

RIESGO DE CREDITO EN LA OPERATIVA INTERBANCARIA

José Manuel HERNANDEZ BENEYTO

Las operaciones llevadas a cabo en los mercados financieros resultan en tres grandes grupos de riesgos: el riesgo de precio, el riesgo operativo y el riesgo de crédito.

I. EL RIESGO DE PRECIO

El riesgo de precio es el más homogéneo de todos, en el sentido de que afecta, generalmente, de forma muy similar a instituciones que hayan incurrido en cantidades y calidades de riesgo similares. Es también el que tiene un impacto más inmediatamente visible en la cuenta de resultados, el que es fruto de una estrategia direccional y, en definitiva, el verdadero generador de recursos, de tal forma que la equivocación en éste desemboca automáticamente en una disminución patrimonial transitoria o permanente, según se evalúen las posiciones resultantes sin cerrarlas o, al contrario, se liquiden definitivamente.

Un factor diferenciador entre instituciones, en lo que al riesgo de precio se refiere, radica en su capacidad para reconocerlo y medirlo adecuadamente.

Dada la infinita gama de cantidades de riesgo de precio que uno puede aceptar, también se diferencian las entidades en la forma en que escogen una y otra para adecuarla lo más estrechamente posible a sus posibilidades, objetivos y estrategia, pues existen riesgos de mercado para todos los apetitos, desde el prácticamente desaparecido arbitraje hasta el puramente direccional de precio, interés o cambio.

Entre la virtual ausencia de riesgo de mercado en el uno y la total concentración del otro, abundan las posibilidades intermedias para satisfacer a los más agresivos o a los más cautos.

Entre otros, se puede destacar el riesgo de curva (posición para sacar beneficio de movimientos de tipos entre distintos períodos de la curva de intereses de una misma moneda) y también el de base

(corto y largo, a la vez de productos distintos con sensibilidad a movimientos absolutos de tipos igual a cero con objeto de beneficiarse del cambio de relación entre ambos: bonos contra *swaps* de tipos de interés, por ejemplo).

Existe una correlación fuerte entre la cantidad de riesgo de mercado que se asume y la sofisticación de la metodología y sistemas para medirlo, de tal forma que posicionarse pura y llanamente al alza o baja de los tipos de interés en una sola operación es mucho más arriesgado, pero mucho más fácil de seguir, que la combinación de operaciones en sectores de la curva o productos distintos que tienen por objeto disminuir el impacto de los movimientos de mercado.

La conclusión en este punto es que la asunción responsable de riesgo de mercado pasa por la adecuada elección de cantidad y calidad de riesgo. Esta elección está condicionada por la capacidad individual de soportar quebrantos y la capacidad de controlar los tipos de riesgo asumidos.

Esta conclusión nos lleva al segundo riesgo que se ha de asumir cuando se opera en mercados financieros: el riesgo operativo.

II. EL RIESGO OPERATIVO

Se entiende por riesgo operativo el conjunto de incidencias posibles en la cadena de operaciones y manipulaciones necesarias para materializar el posicionamiento en el mercado. Empiezan en el ámbito del operador, tanto en su preparación técnica como en el nivel de tecnología que se pone a su disposición. Pasan también por la infraestructura general de apoyo de la institución, que incluye la intervención y la mecanización. Ese conjunto de incidencias amenaza particularmente a la institución que carece de especialistas y equipos entrenados para intervenir en productos sofisticados.

Como ejemplo de lo anterior, se puede evaluar la diferencia entre la falta de realización de un pago,

cuyo quebranto viene determinado por los intereses de descubierto que procederá pagar, y la falta de ejercicio de una opción si ésta tiene valor intrínseco. En el primer caso, el quebranto suele ser relativamente modesto (a menudo, llega incluso a compensarse parcialmente por el uso de los fondos no entregados). En el segundo caso, resulta imposible calcular el daño producido a priori, pero la experiencia demuestra que su alcance es muy superior.

También aquí ha de concluirse que la asunción responsable de riesgo pasa por la capacidad de gestionar adecuadamente operaciones de complejidad variable. Es preferible, en ausencia de esta capacidad, correr poca cantidad de riesgos sencillos, pero extremos, que mucha de riesgos complejos y más relativos, ya que, aun en la hipótesis de acierto en el riesgo de mercado, pueden producir elevados quebrantos en su aspecto operacional.

Es frecuente que, por operar en productos muy sensibles a este riesgo, determinadas instituciones registren resultados menos positivos o más adversos de lo que cabría pensar a la sola vista de su estrategia de mercado. No resulta suficiente el saber «hacer *swaps*» o «vender opciones» para determinar si ése es un buen o mal producto. Este resulta malo o bueno en función de la capacidad de una institución de operar en él en un entorno de seguimiento, control y administración adecuados.

Si el riesgo de mercado trataba generalmente a todos por igual y el riesgo operativo variaba, al contrario, en función de la capacidad de cada institución, el tercer riesgo que interviene en la operativa de tesorería es peculiar, en el sentido de que empezó siendo lo primero y acaba siendo lo segundo.

III. EL RIESGO DE CREDITO

Este sutil cambio pasa a menudo desapercibido por la naturaleza del riesgo de crédito en sí, que sólo es evidente en caso de accidente, tanto más traumático cuanto que es generalmente inesperado tratándose de operaciones de tesorería.

Digamos, a modo de ejemplo, que hace algunos años dos instituciones que pensaban en bajada de tipos y operaban con la misma contrapartida obtenían resultados idénticos en caso de quiebra. De no ser así, era su capacidad jurídica o su nivel de compromiso con la entidad en quiebra lo que diferenciaba sus suertes, pero en ningún caso la estructura o desarrollo de la operación de tesorería podía resultar ser un factor diferenciador. Hoy, las dos instituciones potencialmente acreedoras ten-

drían suertes muy distintas en función de la forma en que materializaran su estrategia y el seguimiento dinámico de la misma, a pesar de tener idéntica contrapartida.

Este, como veremos más adelante, no es un ejemplo aislado de diferencias muy materiales en la conclusión de una operación de tesorería.

La principal opinión que se pretende defender aquí es que cuando correr más riesgo no aporta nada, la realización del acto es estéril, antieconómica y representativa de una conducta nada profesional ni respetuosa de los intereses que se creen defender.

Si, en otros casos, estas situaciones son todavía tan frecuentes como difíciles de medir y requieren intuición y experiencia, en el caso del riesgo de crédito existen cada día más medidas tangibles que pueden tomarse antes y durante la vida de una operación para adecuar, minimizar y, a veces, eliminar el riesgo de crédito de algunas transacciones.

Existen dos caminos posibles para abordar el estudio de la adecuación del riesgo al objetivo deseado: *el cuantitativo y el cualitativo*.

El primero tendería a determinar la compensación necesaria, generalmente material, para entrar en un riesgo por oposición a otro. Esta forma, sumamente eficaz para determinar el valor relativo de dos inversiones, es menos adecuada en el caso de la operación de tesorería desde la perspectiva del posicionamiento, que es la que abordamos aquí, principalmente porque esta forma tiene consistencia sólo hasta determinar el valor relativo, como hemos dicho, y no el absoluto, que depende de cada institución. También, y sobre todo, porque en tesorería la contrapartida es sólo un medio para expresar una estrategia y no una finalidad en sí.

El jefe de créditos concede precisamente eso, créditos, y la diferencia entre uno y otro viene marcada por la contrapartida. El tesorero toma posiciones y la diferencia entre una y otra depende del acierto en el posicionamiento y poco o nada de la contrapartida. El papel que juega la otra parte en uno y otro caso es casi diametralmente opuesto.

Quizá porque en tesorería lo más importante es acertar en la estrategia, es frecuente que el tesorero, que asume forzosamente funciones reales de jefe de créditos en el momento de decir sí o no, conceda un cuidado relativamente bajo a la contrapartida con la que opera, siempre y cuando se den dos condiciones definidas y a menudo únicas: que paguen u ofrezcan el precio adecuado y que estén incluidas en una lista de contrapartidas aceptadas por su institución. Esta lista es forzosamente tan

amplia como lo exija el nivel de flexibilidad que cada uno quiere dar a sus operadores, y, sin embargo, pocas instituciones logran asignar límites de contrapartida condicionados a un margen determinado y relativo a otra elección.

Finalmente, tesorería no es un centro de negocio donde se provisiona habitualmente y por obligación el riesgo de crédito (hasta este momento por lo menos). En casos aislados, se hace por operaciones específicas, pero más raramente todavía de forma genérica, como lo demandaría, por ejemplo, cualquier cartera de préstamos. Al no existir esta práctica, no se estimula la exigencia de mayor devengo por mayor riesgo de crédito percibido.

Los mercados interbancarios, y particularmente los de corto plazo y los de algunos productos de fuera de balance, resultan a menudo ineficientes a la hora de marcar diferencias de precio entre sus participantes basadas sobre sus diferentes calidades crediticias.

Por este conjunto de razones abordaremos la adecuación del riesgo al objetivo fijado por el camino que parece ser más diferenciador: *la vía cualitativa*, y específicamente la elección de productos, métodos transaccionales y seguimiento dinámico del riesgo como estrategia para lograrlo.

Analizaremos para ello tres grandes grupos dentro del riesgo de crédito: el riesgo de contrapartida, el riesgo de producto y el riesgo transaccional.

1. El riesgo de contrapartida

Aunque se ha insistido en la ineficiente actitud del mercado interbancario para diferenciar por vía de precio a las instituciones de forma correcta, no es menos cierto que resulta preciso elaborar una lista de bancos o compañías con quien se quiere operar en estos mercados.

Se hace, pues, necesario abordar, aunque sea superficialmente, algunos aspectos tradicionales del análisis de riesgos. Lo primero que conviene analizar es la naturaleza del agente económico que estamos evaluando. Es posible afirmar que la banca es una industria de bajo riesgo relativo que goza de importancia estratégica y política y que por ello merece, por parte de las autoridades, una vigilancia y cuidado específicos.

Esta actitud redundante generalmente en un nivel proporcionalmente más elevado de seguridad para aquellos, sobre todo público, pero también otros bancos, que operan con este tipo de institución. Sin embargo, si el deber de vigilancia es general y permanente, la asistencia, por encima de la protección de los pequeños depositantes, debe ser interpretada como un acto voluntario, no obligatorio,

sujeto al contexto de conveniencia social y política en que nos encontremos.

La primera constatación es, pues, que en muchos casos la intervención de la autoridad legal en una entidad financiera ha resultado ser determinante para eliminar el quebranto posible por operaciones pendientes con ésta. Sin embargo, es mucho más que simple prudencia evitar darle a esta posibilidad mayor ponderación de la debida.

Otro aspecto que ha resultado ser de vital importancia a lo largo de los últimos años es el riesgo país. Sólo diremos a este respecto que los riesgos de convertibilidad, liquidez o político de algunos países han determinado la defectuosa resolución de operaciones en las cuales la calidad crediticia de la contrapartida final no había necesariamente sufrido evolución alguna desde una perspectiva intrínseca. Si en el corto plazo este análisis es relativamente cómodo, en el medio y largo ha demostrado ser particularmente difícil de realizar correctamente.

En tercer lugar, entramos en el análisis de la contrapartida propiamente dicha. Ya mencionamos que no era nuestro objetivo cuantificar en este aspecto, por lo que prescindiremos de dar niveles, saldos o *ratios* que resultaran adecuados o no en función de la interpretación de cada uno.

No obstante, mencionaremos que el objetivo final del análisis tendrá forzosamente que ser el pronunciarse sobre la capacidad y voluntad futura del deudor para hacer frente a sus compromisos en el tiempo y manera estipulados. Esta difícil labor se basará, en gran parte, en opiniones y se referirá al futuro con la incertidumbre que éste comporta por propia definición.

La ayuda que aporten los modelos estará condicionada por la calidad y fiabilidad de la información estrictamente financiera de la que se disponga. Estas dos cualidades son, a menudo, escasas y varían fuertemente de un país a otro. Por otra parte, la volatilidad de los mercados financieros y del comportamiento de la economía invalidan la información financiera demasiado alejada en el tiempo, con lo que es preciso seguir atentamente las contrapartidas, los países y el sector en general para adelantarse lo más posible a los hechos. Las agencias de calificación (*rating*) tienen por objetivo este seguimiento más íntimo y especializado, con lo que es aconsejable seguir cuidadosamente sus comentarios y estudios. Sin embargo, sus clientes lo son generalmente por elección propia, con lo que no se garantiza que las contrapartidas que queremos evaluar están, a su vez, seguidas por agencias. Por otra parte, si bien es difícil que el riesgo de capital esté mal cubierto por las calificaciones que otorgan

las agencias, la variación de estas «notas» afecta muy fuertemente a la deuda viva de los emisores, con lo que el precio de venta de esos pagarés o la capacidad de asignar los compromisos pendientes a otras entidades se ven afectados.

Este aspecto sirve para ilustrar claramente que, en créditos, no suele ser «todo o nada», sino que el patrimonio se pierde generalmente por etapas o partes y conviene ser capaz de evaluar situaciones repetidamente y cortar pérdidas antes que llevar riesgos hasta vencimiento que resulta ser a veces, por otra parte, incierto.

Precisamente es éste el aspecto más innovador que ofrece la riqueza de los mercados financieros actuales en cuanto a riesgo de crédito se refiere. No sólo aparecen productos muy escasos de riesgo de contrapartida (aunque concentrando otros tipos de riesgos), sino que las posibilidades de interrumpir ese riesgo antes de vencimiento existen de forma real. Podemos, por suerte, hacer algo más que prestar y esperar al vencimiento o cambiar y entregar cantidades cada vez más importantes en plazas cada vez más alejadas.

2. El riesgo de producto

Para centrar el propósito de esta segunda parte, dividiremos los productos de tesorería en tres grandes grupos que, además, pertenecen a distintas generaciones.

Primera generación: caja

En este grupo incluiremos todos los productos de tipo depósito o pagaré. Se caracterizan generalmente por requerir pagos y cobros de los principales o capitales y se contabilizan en el balance. El riesgo de crédito en este grupo es *asimétrico, medible y estable*.

Es asimétrico porque sólo una de las partes involucradas contrae riesgo con la otra; medible y estable, porque la variación del importe a riesgo sólo depende de los intereses ya periodificados y, eventualmente, del cambio de divisas si, tratándose de una operación en moneda distinta de la del balance, procediera constituir reservas o sanearlo.

En el caso de este grupo, procede tomar las siguientes medidas: al ser el préstamo lo que más capital pone a riesgo, procede utilizarlo con moderación y cuando la necesidad de invertir procede del saldo de caja; no es imprescindible ir a plazos largos, aunque largo sea el pasivo que pretendemos cubrir, y cuando resulte posible, procede invertir en pagarés, bonos u obligaciones tan líquidos en el mercado secundario como el sentido económico de la transacción lo permita.

Segunda generación: contratos por diferencia

En este grupo vamos a incluir las operaciones que giran alrededor del concepto de apuesta; es decir, aquellas en las que la liquidación de la misma tendrá lugar por diferencia entre precio pactado y precio de mercado.

Entre los productos más destacados de este grupo, podemos señalar los *swaps*, de interés solamente o interés y moneda, los acuerdos de tipos de interés o cambio futuros y los contratos de futuros en bolsas organizadas.

Representan uno de los dos grupos de operaciones más interesantes para posicionarse en los mercados y la herramienta más adecuada al concepto de tesorería al que nos estamos refiriendo desde el principio.

Su perfil de riesgo de crédito, al contrario del primer grupo, es *simétrico, evaluable e inestable*; pero, a diferencia del primer grupo, el riesgo de crédito nunca gira alrededor del principal, sino del *valor de liquidación* del contrato.

Esta peculiaridad viene dada por las características de los contratos en los que el principal de la operación es tan sólo uno de los elementos necesarios para calcular la liquidación a vencimiento. En ningún caso procede intercambiar los importes «nocionales» de la operación, y como consecuencia, estos nocionales se contabilizan por debajo de la línea de balance.

Al contrario de lo que ocurre con una operación del primer grupo, podemos ver que, con identidad de adecuación al propósito de posicionarse en tipos de interés, evitamos riesgo de crédito (en su mayor parte) y riesgo de liquidez, con lo que la cantidad de riesgo asociada a la operación es más reducida y, por consiguiente, hace la operación más rentable. Veremos más tarde que las posibilidades de este grupo, en lo que a evitar riesgos de crédito se refiere, van aún más allá.

Sería irracional pensar que, con todas estas ventajas, todavía hay mercados activos y líquidos en productos de la primera generación. Hay tres razones para justificarlo.

- En primer lugar, una transacción básica (desde la exportación/importación de bienes y servicios hasta las necesidades de capital para la industria, o las de invertir ahorro para fondos o compañías de seguros) requiere un producto de la primera generación para realizar la transferencia de capital.

- En segundo lugar, como dijimos en la primera parte, es muy aventurado operar activamente en estos productos sin sistemas sofisticados de control de los riesgos, de mercado u operativos.

- En tercer lugar, el riesgo de crédito asociado a este grupo es más difícil de seguir que el convencional.

El riesgo de crédito en estas operaciones viene dado por el importe que se dejaría de percibir de la contrapartida si ésta, llegado el vencimiento del contrato, no hiciera frente a su compromiso.

Es importante notar que no interviene solamente un factor para que haya quebranto, sino dos: *que la contrapartida no haga frente a su compromiso y que el mercado haya ido en un sentido determinado.*

Este concepto es atractivo, ya que ambos factores están totalmente desligados. Por vía de consecuencia, y siendo el movimiento de mercado el que determina quién tiene el riesgo de crédito y cuánto, éste es *simétrico, evaluable e inestable.*

Tercera generación: derechos sin obligaciones

Si en el grupo anterior vimos cómo el riesgo pasaba de una a otra de las partes en función del mercado y de las características del producto, en este grupo una parte adquiere derechos y la otra obligaciones, pero también una paga y otra cobra por este servicio, característica ausente en el caso anterior. Se trata de las opciones.

El riesgo de crédito es aquí también *asimétrico, evaluable e inestable.*

Desde esta perspectiva, pero sólo desde ésta, los dos grupos son muy similares al tener que identificar los momentos de riesgo (no lo hay siempre para la misma parte, como ya vimos) y cuantificarlos cuando ocurren. También son similares en cuanto a las posibilidades operativas que ofrecen para disminuirlo, congelarlo o anularlo antes de vencimiento.

Abordaremos ahora la metodología de seguimiento y control del riesgo de crédito en operaciones de fuera de balance.

En primer lugar, conviene aclarar que, dado el número de productos que existen y la necesidad de controlarlos separadamente, es preciso encontrar y utilizar un denominador común de riesgo y, de esta manera, dar, de forma rápida y concisa, una evaluación de cuánto hay de riesgo con una contrapartida, considerando toda la operativa con la misma. Utilizaremos como denominador común el equivalente a un depósito.

En segundo lugar, observaremos que el Banco Internacional de Pagos (BIP) lleva mucho tiempo reflexionando sobre el riesgo de los mercados de

productos derivados *desde la perspectiva de requerimiento de capital.*

Dadas las similitudes entre ambas finalidades, se podría argumentar que si se necesita capital en proporción al riesgo que se tenga en esos productos y ese riesgo es el de mercado, siendo el mismo el que condicionará el riesgo de contrapartida, se podrían utilizar los trabajos del BIP para iniciar un sistema de control del riesgo de crédito.

Sin embargo, habría que pedir a los que así procedan que antes de validar sus resultados reflexionen adecuadamente sobre el propósito de cada uno: el BIP pretende que cada institución tenga suficiente capital para asumir estos riesgos; nosotros pretendemos evaluar el importe de crédito equivalente que tiene a riesgo con una determinada contrapartida.

En el primer caso, el recurso de capital total obtenido sirve para sanear cualquier operación que lo requiera; en el segundo, evaluar mal el equivalente crédito de una operación con una contrapartida no puede compensarse con otras que han ido bien.

Estos trabajos ofrecen dos alternativas diferenciadas: *el método de evaluación histórica y el método de evaluación constante.*

Los dos métodos requieren mucha atención y se necesitan sistemas de sofisticación razonablemente alta, aunque variable en función de la elección de uno u otro.

El método de evaluación histórica consiste en atribuir un porcentaje a cada producto basándose en su naturaleza y vencimiento final. Este porcentaje del importe nominal se aplica a todas las operaciones y permanece constante durante la vida de la operación.

El porcentaje que se atribuye a cada producto debe basarse en las posibilidades estadísticas de variación de precio y modificarse en función del índice de confianza o la postura más o menos conservadora que se quiera asumir. Es importante sentirse cómodo con el porcentaje que se elige, ya que si es excesivamente alto o bajo, se distorsiona la imagen de riesgo real.

Este sistema es, con diferencia, el más fácil de seguir y el más conservador, en la medida en que no modifica el porcentaje de equivalente depósito asignado a la operación desde el principio, con lo que no necesita actualizaciones y, a medida que se acerca el vencimiento, va aumentando en relación al nominal de la operación.

Con este sistema, y empezando con *ratios* bajas, puede argumentarse que existe una cierta descubierta al inicio de la operación y un exceso al final.

Tiende a dar una perspectiva de mayor riesgo del que existe realmente siempre y cuando se considere la cartera global. Veremos más adelante que diferenciar esta perspectiva de la individual, es decir, la de cada contrapartida, es esencial para evaluar bien la situación.

El método de evaluación constante consiste, por el contrario, en comparar el precio de cada transacción con el del mercado. A este valor, cuando resulta positivo (es decir, cuando tener que sustituir el contrato objeto de análisis por otro en condiciones actuales de mercado supusiera un quebranto), se suma un porcentaje fijo (de cuantía muy inferior a los del método anterior).

La suma de ambos representa el riesgo patrimonial que se tendría que soportar al no poder exigir cumplimiento a la contrapartida original y realizar la misma operación con otra entidad a los precios vigentes.

Este método es, sin duda, más complejo, requiere sistemas con altas capacidades de cálculo y mantenimiento constante. Por otro lado, ofrece una imagen más exacta del riesgo en curso.

Antes de pronunciarse por uno o por otro, conviene hacer las siguientes consideraciones sobre ambos modelos.

La primera es que, independientemente del porcentaje que se escoja en el primer método, su validez dependerá del *volumen de operaciones* que se tenga con una contrapartida.

Supongamos que tomamos el 1 por 100 por año para contratos sobre tipos de interés. A escala global, cubrirá seguramente el riesgo de la cartera, ya que se supone que habremos operado innumerables veces y a tipos representativos de todo el movimiento de interés ocurrido.

Con contrapartidas muy activas se verificará fácilmente esta teoría de distribución del riesgo. Sin embargo, con contrapartidas que tienen pocas operaciones, que por su naturaleza de participantes esporádicos en estos mercados pudieran, además de tener pocas, tenerlas al mismo lado del mercado, el riesgo de este sistema es tanto más alto cuanto el porcentaje escogido es bajo.

Por ello pudiera proceder un sistema mixto de porcentajes distintos en función de la contrapartida. Este punto de vista es particularmente aconsejable con las contrapartidas muy poco activas o con las que, por su naturaleza, sólo actúan en un lado del mercado.

La segunda es que, aunque el sistema de evaluación constante es más complejo, no se debe operar

en estos productos desde la perspectiva de riesgo de crédito sin la capacidad rápida (aunque no necesariamente en tiempo real) de evaluar la situación precisa con una contrapartida por revaluación de todas sus posiciones a mercado.

La tercera consideración es que conviene ver en qué casos se está a riesgo con la contrapartida y en cuáles sucede lo contrario, si bien no con la intención de «compensar» automáticamente pérdidas y beneficios a efectos del riesgo real. Existen casos donde esto es posible (en Estados Unidos, con *swaps* por ejemplo), en otros se considera muy probable y en otros sólo posible. No obstante, en ausencia de ley o jurisprudencia al respecto, procede considerar el riesgo en su sentido más conservador, es decir, sin *netear*.

A pesar de esto, es mucho más cómodo afrontar una crisis con una contrapartida desde la perspectiva de tener la posibilidad de compensar flujos que teniendo solamente una operación, y que ésta resulte en un quebranto para nosotros.

Por ello, paradójicamente, operar más con una contrapartida determinada tenderá a menudo a disminuir riesgo de crédito y no necesariamente a aumentarlo, con lo que la concentración constituye una técnica de protección en sí.

Otra técnica de protección utilizable en productos fuera de balance, desde la perspectiva de riesgo de crédito, consiste en provocar una operación contraria.

Siguiendo con los ejemplos de *swaps* de intereses, y habiendo dejado claro que la cantidad de riesgo existente en una operación de este tipo viene dada por el movimiento de mercado, veamos la situación siguiente:

Hemos acordado pagar el tipo de interés fijo a la contrapartida X a diez años al 6,75 por 100; los tipos están hoy al 7,25, pensamos que seguirán subiendo y no nos sentimos cómodos con este aumento posible de riesgo real con la contrapartida indicada. En la actualidad, nuestro riesgo es del 0,5 por 100 anual y el quebranto posible sería el valor presente de los flujos negativos que produciría la sustitución (sólo a efectos de simplificación, eliminamos la evaluación de la parte flotante, que, por naturaleza, suele ser de ínfima cuantía en relación a la parte fija).

La protección en este caso vendría dada por la realización de una operación contraria con la contrapartida X, de forma que si siguen subiendo los tipos perdemos más en un contrato y ganamos en el otro.

Claro está que debemos recordar si se puede compensar o no con esta contrapartida, pero de-

bemos pensar lo siguiente: aunque no pueda compensar, la segunda operación por definición no puede haber añadido riesgo, sólo lo habrá congelado donde estaba, al 0,5 por 100; en segundo lugar, si hay que entregarle el caso a la asesoría jurídica, el abogado se sentirá más cómodo con la segunda opción que con la primera, por lógica.

Si la contrapartida no quisiera entrar en esta segunda operación, le ofreceríamos *terminar el «swap»*.

Esto consistiría en finiquitar la operación, entregando una de las partes la compensación material representada por el valor presente de la diferencia entre el precio pactado y el mercado. Dado que en este caso es la contrapartida X quien debe desembolsar capital, podría resultar inadecuado para ella aunque esto no signifique que entre en pérdida por este hecho; en este caso, tener otras operaciones con la misma contrapartida de las que se pueda hacer uso, si su liquidación fuera de signo contrario, facilitaría mucho las cosas. Esto no es más que lo que haríamos en caso de liquidación de estar seguros que la justicia lo convalidaría. La diferencia es que se puede hacer *antes* de que ocurra el cese de actividad de una de las dos partes.

La tercera posibilidad vendría constituida por la *asignación* del contrato a otra contrapartida. Esta posibilidad se daría por dos razones principales: bien porque ésta se encuentra relativamente más cómoda con X o porque tiene operaciones de signo contrario (en tipo de interés o en compensación). De esta forma, la nueva contrapartida cede su capacidad de anular el riesgo de nuestra transacción.

Las tres posibilidades tienen varios grados de coste, desde el estrictamente operativo hasta el margen que se deba satisfacer eventualmente para terminar o asignar. En cualquier caso, este coste es infinitamente más pequeño que aquel en el que se incurre cuando no se puede hacer nada o se espera pacientemente a que ocurra lo peor.

No debemos cerrar este capítulo sin atraer la atención sobre el importantísimo papel que juegan en este asunto las asesorías jurídicas, desde la revisión y preparación de contratos hasta el estudio de garantías, cada vez más frecuentes en estos mercados, por operar en ellos filiales especializadas de grandes instituciones y garantizadas por éstas. Pero deben ayudar los responsables de las tesorías a empujar la operativa dentro de acuerdos marco ya muy extendidos, y trabajar para conseguir cláusulas que permitan cualquier clase de disminución de los riesgos innecesarios en su negocio. Sólo a este precio conseguiremos un mayor número de participantes en estos mercados y productos para su mayor desarrollo en un entorno controlado y líquido.

3. El riesgo transaccional

El último punto que debemos abordar en la operativa de tesorería, y bajo el aspecto de riesgo de crédito, es el del riesgo transaccional. Existen múltiples acciones que pueden tomarse antes de cerrar una operación y que, sin restar eficacia, la lleven a cabo en un entorno más seguro.

Los pagos contra entrega son una de las formas de cumplir este objetivo. Para esto, basta operar a través de los organismos que ofrecen esta posibilidad tanto dentro como fuera de España (a menudo basta con abrir una cuenta).

La operativa en futuros, en lugar de otros productos de gran similitud cada vez que es posible (y lo es más a menudo de lo que se quiere creer), es otra forma muy válida de cumplir ese objetivo.

Evitar intercambios de principal si no son absolutamente imprescindibles también es positivo. En este caso, se trabaja en favor del correcto funcionamiento del sistema, ya que el aumento exponencial de las masas que se intercambian en las cámaras de compensación de cada país está motivando acciones drásticas por parte de las autoridades, temerosas de que una incidencia más o menos importante en el sistema pudiera dar lugar a una situación más o menos difícil de controlar. En cualquier caso, estas medidas tendrán obligatoriamente un coste económico para todos, con lo que resulta rentable pensar en ello desde ahora.

Podemos concluir señalando que no podemos creer en un sistema que por no aceptar ciertos riesgos impida su desarrollo. Pero mucho menos en correr riesgos que no procedan de una justificación económica o necesidad contrastada. La actividad de tesorería nació en un entorno en el que la poca disponibilidad de productos en los que operar y expresar sus posiciones exigía asociar una multitud de riesgos en una sola operación. Si han variado las condiciones y el contexto, y además es cada vez más posible desgazar el riesgo en componentes, debemos hacerlo tanto para su mejor estudio como para su mejor fijación de precio.

Si además las autoridades monetarias, cada vez más profesionales en sus planteamientos, exigen mayores niveles de capitalización para operar en los mercados en función de los riesgos en que incurramos, debemos ser capaces de remunerar los riesgos, todos los riesgos, mejor, o correr menos cantidad de aquellos a los que no podemos sacar rentabilidad.

Debemos, en definitiva, ser prudentes, considerando esta actitud no como el rechazo del riesgo, sino como su aceptación desde una perspectiva de mayor conocimiento y mejor gestión.