

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.