

CDS, un recomendable medidor del riesgo de *default*

En la actualidad somos muchos los asesores financieros y gestores patrimoniales que dudamos frecuentemente de la eficacia real de la medición del riesgo financiero de *default* por parte de las 3 grandes agencias calificadoras de *rating* (S&P, Moody's y Fitch). En mi opinión las agencias de *rating* dan una opinión contrastada por los expertos pero sin duda ésta conlleva dos grandes inconvenientes: el primero, la temporalidad, debido a que no es una opinión a tiempo real, que pueda estar reflejada en los movimientos del mercado a tiempo real; el segundo, la influencia de intereses externos vinculados a las agencias de *rating*.

Mi experiencia e interés en encontrar el mejor instrumento de medición del riesgo de *default* para una empresa, institución financiera o gobierno, me ha llevado a contrastar el poder de medición de éste riesgo medido por las históricas agencias de *rating* con otros instrumentos de medición del riesgo de crédito como son la prima de riesgo y la prima del *Credit Default Swap* (CDS) vinculados a los diferentes activos de referencia. El elemento clave es que a diferencia de las agencias de *rating*, ambos instrumentos se pueden visualizar en tiempo real y están reflejados en los propios movimientos de los mercados.

Aunque la prima de riesgo sea uno de los instrumentos más utilizados y realmente eficaces para medir el riesgo de *default*, es una medida "relativa" a tiempo real. La solución a este problema a la hora de visualizar el riesgo de *default* de muchos activos de referencia (países, empresas, y en general activos que tengan comercialización de CDS) podría ser visualizar la prima de riesgo apoyándose siempre a la prima del CDS, porque ésta si es una medida "absoluta" a tiempo real.

El funcionamiento de un derivado de crédito como el CDS supone que el comprador de un CDS pagará una prima (o *spread*) periódica al vendedor a cambio de que éste le pague una compensación en caso de *default*. Tal como muchos estudios muestran la prima del CDS va directamente correlacionado con la probabilidad implícita de *default*, por lo que si sube la prima del CDS a pagar, es porque también lo hace la probabilidad implícita de *default* del activo de referencia vinculado. En otras palabras, un seguro de protección también debe ser un buen instrumento de medida del riesgo de crédito, debido a que su prima va a seguir la tendencia que siga la probabilidad implícita de *default* de su activo de referencia.

El grave problema del mercado de CDS es que es un mercado OTC, con poca regulación, descentralizado y que carece de una cámara de compensación y liquidación. Aunque los Protocolos recientes *Small Bang* y *Big Bang* hayan dado una mejor seguridad y estabilidad a éste mercado, los CDS siguen siendo instrumentos altamente especulativos dónde la gran mayoría de los inversores poseen un CDS sin tener el activo de referencia en concreto, de modo que podemos decir que gran parte de sus inversores no precisamente buscan una protección de su activo (que no lo tienen comprado) versus su *default*, sino que buscan sacar

provecho de la especulación sobre la probabilidad implícita de *default* de un país, empresa o institución financiera.

De hecho aunque la crisis inició públicamente en 2008, los CDS de referencia individual de los grandes bancos de inversión americanos ya venían incrementando gradualmente sus *spreads* desde el julio de 2007. De modo que estaban incorporando ya un mayor riesgo de incumplimiento crediticio, cabe decir, muy influenciados por la comercialización de la titularización de créditos hipotecarios (créditos *subprime*). La quiebra de Lehman Brothers, banco de inversión americano que quebró en septiembre de 2008, con un pasivo de 613.000 millones de dólares, fue la mayor quiebra hasta el momento, y curiosamente fue la institución bancaria de las examinadas con un mayor diferencial por CDS de referencia individual (*spread* cercano a los 450 puntos básicos).

Desde mi punto de vista, para poder valorar correctamente el riesgo de *default*, primero debemos apoyarnos al *rating* vigente por parte de la agencia crediticia, segundo dar el paso a los mercados reales y mirar la evolución en la cotización de la prima de riesgo y analizar con profundidad los aspectos que ésta conlleva, y por último mirar su componente más especulativa pero determinante como es la prima del seguro de protección del CDS. La componente especulativa en el riesgo de *default* es peligrosa, y el enorme crecimiento del mercado de los CDS en los últimos años ha sido espectacular debido a las constantes turbulencias financieras que ha conllevado la situación financiera en algunos países e instituciones financieras. Muchos inversores han decidido cubrirse con un seguro de crédito sin tener ni tan sólo el activo de referencia en cartera, simplemente movidos por aprovechar los movimientos de las primas del CDS. Sin duda alguna, éste factor seguirá siendo visible en los mercados mientras sigan sucediendo éstas turbulencias financieras, y sin ninguna duda el futuro no lo conocemos, pero debido al elevado crecimiento de los derivados de crédito la medición del riesgo de *default* ya no sigue las mismas pautas que podía seguir unos años atrás.