

Informe Trimestral del BPI

Diciembre de 2005

Resumen de los Artículos Monográficos

Aversión al riesgo y primas por riesgo en el mercado de CDS¹

Los diferenciales de los swaps de incumplimiento crediticio (credit default swaps, CDS) compensan al inversionista por las pérdidas esperadas, al tiempo que contienen una prima por riesgo debido a la aversión de éste al riesgo de incumplimiento. Nuestras estimaciones de las primas por riesgo de los CDS y de la aversión al riesgo de incumplimiento muestran una elevada volatilidad entre 2002 y 2005, al parecer relacionada con variables macroeconómicas fundamentales como la orientación de la política monetaria y factores técnicos de mercado, como la emisión de bonos de titulización de deuda garantizada (CDO).

Clasificación JEL: G120, G130, G140.

Una de las mayores complicaciones a la hora de analizar los mercados financieros radica en discernir hasta qué punto las oscilaciones en el precio de los activos se deben a cambios en los factores económicos que influyen en la rentabilidad o a cambios en las primas por riesgo. Con los mercados de deuda, ocurre un tanto de lo mismo. Así pues, cabría preguntarse si la considerable ampliación de los diferenciales durante el verano de 2002 fue el resultado del rápido deterioro de las perspectivas económicas o bien se debió a un aumento repentino de la aversión al riesgo entre los inversionistas. Otro interrogante sería si su estrechamiento posterior para títulos corporativos ha obedecido principalmente a la mejora de los balances empresariales o bien a un aumento progresivo del apetito por el riesgo. La misma pregunta procede con respecto a la remontada de los diferenciales en la primavera de 2005 tras las rebajas de calificación crediticia en el sector automovilístico de Estados Unidos. Las respuestas a todas estas cuestiones repercuten en las señales que interpretan las autoridades económicas a partir de los mercados de deuda, tanto en época de tranquilidad como en momentos de tensión en los mercados. Al mismo tiempo, también resultan interesantes para los académicos por cuanto atañe a los modelos de valoración de activos, así como para los agentes del mercado

¹ El autor quisiera agradecer a JPMorgan Chase por los datos que le ha aportado acerca de la emisión de CDO sintéticos; a Claudio Borio, Frank Packer y Philip Wooldridge por sus valiosos comentarios; y a Jhuvesh Sobrun por su labor de investigación. Las opiniones expresadas en este artículo son las de su autor y no reflejan necesariamente las del BPI.

que buscan valor relativo con diferentes instrumentos de deuda y tipos de activos.

Las estimaciones de primas por riesgo y aversión al riesgo en los mercados de deuda presentadas en este artículo se han elaborado a partir de datos extraídos del pujante mercado de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) a lo largo de 2002-05. Los diferenciales de rendimiento deben reflejar las pérdidas esperadas en caso de incumplimiento, así como las primas por soportar ese riesgo. Las primas aquí estimadas presentan un alto grado de volatilidad en el tiempo, lo que coincidiría con la opinión generalizada en los mercados de que la cambiante actitud frente al riesgo puede explicar en gran medida las oscilaciones en los precios de los activos. Asimismo, también intentamos identificar cuáles son los principales determinantes de estas primas en los mercados de renta fija. Nuestros resultados indican que tanto las primas por riesgo de incumplimiento como la aversión al riesgo están estrechamente relacionadas con variables fundamentales como los indicadores de actividad económica real y la orientación de la política monetaria, además de factores técnicos de mercado, como la emisión de bonos de titulización de deuda garantizada (CDO).

Nuestro estudio comienza explicando el funcionamiento de los mercados de CDS y de índices de CDS, que son el núcleo de nuestro trabajo empírico. A continuación, repasamos sucintamente otros estudios publicados al respecto y presentamos los datos utilizados en nuestro análisis, para pasar entonces a construir nuestras estimaciones de primas por riesgo para CDS y de aversión al riesgo de incumplimiento. Una vez analizados los determinantes de estas estimaciones, concluimos nuestro artículo con un resumen de su contenido y sugerencias para futuros estudios en esta misma dirección.

Bancos extranjeros en economías de mercado emergentes: nuevos participantes, nuevos desafíos²

La inversión extranjera directa en el sector financiero de economías de mercado emergentes se ha disparado en los últimos diez años. Aunque nadie duda de los beneficios que aporta este tipo de inversión en términos de eficiencia y gestión del riesgo, la propiedad extranjera de los bancos presenta una serie de desafíos para los países anfitriones, debido al traspaso de la toma de decisiones y a las incongruencias entre las estructuras organizativas del banco foráneo y los sistemas legal y regulador del país de acogida. Muchos de estos desafíos se resolverían mejor mediante la coordinación internacional de las actividades de reguladores y bancos centrales.

Clasificación JEL: G200, F210, F230, F360.

Durante los últimos 10 años, la inversión extranjera directa en el sector financiero de las economías de mercado emergentes se ha ampliado drásticamente, permitiendo que estos sistemas financieros se adapten mejor a los estándares internacionales en términos de asignación de capital, gestión de riesgos y gobierno corporativo. Al mismo tiempo, los bancos foráneos han ido modificando considerablemente su forma de organizar y realizar inversiones en estos países. La transformación en el seno de los bancos del país de acogida a raíz de la entrada de un banco extranjero ha solido mejorar la eficiencia y estabilidad de los sistemas financieros nacionales, aunque también ha dado lugar a nuevos desafíos para las autoridades anfitrionas.

Este artículo monográfico analiza los principales problemas y desafíos en torno a la inversión extranjera directa en el sector financiero de mercados emergentes, basándonos en el Informe Cumming preparado por el Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS) y en los resultados de tres talleres

² Las opiniones expresadas en este artículo son las de su autor y no reflejan necesariamente las del BPI ni las del CGFS. Quisiera agradecer la excelente labor de investigación llevada a cabo por Jhuvesh Sobrun, Marcus Jellinghaus y Gert Schnabel.

de trabajo relacionados³ organizados en 2004. En la primera parte, se estudian los patrones de este tipo de inversión en países emergentes de Asia, Europa central y oriental y América Latina. A continuación, se analiza cómo ha evolucionado la participación por parte de los bancos extranjeros. En la sección tercera se profundiza en los principales problemas a los que se enfrentan las autoridades reguladoras del país de acogida a raíz de la creciente participación de estos bancos de su territorio. Para concluir, citamos otros desafíos de cara al futuro para las autoridades encargadas de velar por la estabilidad financiera.

³ Véanse CGFS (2004) y CGFS (2005).

Los mercados de deuda corporativa en Asia⁴

Los mercados asiáticos de renta fija privada presentan dimensiones bien diversas. Mientras que algunos mercados primarios se han abierto a inversionistas extranjeros, otros han preferido emisores con garantía gubernamental. En los mercados secundarios, por su parte, suele escasear la liquidez, debido, en diversos grados, a su estrecha base de inversionistas, a la inadecuación de las microestructuras de mercado y a la falta de información oportuna sobre los emisores.

Clasificación JEL: G140, G180, M400, O160.

Desde la crisis financiera asiática de 1997, una de las máximas prioridades de las autoridades económicas asiáticas ha sido el desarrollo de sus mercados de renta fija en moneda local con el fin de evitar futuras crisis, ya que estos mercados ayudan a reducir posibles desequilibrios de monedas y vencimientos en la economía. De hecho, numerosas economías asiáticas han conseguido crear mercados primarios y secundarios relativamente activos para la negociación de títulos de deuda pública en moneda nacional.

En los últimos años, las autoridades económicas de numerosas economías asiáticas han comenzado a interesarse por los mercados de deuda no gubernamental (corporativa), reconociendo que la solidez del sistema financiero depende de la existencia de diversos canales de financiación en los que las entidades de crédito y otros inversionistas compitan para conseguir prestatarios. La crisis financiera asiática dejó claro que los mercados de deuda a corto plazo son propicios al abandono masivo por parte de los acreedores, mientras que un mercado de renta fija privada puede ofrecer una fuente importante de financiación a largo plazo para la economía⁵.

⁴ Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI. Nos gustaría agradecer los valiosos comentarios de Claudio Borio, Muhammad Ibrahim, Kim Ng, Indra Sakti, Jeong-Ho Suh, Jim Turnbull y Frank Packer.

⁵ En palabras de Greenspan (2000), un adecuado mercado de capitales habría supuesto una "rueda de repuesto" para los países asiáticos, haciendo así la crisis más llevadera. Diamond

Si bien los mercados primarios asiáticos de títulos de deuda corporativa han crecido significativamente, en algunos casos podría haberse debido en gran medida a los emisores con garantías del Estado o similares, ya que los inversionistas apenas tenían acceso al tipo de información que les habría permitido evaluar como es debido los riesgos crediticios asociados a otro tipo de emisores. Los mercados secundarios, por su parte, han evolucionado menos y su actividad ha permanecido relativamente contenida, lo que podría explicarse por la escasa diversidad de inversionistas, la inadecuación de las microestructuras del mercado, la opacidad del mercado y la insuficiencia de información oportuna sobre los acreedores.

En este artículo monográfico, comenzamos describiendo los mercados primarios de renta fija privada en la región Asia-Pacífico, según sus dimensiones y tipo de emisor. A continuación presentamos los mercados secundarios y ofrecemos una serie de explicaciones para la falta de liquidez en algunos de ellos.

(2004) demuestra formalmente por qué los mercados de deuda a corto plazo son propicios a la huída masiva de acreedores.

Reducción de la vulnerabilidad financiera: el desarrollo del mercado interno de bonos gubernamentales en México⁶

Existe una amplia evidencia de que las múltiples iniciativas emprendidas por el Gobierno de México han contribuido con éxito al desarrollo del mercado interno de bonos gubernamentales, que ha crecido con rapidez y ha ampliado su estructura de vencimientos, al tiempo que la liquidez del mercado secundario ha mejorado y las subastas del mercado primario son ahora más eficientes. A pesar de todos estos significativos avances, aún persiste cierta vulnerabilidad.

Clasificación JEL: E440, G180, H630, O160.

El mercado interno de bonos gubernamentales se ha expandido rápidamente en México desde mediados de los años 90, debido en parte al deliberado esfuerzo de las autoridades para desarrollar fuentes internas de financiamiento como una forma de reducir la dependencia del país de flujos de capital externos. La salida abrupta de dichos capitales a finales de 1994, más conocida como la “crisis del tequila”, derivó en una profunda crisis económica y financiera para México, que alertó a las autoridades sobre la vulnerabilidad que lleva asociada la excesiva dependencia del financiamiento externo.

El Gobierno mexicano ha promovido el financiamiento a través del mercado interno mediante reformas estructurales y macroeconómicas encaminadas a fortalecer la demanda de deuda nacional, así como a través de la introducción de estrategias de gestión de deuda claramente definidas. Estas medidas han sido realmente exitosas y el Gobierno ha sido capaz de emitir una cantidad creciente de valores a interés fijo y ha desarrollado una curva de rendimientos a largo plazo, algo destacable en una región donde la deuda de corto plazo o indexada sigue siendo la norma general.

El presente artículo describe los esfuerzos de las autoridades para desarrollar el mercado interno de bonos gubernamentales y analiza su impacto

⁶ Los puntos de vista expresados en este artículo son exclusivos de los autores y no corresponden a los expresados por el BPI y/o Banco de México. Los autores agradecen a Claudio Borio, Gregor Heinrich, Frank Packer, Camilo Tovar y William White sus comentarios y a Dimitrios Karampatos, Rodolfo Mitchell Cervera, Francisco Pérez Estrada, Michela Scatigna y Claudia Tapia Rangel su valiosa ayuda en la investigación.

en el volumen, composición y liquidez de la deuda del sector público. El artículo concluye con una valoración del progreso alcanzado hasta ahora y señala algunos de los desafíos pendientes para el desarrollo del mercado.

Deuda pública internacional denominada en moneda local: desarrollo reciente en América Latina⁷

Tradicionalmente los Gobiernos de América Latina se han enfrentado a serias dificultades en los mercados internacionales a la hora de emitir deuda pública denominada en su propia moneda. No obstante, tres países de la región han emitido recientemente este tipo de deuda, lo que podría indicar un cambio permanente en la manera en la que los prestatarios latinoamericanos acceden a los mercados internacionales de deuda. Aun así, queda por ver hasta qué punto la emisión de deuda internacional denominada en moneda local complementa el desarrollo de los mercados nacionales de deuda.

Clasificación JEL: E440, F340, G150, H630, O160.

Los Gobiernos de economías emergentes pueden obtener financiación tanto en su país como fuera de él, ya sea en moneda local o extranjera. En América Latina, aproximadamente dos quintas partes de la deuda pública se negocia en mercados internacionales, y de esta es casi nula la proporción que está denominada en moneda local. A estas alturas, es bien sabido que la dependencia de financiación en moneda extranjera agrava los descalces cambiarios y aumenta la vulnerabilidad de los países a las crisis en caso de choques externos adversos.

Aun cuando los países latinoamericanos han ampliado el tamaño de sus mercados nacionales de deuda, su emisión internacional en moneda local ha permanecido moderada. Ahora bien, tres países de la región han emitido recientemente deuda externa denominada en su propia moneda: Uruguay en 2003 y 2004, Colombia en 2004 y 2005, y Brasil en 2005. Estas emisiones han llamado la atención de autoridades económicas en distintas partes así como de los mercados financieros, ya que representan un cambio significativo en la manera en que los prestamistas de estos países acceden al capital externo.

⁷ Las opiniones expresadas en este artículo son las de su autor y no reflejan necesariamente las del BPI. Quisiera agradecer los valiosos comentarios de Angus Butler, Claudio Borio, Gregor Heinrich, Corrinne Ho, Serge Jeanneau, Ana Fernanda Maihuasca, Ramón Moreno, Frank Packer, Michela Scatigna, Philip Turner, Agustín Villar y William White.

Este artículo analiza la reciente emisión por países de América Latina de deuda soberana internacional denominada en moneda local. El artículo comienza con una revisión de las características específicas de los bonos emitidos. A continuación, discute los cambios estructurales o cíclicos que facilitaron su emisión. En la tercera sección del artículo, se evalúa hasta qué punto este tipo de bonos pueden llegar a convertirse en un componente permanente del financiamiento de estas economías. En la cuarta sección se examina el impacto potencial que pueden tener estos títulos para el desarrollo de los mercados de bonos nacionales en la región. La sección final ofrece algunas conclusiones.