

Artículos

1 El impacto de la incertidumbre en la actividad de la zona del euro

Los cambios en la incertidumbre pueden afectar de forma importante a la coyuntura y a las perspectivas económicas. En este artículo se analizan los diversos métodos propuestos en la literatura para medir la incertidumbre y se muestra la evolución de esas medidas en la zona del euro. También se describen los canales de transmisión de los cambios en la incertidumbre a la economía, y se aporta cierta evidencia basada en modelos del impacto de este factor en la actividad de la zona del euro. Los resultados sugieren que la incertidumbre en la zona del euro aumentó notablemente durante la Gran Recesión y durante la crisis de la deuda soberana, y que la existencia de un nivel elevado de incertidumbre podría suponer un freno significativo para la actividad de la zona del euro y, en especial, para la inversión.

Conclusión

Existe cierta evidencia de que el incremento de la incertidumbre puede tener un efecto adverso sobre la economía, si bien este efecto es difícil de observar y de cuantificar. La literatura económica ofrece distintas maneras de medir la incertidumbre, y combinando estos métodos con las diversas fuentes de datos se podría obtener un indicador sintético útil de la incertidumbre en la zona del euro.

Dado que la incertidumbre puede ser un factor determinante de los ciclos económicos en la zona del euro, para los analistas y para los responsables de la política económica es importante construir indicadores de incertidumbre y realizar su seguimiento. En toda proyección es imprescindible evaluar el nivel actual de incertidumbre y basarse en supuestos de la incertidumbre esperada durante el horizonte de proyección. Asimismo, un análisis de escenarios que recoja el impacto estimado de posibles cambios en la incertidumbre puede ser indicativo de los riesgos en torno a las proyecciones. Para los responsables de la política económica, las políticas óptimas en épocas de mayor incertidumbre podrían incluir medidas dirigidas a reducir esta incertidumbre y a mitigar su impacto.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

Análisis retrospectivo de las reformas de los derivados OTC: objetivos, avances y cuestiones pendientes

En la cumbre de Pittsburgh celebrada en 2009, los líderes del G-20 se comprometieron a reformar los mercados de derivados negociados fuera de mercados organizados (OTC), con el fin de aumentar su transparencia, prevenir el abuso de mercado y reducir los riesgos sistémicos. En este artículo, centrado en Europa, se recuerdan los objetivos de las reformas de Pittsburgh, se analizan los avances realizados desde su adopción, en particular con respecto al registro de operaciones y a la compensación central, y se identifican las cuestiones y problemas pendientes para las autoridades reguladoras. Estos últimos se refieren, principalmente, a: i) la resistencia, la recuperación y la resolución de las entidades de contrapartida central, dada su creciente importancia sistémica a raíz de las reformas; ii) la necesidad de reforzar la estabilidad de los mercados de derivados, y iii) la calidad de los datos y la transparencia de las operaciones con derivados OTC, que son todavía insuficientes, pese a los considerables progresos ya conseguidos.

Introducción: las reformas de los derivados OTC de Pittsburgh

Debido a su tamaño, sus riesgos inherentes y su falta de transparencia, los mercados mundiales de derivados OTC centraron la atención de las autoridades reguladoras tras la crisis. A finales de 2008, su valor nominal había alcanzado la cifra de 598 billones de dólares (430 billones de euros) y su valor de mercado bruto ascendía a 35 billones de dólares (25 billones de euros) (véase gráfico 1). En respuesta a la crisis financiera mundial, en la cumbre de Pittsburgh de septiembre de 2009, los líderes del G-20 se comprometieron a reformar los mercados de derivados OTC con el fin de aumentar su transparencia, prevenir el abuso de mercado y reducir los riesgos sistémicos. Siete años después, procede revisar los avances realizados a escala mundial y, en particular, europea en relación con el compromiso asumido en Pittsburgh, así como las cuestiones pendientes.

Un derivado es un contrato cuyo valor se «deriva» de un activo o de un precio de referencia y que se utiliza con fines de cobertura o especulativos. Los tipos de derivados más básicos son los contratos a plazo (en adelante, *forwards*), las opciones y los *swaps*⁴¹. En función de las clases de activos subyacentes, se distingue entre derivados sobre materias primas, sobre acciones, de divisas, de crédito y de tipo de interés, siendo estos últimos, con diferencia, la clase más importante, tanto en términos de principal nominal como de valor de mercado bruto (véase gráfico 1). Los contratos de derivados pueden negociarse en un mercado regulado o en una plataforma de negociación («derivados negociados en mercados

⁴¹ Los *forwards* son acuerdos entre dos partes mediante los que el vendedor/el comprador tiene la obligación de entregar/pagar un activo a un precio fijo en una fecha futura convenida. Los futuros son *forwards* estandarizados. Las opciones son contratos que otorgan al comprador el derecho, pero sin imponerle la obligación, de comprar o vender un activo a un precio fijo en el futuro. Los *swaps* conllevan la obligación de intercambiar flujos de efectivo futuros en un plazo acordado, por ejemplo, un conjunto de flujos de efectivo referenciados a un tipo de interés fijo por flujos de efectivo referenciados a un tipo de interés variable.

organizados», o ETD, en sus siglas en inglés, que generalmente están altamente estandarizados) o pueden negociarse fuera de mercados organizados, es decir, bilateralmente entre las contrapartes en condiciones a medida. Los derivados no son necesariamente tan peligrosos como algunos han sugerido —quizá el caso más notable es el de Warren Buffet, quien en 2002 llamó a las permutas de riesgo de crédito (CDS) «armas financieras de destrucción masiva»⁴². Sin embargo, sí que generan un riesgo de contraparte y tienen un mayor apalancamiento que otros instrumentos financieros, debido a que su efecto de apalancamiento puede aumentar los beneficios o las pérdidas.

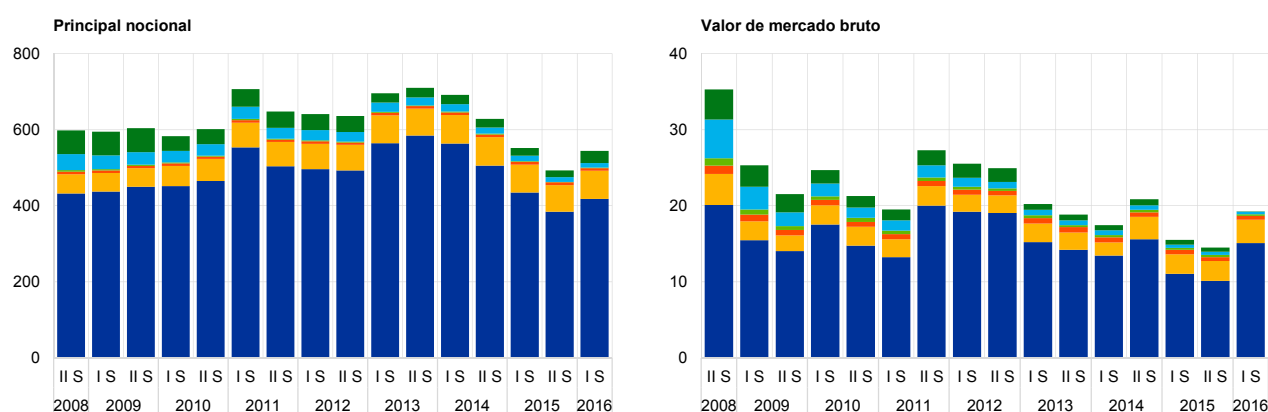
Los derivados, y especialmente los CDS, fueron un importante factor determinante de los problemas de Lehman Brothers y de AIG. Por tanto, no es casualidad que, en noviembre de 2008, dos meses después del colapso de Lehman Brothers, la cumbre del G-20 de Washington expresara «los productos financieros cada vez más complejos y opacos, con el consiguiente exceso de apalancamiento» como una de las causas fundamentales de la crisis financiera mundial. Así pues, se pidió a los supervisores y a los reguladores que «aceleraran los esfuerzos para reducir los riesgos sistémicos de las operaciones con CDS y con derivados OTC y que aumentaran la transparencia de los mercados de estos productos»⁴³. Este último aspecto fue incluso una medida prioritaria que debía de llevarse a cabo antes del 31 de marzo de 2009.

Gráfico 1

Mercados mundiales de derivados OTC

(billones de dólares; datos semestrales)

- Derivados de tipos de interés
- Derivados de divisas
- Derivados sobre acciones
- Derivados sobre materias primas
- CDS
- Otros



Fuente: Datos de la encuesta semestral sobre derivados OTC del Banco de Pagos Internacionales (BPI).

⁴² Véase el artículo de Helen Simon en Investopedia, titulado «[Are derivatives a disaster waiting to happen?](#)».

⁴³ [Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy](#), Grupo de los Veinte (G-20), 2008, p. 1, y Action Plan, p. 3, respectivamente.

En la cumbre de Pittsburgh de septiembre de 2009, los líderes del G-20 se comprometieron a aumentar la resistencia y la transparencia de los mercados de derivados OTC. En la Declaración de los Líderes, hicieron un llamamiento a los ministros de Economía y Finanzas y a los gobernadores de los bancos centrales del G-20 para que acordaran «un marco internacional de reformas en las siguientes áreas críticas», entre ellas:

«Mejora de los mercados de derivados OTC: todos los contratos de derivados OTC estandarizados deberían negociarse en mercados regulados o a través de plataformas de negociación electrónicas, en su caso, y compensarse a través de entidades de contrapartida central⁴⁴ antes de finales de 2012, a más tardar. Los contratos de derivados OTC deberían ser notificados a registros de operaciones. Los contratos que no se compensen de forma centralizada deberían estar sujetos a requerimientos de capital más elevados. Pedimos al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y a sus miembros más relevantes que evalúen regularmente la implementación de estas medidas y si resultan suficientes para mejorar la transparencia de los mercados de derivados, mitigar los riesgos sistémicos y evitar el abuso de mercado⁴⁵.»

En relación con el compromiso de Pittsburgh sobre derivados OTC, raras veces tan pocas líneas han tenido ocupada a tanta gente durante tanto tiempo. La implementación de este mandato generó una oleada sin precedentes de nuevas normas y regulaciones, y se tradujo en profundas adaptaciones en el sector, tanto a nivel mundial como en las distintas jurisdicciones, con el objetivo último de aumentar la transparencia, evitar el abuso de mercado y reducir los riesgos sistémicos de los mercados de derivados OTC.

Este artículo se centra en el análisis de la situación actual en la Unión Europea (UE), comparándola con los objetivos originales de la agenda de Pittsburgh.

En él se describen los avances realizados y se identifican las cuestiones pendientes en relación con los cinco puntos de la exigente agenda de reformas de Pittsburgh⁴⁶:

- notificar todos los contratos de derivados OTC a registros de operaciones;
- negociar todos los contratos de derivados OTC estandarizados en un mercado regulado, y
- compensarlos a través de entidades de contrapartida central;
- introducir requerimientos de capital más elevados para los contratos que no se compensen de forma centralizada, y
- evaluar regularmente si las cuatro medidas anteriores son suficientes para «aumentar la transparencia de los mercados, mitigar el riesgo sistémico y evitar el abuso de mercado».

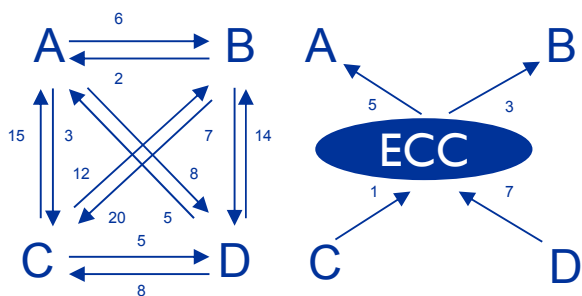
⁴⁴ La parte del mercado de derivados OTC compensada por entidades de contrapartida central tuvo una evolución mejor durante la crisis, debido a la mayor solidez de su gestión de riesgos y a la mayor transparencia de las exposiciones de los miembros compensadores.

⁴⁵ [Leaders' Statement – The Pittsburgh Summit](#), G-20, 2009, pp. 8-9.

⁴⁶ Las cumbres del G-20 de Cannes (noviembre de 2011) y de San Petersburgo (septiembre de 2013) incorporaron aspectos adicionales a la agenda de reformas de los derivados OTC, en particular los requisitos de márgenes para los derivados no compensados de forma centralizada, en el primer caso, y el acuerdo de que las jurisdicciones se remitan a las reglas de las ECC de otras jurisdicciones, en el segundo, pero la esencia de la agenda procede de Pittsburgh.

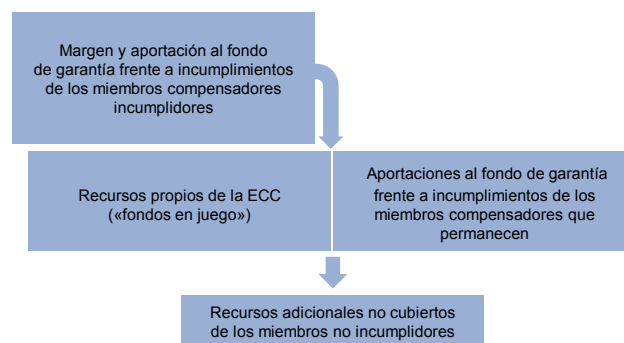
Las entidades de contrapartida central (ECC) y los registros de operaciones son infraestructuras de los mercados financieros (IMF) que han adquirido mayor prominencia en relación con los mercados de derivados OTC como consecuencia de las reformas de Pittsburgh. Una ECC se interpone entre dos partes de una operación con valores o con derivados, convirtiéndose en el comprador para el vendedor y viceversa, y asumiendo el riesgo de contraparte (es decir, el riesgo de que una parte del contrato incumpla sus obligaciones)⁴⁷. Mediante este proceso, y mediante el neteo multilateral (véase figura 1), la ECC reduce el riesgo de crédito y de liquidez global y sustituye las exposiciones bilaterales por una red centralizada de exposiciones entre los miembros compensadores y la ECC. Aunque la ECC elimina el riesgo de contraparte que los miembros compensadores tienen entre sí, dichos miembros están expuestos a la ECC, no solo por sus posiciones principales, sino también a través de los pagos de márgenes y las aportaciones al fondo de garantía frente a incumplimientos, que la ECC podría utilizar como parte de su cascada de recursos ante el incumplimiento de otros miembros (véase figura 2). Las herramientas de gestión de riesgos de una ECC incluyen un «margen inicial» (una cantidad preestablecida de activos de garantía aportados a la ECC), un «margen de variación» (pagos exigibles como consecuencia de variaciones en los precios de mercado) y recortes aplicados a las garantías. Un registro de operaciones es un registro electrónico centralizado donde se almacenan detalles de las distintas operaciones individuales con derivados, tanto compensadas como no compensadas (véase sección 3.1).

Figura 1
Neteo multilateral de las ECC



Fuente: BCE.
 Nota: La ECC calcula y registra las obligaciones netas derivadas de las operaciones («neteo multilateral»).

Figura 2
Cascada de recursos financieros si un miembro compensador incumple sus obligaciones



Fuente: BCE.

El resto de este artículo se estructura de la siguiente forma: En la sección 2 se describen los principios para las infraestructuras de los mercados financieros (PFMI, en sus siglas en inglés), un conjunto fundamental de normas internacionales que reciben la influencia del compromiso de Pittsburgh en lo que respecta a las ECC

⁴⁷ Para obtener explicaciones más detalladas sobre el funcionamiento de las ECC, véanse, por ejemplo, los sitios web del Deutsche Bundesbank sobre vigilancia de las entidades de contrapartida central (*oversight of central counterparties*); «OTC derivatives: new rules, new actors, new risks», *Financial Stability Review*, n.º 17, Banco de Francia, 2013; y D. Nixon y A. Rehlón, «Central counterparties: what are they, why do they matter and how does the Bank supervise them?», *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q2 2013.

y los registros de operaciones, y otras orientaciones y trabajos de reforma en curso de carácter global. En la sección 3 se analiza la situación de Europa en relación con la obligación de registro, la obligación de compensación y los demás elementos de las reformas de Pittsburgh, que se articularon, en gran medida, a través del Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado. En la sección 4 se identifican las cuestiones y los problemas pendientes que requieren reforma adicional para, en particular, aumentar la resistencia y facilitar la recuperación y resolución de las ECC, reforzar la estabilidad de los mercados de derivados y seguir mejorando la transparencia de los mercados de derivados OTC. En la sección 5 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

Desde el compromiso asumido en Pittsburgh se han realizado avances considerables para aumentar la transparencia y la resistencia de los mercados de derivados OTC. La Unión Europea tardó más que Japón y que Estados Unidos en aplicar las obligaciones de notificación y de compensación, así como los demás puntos de la agenda de Pittsburgh, pero, excepto por los requisitos relativos a la negociación, todos los marcos legislativos están ya vigentes.

No obstante, todavía hay varias cuestiones pendientes con respecto a los objetivos de Pittsburgh y será necesario seguir trabajando para resolverlas.

Desde la perspectiva del BCE, continúa habiendo tres cuestiones pendientes, que en parte tienen una dimensión internacional, pero que deberían abordarse, fundamentalmente, introduciendo reformas adicionales en las partes correspondientes del marco regulatorio de la UE. Estas cuestiones son:

- aumentar aún más la resistencia de las ECC y facilitar su recuperación y resolución, en particular mediante la implementación íntegra y a su debido tiempo del plan de trabajo de ECC a nivel mundial;
- reforzar la estabilidad de los mercados de derivados, entre otras vías, mediante un nuevo análisis de la forma en que los distintos requerimientos (prudenciales) regulatorios se compensan y afectan a los incentivos para la compensación central;
- seguir aumentando la transparencia de los mercados de derivados OTC, en particular mejorando la calidad de los datos y creando mecanismos eficaces para la agregación de datos europeos y mundiales, que en este momento son inexistentes, pero para los que la armonización de la información actualmente en curso es un requisito previo importante.

El BCE y el Eurosistema, que han participado activamente en las reformas acometidas tras la cumbre de Pittsburgh, seguirán realizando un atento seguimiento de la evolución de los mercados de derivados OTC y de sus infraestructuras, y continuarán contribuyendo a aumentar su transparencia y su resistencia.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)