

04/2013

9 enero de 2013

*Gregorio Pablo Álvarez Rubial\**

EL CREDIT DEFAULT SWAP COMO AGENTE  
TRANSFORMADOR DEL PARADIGMA  
FINANCIERO INTERNACIONAL

[Visitar la WEB](#)

[Recibir BOLETÍN ELECTRÓNICO](#)

## EL CREDIT DEFAULT SWAP COMO AGENTE TRANSFORMADOR DEL PARADIGMA FINANCIERO INTERNACIONAL

### Resumen:

El *Credit Default Swap* o *Permuta de Incumplimiento Crediticio* ha ganado un protagonismo extraordinario en la última década, desde la negociación *over the counter*, es decir, sin mercado secundario regulado, sujeto únicamente al principio de libertad de pacto entre las partes. El autor analiza en el texto la gran importancia del mercado de *CDS* en el sistema financiero global y la forma en que ha modificado el paradigma financiero que fuera minuciosamente diseñado por los países vencedores de la II Guerra Mundial.

### Abstract:

*During the last decade a huge reshape was performed in the global financial system, specially, through the massive use of the Credit Default Swap, a derivative traded over the counter, regardless of the significance of this security for financial stability worldwide. The fact changed substantially the access of developed countries to credit, disturbing the amount of funds that could be allocated to the Armed Forces and such affecting international security.*

### Palabras clave:

CDS, Permuta de Incumplimiento Crediticio, prima de riesgo, Banco Central Europeo, BCE, Reserva Federal, FED, Política Monetaria, Riesgo país, Comisión Nacional del Mercado de Valores, yuan renmimbi, bancor.

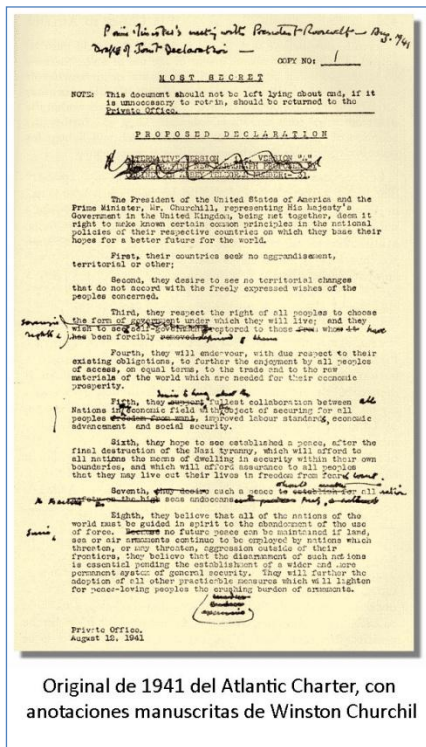
*Keywords: CDS, Credit Default Swap, risk premium, European Central Bank, ECB, Federal Reserve, FED, European Banking Agency, Monetary Policy, Country risk, Joint Operations Environment, Commodity Futures Trading Commission, yuan renmimbi, bancor.*

**\*NOTA:** Las ideas contenidas en los **Documentos de Opinión** son de responsabilidad de sus autores, sin que reflejen, necesariamente, el pensamiento del IEEE o del Ministerio de Defensa.

Gregorio Pablo Álvarez Rubial

En los últimos años hemos contemplado el auge de un nuevo derivado financiero, nacido como mero seguro de impago, que rápidamente ha evolucionado hasta modificar sustancialmente el paradigma del sistema financiero occidental<sup>1</sup> hasta el punto de que podríamos decir que ha desvanecido el fundamento de la matemática financiera moderna, el tipo de interés del activo libre de riesgo (tradicionalmente la deuda pública).

Como primera aproximación al concepto de *Credit Default Swap*, se podría decir que es un activo financiero, no negociado en mercado secundario oficial, mediante el cual el comprador del *CDS*, a cambio del pago de una prima periódica recibe una indemnización<sup>2</sup> del vendedor del *CDS*, en caso de que un tercero (el emisor de los títulos de deuda) entre en concurso de acreedores o efectúe una quita o espera.



Original de 1941 del Atlantic Charter, con anotaciones manuscritas de Winston Churchill

En palabras del Jefe del Estado Mayor de la Defensa<sup>3</sup>, en la actualidad, la principal amenaza que sufre España desde el punto de vista de la seguridad es la crisis económica, algo que entronca con la inestabilidad existente en una de las principales fuentes de financiación del Sector Público, la deuda soberana. En efecto, la estrategia de seguridad de los países occidentales ha vuelto su vista a la estabilidad económica y a la actividad financiera internacional como medio de influir en la seguridad de terceros países.

En este sentido se inclina, entre otros, el *Joint Operating Environment 2010*, del Estado Mayor de la Defensa estadounidense, que detalla los riesgos del elevado nivel de endeudamiento estadounidense, cuando puntualiza que los bonos de deuda pública estadounidense se encuentran en manos de los grandes países exportadores, en particular, de la República Popular de China, haciendo

un extenso análisis de las duras consecuencias que tendría para la economía americana la interrupción de este crédito<sup>4</sup>, o la contingencia de una elevación<sup>4</sup> en los tipos de interés con los que se financia la *FED*, precisamente el escenario que vive en la actualidad la Unión Europea.

Todo lo anterior pone de relevancia un cambio en el paradigma financiero fiduciario creado después de *Bretton Woods* que se ha producido de manera gradual y totalmente al margen de la regulación de los gobiernos de los países implicados<sup>5</sup>, en cierto modo, la autoridad financiera se ha trasladado desde el Sector Público al Sector Privado. El *Credit Default Swap*

<sup>1</sup> En la República Popular China, entre otros, la totalidad de las empresas de tipo financiero son controladas por el gobierno.

<sup>2</sup> Normalmente esta indemnización coincide con el valor nominal del crédito (impagado) que actúa como subyacente del derivado.

<sup>3</sup> Ver ABC, Entrevista al Almirante General Fernando García Sánchez, 4.MAR.12, disponible en [http://www.ieeee.es/Galerias/fichero/OtrasPublicaciones/Nacional/JEMAD-ABC-04\\_03\\_2012.pdf](http://www.ieeee.es/Galerias/fichero/OtrasPublicaciones/Nacional/JEMAD-ABC-04_03_2012.pdf), fecha de la consulta 7.NOV.12.

<sup>4</sup> Ver United States Joint Forces Command, *The Joint Operating Environment 2010*, disponible en [http://www.jfcom.mil/newslink/storyarchive/2010/JOE\\_2010\\_o.pdf](http://www.jfcom.mil/newslink/storyarchive/2010/JOE_2010_o.pdf), fecha de la consulta 15.DIC.12.

<sup>5</sup> Es decir, la autoridad financiera de facto ha pasado de manos del Sector Público al sector privado.

(CDS) ha cambiado mucho a lo largo de su corta historia y ha sido tal vez esta adaptabilidad la que le ha dado el enorme éxito cosechado, con nominal consolidado en torno a los 2 billones de dólares en 2010<sup>6</sup>.

## LA GÉNESIS DE LA ACTUAL ESTRUCTURA FINANCIERA MUNDIAL

Uno de los principales problemas con los que se encuentra la economía mundial previa a la II Guerra Mundial fue la competitividad cambiaria durante la época de la gran depresión posterior a la *crisis del 29*, que numerosos autores señalan como uno de los detonantes del conflicto y que concentra los esfuerzos de las potencias aliadas durante las conferencias del *Atlantic Charter* en 1941 y *Bretton Woods* en 1944.

El carácter global del sistema financiero es un concepto nacido con la creación de una moneda mundial (el *Real de a Ocho*), durante el Imperio Español, especialmente a partir del s. XVI. En este periodo histórico la estabilidad financiera venía marcada por la emisión de moneda en oro y plata, metales preciosos con un valor estable *per se*, que vinculan la masa monetaria a la capacidad extractiva de estos metales y posterior acuñación de moneda por parte del estado, controlando así la tasa de inflación.

Éste esquema se va transformando a partir del s. XIX, dando tímidos pasos hacia la arquitectura estrictamente fiduciaria actual, en la que se emplea el llamado *déficit estructural de liquidez*<sup>7</sup> para transmitir los tipos de interés desde los bancos centrales hasta el consumidor. El déficit de liquidez en el sector bancario se logra mediante la exigencia por parte de los reguladores del llamado *coeficiente de caja* al sector bancario, actualmente establecido en el 1%<sup>8</sup> en la Eurozona y que supone el mantenimiento de un 1% de la totalidad de los depósitos de la banca comercial en el Banco Central.

De este modo se logra *desapalancar* a las entidades de crédito, es decir, reducir la cantidad de fondos que prestan, de modo que la rentabilidad de su *equity*, de sus recursos propios, se reduce, logrando al mismo tiempo, reducir el riesgo de quiebra por iliquidez de la entidad, al disponer de mayor cantidad de tesorería.



<sup>6</sup> Ver *International SWAPS and Derivatives Association (ISDA), Summaries of Market Survey Results*, disponible en <http://www.isda.org/statistics/recent.html>, fecha de la consulta 26.OCT.12

<sup>7</sup> El déficit estructural de liquidez (por contraposición al superávit estructural de liquidez) es empleado hoy en día por el BCE y los bancos centrales de Estados Unidos, Canadá, Gran Bretaña, Japón y Suiza, entre otros.

<sup>8</sup> En los países occidentales no es habitual modificar el coeficiente de caja, sin embargo en la República Popular China (actualmente situado en el 20,50%) se modifica habitualmente como medio de combatir la inflación. Ver BBC, *China moves to cool its inflation*, 11.NOV.07, disponible en <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7089307.stm>, fecha de la consulta 29.OCT.12.

Estas reservas en la cuenta del Banco Central, deben permanecer inalteradas, de este modo, el sector bancario debe pedir prestado del mismo banco central si, por cualquier razón<sup>9</sup> se produce una salida de fondos desde su cuenta en el Banco Central.

Las operaciones mediante las cuales el banco central financia a la banca comercial se denominan operaciones de política monetaria. Las *Operaciones de Mercado Abierto*<sup>10</sup> son las más utilizadas y suponen préstamos al sector bancario exigiendo como colateral, a modo de garantía, bonos de deuda pública, un mecanismo en torno al que gira la totalidad del mercado interbancario en la actualidad.

Con este esquema la banca se ve obligada a la adquisición de bonos de deuda pública para poder acceder a las facilidades de crédito del banco central. De este modo los países emisores se garantizarían que su financiación lo será en condiciones preferentes y al mismo tiempo, se logra transmitir la señal de tipos de interés del banco central hasta la banca privada, un esquema fiduciario que depende de la confianza de todos los agentes en el propio sistema financiero.



Cuartel General de Goldman Sachs en  
200 West Street de Nueva York

En este marco, nace a principios de los años noventa<sup>11</sup> el CDS, un derivado que da sus primeros pasos como seguro de impago tradicional, cubriendo al asegurado de la posibilidad de impago de una deuda procedente tanto del sector privado como del público, sin embargo, modificará las reglas básicas del sistema financiero, poniendo en tela de juicio el actual diseño financiero internacional.

### LOS ORÍGENES HISTÓRICOS DEL CDS

El nacimiento del Credit Default Swap, comúnmente atribuido a *JP Morgan*, se produce como otros muchos derivados financieros, por simple acuerdo entre dos bancos, *over the counter*<sup>12</sup>, como un mero seguro de impago y va evolucionando en su concepción hasta convertirse actualmente en una permuta financiera.

Las primeras operaciones con CDS están exentas de regulación tanto por parte de la SEC como del *Commodity Futures Trading Commission*<sup>13</sup>, en estos momentos especialmente

<sup>9</sup> Por ejemplo, para el pago de impuestos depositados por los contribuyentes en el banco comercial, que deberá transferirlos al Tesoro Público desde su cuenta corriente en el Banco de España.

<sup>10</sup> Las operaciones de mercado abierto en la eurozona son,

- Operaciones Principales de Financiación.- Con plazo de 1 semana, ejecutadas regularmente por el BCE.
- Operaciones de Financiación a más Largo Plazo.- Plazo mensual, normalmente ad hoc para corregir desajustes en determinadas entidades.
- Operaciones de Ajuste.- Normalmente llevadas a cabo mediante swaps de divisas y otras permutas financieras, para corregir desajustes en el tipo de interés.
- Operaciones Estructurales.- Para corregir la posición del BCE a largo plazo frente al sector bancario privado.

<sup>11</sup> Ver SMITHSON, Charles, MENGLE, David *et al*, Morgan Stanley's Journal of Applied Corporate Finance, *The promise of credit derivatives in nonfinancial corporations*, Edición de Otoño de 2006, disponible en <http://www.rutterassociates.com/pdf/Promise%20of%20Credit%20Derivatives%20in%20Nonfinancial%20Corporations%20%28JACF%202006%29.pdf>, fecha de la consulta 4.NOV.12.

<sup>12</sup> No sujeto a la regulación de un mercado secundario oficial.

ocupados en prevenir el agravamiento de la crisis financiera del *Savings & Loans*<sup>14</sup>. Efectivamente, el Credit Default Swap en este contexto aparece a los ojos del regulador como un instrumento financiero que ayuda a dispersar el riesgo de impago existente en el mercado.

Paralelamente a la transformación de los términos standard del derivado se produce un aumento exponencial del tamaño del mercado de *CDS* y una transformación de los agentes involucrados en la compra y venta del activo. Si bien en los comienzos el interés en el activo se circunscribe a la cobertura de riesgos, a partir de 2002 el mercado es dominado por inversores, especialmente fondos de inversión, hasta alcanzar a finales de 2011 un tamaño de 28,6 billones de dólares<sup>15</sup>.

### EL STANDARD ACTUAL DEL CREDIT DEFAULT SWAP

A pesar del marco estrictamente *over the counter* que mantiene el *CDS*, existe un consenso en torno a las características básicas del activo e incluso un modelo de contrato que facilita la *International Swaps and Derivatives Assotiation*<sup>16</sup>, una asociación de operadores del mercado de derivados *over the counter* con sede en Nueva York.

En el contrato de *CDS* básico, cuyo subyacente es un título deuda, pública o privada, el comprador del activo se asegura que, en caso de producirse el evento de crédito, normalmente un impago, el vendedor del contrato le abonará el principal de la deuda, recibiendo a cambio los títulos de deuda que había adquirido el comprador.



de

Sello del Banco de la Reserva  
Federal de los Estados Unidos

Del mismo modo, en el *CDS* se establecen una serie de pagos, similares a la prima de un seguro, que el comprador debe abonar durante la vida del *CDS*, para mantener la cobertura ofrecida por el vendedor del activo. Estos pagos periódicos del contrato de *CDS*, habitualmente expresados en porcentaje sobre el principal del préstamo, son la referencia básica, en el caso de la deuda soberana, de la llamada *prima de riesgo*.

El evento de crédito del *Credit Default Swap* es el *trigger* que produce la permuta financiera, pero puede tratarse igualmente de una reestructuración, de una quita<sup>17</sup> o simplemente de la

<sup>13</sup> El regulador en materia de derivados en Estados Unidos, separado de la *Securities Exchange Commision* (el homólogo de la *CNMV* en España).

<sup>14</sup> La *Savings & Loans Crisis* en Estados Unidos acabó con un tercio de estas instituciones (asociaciones de depósito y crédito con muchas similitudes con las cajas de ahorros en España), con un coste estimado de 88.000 millones de dólares para Estados Unidos.

<sup>15</sup> Ver Bank of International Settlements, *Credit Default Swaps amounts outstanding at end December 2011*, disponible en <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt21.pdf>, fecha de la consulta 7.NOV.12.

<sup>16</sup> Ver <http://www2.isda.org/>, fecha de la consulta 14.NOV.12.

<sup>17</sup> Una reestructuración consiste en una novación del contrato en la que se establecen plazos más largos para la devolución del principal del préstamo. Una quita es una reducción del principal del préstamo que el prestatario (en deuda pública, el estado emisor) debe reembolsar al prestamista (el comprador de los bonos de deuda pública).

declaración de concurso de acreedores por parte del emisor del bono. Sin embargo, a pesar de las similitudes con un seguro tradicional, el mercado de *CDS* no está sujeto a las regulaciones del mercado de seguros, función asumida en España por la *Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones*, perteneciente al Ministerio de Economía y Competitividad. Esto supone que el vendedor de un *CDS* puede no estar sujeto a supervisión si no tiene actividad financiera adicional, por lo que puede no estar obligado al mantenimiento de reservas.

Por otro lado el comprador no está obligado a desvelar todos sus riesgos conocidos y al mismo tiempo en el sector de los seguros se siguen criterios actuariales para celebrar nuevos contratos mientras que los gestores de *CDS* siguen criterios de cobertura con *CDS* de signo contrario y bonos. Por último, la contabilidad de riesgos puede no ser requerida por el supervisor, en este caso el banco emisor, ni bajo la legislación estadounidense<sup>18</sup> ni en la europea.



Zhou Xiaochuan, actual gobernador del Banco Central de la República Popular China

Dada la complejidad del derivado y su carácter *OTC*<sup>19</sup>, podría parecer que nos encontramos ante un instrumento financiero con volúmenes de contratación pequeños, sin embargo es uno de los derivados más contratados el mundo, con un tamaño del mercado de 638 billones<sup>20</sup> de dólares estadounidenses de notional contratado consolidado a finales del primer semestre de 2012<sup>21</sup>, siendo los principales beneficiarios de la cobertura del *CDS* son los grandes países compradores de deuda, en especial China, principal tenedor de deuda soberana estadounidense<sup>22</sup>.

Por otro lado, los operadores del mercado *son* bancos, fondos de inversión y grandes empresas financieras, que soportan importantes barreras de entrada al mercado, como por ejemplo, la necesidad de contar con terminales *Bloomberg* o *Reuters* para observar la cotización del activo, algo a lo que no puede acceder el pequeño inversor. Pero todo este concepto creado en torno al *CDS* vive una importante sofisticación que transforma el mercado, dándole volatilidad y permitiendo una mayor especulación que da entrada a inversores financieros, lo cual entronca con el concepto de *riesgo sobre gestión telemática de las transacciones*, recogido expresamente en la *Directiva de Defensa Nacional 2012*<sup>23</sup>.

<sup>18</sup> La obligación de llevar contabilidad de riesgos en Estados Unidos se contempla en el *Financial Accounting Standard 133* de los *Generally Accepted Accounting Principles*, ver Financial Accounting Standards Board, *Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*, <http://www.fasb.org/st/summary/stsum133.shtml>, fecha de la consulta 16.NOV.12.

<sup>19</sup> *Over the counter*, sin mercado oficial.

<sup>20</sup> El producto interior bruto de Estados Unidos para 2011 fue de 14,4 billones de dólares.

<sup>21</sup> Ver Bank of International Settlements, *Statistical Release: OTC Derivatives Statistics at end-June 2012* (página 14), disponible en [http://www.bis.org/publ/otc\\_hy1211.pdf](http://www.bis.org/publ/otc_hy1211.pdf), fecha de la consulta 16.NOV.12.

<sup>22</sup> China poseía, en SEP.12, un total de 1'1 billones de dólares en treasury bonds del tesoro público estadounidense, ver Department of the Treasury, *Major Foreign Holders of Treasury Securities*, 16.NOV.12, disponible en <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt>, fecha de la consulta 19.NOV.12.

<sup>23</sup> Ver *Directiva de Defensa Nacional 2012, Por una Defensa Necesaria, por una Defensa Responsable*, disponible en <http://www.defensa.gob.es/Galerias/politica/seguridad-defensa/ficheros/DGL-DirectivaDefensaNacional-2012.pdf>, fecha de la consulta 17.NOV.12.

El último estadio de la evolución del *CDS* es el *Naked Credit Default Swap*, en el que un inversor puede comprar un *CDS* sin poseer previamente los bonos cuyo impago cubriría el mismo *CDS*, de modo que está invirtiendo en un activo sin tener ningún interés en cubrir el impago de su deuda. Esto permite a los inversores asumir posiciones *cortas* sobre el subyacente, es decir, apostar que se producirá un impago por parte del emisor de bonos.

El mecanismo del mercado comienza con la compra por parte del inversor de un *CDS*, de modo que estaría cubriendo el riesgo de impago de los bonos subyacentes, por ejemplo, deuda pública de Italia. Sin embargo el inversor no ha comprado en ningún momento bonos de deuda soberana italiana, por lo que el Tesoro Público italiano no ha podido beneficiarse de un precio más bajo al colocar su deuda. A continuación el mercado de *CDS* debe ajustar el precio del derivado<sup>24</sup>, ya que al efectuarse una compra de títulos, la demanda de los títulos ha subido y el *spread* del *CDS* se debe ampliar por tanto. De este modo, la prima de riesgo italiana aumentará, ya que en la próxima subasta de deuda pública del Tesoro Público italiano, la referencia que tomarán los *dealers* para pujar por los bonos será el *spread* del *CDS*. Si a lo anterior añadimos que el mercado de *CDS* global<sup>25</sup> es mucho mayor que el total de deuda italiana, tenemos que la volatilidad del precio de las emisiones de deuda pública italiana se ha incrementado sustancialmente respecto al *status quo* de hace tan solo una década.

## CONCLUSIONES

Parece claro que se ha producido paulatinamente un cambio trascendental en el esquema financiero a nivel global, no sólo por la transmisión de un riesgo a la deuda pública, debido a la cotización del *CDS*, que puede variar rápidamente la el coste del servicio de la deuda, también para países desarrollados como Italia, Bélgica o Portugal, sino también por la incertidumbre en cualquier previsión financiera, debido a la inestabilidad *de facto* en el tipo de interés del activo libre de riesgo tradicional.

En la última década hemos asistido a la suave transformación de la República Popular China desde su condición de país con importancia económica anecdótica hasta auparse al puesto de superpotencia, modernizando y ampliando sus Fuerzas Armadas, haciendo política de contención demográfica y manteniendo un perfil bajo en sus relaciones exteriores. No obstante, todo ello ha sido posible gracias al éxito de su política económica y financiera, manteniendo artificialmente baja la cotización del  *yuan renmimbi*, en un contexto internacional en el que las divisas de los países occidentales se han intercambiado con total libertad de cotización. Estas circunstancias, unidas al autoritarismo del estado comunista chino, que permite costes laborales contenidos, han permitido la transformación que ha



Sede central de Barclays en One Churchill Place de Canary Warf

<sup>24</sup> Visible a través de los mencionados terminales Reuters y Bloomberg.

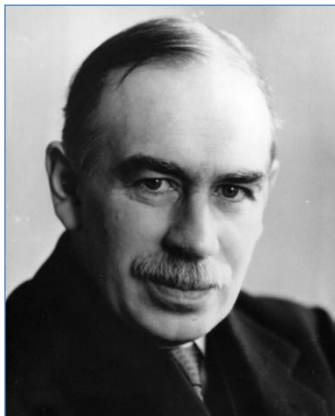
<sup>25</sup> Se estima que los *naked default swap* constituyen el 80% de la totalidad del mercado de este derivado.

vivido el país en los últimos años, hasta el punto de transformar lentamente el yuan en una moneda de reserva como antes lo fueran el real de a ocho español o el dólar estadounidense.

En ese mismo sentido se pronuncia el *International Institute for Strategic Studies*, en su informe *Global Currencies: the Slow March of the Renmimbi*<sup>26</sup>, que analiza avances de China en este sentido, especialmente a partir de 2008, momento en el que, tras la crisis financiera global, Pekín ha permitido a determinadas empresas chinas el cobro de sus exportaciones y el pago de sus importaciones en *renmimbi* en lugar de dólares americanos, utilizando el *hub* financiero de Hong Kong<sup>27</sup> como puerta de salida y entrada, provocando que en 2011 el 10% de todas las importaciones y exportaciones se realicen en moneda local.

Paralelamente, vuelven a surgir voces<sup>28</sup> que devuelven al debate financiero internacional el interés de crear una moneda global sujeta a una autoridad monetaria supranacional, recuperando el concepto de *bancor* creado por *John Maynard Keynes* durante la conferencia de *Bretton Woods* en 1944, de modo que la moneda de reserva global estuviera a salvo de las devaluaciones competitivas, cuyo principal actor ha sido durante las últimas 4 décadas la República Popular China, pero que cuenta también actualmente con la Reserva Federal entre sus defensores, algo patente tras las tres rondas de *Quantitative Easing*<sup>29</sup> que hemos vivido hasta desde 2008.

Del mismo modo se puede afirmar que el *CDS*, lejos de reducir el riesgo del mercado de deuda pública, lo ha incrementado, produciendo una crisis financiera sin precedentes en



John Maynard Keynes, creador del concepto de *bancor* en los comienzos de la II Guerra Mundial

países desarrollados como Grecia, Portugal e Italia, integrados en la Unión Europea, que aspira a constituirse en un estado perfectamente integrado y en un líder mundial en materia económica, financiera y comercial, es decir, el *Credit Default Swap* se ha transformado en un activo financiero procíclico, al menos para las naciones que lo crearon en el seno de su sector bancario privado<sup>30</sup>.

Debido a que la negociación de todo el mercado del *CDS* se realiza *over the counter*, la transparencia del mismo es reducida y al mismo tiempo las repercusiones que puede tener este activo financiero para la reducción de la capacidad de financiación de los países y para la aceleración de la declaración de concurso de

<sup>26</sup> El análisis está disponible en <http://www.iiss.org/publications/strategic-comments/past-issues/volume-18-2012/october/global-currencies-the-slow-march-of-the-renmimbi/?locale=en>, fecha de la consulta 16.NOV.12.

<sup>27</sup> Otros centros financieros que sirven a los intereses del Banco Central de la República Popular de China son, según la mayoría de autores, Londres, Dubai, Taipei y Singapur.

<sup>28</sup> Entre otros, el gobernador del Banco Central Chino, ver punto II.1, XIAOCHUAN, Zhou, *Reform the International Monetary System, Bank of International Settlements*, disponible en <http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>, fecha de la consulta 16.NOV.12.

<sup>29</sup> El *Quantitative Easing* ideado por Ben Bernanke consiste básicamente en la compra a gran escala de bonos de deuda pública a través de intermediarios financieros seleccionados, en este caso, Goldman Sachs. A través de esta política monetaria expansiva se persigue aumentar el crecimiento económico, una de las metas tradicionales de la política monetaria, junto a la estabilidad de precios y el equilibrio de la balanza de pagos.

<sup>30</sup> En particular, para Estados Unidos, las grandes naciones de la Unión Europea y Japón, con la notable exclusión de la República Popular China.



Gregorio Pablo Álvarez Rubial

acreedores de grandes empresas financieras son enormes, lo cual parece aconsejar un mercado secundario oficial del *CDS*, que permitiera al regulador disponer de información fehaciente para mantener la estabilidad financiera en todo momento.

Por otro lado, otras variables que también influyen negativamente en el *riesgo país*<sup>31</sup>, por ejemplo, cambios en el riesgo de secesión regional, como en el caso del conflicto lingüístico en Bélgica, también hacen aumentar el *spread* del *CDS*, y con él la prima de riesgo de la deuda pública. Si el supervisor tuviera acceso a un mercado oficial del activo, dispondría de más información para adelantarse a crisis del sistema financiero como la que vivimos en 2008 en Europa y Estados Unidos.

Para comprender a fondo el mercado del *CDS* es necesario tomar perspectiva del *status quo* financiero, en lo que atañe a deuda pública y sector bancario privado. La banca comercial acude a la facilidad de crédito de los bancos centrales, entregando deuda pública como colateral. A continuación se cubre del impago en el mercado del *CDS*, dominado por los grandes bancos del sector bancario privado, generando ingresos en sus cuentas de explotación. La subsiguiente ampliación del *spread* del *CDS* provoca aumentos de la prima de riesgo del país emisor que obligan a aumentar la rentabilidad del bono, generando mayores ingresos en las cuentas de explotación de los bancos compradores de *CDS*. De este modo nos encontramos con un equilibrio en gastos e ingresos financieros del sector bancario privado.



Sede de la European Banking Agency en Londres, germen del futuro supervisor bancario europeo

Sin embargo, paralelamente se aumentan los costes del servicio de la deuda para los países emisores de bonos. Si a ello añadimos la más que recurrente necesidad periódica de inyectar fondos públicos en la banca privada que se encuentra en dificultades por el riesgo sistémico que supone para la totalidad del sistema financiero, como por ejemplo en los casos de *AIG*, *Northern Rock*, *ING*, *Fredie Mac*, *Fanie Mae*, casos en los que la rápida ampliación del *spread* del *CDS* ha precipitado la intervención de la Hacienda Pública, en sus respectivos países de origen, podemos concluir que el *Credit Default Swap* es un activo procíclico, que actúa como potenciador del riesgo<sup>32</sup> y agrava las crisis una vez declaradas, tanto en el sector público como en el privado.

Como medidas adicionales para prevenir crisis, existen una larga serie de reformas hacia la mayor integración de la Unión Europea que podrían llevarse a cabo sin incurrir en un mayor coste, como la de crear un supervisor bancario común, sustituyendo los diversos supervisores existentes en cada uno de los estados miembros. De este modo se allanaría el

<sup>31</sup> El *riesgo país* es la probabilidad de que cambios en el hábitat mercantil de un determinado país puedan producir la reducción del resultado operativo de un inversor que se plantee la inversión en este estado. Por ejemplo, control del tipo de cambios, inseguridad jurídica o inestabilidad social de cualquier tipo.

<sup>32</sup> La Estrategia Española de Seguridad contempla entre sus objetivos la monitorización y control de los potenciadores del riesgo, ver página 34, *Estrategia Española de Seguridad*, disponible en <http://www.lamoncloa.gob.es/NR/rdonlyres/DOD9A8EB-17D0-45A5-ADFF-46A8AF4C2931/0/EstrategiaEspanolaDeSeguridad.pdf>, fecha de la consulta 17.NOV.12.

camino para convertir al euro en una moneda de reserva<sup>33</sup> líder, reduciendo las dificultades de acceso a financiación de los diferentes estados europeos y ganando influencia sobre los grandes bancos transnacionales que dominan el mercado del CDS.

Otra política económica que ayudaría a combatir los elevados costes de las recientes emisiones de deuda en países solventes como Francia, Italia o Bélgica, sería la creación de un Tesoro Público común que consolidara las necesidades de financiación a nivel europeo, algo que daría acceso a subastas de deuda con mayores volúmenes y por último, de cara a reducir el *riesgo país*, una homogeneización de los niveles de división administrativa de la UE, transmitiría una señal de seguridad jurídica para la actividad empresarial en general que reduciría igualmente el riesgo país y por tanto la prima de riesgo.

El 24%<sup>34</sup> de los fondos contemplados en los Presupuestos Generales del Estado 2012 será destinado a pago del servicio de la deuda, algo que se relaciona con el concepto de *modelo económico sostenible e integridad en los mercados* contenido en la *Estrategia Española de Seguridad* y que hace reflexionar sobre la necesidad de que los supervisores mantengan un control efectivo del sistema financiero, en particular del mercado de CDS, directamente vinculado al aumento de los tipos de interés de la deuda y a la potenciación de crisis en este y otros ámbitos.

i

Gregorio Pablo Álvarez Rubial\*  
Capitán de Intendencia

---

**\*NOTA:** Las ideas contenidas en los *Documentos de Opinión* son de responsabilidad de sus autores, sin que reflejen, necesariamente, el pensamiento del IEEE o del Ministerio de Defensa.

---

<sup>33</sup> Entre otras ventajas, poseer una moneda de reserva global consolidada permite acceder a la importación de materias primas sin costes de transacción para cada compra y financiarse emitiendo deuda a menor tipo de interés, ya que el mercado para esta moneda será mayor que para sus competidoras. Ver WILLIAMSON, John, International Institute for Strategic Studies, *The dollar and US Power*, disponible en <http://www.iiss.org/programmes/geo-economics-and-strategy/events/seminars/papers/john-williamson/>, fecha de la consulta 19.DIC.12.

<sup>34</sup> Ver Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, *Presupuestos Generales del Estado 2012*, disponible en <http://www.lamoncloa.gob.es/NR/rdonlyres/887E6D29-44E3-4C8F-99F6-8EC0DB6FCF8E/199090/PresentacinPGE2012.pdf>, fecha de la consulta 19.NOV.12.