

# **Informe Trimestral del BPI**

Junio de 2005

## **Resumen de los Artículos Monográficos**



## Elección de moneda en la emisión de deuda internacional<sup>1</sup>

*La emisión de deuda internacional denominada en una moneda fuerte es significativamente superior a la de monedas débiles. En la composición de divisas también influyen los diferenciales de tipos de interés (la emisión es mayor en monedas de alto rendimiento) así como el volumen de emisión en el país de origen. Los resultados del estudio señalan en conjunto que tanto las preferencias del emisor como las del inversionista determinan la moneda en la que se emite la renta fija internacional.*

*Clasificación JEL: G110, G150, G320.*

El mercado de títulos de deuda internacionales<sup>2</sup> agrupa a prestatarios y prestamistas con perfiles y preferencias de riesgo bien distintos. En este artículo monográfico se investigan los factores que determinan la moneda en la que se emite la deuda internacional. En concreto, se examina la proporción que representa la emisión agregada de bonos y pagarés internacionales denominados en determinadas monedas y se calcula cómo influye en dichas proporciones una serie de factores plausibles. El mercado internacional es ideal para estudiar la elección de divisas en las emisiones, puesto que los prestatarios suelen ser bastante conocidos fuera de sus fronteras y los inversionistas suelen estar comparativamente bien informados, de modo que la información asimétrica sobre la calidad crediticia es relativamente escasa.

El principal hallazgo es que la emisión en una determinada moneda es mayor cuanto más alto sea su valor con respecto a sus promedios históricos y cuanto más elevados sean sus tipos de interés en relación a los de otras importantes divisas. Lo mismo ocurre cuando se tiene en cuenta la demanda

---

<sup>1</sup> Quisiera agradecer los comentarios de Claudio Borio, Frank Packer, Bob McCauley, Jacob Gyntelberg y Már Gudmundsson, así como la excelente labor de investigación llevada a cabo por Jhuvesh Sobrun, quienes quedan eximidos de toda responsabilidad en caso de hallarse errores en este artículo. Las opiniones expresadas en este artículo son las de su autor y no reflejan necesariamente las del BPI.

<sup>2</sup> Por "títulos de deuda internacionales" se entienden valores de renta fija denominados en cualquier moneda y emitidos fuera del mercado del que proviene el prestatario, o bien aquellos emitidos en el mercado nacional pero que están denominados en divisas o están destinados a inversionistas extranjeros. Véase BPI (2003) para saber más al respecto.

de fondos invertibles en la divisa en cuestión (como se infiere del crecimiento de la inversión) o el nivel de emisión en el país de origen. Parece que las preferencias de los inversionistas son tan determinantes como las de los emisores a la hora de decidir los plazos y condiciones de las emisiones de bonos internacionales.

En la primera sección se analizan posibles determinantes de la composición de divisas en las emisiones de deuda internacional y se repasan estudios anteriores sobre este asunto. En la segunda, se presentan las tendencias generales observadas en la participación de las divisas y se examina cómo un sencillo modelo estadístico puede explicar estas tendencias al asociar dichas proporciones con el nivel de los tipos de cambio, con los diferenciales de los tipos de interés y con otros factores. En la conclusión, se hace un resumen de los resultados obtenidos y se avanzan algunas interpretaciones.

## Financiación estructurada: complejidad, riesgo y utilización de las calificaciones<sup>3</sup>

*Este artículo analiza las principales características de los instrumentos de financiación estructurada. Para evaluar el perfil de riesgo de este tipo de productos, es esencial evaluar los riesgos que conlleva su estructura contractual, así como la modelización del riesgo de crédito de los conjuntos de activos subyacentes. Se argumenta que las calificaciones de la financiación estructurada, aun siendo útiles, presentan sus propias limitaciones a la hora de evaluar en su totalidad los riesgos que implican estos productos, pese a que su complejidad propicia que éstas se utilicen más que en el caso de otros valores. Tanto los agentes del mercado como las autoridades económicas han de tener presentes estas limitaciones al evaluar este tipo de instrumentos y sus mercados.*

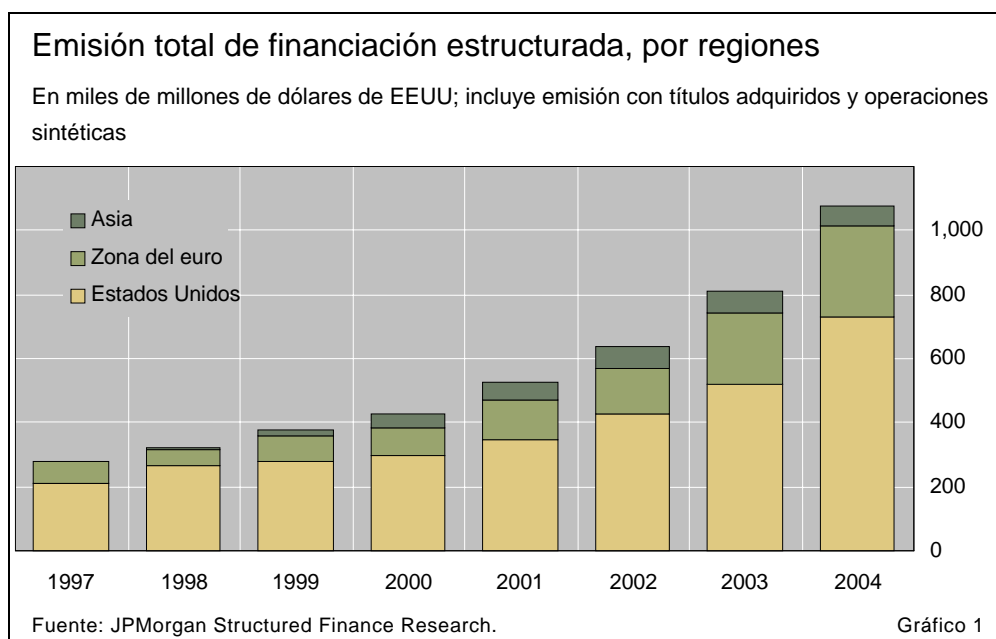
*Clasificación JEL: G100, G200.*

La financiación estructurada consiste en agrupar una serie de activos para venderlos después por tramos, cada uno de los cuales otorga derechos sobre los flujos de efectivo respaldados por estos conjuntos de activos. Este tipo de instrumentos ha ido adquiriendo importancia para la transferencia del riesgo de crédito y en los últimos años los volúmenes de emisión han crecido con rapidez (véase el Gráfico 1), a medida que han ido avanzando las técnicas para la modelización del riesgo de crédito.

Al igual que ocurre con otras formas de transferencia del riesgo de crédito, como por ejemplo los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) o de titulizaciones *pass-through*, los instrumentos de financiación estructurada pueden utilizarse para transferir el riesgo de crédito entre diferentes instituciones y sectores financieros. Sin embargo, existe una diferencia: al separar los derechos de cobro por tramos, los instrumentos estructurados también transforman el riesgo creando posiciones frente a diferentes “franjas” de la distribución de pérdidas del conjunto de activos subyacente. Debido a esta distribución por “franjas” y a las estructuras contractuales necesarias para

---

<sup>3</sup> Las opiniones expresadas en este artículo, que también se publica en el siguiente número del *Financial Stability Report* del Banco Nacional de Bélgica, son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI ni las del Banco Nacional de Bélgica. Cualquier error u omisión corresponde a sus autores.



crearlas, determinar el perfil de riesgo–rendimiento de cada tramo puede resultar especialmente complicado.

Las calificaciones, que se basan en el primer momento de la distribución de pérdida de un título, conllevan sus limitaciones a la hora de evaluar con precisión el riesgo de los valores por tramos. Si bien esta observación también se aplica a cualquier otro título, en este artículo se argumenta que la cola de estas distribuciones de pérdida tiende a ser más pronunciada en el caso de productos estructurados<sup>4</sup>. Así pues, puede esperarse que concretamente los tramos subordinados de instrumentos estructurados impliquen más riesgos que las carteras de bonos de similar calificación por cuanto que los inversionistas de los primeros están mucho más expuestos a eventos de pérdidas extremas. Ahora bien, la complejidad de las operaciones de financiación estructurada puede hacer que en ocasiones los inversionistas tiendan a utilizar las calificaciones más que cuando se trata de otro tipo de valores con calificación. Partiendo de esta premisa, la transformación del riesgo que conlleva la financiación estructurada plantea diversos interrogantes con importantes implicaciones potenciales. Uno de ellos es si los instrumentos por tramos pueden originar concentraciones de riesgo inesperadas en las carteras institucionales.

Por diversos motivos (que se analizarán en este artículo), los productos de financiación estructurada pueden resultar más eficaces que otros instrumentos financieros para evitar la selección adversa o la segmentación en los mercados financieros. Esto es precisamente lo que ha hecho tan atractivos estos productos entre una serie de agentes del mercado. Los emisores de este tipo de instrumentos los utilizan, entre otras razones, para acceder a nuevas fuentes de financiación, reducir los requerimientos de capital regulador o

<sup>4</sup> Hay que destacar que las calificaciones no pretenden ser una medida integral del riesgo, de modo que las citadas limitaciones se refieren a su utilización, no a las calificaciones en sí mismas.

económico o aprovechar oportunidades de arbitraje. Los inversionistas, por su parte, están interesados en estos productos para diversificar sus inversiones y por su atractivo perfil de riesgo–rendimiento en un entorno de bajos tipos de interés.

Ante el potencial que ofrece la financiación estructurada para la transformación del riesgo, el Comité del Sistema Financiero Global (CGFS), que se encarga de vigilar el funcionamiento de los mercados financieros en nombre de los Gobernadores de los bancos centrales de los países que componen el G–10, estableció un grupo de trabajo destinado a analizar estos instrumentos<sup>5</sup>. Este artículo destaca alguno de los principales hallazgos del grupo en cuanto a la “complejidad” y “riesgo” de los productos por tramos. Las agencias de calificación y sus métodos de evaluación son aspectos importantes de este artículo, al igual que los posibles conflictos de intereses relacionados con las calificaciones de emisor a comisión, que se mencionan en este artículo y se explican con más detalle en CGFS (2005).

El resto del artículo se organiza del siguiente modo: Después de la introducción se analiza brevemente los principios económicos que rigen los mercados de financiación estructurada. A continuación, diversas secciones se encargan de la complejidad de los instrumentos estructurados y de su perfil riesgo–rendimiento. Por último, se identifican algunas implicaciones para los órganos encargados de las políticas económicas, los investigadores en este campo y los agentes del mercado.

---

<sup>5</sup> El grupo de trabajo sobre la función de las calificaciones en la financiación estructurada estaba presidido por Peter Praet del Banco Nacional de Bélgica. El informe (CGFS, 2005), así como algunos de los documentos de fondo elaborados por miembros del grupo de trabajo, pueden consultarse por Internet en [www.bis.org](http://www.bis.org). Véase también el CGFS (2003).

## Apertura de mercados mediante un fondo regional de bonos: experiencia con el ABF2<sup>6</sup>

*Con la creación de un fondo regional de bonos, los bancos centrales de Asia oriental y el Pacífico han colaborado para reducir los obstáculos existentes en ocho mercados locales. Asimismo, han insertado en la estructura del fondo un mecanismo de incentivo para reducir los obstáculos aún más.*

*Clasificación JEL: E440, G150, G160, G180, O160.*

Desde la crisis asiática de 1997, los mercados de bonos denominados en moneda local de esta región se han expandido con rapidez; aun así, se estima que todavía tienen más margen para actuar de intermediarios entre ahorradores y prestatarios nacionales. Los flujos de capital desde la crisis muestran que los inversionistas asiáticos han invertido en gran medida en activos extranjeros de baja rentabilidad, mientras que los no residentes han optado por activos de alto rendimiento en la región. Si bien algunos de estos flujos responden a la diversificación de carteras, la pauta general sugiere que gran parte de la intermediación financiera se está desarrollando fuera de la región. Así pues, para traer esta intermediación a la región, los órganos rectores de la política económica en Asia se percataron de la necesidad de contar con mercados nacionales de deuda más profundos y líquidos.

De este modo, han surgido diversas iniciativas de cooperación regional destinadas a reformar el mercado. En este artículo monográfico analizamos una de ellas, que resulta inusual por cuanto que ha conllevado la propia creación de un fondo de bonos, con contribuciones financieras procedentes de las partes interesadas. Los participantes son los bancos centrales que componen el EMEAP (Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales y Autoridades Monetarias de Asia Oriental y el Pacífico)<sup>7</sup> y el fondo que han

---

<sup>6</sup> Agradecemos los valiosos comentarios de Claudio Borio, Norman Chan, Guy Debelle, Már Gudmundsson, Robert McCauley, Frank Packer, Sakkapopp Panyanukul, Ramona Santiago, Atsushi Takeuchi, Philip Wooldridge y Sunny Yung. Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI.

<sup>7</sup> Los 11 bancos centrales y autoridades monetarias que componen el EMEAP son el Banco de la Reserva de Australia, el Banco Popular de China, el Banco de Corea, el Bangko Sentral ng Pilipinas, la Autoridad Monetaria de Hong Kong, el Banco de Indonesia, el Banco de Japón, el

creado se llama el Fondo Asiático de Bonos 2 (ABF2, por sus siglas en inglés). En el artículo defendemos que, al haber establecido un fondo propiamente dicho, su labor de reforma se vio facilitada por la experiencia adquirida, es decir, por el aprendizaje práctico.

En este artículo, presentamos primero a grandes rasgos la evolución reciente de los mercados de renta fija en moneda local en Asia oriental y describimos los principales obstáculos que presentan. A continuación, explicamos la estructura y características del ABF2 en el contexto de diversas iniciativas regionales para el desarrollo de un mercado de deuda. Por último, analizamos la influencia del ABF2 en la reforma de la regulación del mercado de renta fija, ofreciendo ejemplos de obstáculos en el mercado que se han ido eliminando durante el proceso de creación del fondo y describiendo el mecanismo establecido para incentivar la reducción de obstáculos todavía más.

---

Bank Negara Malaysia, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, la Autoridad Monetaria de Singapur y el Banco de Tailandia.