

Artículos

1 Los datos de las operaciones con derivados y su uso en los análisis de los bancos centrales

Lena Boneva, Benjamin Böninghausen, Linda Fache Rousová y Elisa Letizia

Algunos bancos centrales, entre ellos el BCE, han empezado a disponer recientemente de datos de las operaciones con derivados, que han abierto nuevas vías de análisis. Estos datos, recopilados como resultado de las reformas del mercado de derivados extrabursátiles (OTC, por sus siglas en inglés) concebidas principalmente para hacer frente al riesgo sistémico, tienen numerosas aplicaciones más allá del ámbito de la estabilidad financiera.

En este artículo se presentan dos de estas aplicaciones y se muestra cómo los datos recopilados con arreglo al Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR, por sus siglas en inglés) pueden emplearse para comprender mejor dos segmentos del mercado de derivados —el de derivados de tipos de interés y el de *swaps* de inflación— que son de particular importancia para el análisis que realizan los bancos centrales.

Por lo que respecta al mercado de derivados de tipos de interés, en el artículo se muestra cómo las expectativas de los inversores sobre los tipos de interés pueden inferirse mediante «indicadores de posicionamiento» que siguen la evolución de las posiciones que un grupo de «inversores informados» toman en el mercado anticipándose a los movimientos futuros de los tipos de interés. Estos indicadores cuantitativos pueden servir para complementar otros indicadores más consolidados de expectativas de tipos de interés, como los tipos *forward* o los indicadores de opinión o procedentes de encuestas.

En cuanto a los mercados de *swaps* de inflación de la zona del euro, el artículo parte del hecho de que los datos obtenidos de conformidad con el EMIR permiten realizar, por primera vez, un análisis sistemático de la actividad de negociación en estos mercados, que puede proporcionar información valiosa y oportuna sobre las expectativas de inflación de los inversores. En el artículo se ponen de relieve algunas características estructurales de la actividad de estos mercados y se consideran sus posibles implicaciones para el seguimiento de los indicadores de mercado de la compensación por inflación.

Introducción

A raíz de la caída de Lehman Brothers y de la crisis que llevó a AIG al borde de la quiebra en 2008, se ha reconocido que los derivados OTC actuaron como amplificadores de la crisis financiera global. Como respuesta, en la cumbre

celebrada en Pittsburgh en septiembre de 2009, los líderes del G-20 se comprometieron a reformar los mercados de derivados OTC, con el fin de aumentar su transparencia, prevenir conductas de abuso de mercado y reducir los riesgos sistémicos. En Europa, esta iniciativa se formalizó en 2012 en el Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado. El EMIR exige a las entidades que suscriban un contrato de derivados el cumplimiento de varios requisitos, como la aplicación de normas de gestión del riesgo, la compensación de determinados contratos a través de entidades de contrapartida central (ECC), y la obligación de presentar información³⁹.

Aunque las reformas de los mercados de derivados OTC se diseñaron principalmente con el objetivo de reducir el riesgo sistémico, los datos recopilados con arreglo al EMIR pueden utilizarse en el análisis que realizan los bancos centrales más allá del ámbito de la estabilidad financiera⁴⁰. Tras una breve introducción a los datos obtenidos de conformidad con el EMIR (sección 2), en el artículo se presentan dos ejemplos de sus aplicaciones. En primer lugar, se muestra que los datos sobre derivados de tipos de interés obtenidos de acuerdo con el EMIR pueden emplearse para evaluar las expectativas de los inversores sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales (sección 3). Esto se basa en la premisa de que, si los inversores esperan que los tipos de interés se sitúen en niveles más bajos en el futuro, se posicionarán comprando más contratos (de los que venden), por lo que se beneficiarán de los tipos más reducidos. Por tanto, puede considerarse que los «indicadores de posicionamiento» calculados a partir de esta base captan la consistencia de las expectativas de los inversores informados y pueden servir para complementar otros indicadores de expectativas de tipos de interés, como los tipos *forward* o los indicadores de opinión. En segundo lugar, se examinan los patrones estructurales de la actividad en los mercados de swaps de inflación de la zona del euro (sección 4), se describen los contratos más importantes y las contrapartes que operan en esos mercados, y se extraen algunas conclusiones para el seguimiento por parte del BCE de los indicadores de mercado de la compensación por inflación, en particular en lo que respecta al contenido informativo a distintos plazos. Ambas aplicaciones demuestran el amplio potencial de uso de los datos obtenidos con arreglo al EMIR en el análisis que realizan los bancos centrales.

³⁹ Para una descripción detallada de las reformas de los mercados de derivados OTC, véase el artículo titulado «*Looking back at OTC derivative reforms - objectives, progress and gaps*», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2016.

⁴⁰ Para conocer ejemplos de cómo se utilizan los datos obtenidos con arreglo al EMIR en el contexto de la estabilidad financiera, véanse, por ejemplo, J. Abad *et al.*, «Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset», *ESRB Occasional Paper Series*, n.º 11, Junta Europea de Riesgo Sistémico, 2016; P. Hoffmann, S. Langfield, F. Pierobon y G. Vuillemey, «Who bears interest rate risk», *Working Paper Series*, n.º 2176, BCE, 2018; S. Dalla Fontana, M. Holz auf der Heide, L. Pelizzon y M. Scheicher, «The anatomy of the euro area interest rate swap market», *Working Paper Series*, n.º 2242, BCE, septiembre de 2018; S. Rosati y F. Vacirca, «Interdependencies in the euro area derivatives clearing network: A multi-layer network approach», de próxima publicación en *Journal of Network Theory in Finance*; E. Benos, R. Payne y M. Vasios, «Centralized Trading, Transparency and Interest Rate Swap Market Liquidity: Evidence from the Implementation of the Dodd-Frank Act», de próxima publicación en *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Conclusiones

En este artículo se muestra cómo los datos obtenidos con arreglo al EMIR pueden utilizarse en análisis más allá del ámbito de la estabilidad financiera.

Se presentan ejemplos basados en dos segmentos del mercado de derivados —el de derivados de tipos de interés y el de swaps de inflación— que son de particular importancia para el análisis que realizan los bancos centrales.

El primer ejemplo sirve para ilustrar cómo los datos recopilados de conformidad con el EMIR pueden ayudar a inferir las expectativas de los inversores sobre los tipos de interés futuros. Los indicadores de posicionamiento siguen la evolución de las posiciones que un grupo de «inversores informados» toman en el mercado de futuros anticipándose a los movimientos futuros de los tipos de interés. Estos indicadores cuantitativos pueden servir para complementar otros indicadores más consolidados sobre las expectativas de tipos de interés, como los tipos *forward* o los indicadores de opinión. Aunque este artículo ofrece las primeras intuiciones extraídas de estos indicadores cuantitativos, nuevos análisis de los datos pueden contribuir a mejorar los indicadores y a arrojar más luz sobre la información incluida en los tipos *forward*, especialmente en situaciones en las que las señales procedentes de los indicadores de posicionamiento y de los basados en precios no son totalmente coherentes.

El segundo ejemplo muestra cómo los datos recopilados de conformidad con el EMIR permiten realizar por primera vez un análisis sistemático de la actividad de negociación en los mercados de swaps de inflación de la zona del euro. En este ejemplo se ponen de relieve varias características estructurales de estos mercados, que pueden proporcionar información valiosa y oportuna sobre las perspectivas de inflación de los inversores. En general, los resultados corroboran la idea de que estos datos permiten complementar y ayudar a contrastar la información de carácter más cualitativo sobre su actividad obtenida en los mercados. Por ejemplo, los datos pueden facilitar la valoración del contenido informativo de los tipos de los swaps de inflación, tanto a distintos plazos como sobre la base de la actividad relativa de los distintos tipos de inversores. Por tanto, los datos se consideran una importante aportación al conjunto de herramientas analíticas del BCE.

Pese a que el uso de estos big data obtenidos con arreglo al EMIR plantea muchos retos, el BCE y otros bancos centrales los utilizan cada vez más. La creciente importancia de los análisis basados en estos datos pone en evidencia los beneficios para las autoridades reguladoras derivados de la presentación de datos de conformidad con el EMIR como parte de las medidas para incrementar la transparencia en el mercado de derivados OTC.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

2

La taxonomía de los instrumentos del BCE para la supervisión bancaria

Rinke Bax y Andreas Witte

Introducción

En el Boletín Mensual del BCE de noviembre de 1999 se publicó un artículo sobre los instrumentos jurídicos del Banco Central Europeo (BCE). Desde que en 2014 le fue encomendada la supervisión de las entidades de crédito, el BCE ha adoptado una amplia variedad de nuevos instrumentos jurídicos y no jurídicos en el contexto de la supervisión prudencial. Las facultades de supervisión le han sido otorgadas en el Reglamento del MUS⁴¹, que le atribuye competencias exclusivas para ejercerlas en relación con todas las entidades de crédito y establece tipos concretos de actos jurídicos que puede adoptar para desempeñar las tareas encomendadas. Además, en dicho Reglamento se estipula que el BCE debe ejercer sus funciones de supervisión con independencia de las de política monetaria. En este artículo se describen los instrumentos adoptados en los últimos años por el BCE en su papel de supervisor bancario.

La supervisión de las entidades de crédito conlleva cambios en su situación jurídica por ejemplo, como resultado de la imposición de medidas supervisoras que son de obligado cumplimiento o de la concesión de una autorización a una entidad para llevar a cabo actuaciones que de otra manera no podría iniciar. Estos cambios en la situación jurídica solo pueden implementarse por medio de un instrumento jurídico vinculante. A estos efectos, el Derecho primario (principalmente, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y los Estatutos del SEBC) y el Derecho secundario (fundamentalmente, el Reglamento del MUS) ofrecen una gran variedad de instrumentos (algunos considerados actos jurídicos) que el BCE puede adoptar como herramientas para desempeñar sus funciones de supervisión.

No obstante, en muchos casos, para el BCE —o para cualquier otra autoridad de supervisión— puede ser de utilidad elaborar instrumentos que no sean actos jurídicos vinculantes. Dichos instrumentos pueden utilizarse, por ejemplo, para comunicar al público la postura del BCE sobre una cuestión de política o para proporcionar orientaciones sobre cómo tiene previsto utilizar sus competencias supervisoras en el futuro.

Por tanto, el BCE cuenta con diversos instrumentos que puede utilizar en el ámbito de la supervisión, lo que refleja la variedad relativamente amplia de actividades supervisoras que lleva a cabo. Los distintos tipos de instrumentos sirven para objetivos diferentes. En este artículo se intenta poner un poco de

⁴¹ Reglamento (UE) nº 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito (DO L 287 de 29.10.2013, p. 63).

orden en esta multitud de instrumentos y describir sus implicaciones jurídicas. En la sección 2 se analizan actos jurídicos de carácter vinculante, mientras que en la sección 3 se abordan, a grandes rasgos, instrumentos que no son de carácter vinculante y otros instrumentos, algunos de los cuales se consideran actos jurídicos pese a no ser vinculantes. En la sección 4 se estudian las dificultades para distinguir entre estas dos categorías, que no siempre es una tarea sencilla, y en la sección 5 se presentan algunas conclusiones generales a modo de resumen.

Conclusiones

El BCE puede adoptar una amplia variedad de instrumentos jurídicos en el ejercicio de sus funciones de supervisión, y también publica periódicamente actos no jurídicos para aclarar su postura.

El BCE puede formular distintos actos jurídicos vinculantes para ejercer sus competencias y su discrecionalidad supervisoras. El BCE tiene atribuidas ciertas potestades normativas para desempeñar sus funciones de supervisión, pero solo le está permitido ejercerlas en el ámbito encomendado por el legislador; no puede formular actos jurídicos para modificar o desviarse del código normativo único (Single Rulebook) ni promulgar nueva legislación en forma de reglamentos de aplicación general. No obstante, al adoptar actos o instrumentos jurídicos, o al divulgar documentos, el BCE puede limitar su discrecionalidad de acuerdo con el principio de compromiso voluntario. Por otro lado, al BCE se le ha encomendado la tarea de elaborar decisiones de supervisión dirigidas a entidades de crédito concretas, y lo hace de forma continuada. Asimismo, el BCE ha formulado decisiones sin destinatarios específicos, principalmente para organizar mejor el funcionamiento del MUS. El BCE también puede emitir actos jurídicos no vinculantes, que son, sobre todo, recomendaciones dirigidas a las entidades de crédito y a las autoridades nacionales competentes (ANC).

Una herramienta importante para los supervisores bancarios, y también para el BCE en el ejercicio de sus funciones de supervisión, es la divulgación de documentos de política supervisora no vinculantes en los que se aporte transparencia a las entidades de crédito sobre las prácticas y las expectativas supervisoras. Estos documentos de política supervisora no son actos jurídicos y, por tanto, deben diferenciarse de las recomendaciones. El BCE ha publicado muchos de estos documentos en su sitio web, y se espera que continúe utilizando esta herramienta útil y práctica. Habida cuenta de que la línea que separa la adopción de normas de aplicación general, por un lado, y la transparencia sobre la aplicación coherente del Derecho de la Unión pertinente y sobre la igualdad de trato, por otra, puede ser muy fina, el BCE debe dar la debida consideración a las limitaciones de esos documentos y realizar esfuerzos adecuados para dejar claro que sus posturas no son vinculantes. No debe dar la impresión de que los documentos de política supervisora contienen normas de aplicación general, ni en el título ni en el contenido, dado que es el contenido de un documento —y no el nombre— lo que determina su efecto jurídico y si puede ser recurrido.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)