

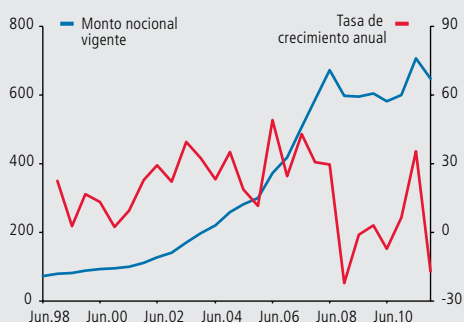
RECUADRO VI.1

INFRAESTRUCTURA DE DERIVADOS OTC EN CHILE

Previo a la crisis *subprime*, el uso de instrumentos derivados negociados directamente entre las partes, conocidos como *Over the Counter (OTC)* registraba altas tasas de crecimiento a nivel internacional y también en Chile (gráfico VI.6)^{3/}. En este contexto, los participantes de estos mercados aumentaron su exposición al riesgo de manera significativa, convirtiendo a este tipo de instrumentos, en especial los *Credit Default Swaps (CDS)* en amplificadores de la crisis financiera (BIS, 2008). Si bien los problemas de opacidad de los mercados *OTC*, así como los riesgos que estos instrumentos pueden suponer para la estabilidad financiera —riesgo de contraparte, legal y operacional, entre otros— eran conocidos, se materializaron con particular severidad durante la crisis financiera. En el 2008, el casi colapso de *Bear Sterns*, la caída de *Lehman Brothers* y el rescate de *AIG* tuvieron impactos relevantes en los mercados de derivados *OTC*, en especial de *CDS*.

GRÁFICO VI.6

Mercado de derivados *OTC*
(miles de millones de dólares, porcentaje)



Fuente: BIS (2012a).

Rol de las Entidades de Contraparte Central durante la crisis

La magnitud de los efectos señalados fue diferente según la infraestructura financiera de cada mercado, siendo determinante la existencia o no de entidades de contraparte central (*CCP*, por

su sigla en inglés). Estas entidades actúan como comprador de todo vendedor y vendedor de todo comprador, asumiendo la responsabilidad de pago de cada transacción y disminuyendo la interconexión bilateral directa entre las instituciones financieras involucradas. En comparación con los esquemas de compensación bilateral, la presencia de una *CCP* que opere con altos estándares de gestión de riesgos limita los riesgos de contagio, reduce los requerimientos de liquidez, mejora la eficiencia operativa y puede aumentar la disponibilidad de información (Cecchetti et al., 2009).

El caso de *Lehman Brothers* ejemplifica la contribución de la infraestructura financiera, en particular la existencia de contrapartes centrales (*CCP*), para la mitigación de los efectos sistémicos de la caída de un participante importante del mercado. En el mercado de *CDS* no existía información precisa sobre los volúmenes de las transacciones en las que *Lehman Brothers* era una de las partes. Como consecuencia de esta falta de información, y procedimientos engorrosos de liquidación, todavía no hay claridad sobre la magnitud exacta de las pérdidas totales tras la caída de *Lehman Brothers*. Por el contrario, en los mercados de *repos* y de *forwards* en moneda extranjera, donde *Lehman Brothers* también era un actor relevante, la existencia de *CCP* permitió transferir y liquidar las posiciones prácticamente sin pérdidas (CCP12, 2009).

Respuesta regulatoria internacional

Luego de la crisis, la respuesta regulatoria a nivel internacional, liderada por el G20 y el *FSB*, contempla principalmente avanzar hacia el desarrollo de una mayor organización en las transacciones de derivados. Esto incluye aumentar la información disponible para agentes y supervisores, a través del establecimiento de repositorios de información sobre transacciones, así como el procesamiento centralizado de los contratos *OTC* a través de *CCP*. El G20 también ha impulsado la transacción en bolsa de aquellos contratos que sean lo suficientemente estandarizados para ello. El G20 acordó la implementación de este mandato, en sus países miembros, hacia finales del 2012, lo que se está realizando de manera independiente en cada país a través de modificaciones legales^{4/}.

^{3/} Ver BIS (2012a).

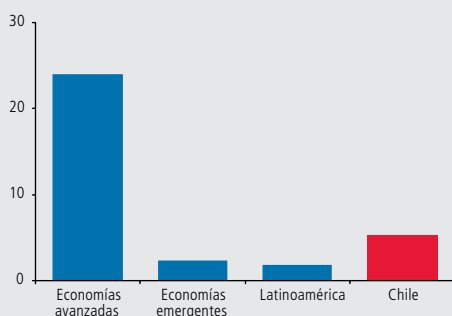
^{4/} Para información sobre el grado de avance de esta iniciativa, ver *FSB* (2011)

Relevancia de la discusión internacional para Chile

En Chile, el mercado de derivados es significativo, tanto en términos del mercado financiero local como comparado con otras economías emergentes (gráfico VI.7); es esencialmente *OTC*, y en él se transan principalmente instrumentos estandarizados como *swaps* y *forwards* de monedas^{5/}. En términos de infraestructura, existen deficiencias en la información disponible y no operan mecanismos de compensación multilateral. Dado lo anterior, existen espacios de perfeccionamiento importantes, en línea con su desarrollo a nivel internacional.

GRÁFICO VI.7

Actividad del mercado de derivados (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Incluye transacciones anuales de *forwards*, *fx swaps*, *currency swaps* y opciones, para el año 2010.

Fuente: Acharán y Villena (2011).

Aunque no existen *CCP* en funcionamiento, el marco jurídico de la Ley 20.345 sobre compensación y liquidación de valores provee un marco sobre el cual se pueden desarrollar estas entidades^{6/}. Cabe notar que dicha Ley recoge parte importante de los resguardos financieros recomendados por organismos internacionales, lo que es de especial relevancia dado que las *CCP* son entidades de importancia sistémica y, en consecuencia, requieren de regulación

y supervisión robustas. Esta situación plantea desafíos para los reguladores y participantes. No solo se requiere que en Chile se desarrollen infraestructuras como los repositorios de información, entidades de contraparte central y, eventualmente una mayor fracción de transacciones en bolsa. Además se requiere que la normativa incentive ese desarrollo, y que al hacerlo se incluyan las recomendaciones internacionales sobre la materia.

Entre los principales desafíos están: i) en ausencia de otras consideraciones, los agentes tenderán a utilizar las infraestructuras que tengan los menores costos para ellos, lo que no necesariamente es óptimo desde una perspectiva de estabilidad financiera. Por ello resulta necesario discutir el actual esquema de incentivos regulatorios disponibles, como por ejemplo los requerimientos de capital exigidos a los bancos para este tipo de transacciones; y ii) la participación directa de los fondos de pensiones en las *CCP* sería un impulso importante para el desarrollo de estas entidades, pero se encuentra limitada por motivos regulatorios.

Un desafío adicional surge de la interacción de la infraestructura y la regulación local con las iniciativas globales de regulación, las que a su vez están en desarrollo. Por ejemplo, para las operaciones con contrapartes extranjeras que deban procesar sus operaciones a través de *CCP*, los costos de transacción de las entidades locales podrían aumentar, presionando así los volúmenes transados de derivados.

Algunas de las preocupaciones señaladas no necesariamente tienen solución dentro del ámbito de las facultades legales del Banco Central, pues tienen dimensiones que se relacionan de una u otra manera con todos los reguladores del sistema financiero.

Por último, cabe destacar que en la actualidad existen dos iniciativas del sector privado que apuntan en la dirección señalada en este recuadro. Es importante que en estas iniciativas se consideren los principios para infraestructuras financieras más recientes desarrollados por *IOSCO* y el *CPSS* (*BIS*, 2012b).

^{5/} Para una comparación de los mercados cambiarios *spot* y de derivados chilenos a nivel internacional, ver Acharán y Villena (2011).

^{6/} Ver Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre del 2009.