

## ¿Está quebrado el mercado de activos más importante del mundo?

*Los reguladores han propuesto cambios radicales en la forma en que se negocian los bonos del Tesoro, para consternación de los inversores.*

3 de diciembre de 2023



IMAGEN: GETTY IMAGES

En 1790 las finanzas de Estados Unidos se encontraban en un estado precario: los costos del servicio de la deuda eran superiores a los ingresos y los bonos gubernamentales se cotizaban a 20 centavos por dólar. Alexander Hamilton, el primer secretario del Tesoro del país, quería un mercado profundo y líquido para la deuda pública segura. Entendió la importancia de la confianza de los inversores, por lo que propuso honrar todas las deudas, incluidas las de los estados, y ofrecer canjear la deuda antigua, a la par, por nuevos bonos con una tasa de interés más baja. Esto fue controvertido. ¿No deberían pagarse menos a los especuladores que adquirieron deuda barata en los mercados secundarios? Sin embargo, Hamilton no se dejó convencer: “Cuando el crédito de un país es en algún grado cuestionable, nunca deja de otorgar una prima extravagante, de una forma u otra, a todos los préstamos que tiene ocasión de hacer”.

Más de dos siglos después, los políticos estadounidenses están ocupados socavando los principios de Hamilton. [La arriesgada política del techo de deuda](#) ha empujado a Estados Unidos hacia un default técnico. El aumento de las tasas de interés y [el gasto incontinente](#) han hecho que la deuda se dispare: el stock total del país asciende ahora a

26,6 billones de dólares (96% del pib), frente a 12,2 billones de dólares (71% del pib ) en 2013. [Los costos de los servicios](#) representan una quinta parte del gasto público. . A medida que la Reserva Federal reduce sus tenencias de bonos del Tesoro bajo un ajuste cuantitativo y la emisión crece, los inversores deben absorber cantidades cada vez mayores de bonos.

Todo esto está poniendo a prueba un mercado que ha funcionado espantosamente en el pasado. Los bonos del gobierno estadounidense son la base de las finanzas globales: sus rendimientos son las tasas “libres de riesgo” en las que se basan todos los precios de los activos. Sin embargo, esos rendimientos se han vuelto extremadamente volátiles y las medidas de liquidez del mercado parecen escasas. En este contexto, los reguladores se preocupan por la creciente actividad en el mercado del Tesoro llevada a cabo por fondos de cobertura apalancados, en lugar de actores menos riesgosos, como los bancos centrales extranjeros. Una “caída repentina” en 2014 y un aumento de las tasas en el mercado de “repo”, donde los bonos del Tesoro se pueden canjear por efectivo, en 2019, encendieron las alarmas por primera vez. Luego, el mercado de bonos del Tesoro se vio abrumado por las ventas de liquidación en 2020, cuando los tenedores a largo plazo corrieron en busca de efectivo, antes de que interviniera la Reserva Federal. En noviembre, un ciberataque al icbc , un banco chino, interrumpió la liquidación de bonos del Tesoro durante días.

Los reguladores y los políticos quieren encontrar una manera de minimizar la posibilidad de que se produzcan más contratiempos. En 2021 se implementaron nuevas facilidades para los mercados de repos, a través de las cuales la Reserva Federal puede realizar transacciones directamente con el sector privado. Los informes semanales para los participantes del mercado sobre el comercio secundario han sido reemplazados por actualizaciones diarias más detalladas, y el Tesoro está considerando publicar más datos. para el publico. Pero estos violines palidecen en comparación con las reformas propuestas por la [Comisión de Bolsa y Valores](#) ( sec ), el principal regulador financiero de Estados Unidos, que se esbozaron a finales de 2022. La sec ha invitado a comentar sobre estos planes; puede comenzar a implementarlas a partir de principios del próximo año.

El resultado han sido feroces disputas sobre el alcance y las causas de los problemas en el mercado del Tesoro y hasta dónde deberían llegar los reguladores para repararlos. Una revisión radical del comercio de bonos del Tesoro conlleva sus propios riesgos. Los críticos dicen que los cambios propuestos aumentarán innecesariamente los costos para el Tesoro. ¿Tienen algo de razón?

## **Reparación de repositorio**

El mercado de bonos del Tesoro moderno es una red de complejidad alucinante. Afecta a casi todas las instituciones financieras. El Tesoro emite letras a corto plazo y bonos a largo plazo, algunos de los cuales pagan cupones o están vinculados a la inflación. Se venden a “distribuidores primarios” (bancos y corredores de bolsa) en subastas. Luego, los intermediarios los venden a sus clientes: inversores extranjeros, fondos de cobertura, fondos de pensiones, empresas y proveedores de fondos del mercado monetario. Muchos compradores recaudan dinero para comprar bonos del Tesoro utilizando el mercado de repos a un día, donde los bonos se pueden canjear por efectivo. En los mercados secundarios, los operadores de alta frecuencia suelen

relacionar a compradores y vendedores mediante algoritmos. Los participantes, en particular los grandes administradores de activos, a menudo prefieren comprar futuros del Tesoro (contratos que pagan al tenedor el valor de un Tesoro específico en una fecha acordada), ya que requiere menos efectivo por adelantado que comprar un bono directamente. Cada eslabón de la cadena es una vulnerabilidad potencial.

La más importante de las propuestas de la sec es ordenar la compensación central, según la cual las operaciones en los mercados del Tesoro y de repos pasarían a través de una contraparte central, en lugar de ocurrir de forma bilateral. La contraparte sería un comprador para cada vendedor y un vendedor para cada comprador. Esto haría que las posiciones de mercado fueran más transparentes, eliminaría el riesgo de contraparte bilateral y marcaría el comienzo de una estructura de mercado de “todos para todos”, lo que aliviaría la presión sobre los operadores para intermediar operaciones. Nate Wuerffel, de bny Mellon, un banco de inversión, ha escrito que las reglas de compensación central se implementarán relativamente pronto.

Sin embargo, la propuesta más controvertida de la sec se refiere al llamado comercio de base que vincula el mercado de bonos del Tesoro con el mercado de futuros. Al comprar un contrato de futuros, los inversores sólo necesitan publicar un "margen inicial", que representa una fracción del valor nominal del Tesoro. Esto suele ser más fácil para los administradores de activos que financiar la compra de un bono a través del mercado de repos, que está más estrictamente regulado. Como tal, puede haber un arbitraje entre los mercados de efectivo y de futuros para los bonos del Tesoro. Los fondos de cobertura se quedarán cortos, venderán un contrato para entregar un Tesoro en el mercado de futuros y luego comprarán ese Tesoro en el mercado de efectivo. Luego, a menudo reposan el Tesoro a cambio de efectivo, que utilizan como capital para realizar cada vez más operaciones básicas. En algunos casos, los fondos aparentemente enjuagan y repiten esto hasta el punto de terminar apalancados 50 a uno respecto de su capital inicial.

En la mayoría de los casos, esta operación tiene un riesgo bastante bajo. Pero en tiempos de tensión en el mercado, como en 2020, cuando los precios de los bonos del Tesoro oscilaron enormemente, las bolsas de futuros solicitarán más margen a los fondos de cobertura. Si los fondos no pueden acceder al efectivo rápidamente, a veces deben cerrar sus posiciones, lo que provoca ventas urgentes. La liquidación de las operaciones de base en 2020 puede haber exacerbado la volatilidad del mercado. Por lo tanto, la sec ha propuesto que los fondos de cobertura que son particularmente activos en el mercado del Tesoro sean designados como corredores de bolsa y obligados a cumplir con regulaciones más estrictas, en lugar de los simples requisitos de divulgación a los que se enfrentan actualmente. También está considerando nuevas reglas que limitarían el apalancamiento total al que pueden acceder los fondos de cobertura de los bancos.

Esto ha enfurecido a quienes ganan dinero con la maniobra. En octubre, Ken Griffin, jefe de Citadel, el fondo de cobertura más rentable del mundo, argumentó que el regulador simplemente estaba “buscando un problema”. Señaló que el comercio de base reduce los costos de financiación para el Tesoro al permitir que la demanda en el mercado de futuros haga bajar los precios en el mercado al contado.

¿Se mantendrán firmes las autoridades? En una señal de opiniones divergentes entre la sec y el Tesoro, Nellie Liang, subsecretaria del Ministerio de Finanzas, sugirió recientemente que el mercado puede no estar funcionando tan mal como se cree comúnmente, y que sus fallas pueden reflejar circunstancias difíciles más que estructuras. problemas. Después de todo, la liquidez del mercado y la volatilidad de las tasas se retroalimentan. La poca liquidez a menudo fomenta una mayor volatilidad de las tasas, porque incluso una operación pequeña puede mover los precios, y una alta volatilidad también hace que la liquidez caiga, ya que se vuelve más riesgoso crear mercados.

Además, la alta volatilidad puede ser causada por acontecimientos más amplios, como ha sido el caso en los últimos años, que han sido inusualmente animados. No es nada seguro que los períodos de tensión extrema, como marzo de 2020 o el caos causado en el mercado británico de bonos cuando explotaron las apuestas en derivados realizadas por los fondos de pensiones, pudieran evitarse con una estructura de mercado alternativa.

Además de las propuestas de la sec , el Tesoro está trabajando en sus propias medidas para mejorar el funcionamiento del mercado. Estos incluyen la recopilación de datos y la transparencia, y el inicio de recompras. Las recompras implicarían que el Tesoro compre emisiones más antiguas y menos líquidas (digamos, bonos a diez años emitidos hace seis meses) a cambio de bonos nuevos y más líquidos a diez años, lo que se espera que comience a hacer a partir de 2024. El Tesoro ha reconocido que Las prácticas de apalancamiento, que hacen posible el comercio de base, justifican una investigación, pero la señora Liang también ha dicho que el comercio de base tiene ventajas, como una mayor liquidez.

Hamilton, el padre del mercado del Tesoro, no podría haber imaginado la vasta red de instituciones que componen su versión moderna. Sin embargo, apreciaba mucho el papel de los especuladores, que intervenían para comprar bonos del Tesoro cuando los tenedores de bonos perdían la fe o necesitaban efectivo. Le habrían preocupado mucho más los políticos tirando los dados sobre el impago y el creciente volumen de deuda que los intermediarios entusiastas. Aunque muchas de las sugerencias de sus sucesores cuentan con un amplio apoyo (como las recompras y la compensación central), harían bien en recordar su aversión a desairar a quienes desean comerciar.

<https://www.economist.com/finance-and-economics/2023/12/03/is-the-worlds-most-important-asset-market-broken>