Las implicaciones del apalancamiento en la intermediación financiera no bancaria para la estabilidad financiera

Disponible como: [PDF](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P060923-2.pdf)

6 de septiembre de 2023

Muchos incidentes han demostrado que el apalancamiento puede crear y amplificar vulnerabilidades en el sistema financiero global.

El apalancamiento es una técnica financiera que se utiliza para aumentar la exposición, impulsar la rentabilidad o tomar posiciones que puedan compensar pérdidas potenciales de otras exposiciones (cobertura). Si no se gestiona adecuadamente, la acumulación de apalancamiento crea una vulnerabilidad que, cuando actúa sobre ella un shock, puede propagar tensiones a través del sistema financiero, amplificar el estrés y conducir a una perturbación sistémica. Esto ha quedado demostrado por una serie de incidentes financieros, que se remontan al colapso de Long-Term Capital Management en 1998, la crisis financiera global de 2008, la agitación del mercado de marzo de 2020, la quiebra de Archegos en 2021 y la dislocación de septiembre de 2022 en el Reino Unido. mercado.

Aprovechando las lecciones de la agitación, el FSB desarrolló un programa de trabajo integral para examinar y abordar las vulnerabilidades, incluidas aquellas asociadas con el apalancamiento de las IFNB que contribuyen al riesgo sistémico. Este informe forma parte de ese trabajo al proporcionar una descripción general de las tendencias agregadas de apalancamiento de las IFNB en las jurisdicciones del FSB.



Ilustración de diferentes formas de apalancamiento

El informe también analiza las vulnerabilidades asociadas con el apalancamiento de las IFNB, incluidos los mecanismos de propagación y amplificación; analiza las tendencias agregadas en el apalancamiento de las IFNB a través de un conjunto de métricas; analiza el apalancamiento de los fondos de cobertura y los vínculos con los principales corredores; cubre apalancamiento, estrategias LDI e inversores a largo plazo; y describe las lagunas de datos que conducen a un apalancamiento oculto.

El informe concluye con las implicaciones políticas del trabajo que las autoridades podrían considerar.

Tipo(s) de contenido: [Documentos de política](https://www.fsb.org/content_type/publications/policy-documents/), [Publicaciones](https://www.fsb.org/content_type/publications/), [Informes para el G20](https://www.fsb.org/content_type/publications/reports-to-the-g20/) Fuente(s): Área(s) de política [del FSB](https://www.fsb.org/source/fsb/): [Intermediación financiera no bancaria](https://www.fsb.org/policy_area/non-bank-financial-intermediation/)

Resumen ejecutivo

El apalancamiento es una técnica financiera utilizada para aumentar la exposición, aumentar los rendimientos o tomar posiciones que pueden compensar las pérdidas potenciales de otras exposiciones (cobertura). Si no se gestiona adecuadamente, la acumulación de apalancamiento crea una vulnerabilidad que, cuando actúa sobre ella un shock, puede propagar tensiones a través del sistema financiero, amplificar el estrés y conducir a una interrupción sistémica. Esto ha sido demostrado por una serie de incidentes financieros recientes. Puede hacerlo a través de dos mecanismos de propagación: el canal de liquidación de posiciones y el canal de contraparte. Cualquier perturbación podría verse amplificada aún más por factores como la cantidad y la concentración del apalancamiento, así como su opacidad, las valoraciones volátiles de los activos, la gestión inadecuada del riesgo por parte de los participantes en el mercado y los desequilibrios de liquidez en los inversores no bancarios apalancados y en los mercados en los que operan.

El apalancamiento puede adoptar la forma de apalancamiento financiero (préstamos a través de préstamos, bonos, pacto de recompra (repo) y otras operaciones de financiación de valores (OFV)) o apalancamiento sintético (utilizando derivados que crean exposiciones cuyo valor depende del valor de un activo subyacente). El apalancamiento se puede tomar en el balance mediante, por ejemplo, la emisión de préstamos o bonos; o fuera de balance, por ejemplo, manteniendo acciones de vehículos de inversión que utilizan técnicas de apalancamiento. El apalancamiento que es difícil de identificar o medir por los participantes en el mercado o las autoridades públicas se denomina «apalancamiento oculto». En algunos casos, el apalancamiento está oculto porque no hay datos disponibles para evaluar su presencia o magnitud. En otros casos, el apalancamiento puede ocultarse porque los datos disponibles no son suficientes o no se utilizan adecuadamente para evaluar las vulnerabilidades.

Varios eventos recientes del mercado, como la agitación de marzo de 2020, así como el fracaso de Archegos Capital Management y las tensiones en los mercados de materias primas y bonos, subrayan la necesidad de fortalecer la resiliencia de la intermediación financiera no bancaria (NBFI). Sobre la base de las lecciones de la agitación del mercado de marzo de 2020, el FSB desarrolló un programa de trabajo integral para examinar y abordar las vulnerabilidades, incluidas las asociadas con el apalancamiento de NBFI, que contribuyen al riesgo sistémico. Este informe forma parte de esa labor.

El nivel de deuda emitido por el sector NBFI en las jurisdicciones miembros del FSB es significativo y similar en escala a la deuda de los hogares. Sin embargo, esto se distribuye de manera desigual dentro del sector. Mientras que las compañías de seguros, los fondos de pensiones y los fondos de inversión representan dos tercios de los activos de NBFI, más del 90% del apalancamiento financiero en el balance se encuentra en los llamados otros intermediarios financieros (OFI), como corredores de bolsa, fondos de cobertura, compañías financieras, sociedades holding y vehículos de titulización. Si bien los datos agregados apuntan a una disminución del apalancamiento de OFI en el período transcurrido desde la crisis financiera mundial de 2008, esto se ha debido en gran medida a un cambio en la composición del sector NBFI en lugar de un desapalancamiento generalizado por parte de entidades no bancarias.

Las entidades no bancarias han estado asumiendo apalancamiento adicional a través de exposiciones fuera de balance, incluidos swaps de divisas y forwards. Estas posiciones han crecido significativamente en la última década. Si bien es difícil evaluar el apalancamiento sintético de NBFI a partir de información disponible públicamente, los proxies agregados sugieren que esto puede ser más alto que su promedio histórico.

Entre los inversores no bancarios, los fondos de cobertura muestran un alto apalancamiento sintético en conjunto, obtenido a través de posiciones derivadas. Dentro del sector de los fondos de cobertura, hay un grupo de fondos, que generalmente persiguen estrategias macro y de valor relativo, con niveles muy altos de apalancamiento sintético. Además, los grandes fondos de cobertura generalmente distribuyen sus préstamos entre varios corredores principales, lo que ayuda a diversificar sus fuentes de financiamiento, pero también puede crear un apalancamiento oculto en el sistema financiero. Además, unos pocos corredores principales dominan la provisión de préstamos a los fondos de cobertura, y esta concentración podría amplificar los shocks y propagarlos a través del sistema financiero.

Aunque los inversores a largo plazo toman el apalancamiento financiero en su balance, esto no parece ser significativo en conjunto. Las compañías de seguros a veces tienen una cantidad nocional significativa de derivados (lo que implica apalancamiento sintético) en su balance general para fines de cobertura. En algunas jurisdicciones, los fondos de pensiones de beneficios definidos toman el apalancamiento fuera de balance a través de vehículos de inversión impulsada por el pasivo (LDI) que se endeudan en mercados de repos y también asumen un apalancamiento sintético. Este tipo de estrategias apalancadas podrían afectar la estabilidad financiera a través de la liquidación de posiciones (ventas de activos) durante tiempos de movimientos de precios altamente volátiles, cuando el apalancamiento conduce a llamadas inesperadamente grandes de margen y garantías, y amplificarse a través de posiciones concentradas por un pequeño número de inversores y dentro de segmentos de mercado particulares.

El informe identifica una serie de lagunas de datos que han dificultado la evaluación completa de las vulnerabilidades asociadas con el aprovechamiento de NBFI. Las oficinas familiares, por ejemplo, pueden estar tomando influencia, pero hay pocos datos públicos y regulatorios disponibles para medir la naturaleza, el tamaño y la concentración de esas posiciones. Del mismo modo, el apalancamiento de los fondos de pensiones es difícil de evaluar sin más información sobre sus inversiones. La limitada disponibilidad de datos, los problemas para agregar los datos existentes y las dificultades para estimar medidas significativas de apalancamiento pueden dar lugar a una estimación errónea del apalancamiento general en el sector NBFI y, en particular, a la incapacidad de identificar posiciones grandes y concentradas. Además de obstaculizar las evaluaciones de vulnerabilidades, esto impide que los participantes en el mercado y los reguladores implementen medidas de mitigación.

Entre las medidas que podrían considerarse para subsanar las lagunas de datos más destacadas identificadas figuran las siguientes: 1) hacer un uso más intensivo de los datos existentes, como los disponibles en los registros de operaciones; 2) seguir aplicando las normas del CEF de noviembre de 2015 para la recopilación y agregación de datos mundiales sobre operaciones de financiación de valores; 3) mejorar los requisitos de información para los inversores no bancarios, especialmente aquellos (en particular las OFI) que tienen altos niveles de apalancamiento; (4) cambiar los marcos existentes para evaluar el apalancamiento para incluir métricas nuevas y consistentes; (5) compartir más información entre autoridades y entre jurisdicciones; (6) ampliar los requisitos de divulgación para que las empresas arrojen luz sobre las posiciones concentradas; y 7) reunir y publicar más información sobre el apalancamiento y los balances de las instituciones financieras no bancarias, por ejemplo en las estadísticas nacionales y las cuentas de corrientes de fondos. Las medidas para subsanar las lagunas de datos deben tener en cuenta los costes de dichas medidas para los participantes en el mercado y las autoridades, así como los posibles riesgos para la estabilidad financiera.

Las autoridades también podrían querer examinar si se necesitan respuestas de política para abordar las vulnerabilidades y los factores de amplificación del apalancamiento de NBFI. Algunos ejemplos son: la aplicación de las normas mínimas acordadas por el CEF y los límites mínimos de valoración en las operaciones de financiación de valores no compensadas de forma centralizada; elaborar normas adicionales sobre recortes y márgenes; o evaluar si las normas sobre apalancamiento podrían extenderse a las entidades financieras no sujetas a tales requisitos, teniendo en cuenta las diferencias en los perfiles de riesgo. Además, podrían considerarse medidas para mitigar las consecuencias para la estabilidad financiera del elevado apalancamiento de las instituciones financieras no bancarias, por ejemplo, mejorando la gestión del riesgo de los corredores principales, mejorando la preparación de liquidez de los participantes en el mercado, aumentando la resiliencia de la provisión de liquidez en los mercados de financiación básica en momentos de tensión, o mejorando las pruebas de resistencia utilizadas por los inversores y las autoridades no bancarios.

El FSB, en cooperación con los organismos normativos (SSB), ya está trabajando en algunas de estas cuestiones como parte de su programa de trabajo NBFI. El FSB y los SSB emprenderán más trabajo de políticas para mejorar la capacidad de las autoridades y los participantes del mercado para identificar, monitorear y contener el riesgo sistémico asociado con el apalancamiento en NBFI, basándose en los hallazgos de este informe.

1. Introducción

Muchos incidentes han demostrado que el apalancamiento puede crear y amplificar vulnerabilidades en el sistema financiero mundial, incluido el colapso de Long-Term Capital Management en 1998, la crisis financiera mundial de 2008, la agitación del mercado de marzo de 2020, la quiebra de Archegos en 2021 y la dislocación de septiembre de 2022 en el mercado dorado del Reino Unido.

La agitación de marzo de 2020 subrayó la necesidad de fortalecer la resiliencia de las instituciones financieras no bancarias. Sobre la base de las lecciones de la agitación, el FSB desarrolló un programa de trabajo integral para examinar y abordar las vulnerabilidades, incluidas las asociadas con el apalancamiento de las instituciones financieras no bancarias que contribuyen al riesgo sistémico.2 Este informe forma parte de ese trabajo al proporcionar una visión general de las tendencias agregadas del apalancamiento de las instituciones financieras no bancarias en las jurisdicciones del FSB y las vulnerabilidades asociadas con ese apalancamiento.

El informe también se centra en el apalancamiento en algunos tipos de inversores no bancarios: (1) fondos de cobertura y sus vínculos con corredores principales; y (2) inversionistas a largo plazo (es decir, compañías de seguros y fondos de pensiones). Estos inversores no bancarios fueron elegidos, como ejemplos ilustrativos, porque utilizan el apalancamiento y porque algunos de ellos estuvieron en el centro de los eventos del mercado en los últimos años. Como se señala en el informe, el apalancamiento también está presente en varios otros segmentos del mercado de NBFI.

2. Vulnerabilidades asociadas con el apalancamiento de NBFI

El apalancamiento es una técnica financiera utilizada para aumentar la exposición, aumentar los rendimientos o tomar posiciones que pueden compensar las pérdidas potenciales de otras exposiciones (cobertura). El apalancamiento puede tomar diferentes formas (Figura 1). Puede ser financiero, a través de préstamos a través de préstamos, bonos, repos y otras transacciones de financiamiento de valores, o sintético utilizando derivados que crean exposiciones cuyo valor depende del valor de un activo subyacente. El apalancamiento puede estar en el balance de los inversores (por ejemplo, préstamos o bonos) o fuera de balance (por ejemplo, manteniendo acciones en vehículos de inversión que utilizan técnicas de apalancamiento o en vehículos de propósito especial creados para financiar la originación de activos de riesgo)



El apalancamiento que es difícil de identificar o medir por los participantes en el mercado o las autoridades públicas se denomina «apalancamiento oculto». En algunos casos, el apalancamiento está oculto porque no hay datos disponibles para evaluar su presencia o magnitud. En otros casos, el apalancamiento puede ocultarse porque los datos disponibles no son suficientes o no se utilizan adecuadamente para evaluar las vulnerabilidades (véase la sección 6). Esta opacidad inhibe la medida en que los participantes en el mercado y las autoridades pueden vigilar las vulnerabilidades asociadas y, por lo tanto, puede ayudar a amplificar la propagación de las perturbaciones.

Si no se gestiona adecuadamente, la acumulación de apalancamiento crea una vulnerabilidad que, cuando actúa sobre ella un shock, puede propagar tensiones a través del sistema financiero, amplificar el estrés y conducir a una interrupción sistémica. Puede hacerlo a través de dos mecanismos principales de propagación: el canal de liquidación de posiciones y el canal de contraparte. Cualquier perturbación podría amplificarse aún más por una combinación de varios factores relacionados, incluida la cantidad y la concentración del apalancamiento (y su opacidad), las valoraciones de los activos, la gestión inadecuada del riesgo de los participantes en el mercado y los desequilibrios de liquidez en los inversores no bancarios apalancados y en los mercados en los que operan. Estos canales de propagación y amplificación se discuten a continuación.

2.1. Mecanismos de multiplicación

Como el apalancamiento se puede utilizar para aumentar la exposición y aumentar los rendimientos, también tiene el potencial de amplificar las pérdidas a través de la combinación de liquidaciones de posiciones o incumplimientos de contraparte.

Canal de liquidación de posiciones El apalancamiento puede dar lugar a demandas de liquidez grandes o inesperadas de garantías o llamadas de margen. Las demandas de liquidez podrían llevar a las entidades no bancarias apalancadas a vender activos para recaudar fondos. Estas ventas de activos, si tienen lugar cuando un mercado ya está bajo presión, podrían aumentar la volatilidad del mercado y dar lugar a un ciclo de retroalimentación adversa. La liquidación de posiciones puede deprimir aún más los precios en los mercados afectados, generando demandas adicionales de liquidez para el inversor, así como para otros participantes del mercado con exposición a los mismos mercados e instrumentos.

Incluso en los casos en que un inversor tiene suficientes activos líquidos, la liquidación de estos activos podría transmitir el estrés del inversor apalancado a otros mercados. Por ejemplo, los inversores apalancados que se enfrentan a grandes llamadas de margen podrían canjear sus acciones de fondos del mercado monetario (MMF) para recaudar efectivo. Esto puede crear una fuerte presión de liquidez y salidas de FMM que, a su vez, tendrían que liquidar sus posiciones (por ejemplo, en papel comercial, certificados de depósito o bonos del Estado), transmitiendo tensiones a estos mercados.

El apalancamiento también puede propagar choques si el inversor tiene como objetivo mantener un nivel objetivo de apalancamiento en su balance general o busca tener un valor estable en riesgo en su cartera. Los movimientos adversos de los precios conducen a pérdidas a precio de mercado, erosionando el capital, aumentando el apalancamiento del balance y, a través de una mayor volatilidad de los precios de los activos, aumentando el valor en riesgo. Los inversores pueden entonces tratar de restaurar los niveles objetivo de apalancamiento y valor en riesgo mediante la venta de activos.

Por último, los inversores no bancarios pueden liquidar sus posiciones como resultado de su denominado "comportamiento similar al apalancamiento", incluso en ausencia de apalancamiento real. Los inversores a largo plazo suelen tratar de igualar la duración de sus activos y pasivos para minimizar el impacto de los movimientos de los tipos de interés en su renta variable, pero, al hacerlo, esto puede crear desajustes de convexidad. Esto se debe a que la duración de los pasivos de los fondos de pensiones y las compañías de seguros de vida suele ser más sensible a los cambios en los rendimientos del mercado que la duración de sus activos. Como consecuencia, cuando los rendimientos retroceden y las tasas a largo plazo aumentan, la duración de sus pasivos cae mucho más rápido que la duración de sus activos. Para igualar la duración de ambos lados de su balance, los inversores a largo plazo buscan reducir la duración de sus activos mediante la venta de bonos a largo plazo.6 Este desajuste de convexidad puede generar respuestas perversas a la demanda, ya que los inversores a largo plazo venden bonos a medida que sus precios caen (o los rendimientos aumentan). Este comportamiento significa que los inversores a largo plazo pueden no intervenir para comprar bonos y estabilizar el mercado a medida que caen los precios.

Canal de contraparte

El apalancamiento, ya sea a través de préstamos en efectivo, financiamiento de valores o transacciones de derivados, a menudo implica una exposición de contraparte. Si las ventas de activos de una entidad apalancada son insuficientes para cumplir con las garantías o las llamadas de margen de sus contrapartes, o si las pérdidas a precio de mercado erradican el capital de la entidad apalancada, entonces incumplirá. En este caso, el shock original puede propagarse a las contrapartes de la entidad. Si estos prestamistas no son lo suficientemente resistentes como para absorber las pérdidas debidas al incumplimiento, las contrapartes pueden experimentar dificultades financieras, y el shock podría propagarse aún más ampliamente.

Los choques también pueden propagarse sin un defecto. Cuando aumenta el riesgo percibido de pérdidas crediticias de la contraparte, los propios prestamistas de la contraparte pueden decidir cambiar el precio o retirar su financiamiento, lo que podría crear tensiones de financiamiento para la contraparte de la entidad no bancaria, especialmente si la posición apalancada tiene un vencimiento a corto plazo y necesita ser constantemente prorrogada.

Además, independientemente de la resistencia de las contrapartes, la quiebra de un inversor no bancario puede dar lugar a la liquidación de cualquier garantía depositada o activos financiados, así como a la rescisión y sustitución de cualquier contrato de derivados restante. Estas liquidaciones y reversiones pueden instigar un nuevo ciclo de shocks a través de un canal de liquidación de posición indirecta y pueden propagar aún más el shock a otras contrapartes. La medida en que una posición está garantizada y la calidad de la garantía desempeñan un papel en la transmisión del shock.

2.2. Factores de amplificación

Otros factores pueden amplificar las vulnerabilidades relacionadas con el apalancamiento de NBFI, acelerando y magnificando las interrupciones que el apalancamiento puede generar dentro del sistema financiero.

Interconexión

El grado en que una entidad apalancada está interconectada, tanto en términos del número de sus contrapartes como de la escala de sus exposiciones, determina la probabilidad y la magnitud de las pérdidas que podrían propagarse a través del sistema financiero.

Los inversores no bancarios pueden estar interconectados a través de exposiciones directas e indirectas. Las exposiciones directas corresponden a la red de relaciones financieras. Las exposiciones indirectas surgen cuando las entidades no bancarias que no tienen una relación financiera directa tienen carteras o estrategias de inversión similares, lo que las expone al impacto de las ventas de activos de cada uno y las hace más propensas a reaccionar de manera correlacionada durante la tensión. Las exposiciones indirectas suelen ser más difíciles de identificar y cuantificar.

Concentración

La concentración del apalancamiento puede manifestarse de varias maneras. En primer lugar, el apalancamiento puede concentrarse en un valor o sector en particular, o en ambos. Como ilustra el episodio de Archegos, un inversor podría acumular una posición significativa en swaps de rendimiento total haciendo referencia a un conjunto limitado de empresas del sector tecnológico que sería difícil de deshacer sin afectar el precio de mercado tanto de los valores subyacentes como de los derivados basados en esos valores.

En segundo lugar, la concentración también puede surgir de una estrategia apalancada popular, donde varias entidades tienen interconexiones indirectas a través de exposiciones similares, incluso cuando la exposición de una sola entidad es grande. En estas circunstancias, un shock inicial a la exposición al riesgo común puede propagar el estrés a través del conjunto más grande de entidades.

En tercer lugar, la concentración a menudo puede acumularse si el apalancamiento está oculto. Por ejemplo, un inversionista no bancario podría pedir prestado a varios corredores principales para obtener más apalancamiento del que proporcionaría un corredor principal individual. Sin embargo, ningún corredor principal por sí solo sabría el alcance total de la posición concentrada que ha sido construida por la entidad apalancada. Los corredores principales no podrían tomar medidas para mitigar el impacto potencial de deshacer la posición concentrada.

Desequilibrios de liquidez

Tanto los desequilibrios de liquidez internos como externos pueden actuar como mecanismos de amplificación. Los desequilibrios de liquidez externa se desarrollan cuando los proveedores de liquidez no pueden absorber los aumentos en la demanda de liquidez. Los bancos, los corredores de bolsa y otros intermediarios pueden no poder o no querer intermediar en los mercados durante períodos de tensión, lo que puede acelerar la propagación de shocks a través del canal de liquidación de posiciones. Las condiciones de liquidez delgada pueden amplificar los movimientos de los precios de los activos, lo que a su vez puede amplificar la necesidad de que las entidades apalancadas aumenten la liquidez mediante la venta de activos. En condiciones de estrés extremo, este ciclo de retroalimentación adversa puede resultar en una dinámica de venta de incendios.

Los desequilibrios internos de liquidez corresponden a desajustes de liquidez y vencimientos dentro de las entidades apalancadas. Este es a menudo el caso de los inversores no bancarios que financian posiciones apalancadas con fuentes a corto plazo, como fondos de recompra a corto plazo, préstamos de margen, papel comercial y otros instrumentos del mercado monetario. Los desajustes de vencimiento resultantes pueden crear desequilibrios internos de liquidez en períodos de tensión si la financiación no puede renovarse a corto plazo. Otro tipo de desequilibrio de liquidez puede surgir del uso de derivados (es decir, apalancamiento sintético) que requieren márgenes diarios de ajuste al mercado. Los movimientos adversos significativos de los precios pueden generar demandas de liquidez grandes e inesperadas en relación con los activos líquidos del NBFI o su capacidad para aumentar la liquidez a través de la venta y liquidación de activos.

3. Tendencias agregadas en el apalancamiento

Esta sección analiza el apalancamiento agregado de NBFI utilizando datos que están fácilmente disponibles en todas las jurisdicciones miembros del FSB. El objetivo es evaluar tendencias generales que puedan ayudar a evaluar las vulnerabilidades a nivel de todo el sistema. Sin embargo, tal imagen agregada no pretende sacar conclusiones sobre el apalancamiento en la amplia gama de tipos individuales de inversores no bancarios que tienen varios modelos de negocio y perfiles de riesgo financiero. Además, hay otros tipos de apalancamiento que emanan de, o están disponibles para, entidades no bancarias que pueden no ser capturados por medidas agregadas de apalancamiento. Sin embargo, este trabajo identifica varios hallazgos interesantes sobre la escala, ubicación y tendencias en el apalancamiento de NBFI.

3.1. Apalancamiento financiero

Escala del apalancamiento de NBFI

El nivel de deuda emitida por el sector NBFI es significativo en escala. En cuanto a las economías del G5, donde los datos de flujo de fondos proporcionan información sobre los balances de las instituciones financieras no bancarias, el monto total de la deuda asciende a 34 billones de dólares, casi el 75% del PIB, similar a la deuda de los hogares (Gráfico 1, panel 1). Los datos del Informe de Seguimiento Global de la Intermediación Financiera No Bancaria (GMR) del FSB sugieren que estas economías representan alrededor del 70% de los activos globales de NBFI.

Es difícil obtener un número para el monto global de la deuda de NBFI, y esto pone de relieve las importantes lagunas de datos que existen. Sin embargo, la información recopilada para el GMR se puede utilizar para formar una estimación. Este conjunto de datos incluye información parcial sobre los balances de NBFI para todas las jurisdicciones del FSB y algunas otras economías. El uso de estos datos implica que la deuda global de NBFI se sitúa en alrededor de $ 48 billones o alrededor del 50% del PIB mundial (Gráfico 1, panel 2). Una vez más, esto sería muy similar en escala a la deuda global de los hogares.

El apalancamiento de NBFI es muy desigual en todo el sector. El gráfico 2 ofrece una visión general estilizada de los balances de los principales tipos de entidades del sector NBFI. Si bien las compañías de seguros, los fondos de pensiones y los fondos de inversión representan una gran parte de los activos de NBFI, la mayor parte del apalancamiento financiero se encuentra en OFI, un grupo que abarca una gama de entidades diversas, desde corredores de bolsa y fondos de cobertura, hasta compañías financieras, sociedades holding y vehículos de titulización. En las economías del G5, las compañías de seguros, los fondos de pensiones y los fondos de inversión juntos representan casi dos tercios de los activos del sector NBFI, pero menos de una décima parte de la deuda del sector NBFI. Las OFI, por otro lado, representan un tercio de los activos, pero tienen más del 90% de la deuda en el sector NBFI.



Ubicación del apalancamiento de NBFI

Los datos a nivel sectorial confirman que los fondos de pensiones y las compañías de seguros en su conjunto tienen poco apalancamiento financiero en el balance. Este endeudamiento representa sólo alrededor del 2-8% de los activos para las compañías de seguros y sólo el 1% o menos de los activos para los fondos de pensiones (Gráfico 2, panel 1). Se requiere que las compañías de seguros tengan activos suficientes para cumplir con sus pasivos y los requisitos de capital regulatorio en curso, y el capital de deuda a menudo estará restringido por restricciones regulatorias o opiniones de agencias de calificación.14 Los activos de los fondos de pensiones de beneficios definidos son financiados por su patrocinador corporativo y, en algunas jurisdicciones, no se les permite pedir prestado explícitamente.

Para las OFI, después de una reducción de la deuda posterior a la crisis financiera mundial de 2008, ha habido un aumento constante de los préstamos desde 2010 y los niveles de deuda son ahora más altos de lo que eran antes de la crisis financiera mundial (Gráfico 2, panel 2). La mayor parte de esta deuda son bonos emitidos por entidades OFI, aunque los préstamos también constituyen una parte significativa de la deuda. Los acuerdos de recompra (repos) son la siguiente fuente más grande de préstamos, seguidos por otros tipos de deuda a corto plazo.

Es importante medir el grado de apalancamiento de OFI. Una forma de hacerlo es ver cómo se comparan los niveles de deuda con el tamaño del balance. Según esta métrica, el apalancamiento financiero agregado de OFI en las economías del G5 representa alrededor del 60% de los activos en la actualidad, en comparación con un máximo del 70% de los activos al inicio de la crisis financiera mundial (gráfico 2, panel 3).

Sin embargo, esta disminución en el apalancamiento agregado de OFI se debe en gran medida a un cambio en la composición del sector lejos de vehículos de titulización más altamente apalancados en lugar de un desapalancamiento generalizado entre las entidades OFI. El análisis de datos más detallados en todas las jurisdicciones confirma que el apalancamiento entre las entidades OFI no ha cambiado significativamente (excepto para los fideicomisos de inversión inmobiliaria (REIT)) durante la última década y media (Gráfico 2, panel 4). Esto sugiere una vez más que ha habido un desapalancamiento limitado en las entidades no bancarias. Sin embargo, el nivel de detalle sobre las entidades OFI en cada jurisdicción difiere significativamente, y esto nuevamente resalta las brechas de datos que existen cuando se trata de evaluar la escala del apalancamiento de NBFI.

Apalancamiento de NBFI y desajustes de liquidez

Como se discutió en la Sección 1, la combinación de apalancamiento y dependencia de la deuda a corto plazo a menudo puede ser perniciosa. Los datos sobre las economías del G5 incluyen un desglose del tipo de deuda que tienen las entidades OFI.

Las entidades más apalancadas en el conjunto de datos son los REIT. Como el apalancamiento se mide aquí mirando solo los activos financieros (el conjunto de datos no tiene información sobre los activos inmobiliarios no financieros en poder de los REIT), esto exagera su apalancamiento real. La mayor parte de los préstamos de los REIT son a través de bonos y préstamos, aunque también piden prestado utilizando repos, creando desajustes de liquidez. Los corredores de bolsa son las siguientes entidades más apalancadas, y hacen uso de cantidades significativas de fondos de repo y deuda a corto plazo. 17 Los vehículos de titulización y las compañías financieras también están relativamente altamente apalancados y también se financian con cierta deuda a corto plazo (por ejemplo, bonos a corto plazo), aunque la mayor parte de sus préstamos son a través de bonos a largo plazo. Como se analiza con más detalle en la Sección 4, los fondos de cobertura también tienen una cantidad significativa de deuda a corto plazo (por ejemplo, préstamos de margen) y repo, aunque su apalancamiento financiero agregado no es tan alto en comparación con otras OFI. Sin embargo, gran parte de los préstamos de repos restantes parecen estar en otras OFI (es decir, entidades que no están categorizadas por tipo y, por lo tanto, donde hay otra brecha de datos). Al menos en los Estados Unidos, estas entidades también parecen estar altamente apalancadas.

La combinación de apalancamiento financiero y endeudamiento a corto plazo por parte de las entidades OFI también se muestra en el gráfico 4, panel 2. El apalancamiento se traza en el eje vertical (deuda a activos financieros), mientras que el eje horizontal muestra la proporción de deuda a corto plazo (repo y papel a corto plazo) con respecto a los activos. El tamaño de los círculos en el gráfico es proporcional a la cantidad de deuda en dólares en cada entidad OFI. Las entidades cercanas al cuadrante superior derecho del gráfico, como los corredores de bolsa en Japón y las OFI no categorizadas en los Estados Unidos, pueden ser más vulnerables debido a su mayor apalancamiento financiero y una mayor dependencia de los préstamos a corto plazo, en la medida en que tengan desajustes de financiamiento a plazo o financiamiento que no esté garantizado con garantías de alta calidad. Los fondos de cobertura también utilizan una cantidad significativa de préstamos a corto plazo, aunque como se mencionó anteriormente, tienen menos apalancamiento financiero. Aun así, otras características de sus modelos de negocio pueden conducir a vulnerabilidades, como se discutió en la Sección 4.

3.2. Apalancamiento sintético

El apalancamiento sintético de NBFI es difícil de medir a nivel agregado, lo que pone de relieve otra deficiencia en los datos. Esta sección analiza algunos proxies y encuentra que es probable que el apalancamiento sintético sea alto según los estándares históricos. Un indicador es el importe nocional total de los derivados extrabursátiles (OTC) de entidades no bancarias. Como se analiza en la sección 2, las demandas de liquidez del apalancamiento sintético provienen de ajustes de márgenes y otros pagos relacionados con posiciones en derivados (por ejemplo, pagos en el tramo de tipo variable de un swap de tipos de interés), que dependen de la combinación de la exposición nocional a derivados y la volatilidad de los activos subyacentes. El importe nocional de los derivados OTC de inversores no bancarios ha pasado de menos de 10 billones de dólares en el cambio de milenio a casi 90 billones de dólares en 2022, por encima del pico anterior de uso de derivados en vísperas de la crisis financiera mundial (gráfico 5, panel 1). Esto sugiere que las demandas de liquidez asociadas con estos derivados tienen el potencial de ser grandes.

Un segundo indicador del apalancamiento sintético es la relación entre el importe nocional bruto y el valor de mercado. El apalancamiento sintético proviene del hecho de que las posiciones de derivados tienen exposición a cambios en el importe nocional del activo subyacente, tal como se escribe en los contratos, mientras que los participantes del mercado solo necesitan poner una fracción de ese valor nocional en el margen inicial y de variación. 19 La intuición detrás de esta medida es que el denominador representa el valor al que se registra el derivado en las cuentas y está relacionado con la suma acumulada del margen de variación durante la vida de un contrato de derivados.20 Este proxy es alto en 2022 con un valor nocional pendiente de pago de aproximadamente 31 veces el valor bruto de mercado, aunque el proxy ha alcanzado su punto máximo en niveles más altos (Gráfico 5, Panel 2). Si bien esto solo puede considerarse como una estimación amplia del apalancamiento sintético agregado, sugiere que esta forma de apalancamiento podría representar una vulnerabilidad para el sector NBFI. También parece que hay un patrón procíclico en el apalancamiento sintético, con una acumulación antes de la GFC, otra mayor acumulación de apalancamiento sintético de 2016-18 a medida que los inversores buscaban rendimiento en un período de bajas tasas y baja volatilidad, y un aumento más reciente posterior a COVID.

Otra medida del apalancamiento sintético está disponible a partir de las estimaciones del BIS de las obligaciones que surgen de los swaps y forwards de divisas. Estos derivados crean pagos a plazo que se asemejan a los préstamos garantizados, donde la moneda recibida es el préstamo y la moneda entregada es la garantía.

Las posiciones totales de NBFI en swaps de divisas y forwards han crecido significativamente con el tiempo, aunque esta cantidad representa tanto préstamos como préstamos. Los préstamos de NBFI fuera de balance se pueden estimar en casi $ 17 billones a fines de 2022 utilizando algunos supuestos. Sin embargo, como este número es solo para préstamos en dólares estadounidenses y solo representa préstamos a través de swaps de divisas y forwards, en lugar de la cantidad total de apalancamiento financiero fuera de balance, claramente subestima la escala de este apalancamiento oculto.

Los informes estadísticos de fondos de inversión de IOSCO también proporcionan datos sobre el apalancamiento sintético. Esta fuente muestra que los fondos de cobertura son un usuario clave del apalancamiento a través de derivados (como se analiza en la Sección 4). Además, si bien los fondos de inversión tienen un apalancamiento financiero limitado, asumen un apalancamiento sintético, aunque no en la misma medida que los fondos de cobertura. El gráfico 7, panel 1, muestra que la exposición sintética de los fondos abiertos y cerrados oscila entre casi cero y más que su valor liquidativo (NAV). Si bien el apalancamiento sintético en 2021 fue similar en conjunto al año anterior, aumentó notablemente en algunas jurisdicciones para los fondos abiertos.

Otros estudios han evaluado el apalancamiento sintético en inversores no bancarios y han encontrado que esto se ha convertido en una característica importante del sistema financiero, permitiendo a los inversores amplificar las ganancias a riesgo de magnificar las pérdidas. La investigación centrada en los fondos de inversión también ha encontrado que los fondos apalancados sintéticamente muestran mayores niveles de fragilidad, ya que experimentan mayores pérdidas al vender activos para cumplir con los reembolsos de los inversores.

4. Apalancamiento de los fondos de cobertura y vínculos con los principales corredores

Esta sección evalúa el apalancamiento de los fondos de cobertura y busca identificar los bolsillos en el sector donde el apalancamiento es particularmente alto. A continuación, analiza la posibilidad de que el canal de liquidación de posiciones y el factor de amplificación del desequilibrio de liquidez operen en los fondos de cobertura.31 También analiza la concentración en los corredores principales que prestan servicios a los fondos de cobertura y concluye con conclusiones sobre la red de interrelaciones entre los corredores principales y los fondos de cobertura.

4.1. Apalancamiento en fondos de cobertura

Muchos fondos de cobertura operan estrategias con niveles relativamente bajos de apalancamiento. Sin embargo, algunos emplean estrategias de inversión altamente apalancadas, complejas y concentradas que pueden incorporar vulnerabilidades que son difíciles de evaluar de manera efectiva y oportuna para las contrapartes y los reguladores. Estas carteras más complejas o concentradas también pueden resultar difíciles de deshacer rápidamente por una variedad de razones, como tenencias ilíquidas y posiciones que comprenden una gran parte del volumen de negociación. Si bien el apalancamiento está restringido indirectamente a través de la disciplina del mercado y la contraparte, así como de ciertas regulaciones, no existe una limitación directa en el apalancamiento de los fondos de cobertura en muchas jurisdicciones. En algunos, como la UE y el Reino Unido, las autoridades pueden establecer límites de apalancamiento en los fondos de inversión alternativos (incluidos los fondos de cobertura), pero puede haber desafíos para calibrar dichos límites de manera efectiva, ya que los fondos de cobertura utilizan diferentes estrategias y pueden usar los mismos instrumentos potencialmente para diferentes propósitos.

Tamaño y concentración

El Informe de Seguimiento Global del FSB sobre NBFI estima que el tamaño de la industria de fondos de cobertura es de alrededor de 7,0 billones de dólares de activos financieros a finales de 2021.32 El sector parece concentrado, principalmente en términos de exposición a derivados y préstamos, pero también en términos de activos bajo gestión (Gráfico 8).33 Esto significa que las medidas agregadas de apalancamiento a nivel del sector de los fondos de cobertura pueden no ser una buena indicación de vulnerabilidades. Por ejemplo, las medidas brutas para los fondos de cobertura de la UE estiman que el apalancamiento es de alrededor del doble del valor liquidativo. En el Reino Unido, la mediana de la ratio de apalancamiento bruto es de 1,7 veces el valor liquidativo34, 35 En Estados Unidos, la exposición nocional bruta se sitúa en 1,9 veces el valor liquidativo. Sin embargo, estos valores medios/medianos relativamente bajos no reflejan los altos niveles de apalancamiento de ciertos fondos de cobertura. El gráfico 8 muestra que la concentración en el valor deudor y en el valor de los derivados es superior a la concentración en el valor liquidativo y en los activos gestionados. Esto sugiere que los fondos de cobertura más grandes piden prestado y participan en el comercio de derivados más de lo sugerido por su NAV.

Activos líquidos

Como se analizó en la sección 2, un importante mecanismo de vulnerabilidad y propagación de los choques es el canal de liquidación de posiciones. En conjunto, los fondos de cobertura que persiguen una estrategia que normalmente implica mayores niveles de apalancamiento también tienen más activos líquidos, medidos aquí como efectivo no comprometido, que deberían mitigar el riesgo de liquidación desordenada debido a llamadas de margen o garantías (Gráfico 11). Sin embargo, los datos que se presentan a continuación sólo proporcionan información a nivel de estrategia agregada, y la cantidad de efectivo no comprometido podría variar significativamente entre los fondos de cobertura.

En la sección 2 se identificaron los desequilibrios de liquidez como factor de amplificación. Para los fondos de cobertura, esto podría activarse, por ejemplo, en los dos casos siguientes. En primer lugar, si la demanda de liquidez de los inversores de fondos de cobertura aumentara significativamente, y esto los llevara a aumentar la redención de sus acciones de fondos de cobertura, podría obligar a los fondos de cobertura a liquidar sus posiciones. En segundo lugar, para los fondos de cobertura que cotizan con margen o se endeudan en el mercado de repos, si el valor de sus posiciones disminuye, pueden enfrentar llamadas de margen de sus corredores principales o contrapartes de repos. Para responder a estas demandas de liquidez, los fondos de cobertura pueden usar sus posiciones de efectivo no comprometidas, vender activos (y recibir efectivo de acuerdo con el momento de la liquidación) o pedir prestado efectivo a través de líneas de crédito no garantizadas de los bancos, aunque esto parece suceder raramente.

El gráfico 12 muestra diferentes medidas de posibles fuentes y necesidades de liquidez. Muestra cómo estas medidas de liquidez se distribuyen a lo largo del tiempo. La liquidez de la cartera de fondos de cobertura corresponde al porcentaje del valor de las posiciones no monetarias del fondo que pueden liquidarse utilizando estimaciones de buena fe y suponiendo que no haya descuento por venta anticipada. Por lo tanto, aproxima las fuentes de liquidez disponibles para los fondos de cobertura (excluido el efectivo no comprometido), que podrían ser utilizadas por los fondos para satisfacer su demanda de liquidez. La liquidez financiera muestra el plazo contractual del endeudamiento total de un fondo. La liquidez de los inversores de fondos de cobertura corresponde al plazo durante el cual los inversores de fondos pueden reembolsar sus acciones en los fondos. Si bien estas medidas no son directamente comparables porque se expresan en porcentajes de diferentes denominadores (es decir, NAV, posiciones no monetarias o financiamiento total disponible), hay dos conclusiones importantes de los datos.

■ En primer lugar, parece que, por término medio, los fondos de cobertura tienden a no tener un desajuste de liquidez entre la liquidez de su inversor y la de la cartera. Sin embargo, como los datos son cifras promedio, los fondos con un déficit de liquidez serán compensados por otros fondos con un excedente de liquidez.

■ En segundo lugar, la liquidez financiera podría ser más preocupante, dado que su perfil está más estrechamente alineado con la liquidez de la cartera que la liquidez de los inversores. Sin embargo, debido a que la liquidez financiera se expresa como un porcentaje del financiamiento total disponible, no es posible llegar a una conclusión definitiva.

4.2. Interrelaciones con los intermediarios principales

Los corredores Prime como principales fuentes de apalancamiento Los corredores Prime brindan a los clientes, incluidos los fondos de cobertura y otras entidades no bancarias, una gama de servicios, que incluyen custodia, compensación, préstamo de valores, financiamiento e informes. Son los principales proveedores de apalancamiento para los fondos de cobertura y otras entidades no bancarias con fines comerciales y, a menudo, sirven como sus contrapartes comerciales. Los corredores principales pueden proporcionar apalancamiento a través de financiamiento en efectivo o a través de financiamiento sintético.

■ La financiación en efectivo se proporciona a través de operaciones de financiación garantizadas. Estos toman varias formas. Los préstamos de margen proporcionan financiamiento para ciertas posiciones largas de fondos de cobertura, utilizando la posición subyacente como garantía. Las posiciones cortas pueden ser facilitadas por transacciones de financiación de valores, garantizadas generalmente por efectivo. La financiación garantizada para posiciones largas de renta fija, o la obtención de valores de renta fija para posiciones cortas, generalmente se organiza a través de acuerdos de recompra. La cantidad de apalancamiento financiero que un fondo de cobertura obtiene de sus corredores principales a través de transacciones de financiamiento garantizadas está determinada por el corredor principal y el tipo de financiamiento, sujeto a las regulaciones aplicables.

■ El corretaje principal sintético proporciona a los clientes, incluidos los fondos de cobertura, una exposición larga o corta utilizando derivados. En el caso de las acciones, esto se hace principalmente a través de swaps de rendimiento total (TRS) de renta variable OTC no compensados centralmente, que implican el intercambio del rendimiento de una posición nocional subyacente por lo que equivale a pagos de intereses fijos o variables, con el corredor principal y el fondo de cobertura capaces de tomar cualquiera de los lados.39 Para otras clases de activos, como las tasas de interés y el crédito, esto puede hacerse proporcionando servicios de compensación a entidades no bancarias con respecto a sus derivados cotizados o compensados OTC Carteras.

A modo de ejemplo, el mercado de préstamos al margen de la UE (gráfico 13) está dominado, por el lado de los préstamos, por los bancos (sus principales mesas de corretaje) y por las empresas de inversión (en su mayoría pertenecientes a grupos bancarios). Por el lado de los préstamos, los fondos de inversión (incluidos los fondos de cobertura) representan el 47% de los préstamos de margen pendientes y el 63% del valor de mercado a corto plazo. La garantía para estas transacciones es principalmente acciones (68%) y bonos corporativos (13%). A finales de junio de 2022, el mercado cubre alrededor de 3.000 entidades por un importe total de 80.000 millones de euros. ¿De dónde proviene el apalancamiento proporcionado por los corredores principales?

Los corredores principales financian transacciones de financiamiento de valores y posiciones de derivados utilizando una variedad de fuentes. Al igual que en la banca tradicional, el financiamiento para un préstamo realizado por el corredor principal puede provenir del capital del corredor o de fuentes externas, como préstamos de repo por parte del corredor o emisión de bonos o papel comercial.

Sin embargo, a diferencia de la banca tradicional, los corredores principales también pueden usar fuentes internas para financiar el apalancamiento del cliente, es decir, utilizando la garantía recibida. Las fuentes internas de financiación son generalmente menos costosas que las fuentes externas. Los corredores principales a menudo tienen como objetivo ejecutar un "libro igualado" en el que un cliente toma prestado efectivo del corredor principal, proporcionando al corredor principal una garantía que luego puede comprometer a otro cliente. En este caso, el valor pignorado no aparece en el balance del corredor principal. Las transacciones contables emparejadas se ejecutan comúnmente como acuerdos de recompra y recompra inversa. Un repo de libros emparejados en el que el corredor principal cobra un recorte más alto que el que paga genera una fuente de financiamiento neta para el corredor principal.

Los saldos de crédito libres (efectivo mantenido en una cuenta de margen más allá de lo requerido) son otra fuente neta de financiamiento para los corredores principales. Tenga en cuenta, sin embargo, que los saldos de crédito libres pueden ser retirados por el cliente a corto plazo.

A diferencia de las transacciones de financiación garantizadas, el corretaje principal "sintético" no implica el intercambio de efectivo por valores. En cambio, el corretaje principal sintético utiliza derivados y requiere la publicación o recepción de margen, en función del rendimiento de un valor o índice subyacente específico. El corredor principal puede tratar de ejecutar un libro emparejado en el que encuentre operaciones compensatorias entre sus contrapartes, beneficiándose de las diferencias en los términos. Para operaciones no emparejadas, el corredor principal puede cubrir el riesgo de mercado de la posición tomando posiciones de compensación en los valores subyacentes. Por ejemplo, un bróker principal que vende un TRS sobre un capital subyacente a un cliente, en el que paga el rendimiento del valor de capital al cliente y recibe pagos de intereses, puede tomar una posición larga en el valor de capital como cobertura. Los corredores principales también pueden empaquetar exposiciones no igualadas en "swaps de financiamiento" en los que una contraparte proporciona al corredor principal exposiciones equivalentes a cambio de las posiciones físicas cubiertas, eliminando esas posiciones del balance del corredor principal.

Concentración de servicios de corretaje principal

El sector de corretaje principal está concentrado. Primero, observar los 10 corredores principales que sirven a la mayor proporción de fondos de cobertura a nivel mundial muestra que los cuatro más grandes tienen su sede en los Estados Unidos. Estos cuatro corredores principales más grandes tomados en conjunto brindan servicios a dos tercios de los fondos de cobertura atendidos por los 10 corredores principales más grandes del mundo (ver Gráfico 14, panel 1).

En segundo lugar, en cada país, un par de corredores principales generalmente representan la mayor parte del apalancamiento proporcionado a los fondos de cobertura y otras entidades no bancarias.

■ En el Reino Unido (véase el gráfico 14, panel 2), dos corredores representan la mitad de las exposiciones brutas de los fondos de cobertura, y los 3 principales representan alrededor del 70%, a partir de junio de 2022.

■ En Francia (véase el gráfico 14, panel 3), dos corredores principales representan el 82% de la exposición nocional bruta total que los corredores tienen con entidades no bancarias. Las exposiciones se mantienen casi exclusivamente en el mostrador (97%). Más de la mitad de la exposición se mantiene con fondos de inversión (55%). Los corredores principales sirven a fondos de inversión ubicados principalmente en Europa (64%). Los fondos franceses representan el 14% de las exposiciones, ligeramente por delante de Estados Unidos (8%) y las Islas Caimán (6%), donde están registrados muchos fondos de cobertura.

Redes de hedge fund-prime broker

Como se ha señalado anteriormente, las conexiones entre los fondos de cobertura y los corredores principales se componen de transacciones de derivados y transacciones de financiación de valores (acuerdos de recompra y préstamos de margen en particular). Este conjunto de relaciones es complejo y, por lo tanto, un solo corredor principal podría no ser consciente de los vínculos de sus clientes con otros corredores principales (y otras entidades). En algunas jurisdicciones, las autoridades públicas pueden estimar la red a partir de datos de supervisión, aunque existen importantes desafíos operativos en la fusión de diferentes conjuntos de datos.

El gráfico 15 ilustra la red de corredores principales y fondos de cobertura en el Espacio Económico Europeo y en el Reino Unido. Muestra que unos pocos corredores principales desempeñan un papel central en cada red y que los fondos de cobertura comercian con múltiples corredores principales para diversificar sus fuentes de apalancamiento. Si bien este uso de múltiples corredores principales ayuda a diversificar las fuentes de financiamiento de los fondos de cobertura, también puede ocultar el apalancamiento total del fondo de cada corredor principal individual.

Los anexos 1 y 2 informan sobre estudios de casos realizados por el Banco de Inglaterra y por la AEVM. Estos estudios destacan que los fondos de cobertura con las mayores exposiciones a derivados tienden a utilizar más contrapartes. El estudio del Banco de Inglaterra analiza específicamente los swaps de rendimiento total y cómo estos pueden concentrarse en acciones de acciones específicas, que podrían no negociarse con frecuencia y, por lo tanto, que tienen el potencial de amplificar las pérdidas si los fondos de cobertura y los corredores principales liquidaran sus posiciones. El estudio de la AEVM analiza la concentración de contrapartes para las posiciones de los fondos de cobertura de la UE en derivados, pactos de recompra y préstamos de margen.

5. Apalancamiento, inversión impulsada por el pasivo e inversores a largo plazo

5.1. Estrategias LDI

Gestión de activos y pasivos y estrategias para cubrir el riesgo de tipo de interés

Los fondos de pensiones y las compañías de seguros son inversores impulsados por la responsabilidad: invierten las primas que han cobrado para poder pagar las obligaciones a largo plazo a las que se han comprometido en el lado del pasivo de su balance. Estos pasivos pueden ser pagos a los jubilados de los fondos de pensiones o pagos a los titulares de seguros de vida y otros productos, desencadenados por los reembolsos de los asegurados o las reclamaciones de seguros.

Los fondos de pensiones y las compañías de seguros pueden implementar varias estrategias diferentes en su gestión de activos y pasivos, dependiendo del perfil de sus pasivos y sus sensibilidades a los cambios en las tasas de interés e inflación. Durante la última década, se han introducido varios cambios regulatorios y contables para mejorar la gestión de riesgos de los fondos de pensiones y las compañías de seguros. Aunque los requisitos varían de una jurisdicción a otra, y entre las compañías de seguros (generalmente reguladas más prudencialmente) y los fondos de pensiones (generalmente menos regulados prudencialmente), estos requieren que los pasivos se valoren de manera coherente con el mercado y, en el caso de las compañías de seguros, impongan la tenencia de capital suficiente contra la realización de riesgos de tipo de interés.

Los pasivos de seguros y pensiones son efectivamente una serie de pagos futuros en efectivo, a menudo en un horizonte a largo plazo (varias décadas), descontados con una estructura de términos de tasa de interés. Como resultado, el valor actual de estos pasivos es muy sensible a los cambios en las tasas de interés, al igual que la posición de capital de estas entidades. Conceptualmente, hay dos estrategias principales que se utilizan para inmunizar la posición de capital de estos inversores a largo plazo frente a los cambios en las tasas de interés:

■ Correspondencia de flujos de caja («inmunización completa»): este enfoque consiste en hacer coincidir los pasivos con activos cuyos flujos de efectivo son idénticos, alineando la sensibilidad a los tipos de interés y a la inflación a lo largo de todo el plazo del perfil del pasivo.

■ Equiparación de la duración («inmunización parcial»): este enfoque refleja las características de los flujos de tesorería de los pasivos al igualar las sensibilidades de los tipos de interés de los activos y pasivos. Si las tasas de interés (o inflación) cambian, entonces el valor de los activos y pasivos debe permanecer estrechamente correlacionado, limitando los aumentos en los desajustes de activos y pasivos. Esto, sin embargo, requiere un reequilibrio frecuente para hacer frente a los riesgos de segundo orden, como la convexidad. Esto se debe a que los picos en las tasas de interés a largo plazo tienen más impacto en la duración de los pasivos que los activos. Sin embargo, este desajuste de convexidad puede ser menos preocupante si un inversor tiene un desajuste de duración existente, ya que debería ayudar a reducir la brecha.

El enfoque de correspondencia de flujo de efectivo puede ser difícil de implementar y parece ser utilizado solo por algunas compañías de seguros en algunas jurisdicciones. La estrategia de igualación de duración más comúnmente utilizada puede lograrse apuntando a una cierta duración de los bonos en las carteras de activos para que coincida con el impacto de las tasas de interés en los pasivos, y utilizando bonos vinculados a la inflación para protegerse contra el impacto de la inflación en los pasivos. Sin embargo, parece que todavía hay un desajuste de duración entre los activos y pasivos de las compañías de seguros en algunos casos, aunque los datos utilizados para calcular los desajustes de duración no son homogéneos. Por ejemplo, en la UE, la mediana de la asimetría de la duración se situó en torno a -5 años a finales de 2022, frente a alrededor de -6,5 a finales de 2021. La brecha de duración también podría ser el resultado de diferentes estrategias de inversión e incentivos en las diversas jurisdicciones analizadas.49 Los datos disponibles muestran una serie de desajustes entre los sectores de seguros en diferentes jurisdicciones (véase el gráfico 16). 50 Una de las razones de ello puede ser la variedad de riesgos suscritos por las compañías de seguros, incluidos los contratos distintos del seguro de vida, de vida y de salud, con pagos a corto, medio y largo plazo.

Otras posibles explicaciones de los desajustes de duración incluyen: (1) la falta de disponibilidad de bonos del tipo requerido (por ejemplo, vinculados a la inflación) o vencimiento (es decir, bonos a largo plazo) necesarios para cerrar el desajuste en algunas jurisdicciones, aunque esto también ha sido impugnado en la literatura; o (2) una elección deliberada de inversores a largo plazo debido a una compensación entre la equiparación de pasivos y la generación de rendimientos suficientes.

De hecho, los inversores a largo plazo necesitan mejorar los rendimientos de los activos, particularmente en el período anterior de bajas tasas de interés para aquellos que habían ofrecido garantías a sus asegurados, por ejemplo, tasas de interés mínimas garantizadas en las pólizas de seguro de vida. La mejora de los rendimientos también es importante para los planes de pensiones de prestaciones definidas, especialmente si tienen un déficit (es decir, el valor actual de sus pasivos es mayor que el valor actual de los activos). Una forma de aumentar la rentabilidad es tomar apalancamiento en el balance: pedir prestado a través de préstamos, repos o la emisión de bonos y luego usar el efectivo para invertir en activos de mayor rendimiento (Figura 3).



Otra forma en que las compañías de seguros y los fondos de pensiones pueden cubrir su riesgo de tasas de interés (incluido su posible desajuste de duración) es mediante el uso de derivados, en particular swaps de tasas de interés, swaps de inflación o swaps de rendimiento total de bonos del gobierno.54 La cobertura a través de derivados suele ser menos costosa que mantener bonos directamente, y puede permitir una mayor exposición a bonos y otros activos de lo que sería posible de otra manera. aumentando así los rendimientos globales para los inversores a largo plazo (véase la ilustración 3). El capital liberado mediante el uso de derivados puede utilizarse para invertir en otros activos de mayor rendimiento, pero esto también conlleva riesgos adicionales, como el riesgo de crédito al invertir en bonos de menor calificación o en activos alternativos. Los inversores a largo plazo que utilizan derivados para protegerse contra los cambios en los tipos de interés adquieren un apalancamiento sintético, exponiéndose a nuevas vulnerabilidades, como el posible desajuste de liquidez entre cualquier variación de las llamadas de margen y sus tenencias de activos líquidos.

Es difícil recopilar datos sobre las posiciones de derivados mantenidas por los fondos de pensiones en sus balances, lo que representa una importante laguna de datos. Al observar una muestra mundial de grandes planes de pensiones que divulgan datos sobre exposiciones a derivados, el FMI encontró que la proporción promedio de exposición nocional bruta de derivados a activos ha aumentado en la última década. Si bien estos derivados pueden relacionarse solo parcialmente con las estrategias de LDI, aún pueden exponer a los fondos de pensiones a vulnerabilidades similares.

Aunque las compañías de seguros y los fondos de pensiones también tienen activos líquidos que pueden utilizar para pagar el margen de variación de los derivados de tasas de interés, estas tenencias tienden a ser pequeñas. Las compañías de seguros y los fondos de pensiones deben optimizar la cantidad de activos líquidos, pero de bajo rendimiento que poseen para estar en condiciones de pagar los pasivos prometidos a los asegurados, especialmente cuando han dado garantías (por ejemplo, garantías de tipos de interés o beneficios definidos). En el Espacio Económico Europeo, los activos líquidos agregados medidos como efectivo, depósitos transferibles y participaciones en fondos del mercado monetario representaron solo el 3,2% de los activos financieros de las compañías de seguros y el 1,1% de los activos financieros de los fondos de pensiones.56 Sin embargo, los sectores de compañías de seguros y fondos de pensiones con el mayor importe nocional de derivados de tipos de interés tendían a mantener la mayor cantidad de activos líquidos. de nuevo medido por efectivo, depósitos y participaciones en FMM, aunque es difícil caracterizar una relación dados los pocos puntos de datos (gráfico 17). Si bien no todas las compañías de seguros y fondos de pensiones tienen derivados sobre tipos de interés, las entidades que poseen dichos derivados parecen representar la mayor parte del sector en la mayoría de las jurisdicciones (el tamaño de cada círculo en el gráfico 17), lo que apunta a un fenómeno de concentración.

Apalancamiento en las estrategias de LDI utilizadas por los fondos de pensiones

Los fondos de pensiones también han implementado estrategias para cerrar los desajustes de duración y mejorar los rendimientos a través de vehículos fuera de balance proporcionados por los administradores de fondos. Estos servicios se comercializan utilizando el término "estrategias LDI". Los gestores de fondos implementan estas estrategias de LDI a través de vehículos de inversión colectiva (fondos de LDI mancomunados) o a través de fondos de un solo cliente y cuentas obligatorias segregadas60. En lugar de que el inversor a largo plazo pida prestado en su propio balance para invertir en activos adicionales, el fondo de pensiones invertiría en un fondo LDI separado que pediría prestado, generalmente en mercados de repos, para invertir en bonos adicionales (Figura 4).



La externalización de una estrategia LDI a un gestor de fondos es especialmente atractiva si la estrategia es compleja e implica diferentes tipos de derivados. Mientras que los fondos de pensiones más grandes tienden a utilizar mandatos segregados, los fondos de pensiones más pequeños generalmente compran acciones de vehículos mancomunados para obtener su exposición al LDI y beneficiarse de las economías de escala. En el Reino Unido, alrededor del 15 % del total de los pasivos por pensiones cubiertos mediante estrategias de LDI se realizaron a través de fondos de LDI mancomunados en 2021, lo que representa el 60 % del número total de acuerdos de LDI (el 40 % restante se realizó a través de mandatos segregados y fondos de un solo cliente).

El uso de fondos LDI mancomunados y fondos de un solo cliente significa que el apalancamiento no aparece en el balance del fondo de pensiones. Si bien el apalancamiento de los fondos LDI y de los mandatos segregados puede ser evaluado por los supervisores que reciben datos de fondos de inversión, el apalancamiento del fondo de pensiones está, hasta cierto punto, oculto, ya que es difícil asociar el apalancamiento en un fondo LDI con el inversor original a largo plazo, especialmente en el caso de inversiones transfronterizas. También es difícil obtener datos granulares sobre el apalancamiento del fondo LDI y el mandato segregado en algunas jurisdicciones, por lo que este apalancamiento puede ocultarse en esos casos.

Los informes de la industria sugieren que el tamaño global de las estrategias de LDI (tanto los fondos de LDI mancomunados como los mandatos segregados) asciende a $ 3.9 billones, y los activos de estas estrategias casi se cuadruplicaron durante la década desde 2011 (Gráfico 18, panel 1).62 Las estimaciones indican que es probable que la mayoría de las estrategias de LDI se empleen en los Estados Unidos y el Reino Unido. aunque también hay fondos LDI en la UE, principalmente en Irlanda, Luxemburgo y los Países Bajos. Por lo tanto, los datos presentados en el gráfico 18, panel 2, deberían cubrir la mayor parte del sector utilizando estrategias de LDI. El trabajo de la AEVM ha demostrado que la mayoría de los activos y pasivos de estos fondos de la UE están en libras esterlinas, por lo que es probable que estos fondos sirvan a los fondos de pensiones del Reino Unido.63 Parece que hay poco uso de las estrategias de LDI en otras jurisdicciones miembros del FSB. El seguimiento supervisor indica que un pequeño número de gestores de activos gestionan una gran mayoría de las estrategias de LDI, lo que de nuevo apunta a la concentración.

Si bien los activos de LDI en el Reino Unido ($ 1.7 billones) son similares en tamaño a los de los Estados Unidos (alrededor de $ 1.3-1.9 billones), representan una proporción mucho mayor (alrededor del 80%) del tamaño del sector de pensiones de beneficios definidos del país que en los Estados Unidos (alrededor del 40%) y la UE (alrededor del 35%), como se muestra en el Gráfico 18, panel 2. Aunque es difícil obtener información sobre el apalancamiento empleado en las estrategias de LDI, parece que esto puede ser significativo, aproximadamente 1.0-3.0 veces el valor liquidativo a nivel agregado en las jurisdicciones (Gráfico 18, panel 3), y estas cifras probablemente subestiman el apalancamiento sintético. En el Reino Unido, la inteligencia de mercado sugiere que la mayor parte de este apalancamiento (alrededor del 80%) es en forma de préstamos de repos, aunque también se utiliza el apalancamiento sintético. Los datos de la UE muestran que también se utiliza el endeudamiento de recompra (alrededor del 40% del apalancamiento total), aunque el apalancamiento sintético tiende a ser mayor que el apalancamiento financiero.64 Las estrategias de LDI utilizadas en los Estados Unidos tienden a tener poco uso de derivados, y cuando se utilizan, estos derivados a menudo tienden a negociarse en bolsa y probablemente compensarse centralmente.

5.2. Implicaciones para la estabilidad financiera

LDI y otras estrategias similares que utilizan derivados para cubrir la brecha de duración y el riesgo de tasa de interés de los inversores a largo plazo pueden afectar la estabilidad financiera a través de varios de los mecanismos de propagación y factores de amplificación discutidos en la Sección 2. Antes de pasar por cada uno de estos factores a su vez, una lección más general es que las estrategias que originalmente estaban destinadas a reducir ciertas vulnerabilidades (por ejemplo, desajustes de duración y riesgos de tasas de interés) en realidad han llevado al desarrollo de otras vulnerabilidades (por ejemplo, apalancamiento y los consiguientes riesgos de liquidez).

Canal de liquidación de posiciones

Un mecanismo de propagación clave asociado con el apalancamiento es el canal de liquidación de posiciones. El uso del apalancamiento sintético a través de derivados sobre tipos de interés (dentro o fuera de balance) podría dar lugar a fuertes aumentos de las llamadas de margen en caso de una alta volatilidad de los tipos de interés o de los rendimientos de los bonos del Estado. Esto se demuestra ampliamente por el episodio que involucró a los fondos de pensiones en marzo de 2020, cuando las llamadas de margen aumentaron durante el episodio de "carrera por efectivo". En la UE, el potencial de picos en la demanda de liquidez debería aumentar desde que la excepción temporal de compensación central para los fondos de pensiones, incluida en el Reglamento sobre la infraestructura del mercado europeo (EMIR), expiró en junio de 2023. Sin embargo, como este cambio solo se aplica a los nuevos contratos de derivados, el cambio debe ser gradual, y la AEVM ha evaluado que los fondos de pensiones estarán en gran medida preparados operativamente para el cambio.

Además, el apalancamiento financiero fuera de balance a través de estrategias LDI puede conducir a una mayor demanda de liquidez. Esta fue una parte clave del episodio de septiembre de 2022 en los mercados gilt del Reino Unido cuando los fondos de pensiones se enfrentaron a llamadas de garantías de los fondos LDI mancomunados. De hecho, investigaciones recientes han demostrado que los fondos LDI con mayores exposiciones a repo y swap antes de septiembre de 2022 vendieron más gilts durante el episodio de estrés para aumentar la liquidez.

Si bien los bonos del gobierno y los bonos corporativos de alta calidad crediticia a veces se consideran activos líquidos, parece que, en la práctica, los fondos de pensiones a menudo dependían del efectivo y las acciones de MMF como fuente de liquidez. Esto se debe a la velocidad de los acontecimientos, al hecho de que los bonos del Estado se vieron afectados por los acontecimientos, al tipo de activos aceptados por las contrapartes y las cámaras de compensación de contrapartida central para las llamadas de margen de variación y, potencialmente, a la capacidad o falta de voluntad de las contrapartes para realizar operaciones de recompra y proporcionar líneas de crédito ad hoc.

Por último, como se analiza en la Sección 2, los inversores no bancarios pueden liquidar sus posiciones como resultado de su comportamiento similar al apalancamiento y los desajustes de convexidad. Esto puede haber sido un factor adicional que impide a los inversores a largo plazo amortiguar el impacto en el mercado dorado del Reino Unido en septiembre de 2022. Un ejemplo anterior de esta dinámica del mercado se produjo durante el episodio de cobertura de valores respaldados por hipotecas de los Estados Unidos de 1994, cuando los rendimientos a largo plazo aumentaron muy rápidamente en respuesta a la cobertura de la duración.

Concentración

Un factor que puede amplificar el impacto del apalancamiento en el sistema financiero es la concentración. La concentración desempeñó un papel tanto en el LDI del Reino Unido como en los episodios de pensiones neerlandeses. La prevalencia de las estrategias LDI en el Reino Unido significó que los inversores a largo plazo tenían una mayor proporción de bonos gubernamentales que en otros países, y sus posiciones se concentraron en bonos vinculados a la inflación a largo plazo, que es un segmento estrecho del mercado. Además, el episodio del Reino Unido ha demostrado que las entidades apalancadas relativamente pequeñas pueden tener un impacto significativo en los mercados. Los fondos LDI mancomunados constituían alrededor del 10-15% del mercado total de fondos LDI, por pasivos cubiertos. Sin embargo, debido a que las posiciones en bonos vinculados a la inflación a largo plazo estaban concentradas, dentro de una base de inversores que en su mayoría perseguía estrategias similares de LDI, las liquidaciones de activos en esta pequeña parte del mercado tuvieron un impacto significativo en el precio de estos gilts.

En el caso de los fondos de pensiones neerlandeses, la investigación del BCE ha demostrado que estos fondos tenían alrededor del 60 % del total de derivados en poder de inversores a largo plazo en la zona del euro debido al gran tamaño del sector neerlandés de pensiones. Esta concentración, así como la larga duración de los swaps, significó que, con mucho, la mayor parte del margen de variación requerido en el período comprendido entre el 11 y el 23 de marzo de 2020 tuvo que ser publicado por los fondos de pensiones holandeses.

También hay cierta concentración en el pequeño número de gestores de activos que proporcionan estrategias LDI para inversores a largo plazo. Esto podría introducir algunas vulnerabilidades, por ejemplo, si muchos fondos emplean estrategias de inversión similares, lo que puede conducir a un comportamiento correlacionado en el estrés; o dificultades en caso de fallos de sistemas en los gestores de activos.

Interconexión

Un segundo factor de amplificación es la interconexión. Las estrategias LDI dan lugar a varias cadenas de entidades conectadas. En primer lugar, los inversores a largo plazo que se enfrentan a llamadas de margen de su apalancamiento sintético recurren a diferentes fuentes de liquidez, creando interconexión en el sistema. Estos inversores a largo plazo pueden rescatar sus inversiones en fondos del mercado monetario para aumentar la liquidez. Pero como sucedió en marzo de 2020, los reembolsos pueden llevar a los fondos del mercado monetario a retirarse de los mercados de papel comercial, creando tensiones de financiamiento para los bancos y las empresas que utilizan estos mercados como fuente de financiamiento a corto plazo. Los mercados de repos también han sido utilizados por inversores a largo plazo para aumentar la liquidez. Esto significa que las llamadas de margen a las que se enfrentan los inversores apalancados a largo plazo podrían crear tensiones en los mercados de repos que son ampliamente utilizados como fuente de liquidez por muchos bancos e inversores no bancarios.

Un segundo ejemplo de interconexión es entre los fondos de pensiones y sus fondos LDI. En el episodio del mercado gilt del Reino Unido, los fondos LDI mancomunados habían planeado ser recapitalizados por sus diversos inversores en fondos de pensiones, pero los desafíos operativos significaron que el capital estaba disponible mucho más lento de lo necesario. Esto significó que los fondos LDI recurrieron a liquidar sus posiciones doradas para recaudar efectivo, lo que afectó a los mercados dorados.

Un tercer ejemplo de interconexión es entre los fondos LDI y los bancos que eran contrapartes en los mercados de derivados y repos o que servían a los fondos como sus custodios. El aumento históricamente grande en los rendimientos de los bonos del gobierno del Reino Unido a largo plazo significó que los bancos tuvieron que aumentar repentinamente el margen de variación para cubrir los movimientos de precios, creando un aumento en la demanda de liquidez en los fondos LDI. Los bancos se enfrentaron a la posibilidad real de que los fondos LDI incumplieran estas llamadas de margen, lo que les habría dejado con importantes inventarios de garantías gilt durante un período de tensión en el mercado, y con una protección mínima debido a los recortes de valoración casi nulos utilizados en los repos respaldados por bonos del gobierno. El episodio puso de relieve que los custodios también son una parte importante de la infraestructura del mercado desde una perspectiva de estabilidad financiera.

6. Apalancamiento oculto y brechas de datos

Esta sección analiza las diferentes formas en que las brechas de datos pueden ocultar el alcance total del apalancamiento de NBFI. Esto no solo dificulta la evaluación adecuada de las vulnerabilidades asociadas con el apalancamiento de las NBFI, sino que también impide que los participantes en el mercado y las autoridades de supervisión adopten medidas de mitigación adecuadas. Esto, a su vez, puede conducir a la acumulación de posiciones apalancadas grandes y concentradas que pueden amplificar el impacto de los shocks en el sistema financiero.

6.1. Disponibilidad limitada de los datos

Los límites en la recopilación y divulgación de datos significan que ciertos aspectos del apalancamiento de NBFI pueden ocultarse. Puede haber lagunas en los datos de supervisión recopilados por las autoridades sobre los propios inversores no bancarios y sobre las transacciones en las que participan. Por ejemplo, las autoridades pueden observar la cantidad total de apalancamiento tomado por los fondos de cobertura, tanto individualmente como en conjunto. Sin embargo, los requisitos actuales de presentación de informes significan que en algunas jurisdicciones las autoridades pueden ser incapaces de ver detalles sobre posiciones, garantías y activos de referencia subyacentes que sustentan las inversiones apalancadas de los fondos de cobertura. En algunos casos, la compensación de las exposiciones por clase de activos podría dar lugar a una subestimación del apalancamiento total en el sistema. Esto constituye un punto ciego porque las vulnerabilidades asociadas con el apalancamiento dependen fundamentalmente de las características de los acuerdos de endeudamiento y apalancamiento.

También hay ciertos tipos de inversores no bancarios en los que las autoridades recopilan muy pocos datos, lo que crea más lagunas de datos. Un ejemplo de ello son las oficinas familiares (véanse el recuadro 3 y el anexo 3). También hay lagunas de datos para algunas otras grandes entidades no bancarias, como las dotaciones y los fondos soberanos, que a menudo no están sujetas a requisitos de presentación de informes a nivel de entidad. También falta información sobre los intermediarios utilizados por las oficinas familiares, y obtener esta información podría ayudar a identificar vínculos y apalancamiento.

Además de las lagunas de datos en la presentación de informes de supervisión, también existen lagunas en la divulgación. El trabajo sobre las tendencias agregadas del apalancamiento (Sección 3) mostró que sólo un número limitado de jurisdicciones recopilan y publican información en los balances de las instituciones financieras no bancarias que puede utilizarse para obtener estimaciones sectoriales del apalancamiento financiero. Incluso si se publican los balances de NBFI, la granularidad de la información varía significativamente entre jurisdicciones. Los datos recopilados por el FSB para el GMR incluyen información más detallada sobre los balances de las NBFI, pero no todas las jurisdicciones del FSB proporcionan información sobre los pasivos, e incluso cuando se proporcionan los datos, no siempre hay una cobertura completa de los pasivos en todo el sector NBFI.

Los datos agregados sobre el apalancamiento fuera de balance y sintético de NBFI son aún más difíciles de encontrar en fuentes disponibles públicamente. Si bien el BIS publica información sobre derivados, es difícil obtener métricas sobre el apalancamiento de los datos, y hay poca información sobre jurisdicciones individuales. IOSCO ha comenzado a publicar datos sobre el apalancamiento de los fondos, pero la serie temporal limitada hace que sea difícil ver cómo se comparan los niveles de apalancamiento actuales con los niveles históricos. Si bien algunas jurisdicciones tienen datos sobre el apalancamiento sintético en algunas entidades (por ejemplo, los fondos de cobertura), no están disponibles en muchas jurisdicciones, y mucho menos en un formato de datos consistente en todos los países.

6.2. Problemas en la agregación de datos existentes

Las dificultades para agregar los datos existentes para obtener una imagen completa de las exposiciones a las instituciones financieras no bancarias también permiten ocultar el apalancamiento. La acumulación de posiciones apalancadas similares por diferentes entidades es difícil de identificar, ya que requiere la disponibilidad de datos completos de todo el mercado y un análisis en profundidad. Esto a menudo es un desafío porque los datos pueden estar fragmentados entre diferentes actores del mercado, diferentes marcos de presentación de informes y diferentes jurisdicciones. Una ilustración de esta fragmentación es el episodio de Archegos.

Fragmentación entre los actores del mercado

El alcance del apalancamiento de NBFI puede ocultarse por el hecho de que es difícil para cualquier entidad individual tener una imagen completa de la cantidad total de apalancamiento tomado por sus contrapartes. Un ejemplo importante de esto es la red de préstamos por parte de los fondos de cobertura de los corredores principales. A raíz de la crisis financiera mundial, los fondos de cobertura diversificaron sus redes de contrapartes y ahora generalmente piden prestado a múltiples corredores principales, mientras que los corredores principales prestan a un gran conjunto de clientes de fondos de cobertura (como se analiza en la Sección 4). Si bien esta diversificación ayuda a mitigar los riesgos de crédito de contraparte, también reduce la transparencia de manera importante.

En primer lugar, debido a que los corredores principales no pueden ver el apalancamiento suministrado por otros corredores principales, ningún corredor principal puede conocer el alcance completo y la escala de las posiciones apalancadas de cualquier fondo de cobertura. Un fondo de cobertura puede obtener una cantidad moderada de apalancamiento en una estrategia particular de cada corredor principal individual, pero el apalancamiento total obtenido en todos los corredores principales podría ser sustancial. Esto puede impedir una gestión adecuada del riesgo por parte del corredor principal, como fue el caso en el conocido episodio de Archegos. Por lo tanto, esto podría llevar a que los corredores principales proporcionen más apalancamiento del que lo harían si conocieran el alcance total del apalancamiento en sus contrapartes.

En segundo lugar, un fondo de cobertura individual no puede conocer el apalancamiento que sus corredores principales están proporcionando a otros fondos de cobertura. Esto introduce una fuente adicional de apalancamiento oculto porque los fondos de cobertura pueden estar apalancando inadvertidamente posiciones o exposiciones similares, y la acumulación de riesgo total en el sistema puede no ser visible para ellos, creando el potencial de ventas correlacionadas y desapalancamiento en respuesta a shocks.

Otro aspecto es que es difícil para las autoridades agregar el apalancamiento derivado de entidades no bancarias individuales para evaluar el apalancamiento sobre la base de la actividad. La acumulación de apalancamiento a través de múltiples tenencias por parte de varios inversores no bancarios puede escapar al escrutinio de los reguladores y supervisores, ya que evaluar el apalancamiento desde una visión basada en la actividad es complejo.

Fragmentación entre los marcos de presentación de informes

La fragmentación de los datos sobre el aprovechamiento de NBFI en diferentes marcos de presentación de informes también puede crear lagunas de datos. Por ejemplo, en algunas jurisdicciones, los inversores no bancarios, como los fondos de cobertura, pueden estar regulados por varias agencias y, en esos casos, existe el riesgo de que ningún regulador tenga toda la información necesaria para medir el apalancamiento de una entidad.

Incluso cuando los datos recopilados por diferentes agencias se agrupan, puede que no sea posible obtener una imagen completa del apalancamiento. Las diferencias en la granularidad de la información, combinadas con las variaciones en la frecuencia de la presentación de informes, pueden significar que no es posible combinar significativamente la información entre los marcos de presentación de informes.

Fragmentación entre jurisdicciones

El análisis interjurisdiccional del apalancamiento de NBFI también es importante. Las entidades no bancarias apalancadas son a menudo inversores globales que están activos en numerosos instrumentos financieros en múltiples jurisdicciones. Un fondo global que ejecuta varias estrategias a través de una variedad de equipos en diferentes jurisdicciones solo puede informar la estrategia que se ejecuta fuera de esa jurisdicción al regulador local, y una agregación de los libros del fondo en todas las jurisdicciones puede no ser posible.

Si bien los datos recopilados por diferentes reguladores pueden parecer similares, todavía hay desafíos para comparar y agregar estos datos en todas las jurisdicciones. Por ejemplo, la definición de una entidad no bancaria en particular puede variar, las definiciones de exposiciones a derivados pueden divergir y la cantidad de detalles recopilados puede diferir. También podría haber dificultades para compartir datos sobre inversores individuales no bancarios entre jurisdicciones debido a limitaciones legales y preocupaciones de privacidad.

6.3. Dificultades para estimar medidas significativas de apalancamiento

Otro factor que impide la identificación del apalancamiento NBFI es la falta de una métrica integral que pueda capturar y agregar con precisión la cantidad total de apalancamiento en todas las fuentes y tipos de apalancamiento (por ejemplo, repo, derivados, productos estructurados, etc.). Si bien se pueden agregar diferentes formas de apalancamiento financiero, no siempre está claro que se puedan combinar fácilmente con el apalancamiento sintético para evaluar el apalancamiento general en una entidad no bancaria.

Además, hay diferentes formas de evaluar el apalancamiento sintético, y no está claro que una sola métrica de riesgo capture adecuadamente todas las vulnerabilidades en diferentes estrategias de derivados. Estas estrategias pueden ser bastante complejas con estructuras de pago no lineales, y conocer el monto nocional de un contrato puede no ser suficiente para identificar las vulnerabilidades subyacentes del fondo. Por lo tanto, es importante considerar varias medidas de apalancamiento, cada una de las cuales puede capturar diferentes vulnerabilidades y riesgos.

Otra laguna de datos se debe a las normas contables para las prácticas de compensación por saldos netos. Las operaciones contables e internalizadas pueden no dejar registro de la garantía utilizada, ya que las normas contables pueden permitir varias posibilidades de compensación que oscurecen el grado de apalancamiento proporcionado por los corredores principales. Estas prácticas podrían ocultar la cantidad de apalancamiento que se está utilizando.

7. Conclusiones e implicaciones políticas

Los datos agregados sugieren que hay focos de alto apalancamiento en el sector NBFI. Además, los inversores no bancarios parecen estar asumiendo cantidades cada vez mayores de apalancamiento financiero fuera de balance, y los indicadores sugieren que el apalancamiento sintético agregado podría ser superior a la media.

Entre los inversores no bancarios, los fondos de cobertura muestran altos niveles de apalancamiento sintético en conjunto, obtenido a través de transacciones de financiación de valores y el uso de posiciones derivadas. Si bien los niveles medios de apalancamiento dentro del sector de los fondos de cobertura se sitúan por debajo de dos veces el valor liquidativo, existe un grupo de fondos, que generalmente persiguen estrategias macro y de valor relativo, con niveles muy altos de apalancamiento sintético. Además, solo unos pocos corredores principales otorgan préstamos a fondos de cobertura y otros inversores no bancarios en algunas jurisdicciones, y es posible que no puedan evaluar toda la red de exposiciones y apalancamiento de sus contrapartes, lo que aumenta la posibilidad de que las perturbaciones se propaguen a través del sistema financiero.

La forma en que los inversores a largo plazo han tratado de reducir su vulnerabilidad al riesgo de tipos de interés ha dado lugar a un aumento de otras vulnerabilidades, como los riesgos asociados de apalancamiento y liquidez. El uso del apalancamiento financiero o sintético para reducir los desajustes de duración y protegerse contra el riesgo de tipo de interés podría dar lugar a picos en la demanda de efectivo y, por lo tanto, al desarrollo de desequilibrios de liquidez. Incluso un apalancamiento bajo a veces puede perturbar mercados individuales y tener efectos indirectos a otros mercados y economías cuando las posiciones apalancadas se concentran en un pequeño número de actores y en segmentos de mercado específicos. Como consecuencia, las medidas agregadas de apalancamiento pueden ocultar las vulnerabilidades si no tienen en cuenta la concentración en las exposiciones.

En este informe se han identificado importantes lagunas de datos, lo que impide una evaluación completa de las vulnerabilidades asociadas con el apalancamiento de NBFI. Las brechas de datos pueden surgir debido a la disponibilidad limitada de datos, problemas para agregar datos existentes para obtener una imagen completa del apalancamiento y dificultades para interpretar los datos para obtener medidas significativas de apalancamiento, lo que puede contribuir a la acumulación de posiciones grandes y concentradas. Además de obstaculizar la evaluación de las vulnerabilidades, estas brechas impiden que los participantes en el mercado y los reguladores adopten medidas de mitigación.

Se debe considerar la posibilidad de abordar las brechas de datos identificadas más destacadas para que se pueda mejorar el monitoreo del apalancamiento de las instituciones financieras no bancarias y sus interacciones con la liquidez y los descalces de vencimientos. Las medidas para subsanar las lagunas de datos deben tener en cuenta los costes de dichas medidas para los participantes en el mercado y las autoridades, así como los posibles riesgos para la estabilidad financiera. El trabajo para cerrar las brechas de datos podría considerar:

■ Hacer un uso más intensivo de los datos ya recogidos sobre derivados y operaciones de financiación de valores, como los disponibles en los registros de operaciones.

■ Mayor implementación de las normas del FSB de noviembre de 2015 para recopilar y agregar datos globales sobre transacciones de financiamiento de valores por jurisdicciones miembros del FSB.

■ Mejorar los requisitos de información para los inversores no bancarios, especialmente aquellos (en particular las OFI) que tienen altos niveles de apalancamiento.

■ Cambios en los marcos existentes para evaluar el apalancamiento a fin de incluir métricas nuevas y consistentes que capturen mejor los aspectos del apalancamiento y mejoren la comparación del apalancamiento entre entidades y jurisdicciones.

■ Mayor intercambio de información entre autoridades y entre jurisdicciones (por ejemplo, mediante acuerdos de puesta en común), garantizando al mismo tiempo la confidencialidad de los datos.

■ Ampliar los requisitos de divulgación de información para que las instituciones financieras arrojen luz sobre las posiciones concentradas.

■ La recopilación y publicación de información más detallada sobre el apalancamiento financiero y sintético de las instituciones financieras y sintéticas de las NBFI y los balances en las estadísticas nacionales y las cuentas de flujo de fondos para identificar la dinámica del apalancamiento a nivel sectorial.

Las autoridades también podrían examinar si se necesitan respuestas de política para abordar las vulnerabilidades y los factores de amplificación del apalancamiento de las instituciones financieras no bancarias. El FSB y el BCBS-CPMI-IOSCO ya están trabajando para revisar la prociclicidad de los márgenes y una posible vía para el trabajo futuro podría ser aprovechar este trabajo para evaluar si se podrían utilizar reglas adicionales sobre recortes y márgenes para contener el apalancamiento en el sistema financiero. Los miembros del CEF también pueden acelerar los esfuerzos para implementar las normas mínimas acordadas por el CEF y los límites mínimos de corte en las transacciones de financiamiento de valores no compensadas centralmente.81 Otra cuestión a considerar es si las reglas sobre los coeficientes de apalancamiento basados en el riesgo podrían extenderse a las instituciones financieras que actualmente no están sujetas a tales reglas. Sin embargo, dicho trabajo se complicaría por los desafíos en la identificación de focos de apalancamiento, las diferencias en las métricas de apalancamiento entre jurisdicciones y la complejidad y calibración entre diferentes tipos de inversores no bancarios, modelos de negocios y estrategias de inversión.

Además, las autoridades podrían considerar si se necesitan medidas para mitigar las consecuencias para la estabilidad financiera del alto apalancamiento de las instituciones financieras no bancarias. Un área a explorar es si la gestión del riesgo de los corredores principales de las exposiciones a entidades no bancarias apalancadas podría mejorarse. El CSBB tiene previsto elaborar orientaciones adicionales para los bancos sobre sus interconexiones con las instituciones financieras no bancarias.83 También podrían considerarse medidas para mejorar la comprensión del apalancamiento oculto por parte de los intermediarios principales (por ejemplo, mediante la obligación de que los inversores no bancarios revelen el alcance total de sus exposiciones a sus intermediarios principales y mediante pruebas de resistencia de las exposiciones de los corredores principales frente a inversores no bancarios). Otra posibilidad podría ser considerar medidas para reducir el canal de liquidación de posiciones y reducir los desequilibrios internos de liquidez en respuesta a los picos en las solicitudes de garantía y de margen.

Además, la solvencia de los fondos LDI se vio amenazada por la disminución de los precios del gilt a largo plazo en septiembre de 2022, lo que sugiere que estos fondos no fueron lo suficientemente resistentes. Este parece haber sido el caso, especialmente de los fondos LDI, que se enfrentaron a limitaciones operativas cuando tuvieron que pedir más capital a sus inversores en fondos de pensiones. Ya se está trabajando en la UE y el Reino Unido para reforzar la resiliencia de las estrategias de LDI.84 Esto incluye recomendaciones de que los fondos de LDI y los planes de pensiones de DB deben ser capaces de soportar tensiones de mercado graves pero plausibles, cumplir con las llamadas de margen y garantías sin desencadenar ventas de fuego que se sumen a la tensión del mercado, tener en cuenta la duración, la liquidez y la concentración de sus activos al modelar su resistencia a los cambios en los tipos de interés. y mejorar sus procesos operativos. La resiliencia de estos fondos sigue siendo objeto de un estrecho seguimiento. También se podría considerar si se necesitan estándares de resiliencia similares en otras jurisdicciones, dependiendo de si los fondos utilizan el apalancamiento y si la regulación podría armonizarse más.

También hay lecciones para las pruebas de resistencia realizadas por inversores no bancarios. Tanto los episodios de pensiones holandesas como los de LDI del Reino Unido tuvieron lugar tras picos extremos en la volatilidad de los mercados de deuda pública. Más recientemente, la volatilidad en los mercados de deuda pública estadounidense a corto plazo aumentó al nivel más alto desde la década de 1980. Todo esto sugiere que la calibración de las pruebas de resistencia de los tipos de interés utilizadas por los inversores para evaluar su resistencia a las perturbaciones en el mercado puede necesitar ser mucho más severa. Además, a diferencia de otros tipos de riesgos de liquidez a los que están expuestas las compañías de seguros y los fondos de pensiones (por ejemplo, lapsos masivos, siniestros vinculados a catástrofes), el riesgo de liquidez derivado del uso de estrategias LDI, derivados y repos puede materializarse en un horizonte a muy corto plazo (1 día). Esto sugiere la necesidad de adaptar el horizonte temporal de las pruebas de resistencia.

El FSB, en cooperación con los SSB, está trabajando en algunas de estas cuestiones como parte de su programa de trabajo NBFI. Esto incluye, por ejemplo, la labor de política para mejorar la preparación de liquidez de los participantes en el mercado y abordar las lagunas en la presentación de informes reglamentarios. Los desequilibrios de liquidez externa podrían abordarse estudiando cómo mejorar la resiliencia de la provisión de liquidez en los mercados de financiación básica en tiempos de tensión. Por ejemplo, como se señaló en el reciente informe del FSB sobre la liquidez en los principales mercados de bonos del gobierno, dicho trabajo podría incluir formas de aumentar la disponibilidad y el uso de la compensación centralizada para las transacciones de bonos del gobierno, efectivo y, especialmente, repos. El FSB y las SSB emprenderán más trabajo de política para mejorar la capacidad de las autoridades y los participantes del mercado para identificar y monitorear los riesgos del apalancamiento en NBFI y para contener el riesgo sistémico asociado con dicho apalancamiento, basándose en los hallazgos de este informe.