

Informe Trimestral del BPI

Diciembre de 2004

Resumen de los Artículos Monográficos

El riesgo-país desde nuevas perspectivas¹

Desde un marco unificado, examinamos tres perspectivas recientes del riesgo-país: la intolerancia a la deuda, el pecado original y la discordancia de divisas. Hallamos de este modo pruebas estadísticas que corroboran diferentes aspectos de estas tres perspectivas, si bien la contundencia de dichas conclusiones varía considerablemente según las hipótesis, al tiempo que quedan por resolver otras cuestiones. Nuestras conclusiones coinciden en que la clave para gestionar adecuadamente el riesgo-país radica en unas políticas macroeconómicas y estructurales adecuadas a escala nacional.

Clasificación JEL: F30, G15

En los últimos años, han ido cobrando importancia nuevas perspectivas a la hora de analizar el riesgo-país, a las que se ha denominado “intolerancia a la deuda”, “pecado original” y “discordancia de divisas”. La primera de ellas, intolerancia a la deuda, arguye que la relación entre deuda y riesgo-país es menos favorable para aquellos países con un pasado de mala gestión económica. Por su parte, la teoría del pecado original defiende que los países que tienen más dificultades para conseguir financiación en su propia moneda presentarían más riesgos intrínsecos. Por último, la perspectiva de la discordancia de divisas apunta a que aquellos países cuya riqueza neta es más sensible a las depreciaciones cambiarias soportarían costes más elevados en momentos de crisis.

Si bien estos modelos son independientes, no se excluyen mutuamente. Al mismo tiempo, apenas se ha comenzado a comprobar de manera sistemática sus implicaciones. El presente artículo monográfico va más allá, partiendo de la base de una medida del riesgo-país ampliamente utilizada, a saber, las calificaciones soberanas concedidas por las principales agencias de calificación crediticia.

A partir de ahí, mejoramos las comprobaciones existentes de las nuevas perspectivas del riesgo-país en dos sentidos. En primer lugar, utilizamos un modelo de referencia mejorado para los determinantes de las calificaciones, consiguiendo así tener más en cuenta el resto de factores que influyen en el

¹ Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no coinciden necesariamente con las del BPI. Nos gustaría agradecer la inestimable contribución investigadora de Arturo Macías y Jhuvesh Sobrun.

riesgo-país, lo que a su vez nos permitirá identificar cómo influyen por su parte la intolerancia a la deuda, el pecado original y las discordancias de divisas en la calidad crediticia de un país. En segundo lugar, utilizamos datos de mejor calidad, lo que nos permite ampliar y mejorar las estimaciones de pecado original y discordancia de divisas. En concreto, nos apoyamos más en las estadísticas sobre el mercado bancario, de valores y de derivados recopiladas por el Banco de Pagos Internacionales (BPI).

Nuestros resultados corroboran la hipótesis de que las tres perspectivas citadas influyen a la hora de explicar el riesgo-país, incluso cuando se incluye una amplia gama de factores adicionales. En gran medida, las variables identificadas con cada una de estas perspectivas permiten predecir desde un punto de vista estadísticamente significativo las regresiones de calificaciones, mientras que su importancia económica es, en algunos casos, menor de lo que sugieren estudios anteriores e inferior a la de otras variables económicas y estructurales más estándar. A nuestro parecer, los resultados estadísticos de nuestro estudio coinciden en que la clave para gestionar el riesgo-país radica en unas sólidas políticas estructurales y macroeconómicas internas.

En la primera sección, analizamos brevemente las mencionadas perspectivas sobre el riesgo-país. En la segunda, establecemos el marco utilizado para comprobar las diferentes hipótesis y lo contrastamos con trabajos anteriores. A continuación, presentamos y analizamos los resultados empíricos y por último, en nuestra conclusión especificamos algunas salvedades y recomendamos ámbitos donde profundizar más en esta materia.

Aumento de la actividad con divisas: explicación a través de la encuesta trienal de 2004²

La encuesta trienal de 2004 muestra un aumento de la actividad tradicional con divisas, que podría haber estado motivada por las estrategias de carry trade (basadas en la especulación) y las de momentum (que consisten en seguir la dinámica de los precios de los activos para identificar oportunidades de batir las expectativas de revalorización del mercado) por parte de inversionistas institucionales y agentes apalancados, movidos en gran medida por una búsqueda global de rentabilidad.

Clasificación JEL: F31, C42.

La Encuesta Trienal de Bancos Centrales sobre el Mercado de Divisas y Derivados realizada en 2004 señala un repunte de la actividad en los mercados tradicionales de divisas³. En abril de 2004, el volumen de negociación medio ascendió a 1,9 billones de dólares, lo que supone un aumento del 57% a tipos de cambio actuales y del 36% a tipos de cambio constantes⁴. Dicho aumento contrarresta con creces el descenso de actividad que se produjo entre 1998 y 2001⁵.

El volumen de negociación creció entre los distintos instrumentos y tipos de contraparte. La actividad de entidades bancarias con clientes financieros aumentó considerablemente, con lo que se incrementó su porcentaje en el volumen total desde el 28% al 33%⁶, al igual que ocurrió con la actividad

² Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no coinciden necesariamente con las del BPI o las de *Arizona State University*. Nos gustaría agradecer las labores de investigación con las que han contribuido Paola Gallardo, Andrew Jameson, Michela Scatigna, Jhuvesh Sobrun y Karsten von Kleist.

³ La encuesta se realizó en abril de 2004 entre 52 bancos centrales y autoridades monetarias. En ella se recogen datos sobre el volumen de negociación en los mercados tradicionales de divisas (contado, a plazo y swaps de divisas) así como la actividad extrabursátil con derivados sobre divisas y sobre tipos de interés.

⁴ La considerable depreciación del dólar entre 2001 y principios de 2004 explica la gran diferencia entre el volumen de negociación a tipos de interés constantes y actuales.

⁵ La mayoría de los mercados había anticipado un aumento de la actividad (véase el 74º Informe Anual del BPI de 2004).

⁶ La encuesta trienal recoge estadísticas de las entidades declarantes al BPI, no de grupos bancarios.

interbancaria entre 2001 y 2004, aunque su contribución al total pasó del 59% en 2001 al 53% en 2004, muy por debajo del 64% alcanzado a mediados de la década de los 90. Por su parte, la actividad de los bancos con sus clientes no financieros aumentó ligeramente hasta el 14%⁷.

Algunos de los factores que en el pasado influyeron en las oscilaciones del volumen de negociación continúan siendo relevantes en la actualidad, si bien han entrado en juego nuevos factores que resultan más determinantes a la hora de explicar el reciente aumento de la actividad. Entre 1998 y 2001, el mercado cambiario experimentó un profundo descenso de sus niveles de actividad, a la que sin duda contribuyeron la introducción del euro, la consolidación del sector bancario, la expansión de la negociación electrónica, las fusiones corporativas y los acontecimientos de 1998, caracterizados por una mayor aversión al riesgo y un descenso generalizado de liquidez. Algunas de estas tendencias persisten en la actualidad, como son la consolidación de la banca y el desarrollo de la intermediación electrónica, si bien ahora se consideran menos relevantes que en 2001⁸.

El aumento de la actividad entre 2001 y 2004 es probable que se debiera a una serie de factores relacionados. En primer lugar, la presencia de tendencias bien diferenciadas y de una mayor volatilidad en los mercados cambiarios favorecieron las inversiones en aquellas divisas que mostraron una tendencia alcista persistente. También hay que destacar un aumento de las operaciones de cobertura, lo que favoreció aún más la contratación de divisas. En segundo lugar, los diferenciales entre tipos de interés fomentaron inversiones en divisas de alto rendimiento, financiadas mediante posiciones cortas en otras monedas con menor remuneración, sobre todo cuando las monedas adquiridas, como el dólar de Australia, tendieron a apreciarse frente a las monedas de compra, como el dólar de Estados Unidos. Estas estrategias repercutieron a su vez en el precio de las divisas y fomentaron secuencias u oscilaciones cambiarias prolongadas. Asimismo, en un contexto de búsqueda generalizada de rentabilidades, los llamados "*real money managers*"⁹, así como los inversionistas apalancados, se mostraron cada vez más interesados en las divisas como alternativa a la renta fija y variable. Este artículo monográfico analiza minuciosamente la influencia de dichos factores.

⁷ Aunque el volumen total y las partes contratantes han cambiado sustancialmente, la composición de divisas y la distribución geográfica han permanecido estables.

⁸ Por ejemplo, la cuota de mercado que representa la negociación electrónica parece estable desde la encuesta de 2001.

⁹ El término "*real money managers*" hace referencia a inversionistas que aportan capital propio, como pueden ser los fondos de pensiones, compañías de seguro y tesorías corporativas. Los inversionistas apalancados, como los fondos de cobertura (*hedge funds*) invierten con dinero en su mayoría prestado.

El mercado de préstamos sindicados: estructura, desarrollo e implicaciones¹⁰

El mercado de préstamos sindicados permite distribuir el riesgo de un modo más eficiente desde el punto de vista geográfico e institucional. Los grandes bancos estadounidenses y europeos originan préstamos destinados a países emergentes, que asignan después a bancos locales. Por su parte, los bancos de la zona del euro han ampliado su actividad paneuropea, al tiempo que han encontrado financiación fuera de su territorio.

Clasificación JEL: G100, G200.

Los préstamos sindicados consisten en créditos concedidos por un grupo de bancos a un mismo prestatario. Se trata de instrumentos híbridos en los que se entremezclan aspectos de una relación crediticia con características de la deuda negociada en los mercados, ya que permiten compartir el riesgo de crédito entre diversas instituciones financieras, soslayando los requisitos de divulgación y marketing que implica la emisión de bonos. Los créditos sindicados suponen una fuente importante de financiación internacional, cuya suscripción a escala internacional representa al menos un tercio del total de la financiación mundial, incluidos bonos, efectos comerciales y emisiones de renta variable.

El presente artículo monográfico repasa la evolución de este mercado cada vez más internacional y describe su funcionamiento, en especial sus partícipes, sus mecanismos para la fijación de precios, su creación en el mercado primario y su negociación secundaria. Asimismo, analiza el grado de integración geográfica de este mercado, para descubrir que los grandes bancos estadounidenses y europeos originan préstamos destinados a países emergentes, que asignan después a bancos locales. Por su parte, los bancos de la zona del euro han ampliado su actividad paneuropea, al tiempo que han encontrado financiación fuera de su territorio.

¹⁰ Las opiniones expresadas en este artículo son las de su autor y no coinciden necesariamente con las del BPI. Me gustaría agradecer los comentarios de Claudio Borio, Már Gudmundsson, Eli Remolona y Kostas Tsatsaronis, la ayuda de Denis Pêtre en la programación de la base de datos y la excelente labor de investigación de Angelika Donaubauer.

Características del riesgo de crédito en la financiación de proyectos¹¹

Con la modalidad de project finance (un tipo de financiación basado en la capacidad del propio proyecto de generar recursos suficientes para devolver el capital invertido), el riesgo de crédito suele ser relativamente elevado al inicio del proyecto, para ir disminuyendo a continuación conforme éste avanza. Así pues, los préstamos a largo plazo serían más baratos que los créditos a corto plazo.

Clasificación JEL: F34, G12, G28, G32

Durante décadas, *project finance* ha sido la modalidad preferida para financiar infraestructuras a gran escala en todo el mundo. Numerosos estudios han hecho hincapié en su enorme importancia, en especial para las economías emergentes, destacando la relación entre la inversión en infraestructuras y el crecimiento económico. Sin embargo, a lo largo de los últimos años, acontecimientos como los episodios de tensión financiera en mercados emergentes, las dificultades por las que han atravesado los sectores de las telecomunicaciones y la energía, así como la quiebra de numerosos proyectos significativos¹², han puesto de relieve los riesgos que conlleva este tipo de financiación.

Para comprender las peculiaridades del riesgo de crédito en *project finance*, resulta fundamental dilucidar si la existencia de plazos más largos representa por sí sola una fuente de riesgo. En general, los proyectos a gran escala e intensivos en capital necesitan una inversión sustancial al comienzo y no generan ingresos para cubrir sus costes sino a largo plazo. Así pues, a fin de sincronizar el calendario del reembolso de la deuda con los flujos de

¹¹ Me gustaría agradecer a Claudio Borio, Blaise Gadanecz, Már Gudmundsson, Eli Remolona y Kostas Tsatsaronis por sus comentarios, y a Angelika Donaubauer y Petra Hofer (Dealogic) por su ayuda con los datos. Las opiniones expresadas en este artículo son las de su autor y no coinciden necesariamente con las del BPI.

¹² Entre los fracasos financieros más estrepitosos de los últimos años se cuentan el túnel del canal de la Mancha que une Francia con el Reino Unido, el parque temático EuroDisney a las afueras de París y el proyecto energético Dabhol en la India.

ingresos del proyecto, los préstamos para la financiación del proyecto tienen un vencimiento mucho más tardío que el de otros préstamos sindicados¹³.

En este artículo monográfico concluimos que algunas peculiaridades del *project finance*, como el elevando apalancamiento y la deuda sin recurso, repercuten directamente en la estructura de vencimientos de los diferenciales para ese tipo de activos. En concreto, un análisis econométrico comparativo de los diferenciales de interés ex ante en el mercado internacional de préstamos sindicados indica que los préstamos *project finance* de mayor vencimiento no suelen ser considerados más peligrosos que otros créditos a más corto plazo. Esta difiere con respecto a otros tipos de deuda, en los que el riesgo de crédito aumenta a medida que lo hace su vencimiento, *ceteris paribus*.

La financiación de infraestructuras significativas no sólo exige que los prestamistas se comprometan para un periodo de tiempo más prolongado, sino que también los expone especialmente al riesgo de injerencia política por parte de los Gobiernos en los que se desarrolla el proyecto. Así pues, los prestamistas en este tipo de actividades utilizan cada vez más salvaguardias frente al riesgo político, en particular cuando se trata de economías emergentes. En este artículo también se compara la función que desempeñan estas salvaguardias frente al riesgo político en distintos países, para concluir que las entidades comerciales se muestran más propensas a comprometer préstamos de mayor vencimiento en economías emergentes cuando pueden obtener garantías explícitas o implícitas por parte de bancos multilaterales de desarrollo o agencias de crédito a la exportación. Se ha demostrado que de este modo se reducen todavía más los diferenciales de intereses en el tramo final del espectro de vencimientos.

Tras un breve repaso a la historia y evolución del *project finance*, en la sección segunda se presentan los principales retos que supone la financiación de proyectos a gran escala e intensivos en capital, mientras que en la sección tercera se explica cómo se diseña este tipo de estructuras de financiación para hacer frente lo mejor posible a dichos riesgos. A continuación, en las secciones cuarta y quinta se analiza en profundidad cómo el riesgo de crédito en *project finance* coincide con la forma de joroba de la curva de vencimientos de los diferenciales de intereses que se observa ex ante para este tipo de activos. Por último, en la conclusión se recogen los principales resultados y se derivan algunas implicaciones para el diseño de las políticas económicas.

¹³ Según Dealogic Loanware, el vencimiento medio de los préstamos para *project finance* es de 8,6 años, frente a los 4,8 años de los préstamos sindicados en general.