mejor desenvolvimiento macroeconómico, lo cual mejoró la percepción del riesgo de prestamistas e inversores. Por el lado de los oferentes de recursos, entre los más importantes se destacaron el relativamente lento crecimiento económico y la caída de las tasas de interés en la mayoría de las EA.

La innovación financiera también juega un papel muy importante en el desarrollo de los mercados financieros de EE, tanto del lado de los prestatarios como de los prestamistas. Para los primeros, les ofrece la posibilidad de ampliar sus fuentes de financiamiento; para los segundos, significa una oportunidad para extender sus vías de inversión; y a ambos les permite la protección contra riesgos, estimulándolos a asumir mayores exposiciones.

Después de la crisis de 2007-2008 y hasta aproximadamente 2013-14, la inversión en activos de EE experimentó un auge debido a que las EA sufrieron de manera muy aguda los efectos de la crisis y por la reducción que experimentaron las tasas de interés para estimular la economía de esos países. En cambio, las EE mostraron un buen desenvolvimiento, no sólo porque no experimentaron de manera directa el impacto de la crisis y porque estuvieron mejor preparadas para enfrentar sus consecuencias, sino además porque hubo un período relativamente extenso de altos precios de las materias primas que benefició a muchas de ellas.

En ese contexto, la actividad con derivados por parte de las EE, tanto en bolsas como en mercados OTC¹, se ha venido ampliando a lo largo de los años 2000. Durante la pasada década (2000-2010) se expandió 4 veces (Debravko y Packer, 2010), y desde entonces hasta la actualidad ha continuado creciendo.

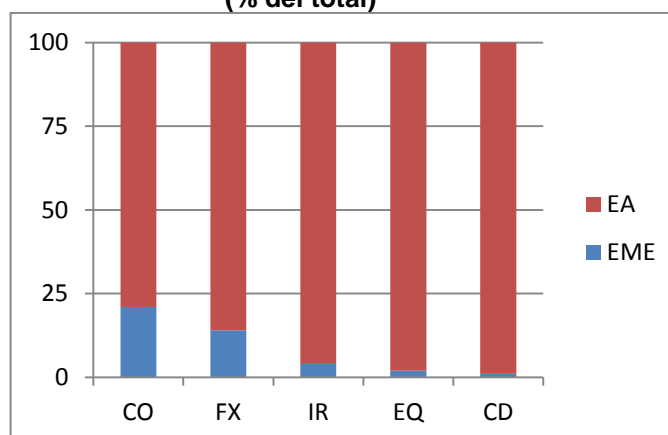
No obstante, a pesar de que las economías y los mercados financieros de los países emergentes tienden a ser más volátiles, por lo que se esperaría que sus mercados de cobertura de riesgos tuvieran un papel más importante, estos no están suficientemente desarrollados en términos de liquidez, número y complejidad de los instrumentos utilizados, en comparación con los de EA.

¹ Siglas en inglés de "Over the Counter" markets, para referirse a mercados extrabursátiles o fuera de bolsas.

Por ejemplo, del total de 544 billones de dólares en montos nominales pendientes² negociados en mercados OTC a fines de junio de 2016, el 94% correspondió a las 13 EA³ que reportan al Banco de Pagos Internacionales, y el 6% restante a las 33 EE⁴. De todos modos, aunque la participación es muy pequeña, es superior al 4% de fines de junio de 2013. (BIS, 2016^a)

Por categoría de riesgo, la participación de las EE en los totales globales de derivados negociados en mercados OTC es superior en los segmentos de mercancías o productos básicos y divisas (acumulando 21% y 14% respectivamente) y menor en los segmentos de derivados crediticios, acciones y tasas de interés (1, 2 y 4% respectivamente), lo que refleja el subdesarrollo de esos segmentos en dichas economías; pero evidentemente, en todos los casos la parte que corresponde a las EE es significativamente menor que la de EA. (Ver Gráfico 1)

Gráfico 1
Mercado Global OTC por riesgo subyacente
Posiciones abiertas a fines de junio 2016
(% del total)



Leyenda: CO – derivados sobre mercancías; FX – sobre divisas;
 IR – sobre tasas de interés; EQ – sobre acciones;
 CD – derivados crediticios

Nota: EA – 13 economías más avanzadas
 EME – 33 (otras avanzadas y emergentes)

Fuente: Elaborado por la autora en base a datos de BIS, 2016^a

² Se refiere al número de contratos abiertos al final del período del reporte, multiplicados por el valor facial de los contratos de derivados convertidos a dólares.

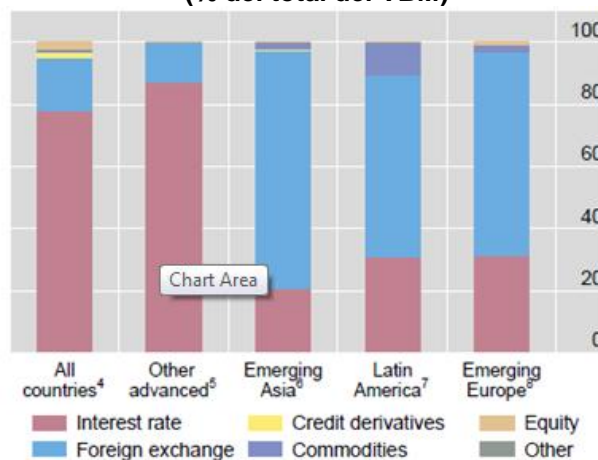
³ Las 13 economías más avanzadas son: Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, Reino Unido, Suecia y Suiza.

⁴ Las 33 son otras 7 avanzadas (Austria, Dinamarca, Finlandia, Grecia, Irlanda, Noruega y Portugal) y 26 emergentes (Arabia Saudita, Argentina, Bahrein, Brasil, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Israel, Letonia, México, Malasia, Perú, Polonia, Rep. Corea, Rumanía, Rusia, Singapur, Tailandia, Taiwán, Turquía, Sudáfrica).

Por su parte, los derivados más negociados en EE o por estos en mercados externos, son los relacionados con divisas, que representan entre el 75 – 90% del total de las posiciones nacionales abiertas (BIS, 2016^a). Les siguen, aunque no muy de cerca, los de tasas de interés (contrario a lo que ocurre en EA donde estos son los más voluminosos), lo que refleja el menor desarrollo de los mercados monetarios y de bonos emergentes, junto a la mayor relevancia del riesgo de tasa de cambio⁵. En menor medida se negocian los derivados sobre productos básicos y los relacionados con acciones.

En las EE asiáticas, europeas y latinoamericanas, los derivados sobre divisas representan el 60% o más del total de los valores brutos de mercado (VBM)⁶, mientras que a los referidos a tasas de interés les corresponde menos del 30%. Es de destacar que en América Latina los derivados sobre productos básicos son relativamente importantes, abarcando cerca del 10% del VBM. (Ver Gráfico 2)

Gráfico 2
Composición por categoría de riesgo de las posiciones abiertas
en mercados OTC, a fines de junio de 2016
(% del total del VBM)



Leyenda:

⁴ Todos los países que reportan al BIS (13 + 33 países).

⁵ Otras avanzadas (Avanzadas – 13)

⁶ Emergentes de Asia: China, Hong Kong, Indonesia, India, Rep. Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Tailandia, Taiwán.

⁷ Emergentes de A.Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú.

⁸ Emergentes de Europa: Hungría, Letonia, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía; de Medio Oriente: Bahrein, Israel, Arabia Saudita; de África: Sudáfrica

Fuente: BIS, 2016^a

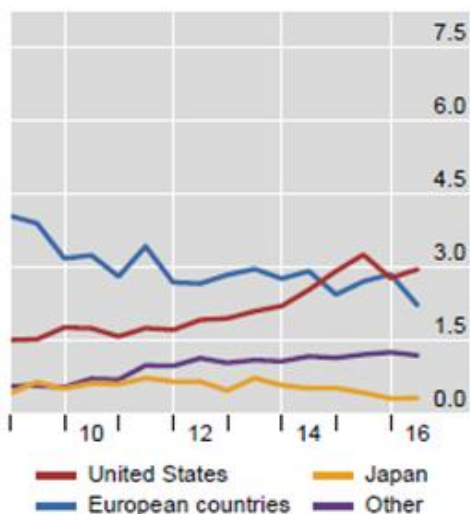
⁵ Sobre ambos tipos de derivados relacionados de manera más directa con las monedas de las EE, se profundizará en el siguiente acápite.

⁶ 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.

Llama la atención que a pesar de que el comercio de productos básicos es muy importante para los países subdesarrollados, en general los derivados relacionados con ellos no son muy usados en estas economías, lo que evidencia una vez más el escaso desarrollo de sus mercados financieros. En algunas EE la mayor actividad con derivados sobre productos básicos, se produce por parte de inversionistas institucionales que los emplean como productos de inversión⁷.

En el caso de los derivados relacionados con acciones, como se observa en el Gráfico 3, los más negociados son los vinculados a empresas de países desarrollados, en particular europeas y estadounidenses, que por lo general reportan mayores rendimientos y sus índices bursátiles son más estables. Sin embargo, resulta interesante que a partir de 2011 la negociación de derivados sobre acciones de empresas de otros países ha mostrado una tendencia creciente, superando incluso a los referidos a empresas japonesas.

Gráfico 3
Derivados OTC relacionados con acciones
(Montos nominales. billones de USD)



Fuente: BIS, 2016^b

Una parte significativa de los “otros” derivados corresponde a instrumentos relacionados con acciones latinoamericanas. No se encontraron datos recientes desglosados, pero según los disponibles, de junio de 2011 al mismo mes de 2013, dichos montos fueron los que más crecieron, aunque representaban solo el 2% del mercado. (Ver Tabla 1)

⁷ Durante el período de altos precios de los productos básicos y en el entorno de bajas tasas de interés, creció el interés de los inversionistas financieros en invertir en estos instrumentos, pues les reportaban altos rendimientos.

Tabla 1
Derivados OTC relacionados con acciones
(Montos notacionales de contratos abiertos. Miles de millones de USD)

	Jun 2011	Jun 2013	Crecimiento (%)
Total	6 841	6 821	-0.3
Acciones estadounidenses	1 739	2 082	19.7
Acciones europeas	3 414	2 946	-13.7
Acciones japonesas	712	710	-0.3
Acciones de otros asiáticos	346	339	-2.0
Acciones latinoamericanas	77	130	68.8
Otras	554	615	11.0

Fuente: BIS, 2013

En el comportamiento de la negociación de derivados relacionados con acciones de empresas latinoamericanas incidió el buen desempeño de estas durante el 2012 y 2013, motivado por varios factores, entre ellos la menor afectación por la crisis y el crecimiento registrado por los precios de varios productos básicos en 2012, que estimuló la especulación sobre el crecimiento de los precios de las acciones de empresas productoras y comercializadoras de esos productos.

Los mercados de derivados de EE no solo son menores en cuanto a volúmenes que los de EA, sino también sus contratos son menos complejos. Los contratos más sofisticados como los swaps de divisas de diferentes monedas, opciones sobre divisas, swaps de tasas de interés y opciones sobre tasas de interés, tienen una menor participación en el total negociado por EE que por EA, aunque hay signos de que dichos contratos se están haciendo más comunes en algunas de ellas. Por ejemplo, México y Sudáfrica tienen mercados de swaps de divisas comparativamente líquidos. También varios países han desarrollado activos mercados OTC para opciones sobre tasas de interés.

En cuanto al tipo de mercado en que se negocian los derivados en las EE, tienen un peso desproporcionadamente mayor los mercados OTC respecto a las bolsas (el monto de las transacciones se multiplica por 3). Los mercados OTC más importantes son los de Hong Kong y Singapur.

Solo en Brasil las transacciones con derivados en bolsas representan una parte importante del total. Otras muchas EE tienen activas bolsas de futuros, pero los montos negociados no son muy significativos y tienden a concentrarse más en contratos sobre índices de acciones y de mercancías.

Por ejemplo, de todos los contratos (mil millones) que se negociaron en bolsas de derivados chinas en el primer semestre de 2016, solamente 2.5% (2.5 millones),

fueron de tasas de interés. En Brasil, los contratos sobre acciones representan el 50% del volumen total de transacciones, le siguen los contratos sobre tasas de interés con 28% y los de divisas con 11%. (Upper and Valli, 2016)

En términos de contrapartes y monedas, la negociación de derivados en EE se asemeja más a la de países avanzados. Se ha producido un incremento de la negociación por parte de instituciones financieras como fondos de pensión y de cobertura (hedge funds); y por monedas, prevalece el dólar (en más del 95% de las operaciones). (Upper y Valli, 2016)

En general, como consecuencia del crecimiento de las transacciones transfronterizas⁸ con derivados en los mercados de las EE y de la participación de estos países en los mercados externos, puede decirse que la actividad con derivados de EE se está volviendo más global. En particular, se ha producido una expansión del alcance global de los centros financieros emergentes de Asia, en especial Hong Kong y Singapur. Se destacan además los mercados de derivados de la República de Corea y Brasil en términos de tamaño y madurez.

II. Derivados sobre divisas y tasas de interés de EE

Como se dijo antes, los derivados sobre divisas son los instrumentos más negociados -en y por- las EE, seguidos por los de tasas de interés. Sobre todo en los últimos años se ha experimentado un crecimiento importante en la negociación de estos derivados denominados en sus monedas domésticas⁹.

En general, cuando se observan las cifras totales pudiera pensarse que no se ha producido un cambio significativo, pues el valor de las transacciones diarias promedio de EE relativas a contratos sobre tasas de cambio y tasas de interés, en abril de 2016 se mantuvo casi en el mismo nivel de abril de 2013 (0.8 billones de USD). Sin embargo, este aparente estancamiento esconde el dinamismo subyacente en el mercado, debido a la fuerte depreciación de muchas de las monedas de EE en ese período y a que los datos se recogen en dólares estadounidenses. Si se midiera en monedas locales, en realidad el mercado se habría expandido un 25%, aunque con diferencias sustanciales entre monedas. (Upper y Valli, 2016)

⁸ Se refiere a transacciones de carácter internacional que se realizan en los mercados domésticos.

⁹ De todos modos, no hay que olvidar que no se comparan con los de las EA, pues representan solo el 10% de las transacciones globales. (Upper and Valli, 2016)

El crecimiento en la negociación de los derivados relacionados con estos riesgos en monedas domésticas se explica fundamentalmente por el auge de las inversiones en dichas economías, tanto en acciones como en bonos en moneda local, e incluso en sus monedas con fines especulativos, como respuesta al largo período de tasas de interés extremadamente bajas en las EA. Pero sobre todo, durante los últimos años, los agudos movimientos en las tasas de cambio han incentivado aún más la actividad con derivados sobre divisas relacionados con estas monedas.

El tamaño y la profundidad de los mercados de derivados sobre tasas de cambio y de interés varían considerablemente entre las diferentes monedas. El mayor y más rápido crecimiento se observó en los contratos denominados en renminbi (RMB). Las transacciones denominadas en yuanes crecieron en 50% entre 2013 y 2016¹⁰, alcanzando los 150 mil millones de dólares diarios en abril de ese último año. Esto llevó a que la moneda china se situara como la octava más negociada en el mercado global de derivados en 2016, superando al real brasileño (\$108 mil millones diarios), el won coreano (\$83 mil millones) y el peso mexicano (\$81 mil millones). El rápido crecimiento del mercado del RMB se debió en gran parte a una más amplia internacionalización de esta moneda. (Upper y Valli, 2016)

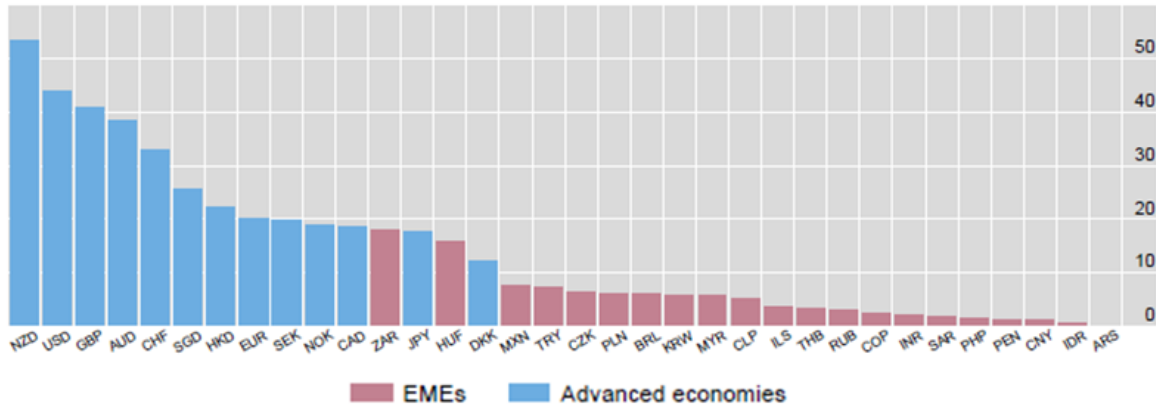
Otras monedas con una actividad significativa en los mercados de divisas en general, y de derivados relacionados con ellas en particular, son la lira turca, la rupia india y el rand sudafricano, con más de \$ 50 mil millones en transacciones diarias cada una.

Aunque tales cifras pudieran parecer cuantiosas, en realidad son relativamente modestas si se comparan con el PIB y el comercio. Aún para las EE relativamente más desarrolladas y con mercados de derivados más profundos, son sustancialmente menores que las de EA.

Si se comparan las proporciones de transacciones en monedas domésticas respecto al PIB, las correspondientes a las monedas emergentes son sustancialmente menores que las de países desarrollados. (Ver Gráfico 4) En el caso de las EE medianas, por ejemplo, la proporción es de 5%, bastante más baja que en las EA medianas donde es de cerca de 20%. Aún en las EA que no son centros financieros ni emiten monedas de reserva, como Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Noruega y Suecia, tienen tasas superiores a cualquier EE. (Upper and Valli, 2016)

¹⁰ Si se midiera en moneda local se habría expandido en 55%.

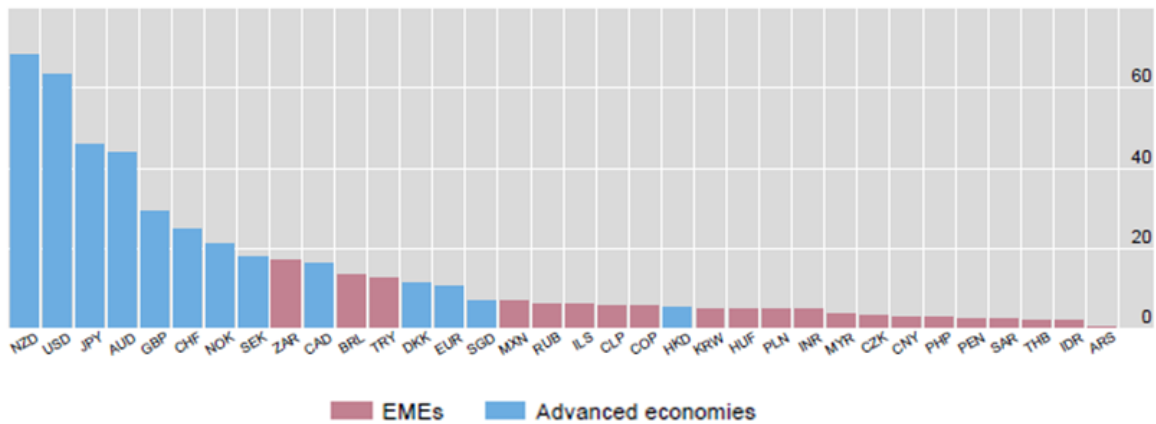
Gráfico 4
Valor total de transacciones OTC en monedas domésticas / PIB
(promedios diarios en abril 2016, %)



Fuente: (Upper y Valli, 2016)

Algo similar ocurre cuando se compara el valor de los contratos de divisas¹¹ respecto al comercio exterior (exportaciones más importaciones). (Ver Gráfico 5)

Gráfico 5
Valor de las transacciones OTC de derivados sobre divisas en monedas domésticas / Comercio
(promedios diarios en abril 2016, %)



* Exportaciones + Importaciones
Fuente: (Upper y Valli, 2016)

Es significativo que una parte creciente de la negociación de derivados denominados en monedas de EE, está teniendo lugar en los mercados domésticos, además de que en ellos también están aumentando las operaciones de carácter transfronterizo. No obstante, salvo algunas excepciones, los derivados sobre divisas y tasas de interés en monedas domésticas son más negociados en

¹¹ Se toman solo las transacciones de derivados sobre divisas para comparar con el comercio pues es improbable que se negocien contratos sobre tasas de interés relacionados con esa actividad.

mercados externos, principalmente en los principales centros financieros globales como Nueva York, Londres, Hong Kong y Singapur.

La principal razón es que muy pocas EE tienen mercados internos que se acerquen en términos de actividad a los de países más desarrollados. Solo la actividad doméstica en reales brasileños, rublo ruso y won coreano superan la externa, aunque la rupia india, el nuevo shekel israelí y el rand sudafricano están cerca.

La negociación en mercados externos tiende a tener lugar dentro de la misma región. Por ejemplo, las monedas latinoamericanas son más negociadas en Nueva York, las de Europa central y oriental en Londres y las asiáticas en Hong Kong y Singapur.

Otra característica de estas operaciones es que la actividad se concentra en transacciones que tienen de un lado la moneda doméstica y en el otro al dólar. La proporción de este tipo de contratos dentro del total va en ascenso. En contraste, en EA los contratos que involucran a sus monedas domésticas representan menos del 50% de las posiciones notariales abiertas de derivados sobre tasas de interés, y menos del 30% de los de divisas. (BIS, 2016^a)

En síntesis, como resultado del incremento de la actividad con derivados relacionados con tasas de cambio y de interés en monedas de EE, tanto en los mercados domésticos de estos países como en mercados externos, dichas monedas han ido aumentando su participación en las transacciones globales de estos instrumentos, aunque la mayor parte continúan estando denominadas en las monedas más fuertes.

Conclusiones

- ✓ La negociación de derivados de EE se ha ampliado en los últimos años, destacándose el incremento de la actividad en sus mercados y monedas domésticos.
- ✓ La actividad con derivados de EE se está volviendo más global pues se ha ampliado la participación de estos países en los mercados internacionales y han aumentado las transacciones transfronterizas en sus mercados domésticos.
- ✓ Los mercados de derivados de EE son más pequeños (en relación con el PIB y el comercio) y están menos desarrollados (se limitan a un pequeño

número de instrumentos y las operaciones son menos complejas) que en las EA.

- ✓ La mayor parte de las transacciones ocurre en mercados OTC, con valores negociados que superan de manera significativa a las bolsas.
- ✓ Una parte importante de las negociaciones tiene lugar en mercados externos.
- ✓ En el relativo atraso de los mercados de derivados de EE influyen múltiples factores, pero se destacan especialmente su bajo desarrollo financiero, la menor integración a la economía global y los menores niveles de ingreso.

Referencias Bibliográficas

- BIS (Bank for International Settlements), BIS (2016^a). Statistical release. OTC derivatives statistics at end-June 2016, November, Basilea, en <http://www.bis.org>
- _____ (2016^b). Quarterly Review, December, Basilea, en <http://www.bis.org>
- _____ (2013). Quarterly Review, December, Basilea, en <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>
- Debravko, M. y Packer, F (2010). Derivatives in emerging markets, BIS Quarterly Review, December, Basilea, en <http://www.bis.org>
- Upper, C. and Valli, M. (2016). Emerging derivatives markets?, BIS Quarterly Review, December, en <http://www.bis.org>