

Rol de los derivados de Crédito en la Crisis *Subprime* de los EE.UU.:

El Caso de los *Credit Default Swaps*

EZEQUIEL RAMÍREZ*

En la crisis financiera internacional que se inició a mediados de 2007, comparada en magnitud a la de la Gran Depresión de 1929, se han distinguido un conjunto de derivados financieros que tuvieron una significativa participación en el desarrollo de la misma, los denominados derivados de crédito, entre los cuales destacan los *Credit Default Swaps* (en adelante CDS).

* Especialista Senior en Análisis Bancario y
Credició Internacional del BCRP.
ezequiel.ramirez@bcrp.gob.pe

CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LOS CDS

El derivado de crédito que nos interesa es el CDS básico (*plain vanilla*) que es un tipo de derivado *Over the counter* (OTC)¹. Son contratos bilaterales en los cuales el comprador de la protección acuerda el pago de un monto periódico (el premio), que puede ser trimestral, semestral, anual, etc, sobre un instrumento financiero, típicamente un bono o un préstamo emitido por una entidad. El vendedor del CDS, por su parte, se compromete a cancelar un monto determinado, bajo la eventualidad que tenga lugar un “evento de crédito”, el cual es explicitado en el contrato. En el Cuadro 1 se muestran los principales eventos que califican como tal.

Pongamos como ejemplo el caso de un inversionista que ha adquirido bonos a 3 años de la empresa General Motors con un cupón anual de 9% por un valor nominal de US\$ 1 millón. Él podría protegerse del riesgo de incumplimiento adquiriendo un CDS a 3 años con un premio de 3 % anual, de tal manera que recibiría 6% como rendimiento neto anual. En el hipotético caso que esta empresa se declare en quiebra dentro del período de vigencia del contrato², el vendedor del CDS pagará, a su contraparte el valor nominal o nominal del instrumento considerado³. Esta operación brinda liquidez al vendedor del CDS, correspondiéndole a éste monitorear permanentemente el riesgo de crédito de las empresas a las cuales brinda protección.

Vemos pues que los CDS se asemejan a un seguro, pero tienen diferencias importantes. En primer lugar los CDS se negocian activamente en el mercado secundario en tanto que la mayoría de los seguros (de vida, de vehículos, de vivienda, etc.) no son negociables. En segundo término se pueden adquirir CDS sin necesidad de contar con el activo subyacente o de referencia (el bono o el préstamo)⁴.

Existen dos clases principales de CDS: los que se emiten a nombre de una sola entidad (*single name*); y aquellos contratos a nombre de varias entidades (*multi-name*). Pero además de ellos también tenemos CDS que se negocian como índices, constituidos por un promedio de contratos de diferentes entidades. Por ejemplo en Europa el índice *Markit iTraxx Index* representa una canasta de CDS de 125 corporaciones importantes. Estos índices también se pueden personalizar.

LOS CDS Y LAS HIPOTECAS SUBPRIME RESPALDADAS CON VALORES

Como se sabe, las hipotecas en general y las hipotecas subprime en particular son titulizables. Los

bancos son los agentes económicos que promovieron la titulización en el mercado hipotecario norteamericano, pero el mayor impulso lo dieron dos entidades patrocinadas por el Gobierno norteamericano (*Government Sponsored Entities - GSE*), *Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)* y la *Federal National Mortgage Corporation (Freddie Mac)*. La titulización es una innovación financiera por medio de la cual se convierte un activo no negociable (por ejemplo, los préstamos bancarios) en un activo financiero negociable. Estos son los denominados en general *asset back securities* (ABS) o en particular aquellos respaldados por hipotecas, los *mortgage back securities* (MBS). Un producto estructurado fue el paso siguiente en materia de innovación. Ahora contra un pool de hipotecas se formaban tramos de calidad crediticia diferente y se emitían valores. Los tramos de mayor calidad crediticia eran los primeros en recibir el pago de intereses, los llamados *super-senior*, que cuentan con el calificativo más alto (AAA). Contrariamente, el tramo de menor calidad crediticia (que contenían las hipotecas *subprime*) era el primero en sufrir las pérdidas derivadas del *default*.⁵ Pero en la medida que el incumplimiento aumentaba progresivamente las pérdidas afectaban también a los tramos de mayor calidad. Este producto estructurado es el *Collateral Debt Obligation (CDO)*.

Veremos que los CDS en derivados como CDOs tienen un comportamiento diferente respecto a los que se realizan sobre las emisiones de una entidad de referencia. Supongamos que un inversionista deseaba proteger del riesgo de crédito de su tramo de calificativo AAA de un CDO por un valor de principal de US\$ 20 millones y que los demás tramos fueron removidos; además consideremos que durante los primeros tres meses de su tenencia se produjeron incumplimientos (*default*) por un valor equivalente al 2% del principal. Esto significa que el vendedor del CDS tendrá que abonar al inversionista US\$ 400 mil al tener lugar este evento de crédito. Pero a diferencia de un CDS en

CUADRO 1 ■ Eventos de crédito

- **Quiebra.** La entidad de referencia se torna insolvente o no puede cumplir con los pagos de la deuda.
- **Incumplimiento de pago.** La entidad de referencia no cumple con el pago de intereses o principal al vencimiento.
- **Reestructuración de deuda.** La configuración de la deuda del emisor es modificada de tal manera que afecta al tenedor del valor.

¹ Los mercados OTC se caracterizan por no ser ni regulados ni estandarizados.

² El período de vigencia de un contrato de compra de CDS puede ser menor que el período de vencimiento del subyacente.

³ Para ser preciso la diferencia entre el valor nominal o notional y el valor de recuperación. Esta es la modalidad estándar, pero existen otras alternativas de pago.

⁴ A esta posición se le denomina *naked CDS*.

⁵ Estos tramos de menor calidad crediticia son los que se denominaron “activos tóxicos” cuando se desató la crisis.

la emisión de una entidad individual, el CDS en un CDO continúa vigente y se tendrán que seguir realizando pagos por concepto de eventos de crédito hasta el vencimiento del CDO.

PARTICIPACIÓN DE LAS COMPAÑÍAS ASEGURADORAS EN LA CRISIS

Uno de los temas de debate en la presente crisis es determinar en qué medida contribuyeron al desarrollo de la misma las compañías de seguros. Al respecto existen dos puntos de vista: el primero considera que su participación no fue significativa, específicamente como originadores y empaquetadores de hipotecas subprime, y tampoco participaron como inversionistas importantes en este mercado, pero resulta claro que también vendieron protección así como *enhancements*⁶, especialmente en productos estructurados complejos como los CDO a través del mercado de CDS. Contrariamente, jugaron más bien un papel estabilizador al seguir brindando liquidez al sistema financiero y sostener los precios de activos financieros diferentes a los estructurados aún en plena crisis. El segundo punto de vista afirma que al transferir en forma masiva el riesgo de crédito entre diferentes entidades del sistema financiero, utilizando especialmente

los CDS, disminuyeron la aversión al riesgo de los inversionistas y con ello aumentaron la probabilidad de un riesgo sistémico.

Schich (2010) a este respecto ofrece un análisis conciliatorio. En primer lugar las compañías de seguros incluyen en sus portafolios en medida predominante inversiones de alta calidad crediticia, razón por la cual estuvieron relativamente protegidas en el período inicial de la turbulencia; más tarde, cuando la crisis comprometió también a papeles de mayor calidad recién se vieron afectadas.

Desde mayo de 2008 el New York State Insurance Department empezó a usar el término “*naked CDS*” o CDS “descubiertos” para diferenciarlos de los CDS “cubiertos” es decir de aquellos que contaban con el instrumento de referencia (el subyacente). Los primeros son emitidos por motivos especulativos en tanto que los segundos por razones de cobertura. El crecimiento de este derivado de crédito fue ininterrumpido hasta antes del inicio de la crisis como se observa en el Gráfico 1.

Sin embargo, cabe mencionar que comparado con otros derivados OTC, como por ejemplo los swaps de tasas de interés, todavía resulta un mercado pequeño.

A través de su filial *Financial Product Unit* (AIGFP), *American International Group* (AIG) se constituyó en uno de los vendedores más activos de CDS en el mercado global. Teniendo en cuenta que ostentaba el calificativo de crédito más alto (AAA) mantenía un nivel de colateral moderado como respaldo a las ventas de CDS. Ya en 2006, su exposición a derivados de crédito era considerable y en el 2007 esta compañía reportó una pérdida de US\$ 10 000 millones y aún una pérdida mayor en la primera mitad de 2008. Es así que en setiembre de 2008, las agencias calificadoras de riesgo *Standard & Poor's* y *Moody's* le rebajaron sus calificativos. Los contratos de CDS establecían que cada rebaja de calificativo obligaba al vendedor a incrementar el valor del colateral para cubrir sus operaciones de CDS, pues la probabilidad de incumplimiento de pagos ante un evento de crédito aumentaba. Aquí es donde se observó la situación de insolvencia de AIG y el gobierno americano al ver que era inminente posteriores rebajas de calificativos y considerando además que el tamaño de esta entidad podía generar un riesgo sistémico, vio necesario su rescate. El paquete de apoyo del Tesoro consistió en un préstamo por US\$ 85 000 millones, con el cual adquirió el 80% del capital accionario de AIG. Este monto se amplió a US\$ 150 000 millones en noviembre de 2008. Adicionalmente, se constituyó un vehículo de propósito especial (*special purpose vehicle*, SPV) para comprar contratos CDS de las contrapartes que iban a ser afectadas en forma inminente, la mayor parte del cual fue aportada por

GRÁFICO 1 ■ Negociación de CDS (US\$ billones)

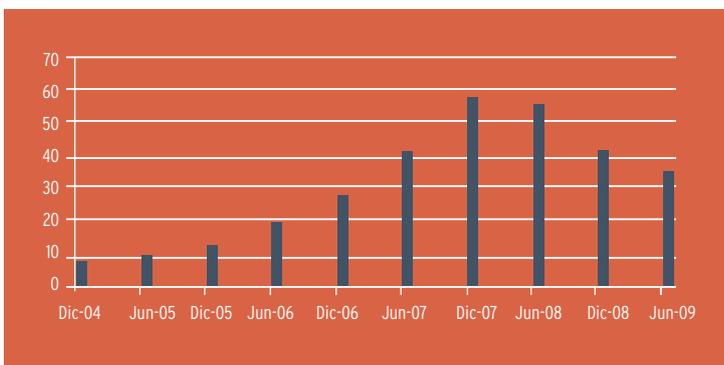
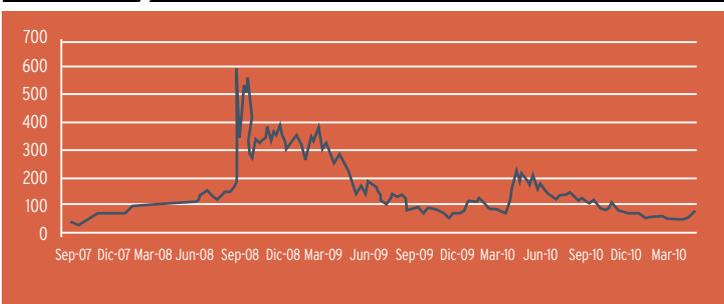
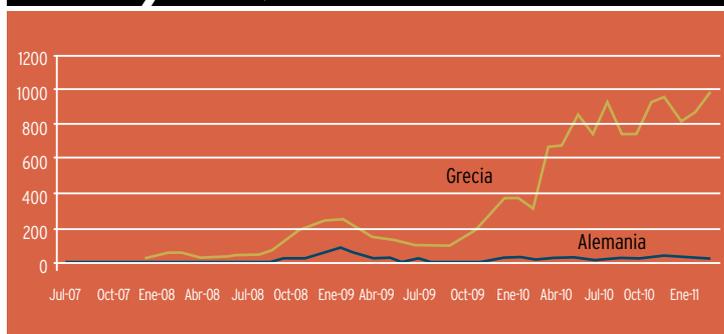


GRÁFICO 2 ■ Goldman Sachs Premio de CDS US\$ 2 años (puntos básicos)



⁶ Viene a ser un conjunto de medidas que aplicaban los bancos u otras entidades para mejorar la calidad de crédito de un activo financiero (por ejemplo elevar su calificativo de crédito de BBB a AAA), especialmente de productos estructurados como los CDO. Una de estas medidas era adquirir un CDS.

GRÁFICO 3 ■ Grecia vs Alemania
Premios de CDS EUR 5 años
(puntos básicos)



la Reserva Federal. Entre las principales contrapartes de AIG encontramos a importantes bancos: Société Générale, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Deutsche Bank AG, UBS, etc.

LOS PREMIOS DE LOS CDS COMO INDICADORES DE RIESGO DE CRÉDITO

Las primas de los CDS se han constituido en importantes indicadores de riesgo de crédito, tanto a nivel de emisiones de bancos como de valores soberanos. Luego de iniciada la crisis de crédito estadounidense han sido utilizadas para monitorear el estado de la solvencia de los bancos internacionales más importantes y en situación más comprometida. En el Gráfico 2, a modo de ejemplo se observa la evolución del premio del CDS a 2 años del banco norteamericano Goldman Sachs en el período comprendido entre julio de 2007 y mayo de 2011. Puede observarse que cuando la crisis compromete a los primeros bancos de inversión, a partir de julio de 2008, los premios de los CDS se elevan considerablemente, revelando un aumento significativo del riesgo de crédito de estos bancos, desde alrededor de 30 puntos básicos (pb) antes del inicio de la crisis bancaria hasta un máximo de 600 pb o 6% a fines de setiembre de 2008.

Asimismo, en la reciente crisis fiscal de algunos países periféricos de la Eurozona, en particular Grecia, Irlanda, España y Portugal los premios de los CDS se han constituido en una variable *proxy* del riesgo soberano. En el Gráfico 3, observamos los premios de los CDS de los bonos a cinco años en euros del gobierno de Grecia frente al de Alemania. Hay que entender que a mayor diferencia entre ambos premios, será mayor la probabilidad que el gobierno de Grecia incumpla con el pago de intereses y/o principal de su deuda pública. A fines de marzo de 2011, la prima de los bonos del gobierno de Grecia se encontraba en 983 pb o 9,8%, en tanto que en Alemania en apenas 32 pb o 0,3%, resultando un spread de 950 pb o 9,5%.

PERSPECTIVAS DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE CDS

Uno de los cambios propuestos más importantes para disminuir el riesgo de contraparte es el estable-

cimiento de cámaras de contraparte, lo que haría que estas operaciones ya no sean OTC sino que se transen en mercados organizados. Las opiniones al respecto se encuentran en una etapa de estudio y consulta en el caso de la Eurozona.

Los CDS a diferencia de otros derivados tiene un riesgo de "circularidad", es decir que el comprador de CDS está cambiando un riesgo de crédito con la entidad de referencia por un riesgo de crédito con la contraparte que vende el CDS. Es por ello que en el caso del mercado de CDS la disminución del riesgo de contraparte es un aspecto crítico.

Un segundo tema considerado es el aumento de la transparencia, entendida como poder contar con información respecto a las condiciones de la oferta de los emisores (pre-transparencia) y a los precios y volúmenes de las transacciones efectuadas en los mercados (post-transparencia). Esta mayor transparencia favorecería la toma de decisiones de las operaciones de compra venta y disminuiría los costos de búsqueda.

Finalmente tenemos el tema de que si las operaciones de CDS descubiertas (naked) deberían ser prohibidas o no. Un CDS descubierto es aquel que se realiza sin contar con el activo subyacente o activo de referencia, sean estos bonos corporativos, de bancos o de gobiernos. En principio queda claro que son operaciones especulativas y que no tienen como propósito una cobertura al riesgo de crédito. Sin embargo, su eliminación podría afectar la eficiencia y liquidez en estos mercados además de las dificultades prácticas que conllevaría la supervisión de esta medida.

CONCLUSIONES

En la crisis de crédito, los CDS intervinieron como un factor de propagación; pero en el caso de AIG, su colapso no se relaciona con su participación en el mercado de CDS, sino a la forma cómo administró sus riesgos y a su política de manejo del colateral.

Finalmente, las perspectivas de los mercados de CDS son favorables, dado que es un derivado que cubre el riesgo de crédito de manera explícita y es una importante fuente de liquidez en los mercados de capitales internacionales. ■

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arce, Óscar; González Pueyo, Javier y Lucio San Juan (2010), "El Mercado de Credit Default Swaps: Áreas de Vulnerabilidad y Respuestas Regulatorias". CNMV.
- Humala, Alberto (2011), "Swaps de incumplimiento de Crédito" (Credit Default Swap). Revista Moneda N°147.
- Schich, Sebastian (2010), "The Role of Insurance in the Recent Financial Crisis". Insurance Markets and Companies: Analyses and Actuarial Computations, Volume 1, Issue 1.
- Stulz, René M. (2010), "Credit Default Swaps and the Credit Crisis". Journal of Economic Perspectives. Volume 24, Number 1. Winter.