

Factores de riesgo asociados a los tipos de interés

Rafael Fernández Campos

Director Financiero Altae Banco. Grupo Caja Madrid

En los países de tradición católica, durante cientos de años, y todavía presente en el siglo pasado, quizás el mayor riesgo asociado al cobro de un interés lo constituía la certeza de estar cometiendo un grave pecado que te apartaba de la comunión. No en vano en las adiciones de Juan Antonio de la Riva (1752-1834) al Catecismo de la Doctrina Cristiana del Padre Ripalda (1535-1618), en el epígrafe relativo a Los Mandamientos de la Ley de Dios, se aludía al séptimo mandamiento (no robarás) de esta forma:

P.: ¿Qué veda también el séptimo mandamiento?

R.: Las usuras y monopolios

P.: ¿Qué cosa es usura?

R.: Llevar algún interés sobre aquello que se presta”

Visiblemente superada en la actualidad esta sobreactuación religiosa ante el fenómeno de la usura, y supuestamente liberados de prejuicios morales ante la existencia de los tipos de interés, en este artículo nos ocuparemos de cuáles son los distintos factores que provocan que las operaciones financieras entre los participantes en el mercado se realicen a tipos de interés distintos a los tipos sin riesgo. Es lo que comúnmente se denomina *prima de riesgo*, que puede definirse como el retorno adicional que un inversor totalmente averso al riesgo exige a un determinado activo como compensación por la probabilidad de pérdida asumida.

Analizar los factores que inciden sobre la prima de riesgo constituye una excelente demostración de por qué en economía la teoría y la práctica en muchas ocasiones toman caminos diversos. Baste como primer ejemplo la mera referencia al tipo de interés de los estados soberanos como tipos de interés sin *riesgo de insolvencia*. A saber qué pensarán de esta denominación los compradores de bonos del estado islandés que, entre abril y noviembre de 2008, han visto caer la calidad crediticia a largo plazo del país, otorgada por Standard and Poors, en cinco grados: desde un A+ a un BBB-.

En cualquier caso, como inversor en valores nacionales, el diferencial que espero obtener por dos activos emitidos en divisa nacional por sociedades radicadas en el mismo país, podemos considerar irrelevante, por común a ambos, la probabilidad de quiebra de dicho Estado, así como las variaciones en el valor de la divisa subyacente (riesgo de tipo de cambio).

Siguiendo este enfoque, queda en esta ocasión fuera de nuestro propósito el estudio de los factores que inciden en la estructura temporal de los tipos de interés, o lo que es lo mismo, la fijación de diferentes tipos de interés en función del plazo. Esta cuestión no es nueva, desde luego. De hecho ya

fue abordada magistralmente en el siglo IV antes de Cristo por Demócrito, cuando afirmaba: “el hombre anciano fue joven una vez, pero nadie nos puede asegurar que el joven llegará a alcanzar la ancianidad; una mercancía en mano es, por lo tanto, superior a una que está todavía por llegar”.

Podemos iniciar de este modo nuestro camino sobre la base de una consideración previa: el cobro de un determinado tipo de interés es el precio que exige un inversor por asumir un determinado riesgo. Y si definimos el riesgo como la probabilidad de pérdida, estamos asumiendo que la fijación de las primas de riesgo no es más (ni menos) que un juego de estimaciones, afectado como tal por dos factores clave: la información conocida por cada participante en el mercado y las hipótesis empleadas en el cálculo.

Riesgo, en primer lugar, derivado de la asimetría en la información que provoca que determinados hechos relevantes no sean conocidos por todos los inversores, lo que convierte de facto al mercado de tipos de interés en uno ciertamente imperfecto. La existencia de agencias de calificación de la calidad crediticia debería mitigar este hecho, si bien en la práctica padecen similares problemas de desconocimiento de información, ya que las agencias basan sus *ratings* en la información suministrada por los gestores de las compañías, quienes tienen un fuerte incentivo en ocultar determinados aspectos negativos, debido a que una caída en su calidad crediticia provoca, en el mejor de los casos, un incremento del coste de financiación y, en el peor, puede llegar a suponer la quiebra de la sociedad.

En ocasiones, como si del mismo Pígalión se tratara, la legitimidad otorgada por el mercado a las agencias de calificación puede provocar una suerte de profecía que se autocumple, en el sentido de que la asignación de una elevada probabilidad de quiebra hará que la confianza en una entidad se resienta, aumenten tanto sus costes financieros como la facilidad para obtener financiación, lo que a su vez hará menos solvente a la entidad, lo que puede devenir en una situación de impago, justo lo que se pretendía predecir.

Cada agencia de calificación mide, por tanto, el **riesgo de crédito**, entendido como la probabilidad de sufrir pérdidas derivadas básicamente de dos hechos: por un lado, el incumplimiento en los pagos por parte del deudor, emisor o garante del activo y, por otro, la pérdida de valor de los activos debido a una caída en la calificación crediticia. En el caso al que se hacía alusión anteriormente de Islandia, la degradación en cinco escalas del *rating* soberano supuso un aumento de la prima de riesgo del país desde los 200 puntos básicos a los 1.000 puntos básicos.

“**El cobro de un determinado tipo de interés es el precio que exige un inversor por asumir un determinado riesgo**”

Interesa recordar que una parte relevante asociada al riesgo de crédito es, además de la probabilidad de impago, la tasa de recuperación, es decir, la parte del activo que sería recuperable en caso de quiebra. Un ejemplo práctico de cómo el mercado traduce este factor a los precios son los distintos diferenciales existentes, para un mismo emisor y plazo, según se trate de deuda preferente, deuda subordinada o deuda *senior*, con sus distintas jerarquías a efectos de la prelación del crédito. Por poner un ejemplo, las primas de riesgo de los CDS (Credit Derivative Swap, contratos de intercambio de riesgo de crédito) a cinco años sobre BBVA se situaban en febrero de 2009 en el entorno de los 110 puntos básicos para deuda *senior*, mientras que para deuda subordinada al mismo plazo el diferencial era de 155 puntos básicos. Esta diferencia no se debe a la probabilidad de quiebra de BBVA que le asigna al mercado, que es la misma para ambos activos, sino a la distinta tasa de recuperación esperada en función de la jerarquía de la deuda.

Ocurre en ocasiones que es todo un sector el que se ve afectado por un cambio en las expectativas de solvencia. Si se observan los diferenciales de los swap a 5 años durante los seis meses que van desde agosto de 2008 a febrero de 2009, se pueden observar algunos movimientos no explicados por la mera presunción de quiebra de algunas entidades en concreto. De hecho, si la prima media de los bancos con calificación Moody's AAA a primeros de agosto de 2008 era de 9 puntos básicos, febrero de 2009 se inició con una prima media de 74 puntos básicos. Este mismo dato para la media de bancos con calificación Moody's A1 pasó en el mismo plazo de 72 a 196 puntos básicos.

Sin embargo, aun siendo el más relevante, no es el riesgo de crédito el único factor que influye en la fijación de las primas de riesgo. El segundo factor clave es el **riesgo de liquidez**, entendido no sólo como la posibilidad de hacer efectivo un determinado activo sino, mucho más importante, de hacerlo a los precios existentes en ese momento. De hecho, sería un error extraer conclusiones sobre el riesgo de crédito desde la exclusiva observación de los precios de la deuda, por un motivo fundamental entre otros: el mercado de renta fija privada, especialmente en nuestro país, es un mercado poco profundo, donde el reducido número y volumen de las transacciones puede provocar una distorsión en los precios de cruce de las operaciones y que éstos no reflejen el consenso de mercado sobre el nivel de riesgo (y por tanto, de precio) de las entidades emisoras. En cualquier caso, abstrayéndonos de los problemas de fijación de precios de los activos de renta fija, se puede afirmar que cuanto menor sea la liquidez de un valor, mayor será la prima de riesgo que exija un inversor.

Además de los analizados, otros factores que pueden hacer variar los tipos de interés y, por tanto, los precios de los activos, son de índole contable, fiscal, política y, muy especialmente, lo que podríamos denominar el **sentimiento del mercado**. Este factor ya fue observado por Richard Cantillon, economista irlandés y multimillonario especulador, asesinado en 1734, cuya agitada vida merecería en sí misma un artículo aparte. En su *Ensayo sobre la Naturaleza del Comercio* señalaba que el precio de mercado no sólo refleja el encuentro entre la oferta y la demanda, sino que se rige también por "los caprichos y antojos de los hombres".

Realmente la existencia de un sentimiento de mercado no significa ni más ni menos que la materialización de la quiebra del principio de información perfecta. Si todos los agentes dispusieran de la misma información en el mismo momento, no habría lugar a interpretaciones debidas a la desconfianza y por lo tanto los precios reflejarían justamente las diferencias entre las hipótesis de estimación del riesgo empleadas por cada participante, a las que hacíamos alusión al comienzo.

Fueron y son buen ejemplo de ello los movimientos de precios de la deuda y de los derivados de crédito en el sector financiero durante la presente crisis financiera. Si volvemos a la observación del precio de los CDS senior a 5 años de BBVA, se observa que éstos pasaron, en el día en que Lehman Brothers anunció su suspensión de pagos, de 95 a 160 puntos básicos, situándose un mes después en un mínimo de 60 puntos básicos.

Cabe comprender, por tanto, que esta volatilidad inherente a los mercados financieros, esa indestructible variable aleatoria que no se explica por causas racionales y empíricas derivadas de la observación de hechos reales y comprobables, es lo que a algunos les aconseja, en los momentos de crisis, esperar hasta que pase la tormenta y a otros les impulsa hacia la máxima cornelliana del "sin riesgo no hay gloria".