La liquidez en los mercados de bonos corporativos en situaciones de estrés de los mercados. Octubre 2019.

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por su acrónimo en inglés) ha publicado, en junio de 2019, el informe final que analiza la liquidez del mercado de bonos corporativos en situaciones de estrés de los mercados.
El informe se estructura en ocho capítulos.

En el primer capítulo se hace una introducción en la que se señala que un análisis de las situaciones de estrés en los mercados de bonos corporativos requiere profundizar en la estructura de la liquidez de dichos mercados y en el comportamiento de los participantes en ellos durante situaciones de estrés en los mercados.

Desde el principio, se reconoce que no existe una definición universal sobre situaciones de estrés. El estudio previo ha identificado estos episodios basándose en el nivel de estrés de los bonos individuales o en los acontecimientos que afectan al mercado de bonos en su conjunto.

En este contexto existen diversos estudios. Por ejemplo, Bessembinder et al (2018) definen que el estrés del mercado se produce en los días en que el volumen de operaciones entre clientes e intermediarios supera la media de seis meses de ese bono en más de dos desviaciones estándar, mientras que Bao et al (2018) definen que un mercado estresado para un bono se produce cuando la calificación crediticia de un bono es recalificado a la baja. Por otro lado, Di Maggio et al (2017) y Choi et al (2018) identifican el período en torno al colapso de Lehman Brothers como una época de crisis en el mercado. Del mismo modo, además de la quiebra de Lehman Brothers, estudios de la Autorité des Marchés Financiers francesa (AMF) de 2015 y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de 2017 identifican las crisis de la deuda europea de 2010 y 2012 como un reflejo de las condiciones de estrés de los mercados.

En este informe se adopta una definición inclusiva del estrés del mercado en su conjunto. Específicamente, se identifican las condiciones de estrés como situaciones en las que un cambio repentino y brusco de actitud hacia uno o más activos financieros entre los participantes en el mercado da lugar a un aumento significativo de la demanda de liquidez (venta de activos financieros) en un lado del mercado y que podría coincidir con que la oferta de dicha liquidez en el otro lado del mercado se viese restringida o desapareciese de forma significativa. En consecuencia, el funcionamiento normal del mercado se ve perturbado, debido a que algunos participantes tienen dificultades para encontrar la liquidez que necesitan para operar desde sus posiciones y/o hacia nuevas posiciones y los movimientos de precios se fortalecen como consecuencia de la necesidad de estos participantes de aumentar o reducir sus ofertas y demandas con el fin de encontrar liquidez.
En la preparación de este informe, entre junio y noviembre de 2017, el grupo de trabajo llevó a cabo entrevistas, debates y una mesa redonda con los participantes del mercado con el fin de evaluar su comprensión sobre las condiciones actuales de liquidez en los mercados de bonos corporativos, arrojar algo de luz sobre las observaciones empíricas que se desprenden de la bibliografía y obtener información sobre la forma en que la liquidez podría evolucionar durante las condiciones de los mercados que sufrirán un mayor estrés en el futuro. Este informe fusiona los resultados de estas discusiones con los de los estudios académicos, normativos y de la industria.

El segundo capítulo se refiere a determinados estudios realizados con anterioridad en los que se destaca que los mercados de bonos corporativos son una parte importante de los mercados de capitales a nivel global, por lo que existe una creciente preocupación por el funcionamiento y la liquidez de estos mercados. Se indica en el informe que para abordar estas preocupaciones, IOSCO emprendió en 2014 una serie de proyectos destinados a mejorar la comprensión y el funcionamiento de los mercados de bonos corporativos.

En 2017 IOSCO publicó un informe en el que se examinaba la liquidez en los mercados de bonos corporativos y en 2018 publicó un informe que establecía algunas recomendaciones para mejorar la normativa sobre difusión de

información y transparencia. También en 2017, el Consejo de IOSCO encargó al Comité de Riesgos Emergentes que estudiara la forma en que podría comportarse la liquidez en los mercados de bonos corporativos en situaciones de estrés en el mercado.

El objetivo del Consejo era mejorar la comprensión, por parte de los miembros de IOSCO, del comportamiento de los mercados de bonos corporativos en situaciones de estrés de los mercados, respondiendo a las siguientes cuestiones:

– ¿Quién podría verse forzado a vender y quién podría vender de forma oportunista en momentos de estrés en el mercado?
– ¿Quién podría estar comprando bajo estas condiciones y por qué razones? y
– ¿Cuáles son las implicaciones de estos comportamientos para la liquidez y la fijación de precios?

En el tercer capítulo se definen y establecen las características de la liquidez. Se indica que la liquidez del mercado se refiere a la capacidad de los compradores y vendedores para realizar transacciones en un mercado, en un período de tiempo determinado, sin causar un movimiento significativo o brusco en el precio ni perturbar de alguna otra forma el mercado.

La liquidez del mercado incluye conceptos como el tamaño de la operación, el tiempo de ejecución y los costes de transacción (margen entre la oferta y la demanda y el precio de la operación). Por lo tanto, la liquidez del mercado existe en un flujo continuo, desde abundante (facilidad de transacción, con un efecto nulo o mínimo sobre los precios y alta inmediatez) a escaso (dificultad para negociar, con un efecto parcial o significativo sobre los precios y baja inmediatez) o inexistente (incapacidad para realizar transacciones a cualquier precio a lo largo del tiempo).

El enfoque de este informe se centra en la liquidez del mercado, pero se amplía el debate, cuando se considera apropiado, al impacto de la financiación de la liquidez en la liquidez del mercado.

En los capítulos cuarto y quinto se analiza la liquidez en situaciones normales y en situaciones de estrés de los mercados, respectivamente. El capítulo quinto incorpora, a su vez, un análisis sobre diversos estudios académicos así como otros desarrollados por reguladores y supervisores de los mercados de valores como, por ejemplo, la AMF, la Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido, la CNMV, la Commissione Nazionale per le Societá e la Borsa (CONSOB) de Italia y la Comisión Europea, además de otros estudios realizados por participantes de la industria.

El capítulo sexto presenta diez casos de estudio, acaecidos en los últimos veinticinco años, que demuestran cómo los mercados de deuda, incluidos los mercados de deuda corporativa, han mostrado signos de una resistencia significativa e, incluso, de un comportamiento anti-cíclico. En cada uno de los casos, los mercados de bonos, incluidos los mercados de bonos corporativos, se mostraron muy resistentes a la evolución de la situación.

En el capítulo séptimo se resumen las observaciones del grupo de trabajo en este estudio respecto al comportamiento de los mercados en situaciones de estrés, mientras que en el capítulo octavo se presentan las conclusiones de este estudio.

Asimismo, el informe presenta al inicio un resumen ejecutivo sobre el estudio realizado, en el que se describe que la liquidez del mercado de bonos corporativos en condiciones normales (es decir, no en situaciones de estrés de los mercados) es importante para la asignación eficiente del capital del riesgo y ha sido objeto de gran atención por parte de los organismos reguladores y de la comunidad académica. En los últimos años, los mercados de bonos corporativos han evolucionado como resultado de las normativas financieras posteriores a la crisis, los cambios en la aversión al riesgo de los intermediarios y los patrones de oferta y demanda (influenciados, a su vez, por las reformas financieras y la evolución de las políticas monetarias y fiscales en las economías avanzadas).

Los puntos más relevantes recogidos en el resumen ejecutivo son los siguientes:

• Las normativas desarrolladas con posterioridad a la crisis y el aumento de la aversión al riesgo por parte de los intermediarios del mercado han provocado cambios en la naturaleza de la intermediación. Los intermediarios tienen ahora menos capacidad y apetito para proporcionar liquidez a los traders e inversores y la proporción de su intermediación que se produce sin asumir riesgo (sin libro propio) ha aumentado. Los participantes en el mercado han indicado que esto ha dificultado la ejecución de las operaciones, lo que incluye tener que operar con bloques de menor tamaño y, de esta manera, se requiere tener más tiempo para encontrar contrapartes con las que completar las operaciones.

• Los programas de facilidad cuantitativa (quantitative easing), implementados por varios bancos centrales, han

inyectado cantidades significativas de efectivo en el sistema financiero mundial, lo que ha fomentado una mayor actividad en la emisión de bonos corporativos. Esto ha provocado un aumento del tamaño del mercado de bonos, en términos absolutos pero, a su vez, ha reducido la capacidad de los intermediarios del mercado para proporcionar liquidez en estos mercados. La dimensión del "canal" a través del cual deben realizarse las operaciones es ahora más pequeña, tanto en términos absolutos como en relación con el tamaño del mercado.

• El prolongado entorno de bajos tipos de interés tras la crisis financiera ha provocado un aumento del número de "turistas" en los mercados de bonos corporativos, es decir, inversores que no son inversores tradicionales en bonos corporativos pero que entraron en el mercado simplemente para "obtener una mayor rentabilidad". Este mayor rendimiento también puede haber estimulado el crecimiento en la emisión de bonos corporativos por parte de empresas domiciliadas en mercados emergentes, con una emisión total (969.000 millones de dólares a marzo de 2018) ahora comparable a la de emisiones de alto rendimiento en Estados Unidos (914.000 millones de dólares) y emisiones soberanas en mercados emergentes (913.000 millones de dólares).

Tanto los reguladores como los responsables de la política monetaria podrían estar preocupados por el hecho de que estos cambios en la normativa hayan afectado al nivel de liquidez en condiciones normales.

En el informe de IOSCO, titulado "Examination of Liquidity of the Secondary Corporate Bond Markets" publicado en 2017, antes mencionado, no se encontraron pruebas sustanciales de que la liquidez en los mercados secundarios de bonos corporativos entre 2004 y 2015 se hubiera deteriorado significativamente con respecto a situaciones anteriores en periodos en los que no hubo crisis.

La liquidez del mercado de bonos corporativos en situaciones de estrés sigue siendo poco estudiada, aunque es probable que la evolución antes mencionada en los mercados de bonos corporativos afecte a la forma en que se comporta la liquidez del mercado de bonos en situaciones de estrés. La consecuencia más importante de las reformas en la fase posterior a la crisis y la reducción de la aversión al riesgo es el descenso de la capacidad de intermediación de los principales intermediarios en comparación con el aumento en tamaño de este mercado.

Esta disminución de la capacidad de intermediación implica que es probable que la falta de liquidez en períodos de estrés sea más aguda en comparación con episodios anteriores de situaciones de estrés. Esto puede dar lugar a que sean necesarios movimientos de precios más pronunciados para que puedan producirse operaciones en los mercados de bonos. Sin embargo, sobre la base del comportamiento previo de los mercados de renta fija en condiciones de mercado adversas, una serie de características del mercado de renta fija privada pueden reducir la probabilidad de que los movimientos de precios o las perturbaciones en los mercados de renta fija repercutan en una tensión económica más amplia:

• La gestión de la liquidez por parte de los emisores de deuda corporativa puede mejorar significativamente su capacidad para seguir operando en situaciones de cierre temporal de los mercados primarios y/o la reducción de la liquidez en los mercados secundarios. Durante la preparación de este informe, se recibió información de los participantes del mercado según la cual los directores financieros de las empresas habían estado estructurando sus carteras con el fin de minimizar su exposición al riesgo de refinanciación.

• Es probable que la resistencia de los mercados de bonos corporativos a los movimientos bruscos de precios se encuentre estrechamente relacionada con el tamaño de las posiciones apalancadas dentro del mercado. Los participantes en el mercado afirman que ahora hay menos operadores apalancados en el mercado, como los fondos de inversión alternativa y los bancos de inversión, y que su grado de apalancamiento también es menor que antes de la crisis. Esto implica que existe un menor riesgo de que las ventas pro-cíclicas por parte de estas instituciones se debiliten.

• A diferencia de los mercados monetarios a corto plazo, que son esenciales para el funcionamiento continuo de la economía real, muchas empresas no necesitan tener acceso diario al mercado primario de emisión de bonos para financiar sus actividades.

Históricamente, el mercado de bonos corporativos no ha provocado una reacción en cadena que haya podido conducir a un estrés sistémico. En cambio, en casos anteriores de situaciones estrés, era más probable que la tensión en los mercados de renta fija privada se debiera a la amplificación de la tensión iniciada en otros lugares, como en los mercados monetarios a corto plazo, en la economía real o en el sector bancario. Pero hay que tener en cuenta la importante y eterna advertencia que se aplica a los resultados de los mercados financieros, tanto en esta materia como en general, de que el rendimiento pasado no es necesariamente indicativo de los resultados futuros.

El estudio indica que, en caso de que los mercados de bonos padezcan un episodio de estrés que conduzca a grandes caídas de precios, el factor crítico para determinar cómo reaccionarán esos mercados será la medida en

que algunos de los participantes del mercado estén dispuestos a hacerlo, dispongan de los recursos necesarios y tengan la capacidad de proporcionar la suficiente liquidez del lado de la demanda para contribuir a la estabilización de los mercados. El alcance de esta participación vendría determinado por los modelos de negocio de las empresas, los objetivos y horizontes de inversión, los recursos susceptibles de inversión y las limitaciones de su actividad de negociación. Estos participantes pueden ser fondos de inversión, inversores activos, fondos de pensiones y aseguradoras y fondos de inversión alternativa. Un descenso significativo de los precios y las consiguientes oportunidades de beneficios también pueden atraer a los inversores de deuda en situaciones difíciles, a los fondos de capital riesgo y a los emisores interesados en la recompra de su propia deuda. Algunos fondos soberanos también pueden elegir participar en esta compra.

Las principales limitaciones a la provisión de liquidez del lado de la demanda por parte de estos participantes podrían ser la necesidad de cumplir con los límites normativos y las directrices internas (como los mandatos y las aprobaciones de los comités de inversión) y la disponibilidad de financiación (que puede haber disminuido para los participantes apalancados en el mercado con los principales intermediarios a los que afecten las normas posteriores a la crisis). Los intermediarios y los bancos tienen menos probabilidades de proporcionar liquidez en situaciones de estrés debido a los cambios en la normativa y la aversión al riesgo que se ha producido después de la crisis.

Enlace de interés:

Final Report: Liquidity in Corporate Bond Markets Under Stressed Conditions