

## EL MERCADO DE DERIVADOS: DESEMPEÑO EN 2012-2013

### Derivatives Market: Performance in 2012-2013

Dra. Elda Molina Díaz<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup> Centro de Investigaciones de Economía Internacional

.....  
\* Autor para correspondencia:

[molina@rect.uh.cu](mailto:molina@rect.uh.cu)

Recibido: Febrero, 2014

Aceptado: Marzo, 2014

#### Resumen:

La crisis financiera de 2007-2008 tuvo un impacto muy significativo sobre el mercado de derivados, no sólo por lo que significó para su posterior dinámica sino también en términos de regulación. A cinco años de este evento, no puede decirse que el mercado se haya recuperado, por lo menos en cuanto a volúmenes negociados y ritmos de crecimiento. También se observa una tendencia al cambio en su estructura institucional, geográfica y por monedas, así como intentos de las autoridades por regular el mercado con vistas a reducir los riesgos que genera.

**Palabras clave:** mercados financieros, derivados, instituciones financieras

---

#### Abstract

The 2007-2008 financial crisis had a significant impact on derivatives markets, not only for its implications in their further dynamics but also in terms of regulation. Five years later, it can't be said the market has recovered, at least in terms of negotiation volumes or pace of growth. A trend towards changes in its institutional, geographical and currency structure has also become apparent, as well as authorities' attempt at regulating the market in order to reduce the risks it generates.

**Keywords:** financial markets, derivatives, financial institutions

### **INTRODUCCIÓN:**

En la edición del 2010 de la Compilación De la Economía Internacional, publicación del CIEI que antecede a esta Revista, se presentó un recuento del comportamiento del mercado de derivados durante la década de los 2000 hasta el 2008, año en el que la crisis financiera que comenzó en 2007 impactó severamente este segmento del mercado financiero (Molina, 2010). Luego, en el primer número del 2012 de dicha compilación, se continuó el análisis de la evolución de este mercado posterior a la crisis hasta el año 2011. En él se concluía que a tres años de haberse desatado la misma, los derivados presentaban una alta inestabilidad y seguían sin mostrar signos claros de recuperación. (Molina, 2012)

En el presente artículo se muestra cuál ha sido el desempeño de este segmento del mercado financiero desde el 2011 hasta el primer semestre del 2013, con el objetivo de, además de dar seguimiento a su evolución, tratar de dilucidar tendencias y transformaciones que han ocurrido después de la crisis.

### **EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE DERIVADOS**

A finales de 2009 parecía que el mercado de derivados había superado el impacto inicial de la crisis, pero su comportamiento en los años siguientes fue muy inestable, con constantes caídas y recuperaciones débiles. Este desempeño se explicaba, entre otras causas, por dos razones fundamentales contradictorias.

En primer lugar, el incremento de la volatilidad de las tasas de interés, las tasas de cambio y los precios de los commodities y de los títulos en las bolsas de valores, fundamentalmente como consecuencia de la propia crisis, acrecentaba la incertidumbre y los riesgos, y con ellos la necesidad de los agentes de cubrirse, pero a la vez, la volatilidad de los subyacentes imprimía inestabilidad en los mercados. En segundo lugar, el ligero crecimiento de las economías comenzó a estimular de nuevo a los inversionistas y otros clientes a usarlos tanto para coberturas como para inversiones, pero el hecho de que la recuperación fue débil y que además en Europa se presentaron nuevos problemas, unido al “recuerdo” muy reciente de la crisis, hizo que los agentes se mostraran tímidos ante los riesgos.

Este comportamiento fue similar en los mercados bursátiles y en los fuera de bolsas (OTC)<sup>1</sup>. La tendencia, así como sus causas, de manera general se mantiene en los dos años que se examinan ahora, y se aprecia tanto al analizar valores “nacionales”

---

<sup>1</sup> Over the Counter Markets, como se conoce en inglés.

de las posiciones abiertas<sup>2</sup> al culminar las fechas de referencia, los valores brutos de mercado (VBM)<sup>3</sup>, como los valores promedios diarios negociados<sup>4</sup>.

### **Mercado bursátil**

En las bolsas se mantuvo la inestabilidad en 2012 y 2013, como se puede observar en la Tabla 1. La conducta errática se dio tanto en futuros como en opciones, aunque las opciones parecen mostrar una mejor recuperación, posiblemente debido a que son instrumentos más flexibles y, por tanto, permiten adaptarse mejor a los cambios del mercado y aprovechar sus movimientos favorables. No obstante, de manera general y tomando en cuenta los valores nominales, el mercado creció en 8.6% entre diciembre de 2011 y septiembre de 2013. Los riesgos que más se negocian con ambos instrumentos continúan siendo los de tasas de interés.

Tomando en cuenta los montos que como promedio se comercian diariamente en estos mercados, puede decirse que la actividad con derivados en las bolsas declinó de 2011 a 2012 y la tendencia inestable y a la baja se mantuvo en los tres primeros trimestres del 2013.

Sin embargo, llama la atención sus altas cifras, y en este sentido vale aclarar que la diferencia que se aprecia entre estos valores y los de los montos nominales de los contratos abiertos al finalizar el período de referencia, se debe (además de porque este indicador contempla también los precios de los contratos), fundamentalmente a que los futuros y opciones que se negocian en bolsas tienen una madurez de corto plazo, por lo que muchos contratos se cierran antes de finalizar el período que se está contabilizando. La madurez de estos instrumentos es menor que la de contratos similares que se comercializan en mercados OTC, por lo que en ese sentido, la actividad diaria de las bolsas es también mayor comparándola con los mercados fuera de bolsas.

**Tabla 1**

#### **Contratos de derivados comercializados en bolsas**

---

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Suma de los valores absolutos de todos los contratos abiertos evaluados al precio de mercado de los derivados, prevaleciente en la fecha de reporte. Representa el costo de los contratos si estos tuvieran que ser reemplazados en ese momento al precio de mercado del momento.

<sup>4</sup> Indica el volumen de ventas promedio diarias por lo que provee una medida de la actividad del mercado y un aproximado de su liquidez. Toma en cuenta valores nominales y precios de los contratos.

(miles de millones de USD)

**1.1 Montos notacionales de los contratos abiertos**

	Dic 2011	Dic 2012	Jun 2013
<b>TOTAL</b>	<b>57 989.7</b>	<b>54 076.9</b>	<b>68 151.1</b>
<b>FUTUROS</b>	<b>22 924.1</b>	<b>24 121.3</b>	<b>25 195.5</b>
Tasas de Interés	21 718.9	22 641.3	23 804.4
Divisas	221.2	230.7	224.7
Índices de Acciones	984.0	1 249.4	1 166.4
<b>OPCIONES</b>	<b>35 065.7</b>	<b>29 955.6</b>	<b>42 956.0</b>
Tasas de Interés	31 065.7	25 909.7	38 373.5
Divisas	87.2	105.3	116.1
Índices de Acciones	3 398.9	3 940.6	4 466.4

**1.2 Promedio diario de montos negociados**

	2011	2012	I Trim 2013	II Trim 2013	III Trim 2013
<b>TOTAL</b>	<b>2 519 504.0</b>	<b>1 568 555.4</b>	<b>470 355.1</b>	<b>521 216.4</b>	<b>445 506.6</b>
<b>FUTUROS</b>	<b>1 524 140.6</b>	<b>1 159 865.9</b>	<b>352 097.0</b>	<b>395 405.3</b>	<b>338 840.7</b>
Tasas de Interés	1 359 130.6	1 026 135.4	312 537.9	350 564.8	300 647.5
Divisas	37 627.6	31 916.2	8 950.3	9 717.1	7 293.2
Ind. de Acciones	127 382.4	101 814.3	30 608.9	35 123.3	30 900.0
<b>OPCIONES</b>	<b>635 363.4</b>	<b>408 689.5</b>	<b>118 258.1</b>	<b>125 811.1</b>	<b>106 665.9</b>
Tasas de Interés	466 281.3	308 603.3	93 477.2	98 730.8	83 255.6
Divisas	2 525.1	2 382.7	972.9	946.6	682.1
Ind. de Acciones	166 556.9	97 703.6	23 808.0	26 133.7	22 728.3

Fuente: BIS, 2013a. Tabla 23A, pp.A146

Otro rasgo que se mantiene es la concentración geográfica de la comercialización de derivados en bolsas. Los centros financieros más importantes continúan siendo Londres, Nueva York, París, Tokio y Frankfurt. No obstante, por regiones, en Norteamérica se negocia casi la mitad de todos los derivados según los montos

nominales de los contratos<sup>5</sup> (BIS, 2013a), lo que denota la gran actividad de los mercados estadounidenses.

### **Mercados OTC**

El mercado OTC mantuvo también la anterior tendencia al crecimiento débil e inestable en el período que se analiza (Ver Tabla 2). Entre junio de 2011 y junio de 2013 el mercado se redujo en 2% tomando como referencia los montos nominales de los contratos abiertos en la fecha del reporte. Aunque de junio de 2012 a junio de 2013 experimentó una recuperación, los montos no rebasan los de 2011. El crecimiento estuvo determinado fundamentalmente por el comportamiento de los derivados de tasas de interés y en segundo lugar por los de divisas, que crecieron aproximadamente en 14% y 10% respectivamente durante ese período.

El mercado total medido según el VBM se comporta a la inversa indicando también inestabilidad. De junio de 2011 a esa misma fecha de 2013 el VBM creció en cerca de un 3% lo que indica que, de manera general, a pesar de que los valores de activos subyacentes sobre los que se elaboraron contratos de derivados se redujo, el precio de esos contratos (y también pudiera ser el número de contratos firmados) aumentó, lo que indica un crecimiento de la percepción de riesgo, mientras que en el último año (de 2012 a 2013) sucedió lo contrario.

El desenvolvimiento más detallado de este mercado se explicará posteriormente, cuando se analicen los distintos segmentos que lo conforman.

**Tabla 2**

#### **Contratos de derivados comercializados fuera de bolsas**

(miles de millones de USD)

##### **2.1 Montos nominales de los contratos abiertos**

	Jun 2011	Jun 2012	Jun 2013
<b>TOTAL</b>	<b>706 884</b>	<b>639 396</b>	<b>692 908</b>
Contratos de Tasas de Interés	553 240	494 427	561 299
Contratos de Divisas	64 698	66 672	73 121
Contratos sobre Acciones	6 841	6 313	6 821
Contratos sobre Mercancías	3 197	2 994	2 458
Derivados Crediticios*	32 409	26 931	24 349

<sup>5</sup> Según cálculos sobre cifras de la Tabla 23A, pp. A146 (BIS, 2013a)

Otros derivados**	46 498	42 059	24 860
-------------------	--------	--------	--------

## 2.2 Valor Bruto de mercado

	Jun 2011	Jun 2012	Jun 2013
<b>TOTAL</b>	<b>19 518</b>	<b>25 417</b>	<b>20 158</b>
Contratos de Tasas de Interés	13 244	19 113	15 155
Contratos de Divisas	2 336	2 240	2 424
Contratos sobre Acciones	708	645	693
Contratos sobre Mercancías	471	390	386
Derivados Crediticios*	1 345	1 187	725
Otros derivados**	1 414	1 842	775

Se refiere a CDS (credit default swaps), que constituyen el instrumento más importante del mercado de derivados crediticios.

\*\* En otros derivados se incluyen los contratos de divisas, tasas de interés, de acciones y mercancías, de otras instituciones que no reportan regularmente al BIS.

Fuente: BIS, 2013a. Tabla 19, pp. A141

Conocer el valor nocional y el VBM, además de proveer medidas de los mercados, permite tener una idea del apalancamiento que proporcionan los derivados. Este se calcula dividiendo el primero entre el segundo. De esta manera, se observa que el apalancamiento ha disminuido en el período que se analiza al pasar de 36% en junio de 2011 a 34% en junio de 2013. Eso significa que cada dólar pagado (o recibido) en la adquisición (o venta) de una posición de derivado, representaba en esa fecha, en promedio, un valor de activo subyacente de 36 y 34 dólares respectivamente.

El desenvolvimiento más detallado del mercado OTC se explicará posteriormente, cuando se analicen los distintos segmentos que lo conforman.

De manera general, lo más significativo acontecido en los últimos años son las propuestas de regulación dirigidas a reducir los riesgos asociados a ellos. Se conoce que este es un mercado muy poco regulado por lo que ha sido objeto de fuertes críticas, pero a partir de la crisis ha habido consenso acerca de la necesidad de actuar al respecto. Aunque aún muchas de las medidas están en fase de implementación y otras en negociación, sobre todo por dificultades técnicas y conflictos de intereses, se observa una intención definida hacia la supervisión y el control de estos instrumentos.

Revista Cubana de Economía Internacional

En síntesis, las reglas van dirigidas a garantizar la transparencia (requerimientos de información, por ejemplo, de reportes obligatorios) y la solidez del mercado (requisitos de capital, márgenes, colaterales, estándares de conducta en negocios, requerimientos para administración de riesgos), así como a desestimular el uso de los derivados con fines especulativos, entre otras. También se proponen acciones regulatorias que no se dirigen directamente a los mercados de derivados pero sí los afecta. Por ejemplo, la separación de las operaciones de la banca de inversión de la banca comercial.

La necesidad de reformar el mercado OTC había sido discutida por los líderes del G20 desde 2009, en la Cumbre de Pittsburgh. A partir de ahí comenzó un proceso de elaboración de propuestas, normas y leyes, que en la actualidad tiene diferente grado de desarrollo en los distintos países, pero de manera general en todos se dirige a alcanzar los anteriores objetivos.

Uno de los más avanzados es Estados Unidos. En agosto de 2010 la Comisión para la Comercialización de Commodities y Futuros (CFTC por sus siglas en inglés) anunció un conjunto de reglas que se recogen bajo la Ley conocida como *Dodd-Frank Act*<sup>6</sup> (CFTC, 2010), aún en fase de implementación.

Esta Ley va dirigida a regular 38 áreas relativas a las finanzas, con un peso fundamental en los derivados OTC. Entre febrero de 2012 y diciembre de 2013, el esfuerzo combinado de la SEC<sup>7</sup> y la CFTC produjo alrededor de 70 reglas finales para su implementación (CFTC, 2012), aunque ha habido demoras en su adopción por oposición a su puesta en práctica y el surgimiento de litigios.

Europa y otros países como Canadá, Hong Kong, Japón y Singapur también han concluido regulaciones para la actividad con derivados similares a las recogidas en la ley estadounidense. En Europa, la Comisión Europea publicó en septiembre de 2010 la propuesta final del Parlamento y el Consejo para la regulación del mercado de derivados OTC conocida como “Regulaciones para la Infraestructura del Mercado Europeo” (EMIR según sus siglas en inglés), que entró en vigor en agosto de 2012. (FSA, 2012)

Asimismo, se trabaja en una concepción global de las regulaciones. En diciembre de 2012, la SEC y los reguladores de los países antes mencionados más los de Australia y Brasil, publicaron una declaración conjunta en la que definían principios básicos para promover internacionalmente estándares mínimos con el objetivo de homologar las

---

<sup>6</sup> La ley se conoce por el nombre de sus creadores, pero oficialmente es la “Ley Dodd-Frank de Reforma en Wall Street y Protección del Consumidor”.

<sup>7</sup> Securities Exchange Commission: Entidad que regula los mercados de valores en Estados Unidos.

reglas y reducir la incertidumbre regulatoria, o sea, proveer claridad a los participantes del mercado sobre leyes y regulaciones.

No obstante, a pesar de las intenciones, hasta el momento el cambio más importante en vigor es que, en los dos últimos años, han crecido las negociaciones que se realizan a través de cámaras de compensación (CC) centrales. Las nuevas reglas exigen que todos los contratos del mercado de derivados OTC que puedan ser estandarizados deben ser negociados en plataformas electrónicas y a través de estas cámaras, y los no estandarizados estarán sujetos a altos requerimientos de capitales.

El mecanismo de las CC venía siendo usado, sobre todo después de la crisis, para comerciar derivados crediticios y recientemente se ha ido extendiendo a otros derivados. Consiste en que una institución legal independiente actúa como “contraparte central”, una especie de cámara de compensación similar a la de las bolsas, que se interpone entre el comprador y el vendedor de contratos, de manera que se conforma una red multilateral que facilita la reducción de los riesgos de cada contraparte al concentrar las posiciones de compra y venta de derivados, además de aumentar la transparencia ya que facilita la disponibilidad de información sobre la actividad del mercado y la exposición a riesgos.

### **EL MERCADO OTC POR RIESGOS E INSTRUMENTOS**

#### **Derivados sobre tasas de interés**

El mercado de derivados sobre tasas de interés es el de mayor dimensión entre todos los mercados de derivados OTC, representando el 84% del total según los valores nominales. Fue el que menos sufrió los efectos de la crisis, el que más rápido se recuperó, y el que más ha crecido después de la crisis. Negocia contratos por unos \$2,3 billones diarios como promedio (BIS, 2013c), no obstante, se ha expandido a una tasa más moderada en los últimos años y el VBM de los contratos se redujo de 2012 a 2013.

El tamaño y crecimiento de los valores nominales de los contratos se explica por ser un mercado que satisface a un amplio número de clientes y está estrechamente relacionado con el crédito, el cual, de manera general, se ha recuperado luego de la abrupta caída tras la crisis, aunque de manera débil e inestable.

Los swaps continúan siendo los instrumentos más negociados, seguidos de los forwards y las opciones. Los montos nominales de los contratos de swaps fueron el 76% dentro del total de instrumentos de tasas de interés en junio de 2013<sup>8</sup>. Sin embargo, en cuanto a los montos que se negocian diariamente como promedio, hubo una reducción en el último año que se analiza y a pesar de que representan el 60%

---

<sup>8</sup> Cálculos sobre cifras de la Tabla 2.



respecto al total, esta participación decreció comparada con los niveles de antes de la crisis. (Gyntelberg y Upper, 2013)

El relativamente menor uso de los swaps, al ser el principal instrumento usado para negociar tasas de interés, explica el moderado crecimiento del mercado para este tipo de riesgo en su conjunto. En primer lugar, los swaps de tasas de interés se usan básicamente sobre obligaciones, y en los últimos años las emisiones de bonos han crecido moderadamente. En segundo lugar, el comportamiento de este segmento también se relaciona con los plazos y rendimientos de los bonos, y en ese sentido, las empresas no financieras han tenido un mayor acceso a bonos de largo plazo y tasas fijas, que de hecho han estado bajas, por lo que han tenido menos necesidad de recurrir a swaps.

Estos instrumentos también son muy usados por inversionistas para manejar la exposición a riesgo de tasas de interés de sus carteras. Sin embargo, los contratos negociados no dependen mecánicamente del tamaño de estas, sino de las expectativas sobre las tasas de interés, por lo que aunque creció la inversión en bonos, tampoco hubo un estímulo importante para la utilización de swaps.

Otra parte de la explicación del moderado uso de swaps (y de hecho la reducción en el VBM del último año) puede ser el incremento de la regulación, que hace énfasis, hasta el momento, en lo que respecta a su negociación a través de CC. De todos modos, a pesar de que se ha ido incrementando gradualmente el uso de este mecanismo, todavía sólo el 35% de los swaps y el 57% de los FRAs son centralmente compensados. (Gyntelberg y Upper, 2013)

Los forwards y las opciones, por otra parte, se usan preferiblemente para proteger contra riesgos de corto plazo, por tanto, la percepción de que se mantendrían los créditos de esta madurez y a tasas de interés bajas y estables de los últimos años redujeron también la necesidad de su uso.

También está ocurriendo un cambio paulatino en la estructura del mercado según los participantes. Se aprecia una reducción significativa del papel de los intermediarios tradicionales (dealers), sobre todo en las negociaciones entre ellos, aunque continúan siendo contrapartes importantes para otros participantes del mercado<sup>9</sup>. No obstante, el grueso de la comercialización ocurre, y va en aumento, a través de otras instituciones financieras como bancos menores, inversionistas institucionales (fondos mutuos, fondos de pensión, hedge funds), empresas con alta rotación comercial, entre otras. Los clientes no financieros (corporaciones no financieras y gobiernos) continúan jugando un papel relativamente menor en este mercado. (BIS, 2013b)

---

<sup>9</sup> Se refiere a los dealers que regularmente reportan al BIS, pero existen otros que operan en mercados emergentes que no reportan a ese organismo y por tanto se desconoce con exactitud su actividad.

Los analistas están atribuyendo este fenómeno a los cambios regulatorios operados en los mercados de derivados y a la forma en que los intermediarios están manejando los riesgos en las posiciones de sus clientes, pero no está del todo claro cuánto en realidad inciden, pues no se ha podido constatar estadísticamente que parte le corresponde a cada fenómeno.

Respecto a esta tendencia, pudiera pensarse que la ampliación del espectro de agentes que llevan a cabo las transacciones puede contribuir a diversificar el riesgo y a reducir los costos por el aumento de la competencia. Sin embargo, debe tomarse en consideración que muchas de las nuevas propuestas de regulaciones van dirigidas a la actividad de los inversionistas institucionales.

La negociación de derivados sobre tasas de interés, y también sobre divisas, continúa estando altamente concentrada en las principales monedas y centros financieros, aunque se comienzan a observar algunos cambios en los últimos años. El comportamiento de las principales monedas difiere en uno y otro segmento del mercado.

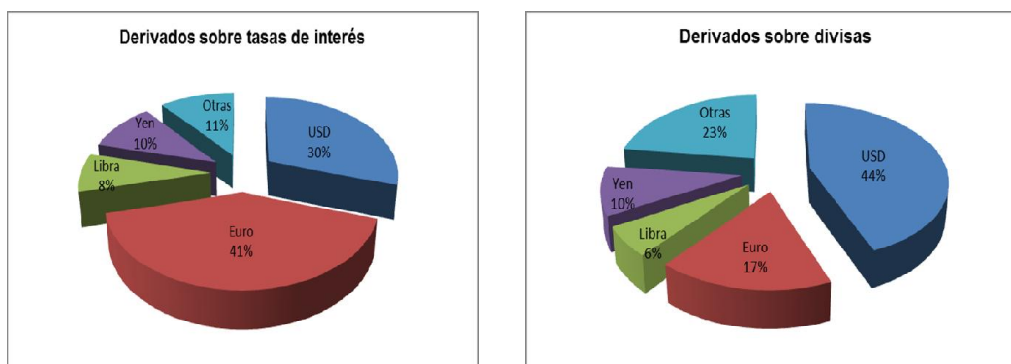
En los derivados sobre tasas de interés, casi la mitad de las transacciones se hacen en euros (Ver Gráfico 1), moneda que además aumentó su participación en el total de operaciones, lo que denota, entre otros aspectos, la percepción de riesgo de los inversionistas acerca de las tasas de interés en un contexto en el que no se ha salido de la crisis de deuda.

El dólar y el yen se mantuvieron en segundo y tercer lugar respectivamente, pero han ido disminuyendo su participación relativa en el total de transacciones a medida que han crecido los contratos denominados en monedas de otras economías avanzadas (como la australiana y la suiza) y los denominados en monedas de mercados emergentes.

**Gráfico 1**

**Derivados OTC por monedas**

(Participación en el total de montos nominales vigentes a fines de Junio 2013)



Revista Cubana de Economía Internacional

RNPS: - . ISSN: - N.º 1. 2014

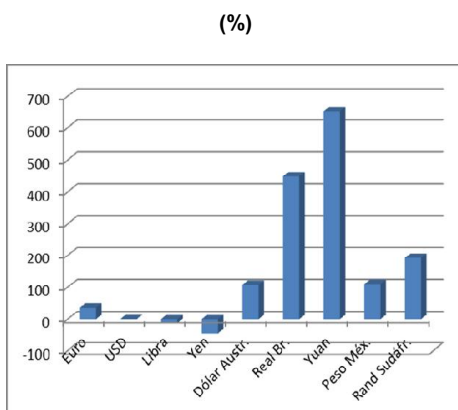
Fuente: (BIS, 2013a). Cálculos sobre cifras de Tablas 20B y 21B, pp.A142 y A143

Lo anterior se aprecia aún más cuando se observan los montos que se negocian diariamente. En ese sentido, han crecido a un mayor ritmo los contratos denominados en renminbi (yuan) de China, real de Brasil y rand de Sudáfrica (Ver Gráfico 2). De todos modos, todavía la negociación de contratos en estas monedas emergentes se encuentra en niveles muy bajos, por lo que están lejos de alcanzar a las tres principales divisas. (Gyntelberg y Upper, 2013)

**Gráfico 2**

**Derivados OTC sobre tasas de interés por monedas**

(Crecimiento de los promedios diarios negociados de 2010 a 2013)



Fuente: (Gyntelberg y Upper, 2013) Elaborado sobre datos de la Tabla 1, pp.72

En cuanto a la distribución geográfica, casi el 50% del total de transacciones diarias promedio se negocia a través de instituciones localizadas en el Reino Unido y otro 23% en Estados Unidos. No obstante, se han observado cambios asociados al comportamiento por monedas. Así, han aumentado las transacciones en las plazas donde se negocia el euro y en mercados emergentes, y disminuyeron en las otras. (Gyntelberg y Upper, 2013)

Otra particularidad es que los contratos de la mayoría de las monedas se negocian más fuera que dentro de los países que las emiten, reflejando el carácter global del mercado. Particularmente en el caso de los mercados emergentes esto obedece a que como son menos desarrollados, las grandes empresas, sobre todo las que operan en el exterior, prefieren negociar los contratos en mercados más importantes. Por ejemplo, el grueso de las transacciones transfronterizas de derivados de tasas de interés denominados en reales brasileños se negocia en Reino Unido, y la mayor parte de las de pesos mexicanos en Estados Unidos.

Las monedas menos internacionalizadas de las economías avanzadas son la libra y el euro, precisamente las correspondientes a los principales centros financieros. Otras también más negociadas en sus propios países que en el exterior son el RMB (el 81% de las transacciones que se hacen en esa moneda), el yen (72%) y la corona danesa (70%) (BIS, 2013c), en los últimos casos debido fundamentalmente a su escaso uso internacional.

### **Derivados sobre Tasas de Cambio**

El mercado de derivados sobre divisas (como también se le conoce), es el segundo en importancia en cuanto a montos nominales negociados y VBM, aunque sólo representa alrededor del 11% del mercado total de derivados OTC, según el primer indicador. Sufrió los efectos de la crisis de manera moderada. Fue el que más creció de 2011 a 2013 y el único que incrementó su participación relativa en el total de instrumentos negociados en mercados OTC en ese lapso, aunque de manera leve<sup>10</sup>.

En su crecimiento incidieron varios factores. En primer lugar, la expansión del mercado de divisas debido a que como los rendimientos por tasas de interés en las economías avanzadas permanecieron en niveles bajos, los inversionistas comenzaron a diversificar su actividad hacia activos más riesgosos como las acciones internacionales o los bonos en moneda local de mercados emergentes, por lo que demandaron más divisas, y de esa manera, creció el estímulo para el uso de derivados sobre tasas de cambio. (Rime y Schrimpf, 2013)

También podría apuntarse que la negociación de divisas se ha vuelto más financiera, es decir, su dinamismo se relaciona más con las finanzas que con la economía real, y en ese sentido, una parte de esa utilización financiera ocurre a través de derivados.

Otro elemento es que en los últimos años se ha producido un incremento en la negociación de derivados en mercados emergentes, y precisamente el segmento más dinámico en ellos fue el de divisas.

En cuanto a la estructura del mercado por instrumentos, los swaps de tasas de cambio se mantienen siendo los más negociados.<sup>11</sup> (Rime y Schrimpf, 2013)

Por monedas, el dólar estadounidense prevalece como la divisa más importante (Ver Gráfico 1), lo cual es consecuente con el hecho de que esta es la moneda más usada

---

<sup>10</sup> Cálculos sobre cifras de la Tabla 2.

<sup>11</sup> Se refiere a los denominados “forex swaps”, contratos a través de los cuales se acuerda el intercambio de 2 monedas (sólo el principal) en una fecha específica, a una tasa de cambio acordada en el momento de la firma del contrato, y el intercambio a la inversa de las mismas en el futuro a una tasa determinada, generalmente diferente de la primera. Se diferencian de los denominados “currency swaps” pues en estos contemplan el intercambio del principal y los pagos de intereses durante determinado período.

en el comercio y las finanzas, de ahí que el 88% de los montos nominales de contratos de tasas de cambio lo involucran en una de las partes. De 2011 a 2013 aumentaron los montos de los contratos que negocian USD en 19%, así como su participación en el total de derivados sobre divisas negociados, de 23% a 24%. (BIS, 2013b)

El Euro se mantuvo como la segunda divisa más utilizada y el yen como la tercera, aunque el valor de mercado promedio de los contratos en los que las mismas constituyen una de las partes se redujo. (BIS, 2013b)

### Derivados relacionados con Acciones

Los mercados de valores fueron particularmente afectados por la crisis y han continuado siendo muy sensibles, lo que se ha traducido en una particular inestabilidad de los mercados de derivados relacionados con acciones. En junio de 2013 se mantuvo más o menos al mismo nivel de 2 años atrás, pero eso fue después de haberse contraído casi 8% de junio de 2011 a junio de 2012 y crecer aproximadamente a esa misma tasa un año más tarde. Los instrumentos que más se negocian sobre acciones son las opciones.<sup>12</sup>

Las acciones sobre las que más se negocian derivados son las europeas (43% del total de derivados sobre acciones), aunque los montos nominales de los contratos se redujeron de junio de 2011 a 2013 (Ver Tabla 3). Crecieron los negociados sobre acciones norteamericanas, pero lo que más llama la atención de este segmento de mercado es el comportamiento de los contratos sobre acciones latinoamericanas, que aunque representan solo el 2% del mercado, crecieron en el período en casi 69%.

**Tabla 3**

#### Derivados OTC relacionados con acciones

(Montos nominales de contratos abiertos en miles de millones de USD)

	Jun 2011	Jun 2013
<b>Total</b>	<b>6 841</b>	<b>6 821</b>
Acciones estadounidenses	1 739	2 082
Acciones europeas	3 414	2 946
Acciones japonesas	712	710
Acciones de otros asiáticos	346	339
Acciones latinoamericanas	77	130
Otras	554	615

<sup>12</sup> Cálculos sobre cifras de la Tabla 2.

Fuente: BIS, 2013a. Tabla 22B, pp.A145

En el comportamiento de los derivados sobre acciones de empresas latinoamericanas incidió el buen desenvolvimiento mostrado por las mismas, que estuvo 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 importantes productoras y comercializadoras de esos productos.

### **Derivados sobre Mercancías**

Los derivados sobre mercancías, que habían crecido de manera considerable antes de la crisis debido al aumento de los precios de los productos básicos a nivel internacional, pero sobre todo por el incremento de su uso con fines especulativos, fue uno de los segmentos que más sufrió los efectos de ésta debido a la posterior contracción del comercio.

Este segmento del mercado de derivados se ha venido reduciendo desde entonces. Entre 2011 y 2013 lo hizo en 23%, período en el que hubo un comportamiento moderado de los precios internacionales de los alimentos y los combustibles<sup>13</sup>. Por ello su participación en el total, que ya era escasa, continuó descendiendo de 0.45% a 0.36%<sup>14</sup>.

### **Derivados Crediticios**

El segmento de los derivados crediticios, específicamente de CDS<sup>15</sup>, que fue el más dinámico antes de la crisis y el más dañado por ésta, ha venido sufriendo una significativa reducción desde entonces. Fue el que más decreció de 2011 a 2013 (en 25%) y continuó perdiendo peso dentro del total de instrumentos negociados (de 4.9% a 3.6%)<sup>16</sup>.

Esta reducción estuvo motivada por la conjunción de dos factores: se cerraron contratos que estaban abiertos y se abrieron menos contratos nuevos. La utilización

---

<sup>13</sup> Los derivados sobre productos básicos fueron los que más cayeron, en comparación con los que tienen como subyacente al oro y otros metales preciosos.

<sup>14</sup> Cálculos sobre cifras de la Tabla 2.

<sup>15</sup> En otras fuentes del propio BIS aparecen datos sobre otros derivados crediticios además de los CDS, pero no son representativos. Los CDS representan el 98% de este segmento del mercado, mientras las opciones el 1.4% y los forwards el 0.6%. (BIS, 2013b)

<sup>16</sup> Cálculos sobre cifras de la Tabla 2.

de CDS para proteger riesgos de créditos soberanos creció 10% en el primer semestre de 2013 comparado con diciembre de 2012, mientras que se redujo 21% para la protección de productos titularizados relativos a hipotecas y otros títulos relacionados con activos, lo que denota que aún perdura la experiencia de la crisis y la consecuente cautela. (BIS, 2013b)

El mercado se compone de dos tipos de contratos los *single-name* (nombre-único) y los *multi-name* (nombre-múltiple)<sup>17</sup>. Los primeros son los más negociados por ser más sencillos, pero precisamente fueron los que más cayeron, hecho que podría atribuirse a una tendencia a utilizar canastas para diversificar riesgos.

### **A modo de conclusiones...**

A continuación se resumen las principales tendencias y cambios que se perciben en el mercado de derivados después de la crisis.

Se mantiene la inestabilidad, tanto en bolsas como en mercados OTC, mostrada desde los primeros años posteriores a la crisis. El mercado OTC continúa siendo el de mayor tamaño, dada su flexibilidad y también por la imposibilidad de negociar todos los instrumentos en bolsas debido a sus requerimientos. Sin embargo, el mercado bursátil ha pasado a ser el más dinámico entre 2011 y 2013. Entre las razones de ese comportamiento pueden señalarse los efectos de la crisis que aún preocupan a los agentes y el incremento de la regulación en los mercados OTC que son usados en mayor medida por inversionistas más arriesgados. Las bolsas son mercados más regulados pero también más seguros y por tanto ofrecen menos incertidumbre a los clientes más rentables.

Por tipo de riesgos, los derivados sobre tasas de interés continúan siendo los más negociados tanto en bolsas como fuera de estas. Esto responde básicamente a que este mercado ofrece servicios a una muy amplia gama de operadores.

Antes de la crisis, los más dinámicos según su crecimiento fueron los CDS, pero el impacto de esta se hizo sentir con especial énfasis sobre ellos y sus consecuencias aún perduran, por lo que son los que más se han contraído.

Por monedas, existe una gran concentración de negocios con derivados en unas pocas divisas, las de las economías más avanzadas. De manera general el dólar continúa siendo la más importante. Sin embargo, ha disminuido el peso relativo de esas monedas en los contratos de derivados, a medida que se incrementa el uso de

---

<sup>17</sup> Single-name: Derivado crediticio donde la entidad de referencia es sólo una. Multi-name: La entidad de referencia es más de una, por ej. en el caso de una cartera de CDS. En ese caso el instrumento cubre la quiebra de determinada combinación de créditos que componen la cartera.

las de mercados emergentes en un contexto en el que se fortalece la regionalización financiera como respuesta a la crisis global.

Geográficamente, los mercados de derivados también continúan estando muy concentrados. Los centros financieros de los países desarrollados son los más importantes, pero los de mercados emergentes han crecido más rápido en los últimos años. Los derivados que más se negocian en ellos son los de divisas.

Aunque permanece bajo discusión el papel de los derivados en la propagación y amplificación de la crisis financiera, lo cierto es que las autoridades regulatorias globales están proponiendo e implementando una serie de medidas dirigidas a garantizar la transparencia, la capacidad de respuesta ante riesgos, a reducir el potencial de oportunidades de especulación, entre otras, con el fin de reducir los riesgos inherentes a estos instrumentos.

Se trata de una tarea muy compleja por las diferencias entre los mercados, legislaciones y regulaciones, el tiempo de implementación, y en última instancia, la reticencia de los participantes que obtienen grandes ganancias con estas operaciones.

Hasta el momento, el cambio más importante introducido es la comercialización a través de las cámaras de compensación, lo que facilita la regulación y supervisión del mercado.

Aún no está claro el impacto a largo plazo que pueda tener esa medida, pero se espera que tenga influencia, sobre todo en la liquidez del mercado. Se dice que las consecuencias son inciertas, pues por ejemplo, la existencia de una contraparte central reduce los riesgos, lo que puede estimular la participación en el mercado, pero a la vez, una mayor regulación puede desestimularla, no solo porque incrementa los costos, sino porque precisamente uno de los factores que explicaba el crecimiento espectacular de los derivados antes de la crisis era la flexibilidad de estos mercados y con ella las grandes oportunidades de ganancias que generaba. Algunos especialistas especulan que un posible efecto futuro puede ser el aumento del papel de las bolsas.

### **REFERENCIAS:**



1. BIS (Bank for International Settlements) (2013a). *Quarterly Review*, December 2013. En <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>, consultado el 20/01/2014
2. \_\_\_\_\_ (2013b). *Statistical release. OTC derivatives statistics at end-June 2013*. November 2013. En <http://www.bis.org>, consultado el 28/12/2013
3. \_\_\_\_\_ (2013c). *Triennial Central Bank Survey of interest rate derivatives turnover in April 2013. Preliminary results released by the BIS*, September 5<sup>th</sup>. En <http://www.bis.org/press/p130905a.htm>, consultado el 28/12/2013
4. CFTC (Commodities and Futures Trading Commission) (2010). *Dodd-Frank Act*, En <http://www.cftc.gov/lawregulation/doddfrankact/index.htm>, consultado el 23/01/2014
5. \_\_\_\_\_ (2012). *Dodd-Frank Final Rules, Guidance, Exemptive orders and other actions*, En <http://www.cftc.gov/LawRegulation/Dodd-FrankFinalRules/index.htm>, consultado el 23/01/2014
6. FSA (Financial Services Authority), (2012). *European Market Infrastructure Regulation*. En [http://ec.europa.eu/internal-market/financial\\_markets/derivatives/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal-market/financial_markets/derivatives/index_en.htm), consultado el 23/01/2014
7. Gyntelberg, J. y Upper, C. (2013). The OTC interest rate derivatives market in 2013. *BIS Quarterly Review. International banking and financial market developments*, December. En <http://www.bis.org>, consultado el 20/01/2014
8. Molina (2010). El mercado de derivados. Comportamiento en el contexto de la crisis. *De la economía Internacional*, No. 6, Compilación en soporte digital (CD) del Centro de Investigaciones de Economía Internacional (CIEI), ISBN 978-959-16-1375-2
9. \_\_\_\_\_ (2012). Los derivados financieros. Actualización. *De la Economía Internacional*, No.1, Compilación del CIEI, en <http://www.uh.cu/centros/ciei/index.html>
10. Rime, D. y Schrimpf, A. (2013). The anatomy of the global FX market through the lens of the 2013. *BIS Quarterly Review. International banking and financial market developments*, December. En <http://www.bis.org>, consultado el 20/01/2014