

## RECUADRO I.1

### LIQUIDEZ GLOBAL: DESARROLLOS Y RIESGOS

#### Introducción

Este recuadro documenta los factores por los cuales el riesgo de liquidez de mercado a nivel global podría ser acentuado, aun cuando la liquidez de financiamiento se observa alta y estable<sup>1/</sup>.

Específicamente, se analiza el mercado de renta fija —con mayor énfasis en EE.UU. dada su relevancia—, el cual desde el 2008 ha tenido un crecimiento sustancial. Este aumento fue acompañado de una disminución en la participación relativa de inversionistas que usualmente tienen un rol activo en la provisión de liquidez en el mercado secundario (bancos de inversión o *dealers*). Dichos cambios, en el actual contexto de bajas tasas de interés y volatilidad a nivel global, podrían propiciar una reducción mayor de la liquidez de mercado ante un evento de estrés, gatillando una corrección abrupta y generalizada de los precios de los activos financieros.

#### Desarrollos en el mercado de renta fija global *post-crisis* financiera

Desde el 2008, el mercado de renta fija en EE.UU. ha mostrado un fuerte crecimiento, particularmente de bonos corporativos (Shin, 2013; Feroli *et al.* 2014). Este crecimiento no fue acompañado de un aumento en los inventarios de bonos corporativos de los grandes intermediarios (*dealers*), quienes son los que proveen mayor liquidez al mercado secundario. Esta tendencia también se observó en otras economías, como por ejemplo, el Reino Unido (BOE, 2014). En tanto, los fondos mutuos y fondos indexados (ETF) han aumentado su tenencia de bonos corporativos<sup>2/</sup> (gráfico I.11) Así, el mercado de bonos corporativos muestra un menor ratio de *turnover* (CGFS, 2014)<sup>3/</sup>.

<sup>1/</sup> La liquidez de mercado de un activo es la facilidad con la que este es transado, mientras que la liquidez de financiamiento para un agente corresponde a la facilidad con la que este obtiene financiamiento (Brunnermeier y Pedersen, 2009). Bajo métricas tradicionales, como el *bid-ask spread*, tanto los instrumentos del tesoro estadounidense de corto plazo como de financiamiento con colateral (REPOs) se observan comprimidos, indicando alta liquidez (OFR, 2014).

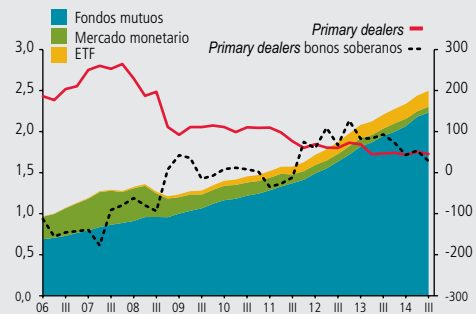
<sup>2/</sup> Si bien las compañías de seguros y fondos de pensiones tienen en conjunto un cuarto del monto vigente de bonos corporativos estadounidenses, las inversiones de fondos mutuos e ETFs han aumentado en 500% desde el 2008, concentrando la mitad de estos flujos en bonos *high-yield* (OFR, 2014).

<sup>3/</sup> De hecho, a partir de inteligencia de mercado, informes internacionales reportan que se observa una mayor concentración de las transacciones en los bonos más líquidos, y una creciente dificultad para realizar transacciones de gran tamaño de bonos corporativos (BIS, 2015).

GRÁFICO I.11

Tenencia de bonos estadounidenses corporativos y de soberanos por parte de *primary dealers*

(billones de dólares; miles de millones de dólares)



Fuentes: BIS (2015) y Reserva Federal de Nueva York.

Se observa también que las emisiones de menor tamaño y de peor rating crediticio se han concentrado cada vez más en manos de administradoras de fondos. Al mismo tiempo, los bonos más líquidos (soberanos y corporativos de mejor rating) se han concentrado en bancos y otros institucionales, situación que se ha denominado bifurcación de liquidez (BIS, 2015; OFR, 2013).

Uno de los riesgos asociados a este fenómeno de bifurcación es que los administradores de fondos no tienen la obligación de proveer liquidez o marcar precio, y usualmente transan volúmenes menores que los grandes institucionales. Así, en un evento de estrés, la posibilidad que tiene un inversionista de encontrar una contraparte para un bono *high-yield* a precio justo puede verse dificultada.

Se ha argumentado que el comportamiento de los bancos se explica en parte por cambios regulatorios implementados luego de la crisis financiera global del 2008 y 2009. Se limitaron las transacciones que estos pueden realizar por cuenta propia<sup>4/</sup> y

<sup>4/</sup> Regla de Volcker (ley Dodd Frank). De hecho, habría evidencia de que durante el período de estrés de mayo-junio 2013, la mayor volatilidad y aversión al riesgo desincentivó a los bancos a proveer liquidez al mercado, indicando una menor voluntad de asumir riesgos (Adrian *et al.*, 2013a; CGFS, 2014; BIS, 2015; BOE, 2014).



se aumentaron las exigencias de capitalización por tenencia de instrumentos riesgosos (Basilea III). La consecuente menor demanda por activos riesgosos también se observa por parte de compañías de seguros, y coincide asimismo con cambios regulatorios y nuevas convenciones contables (Solvencia II)<sup>5/</sup>.

### Ilusión de liquidez

Como se mencionó en el capítulo I, el prolongado período de baja volatilidad y alta liquidez de financiamiento, en un contexto de programas de política monetaria no convencional en economías desarrolladas, promueven la mayor toma de riesgo e incentivan el endeudamiento. Ante la expectativa de que estas condiciones se mantengan, se incuban riesgos que aumentan la probabilidad de mayor volatilidad a futuro y una eventual corrección severa de liquidez (BIS, 2014)<sup>6/</sup>.

Dos elementos adicionales alimentan la percepción de liquidez. Primero, la posibilidad de retiro en muy corto plazo que ofrecen los fondos y segundo el mayor uso de transacciones automatizadas realizadas a alta frecuencia. Estas permiten la realización inmediata de la transacción en tiempos normales, pero podrían exacerbar cambios de precios en momentos de estrés.

En la práctica, los cambios en la estructura de mercado recién descrita, sumado a una corrección inesperada de la baja volatilidad, pueden llevar a que no exista una contraparte para la transacción automatizada, y por la naturaleza de estas, las revisiones de precios se gatillen de forma mucho más rápida. Por los mismos motivos, la promesa de liquidez inmediata de los fondos puede verse imposibilitada, transfiriendo así el riesgo a los inversionistas (CGFS, 2014).

<sup>5/</sup> Ver BIS (2011) para detalle de Solvencia II, que es un marco similar al de Basilea para bancos. Las nuevas regulaciones también han causado que la demanda por bonos de alta calidad (gobierno) por parte de las compañías de seguros sea más procíclica. Por ejemplo, una caída fuerte en el valor de sus activos reduce el ratio de solvencia de la compañía, y si no puede levantar capital, estará forzada a vender acciones y comprar deuda de gobierno (que tiene cero requerimientos de capital). Este rebalaceo puede desestabilizar a los mercados, reforzando a la baja los precios de acciones y al alza la de los bonos (Turner, 2011).

<sup>6/</sup> El riesgo de volatilidad se puede incubar a través de dos vías: (i) la baja volatilidad motiva mayor apalancamiento (porque matemáticamente genera un efecto diminutivo de medidas de manejo/toma de riesgo como el *Value-at-risk* o *Sharpe Ratios*); y (ii) el comportamiento manada/colectivo, característico en contextos de euforia financiera, generan la ilusión que las condiciones financieras continuarán favorables.

### Riesgos para Chile

La prociclicidad en el comportamiento de los administradores de fondos es un riesgo para las economías emergentes, dado que han absorbido una parte importante de las emisiones en el exterior (Shin, 2013). Cambios repentinos de asignación de sus portafolios (*search for safety*) pueden impactar los flujos de capitales.

Actualmente, la tenencia observada<sup>7/</sup> de bonos chilenos emitidos en el exterior está en parte importante en portafolios de compañías de seguros. Con todo, esta ha disminuido en los últimos años, lo que podría sugerir una orientación hacia inversionistas con estrategias de inversión más opacas, como por ejemplo, *hedge-funds*<sup>8/</sup>.

<sup>7/</sup> Aquella reportada por inversionistas que tienen la obligación de reportar a la Securities and Exchange Commission.

<sup>8/</sup> Los *hedge-funds* no tienen obligación de reportar, y al ser apalancados, podrían comportarse de forma más procíclica (Claro y Moreno, 2015).