

La ola de  
bancarrotas en EU  
podría ser un aviso  
de algo peor

Capitalismo sin bancarrota, se ha dicho, sería como cristianismo sin infierno. Ante una inminente recesión, el aire en los tribunales de quiebras se llena de azufre y las llamas aumentan su temperatura para recibir a la multitud de almas tristes cuyo pecado fue pedir prestado en demasía. Después de varios años celestiales, durante los cuales las quiebras registraron una disminución sin precedente, la bancarrota ha regresado. ¿Qué tan mal se pueden poner las cosas?

Si ha de creerse en los mercados de deudas, las empresas podrían estar en tantos problemas como en las dos crisis anteriores, a principios de los años 90 y a principios de esta década, luego de la explosión de la burbuja de las empresas *punto.com*. Un indicador principal es la prima (tasa diferencial) entre los rendimientos de los bonos chatarra (inversiones especulativas) y los bonos del Tesoro estadounidense. Hace un año, la diferencia era de apenas alrededor de 280 puntos básicos; el promedio a largo plazo es de alrededor de 500. Este mes la diferencia excedió 800 puntos por primera vez desde marzo de 2003, y llegó a 862 el 17 de marzo.

**PERO QUIZÁ LA DIFERENCIA  
MÁS GRANDE ESTA VEZ  
SERÁN LOS EFECTOS DEL  
ENORME MERCADO DE  
DERIVADOS CREDITICIOS**

Hasta ahora el índice de bancarrotas (en los 12 meses anteriores) para los bonos de alto rendimiento se ha elevado muy poco, a 1.28 %, desde su registro más bajo: 0.87% en noviembre. Pero la mayor parte de analistas esperan que se eleve bruscamente durante los meses venideros. Por ejemplo, Moody's, agencia calificadora, predice que el índice de quiebras se elevará a 5.4% a finales de este año, debido sobre todo a la problemática estadounidense. (Moody's también espera un aumento, este año, de las quiebras europeas, pero sólo a 3.4%, gracias a niveles más bajos de crédito y una menor exposición a la debilidad económica.)

Esta es una predicción relativamente optimista, pues sólo coloca el índice de bancarrota en su promedio a largo plazo, luego de un anormal lapso sin problemas, y supone apenas una recesión ligera en Estados Unidos (EU). Pero si ésta es severa, el índice de quiebras "podría duplicar las cifras", reconoce Kenneth Emery, jefe de investigación de quiebras en Moody's.

# SE ACERCA EL ARMAGEDÓN



El banco más grande de Alemania, el Deutsche Bank, cuya sede en Frankfurt aparece en la imagen, declaró a principios de mes que tuvo una depreciación de sus activos de 3 mil 900 millones de dólares en el primer trimestre del año, debido a la turbulencia de los mercados ■ Foto Ap

Otros analistas son mucho más sombríos. La consultora FridsonVision publica un predictor de índices de quiebras basado en el porcentaje de bonos que se negocian con una prima de al menos mil puntos básicos. El 19 de marzo pronosticó un índice de quiebras de 8.55% con respecto a los bonos estadounidenses de altos rendimientos para finales

de febrero de 2009, lo que se compara con el pronóstico de Moody's para los bonos estadounidenses de 6.8% para esa misma fecha.

Martin Fridson, fundador de la empresa, admite que esta previsión es aventurada, porque confía en que un mercado que ha sido golpeado por la crisis de liquidez fije los precios. En efec-

to, algunos empecinados piensan que las primas actuales de los bonos corporativos hablan más de la inestable salud de los mercados financieros que de la condición de las empresas endeudadas. A medida que regrese la liquidez, predicen, los precios de los bonos corporativos se elevarán y se convertirán en una oportunidad única de compra.

Fridson reconoce que la diferencia entre las primas de los bonos corporativos y los actuales índices de quiebra es insólita y difícil de explicar: en ocasiones anteriores, cuando las primas han sobrepasado 800 puntos, el índice de quiebras fue de 9.43% en 1990 y 5.44% en 2000. Es decir, los enormes montos de deuda *covenant lite* (eliminación parcial de las garantías que se exigen al acreditado para mantener los términos del financiamiento), emitida en el auge crediticio de 2005-07, que otorgaba a los acreedores menores facultades para exigir el pago que en el pasado, pudo haber retrasado el momento de quiebra para muchas empresas de mal desempeño. Así, FridsonVision analizó 10 empresas en las cuales las primas excedieron mil puntos por los montos menores. Si hubiesen sido sólo víctimas del pesimismo irracional del mercado, deberían estar más o menos en buena forma. De hecho, los analistas encontraron muchos motivos de preocupación. Entre esas empresas había nombres conocidos como Beazer Homes, Ford y Rite Aid, las cuales "exhiben el clásico comportamiento avergonzado de quienes ven reducirse su tamaño entre pérdidas recurrentes".

## Más allá del largo plazo

Una mirada a las firmas con dificultades de deuda muestra que los problemas se mueven con rapidez más allá del largo plazo (líneas aéreas, coches) y las industrias afectadas de manera inmediata por la crisis (constructoras, hipotecarias, aseguradoras monolínea). Craig Deane, de AEG Partners, bufete consultor en reestructuraciones, dice que ahora ve empresas comprometidas en los sectores de ventas al menudeo, restaurantes, manufacturas y alimentos.

A medida que las quiebras se incrementen, las nuevas disposiciones del capítulo 11 del Código de Bancarrota de EU enfrentarán su primera prueba. Largo tiempo se le admiró como el mejor sistema del mundo por permitir que las responsabilidades corporativas se reestructuraran y dar así a las empresas una posibilidad decente de permanecer en el negocio; en 2005 se restringieron las disposiciones para disuadir a las firmas de permanecer demasiado tiempo en el capítulo 11 y evitar que sus gerentes se asignaran altos sueldos. Un resultado puede ser que las firmas tratarán

de reestructurar sin entrar en el capítulo 11 o, al menos, se prepararán mucho más antes de entrar, afirma Deane.

Pero quizá la diferencia más grande esta vez serán los efectos del enorme mercado de derivados crediticios y otros valores relacionados con el crédito, que a menudo disminuyen el monto de la deuda que una empresa ha emitido, dice Henry Owsley, de Gordion, otra consultoría de reestructuraciones. La interacción entre deuda subyacente y derivados crediticios complicará sin fin la bancarrota y la casi bancarrota, dice Owsley.

Una gran preocupación para los directivos de empresa será el papel de los inversionistas especulativos, en especial los fondos de cobertura de riesgo, que podrían usar derivados crediticios para perseguir estrategias complejas que quizá perjudiquen los intereses de la compañía que emitió la deuda subyacente, dice Henry Hu, profesor de derecho en la Universidad de Texas en Austin. En una bancarrota, un fondo de cobertura podría usar los derechos de voto vinculados con ciertos títulos para maximizar el valor total de su participación en la empresa, a expensas de otros inversionistas.

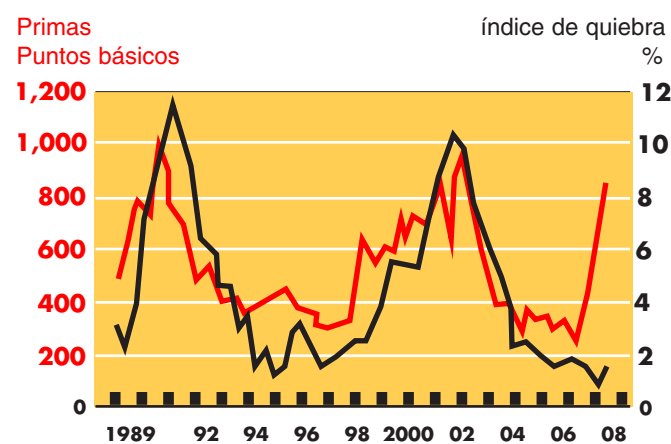
**"CUANDO HAY MÁS  
RESTRUCTURACIONES Y  
QUIEBRAS, HAY MUCHO MÁS  
PROBABILIDADES DE  
DOLO", DICE HENRY HU**

Imaginemos, por ejemplo, un fondo de cobertura que posea deuda asegurada contra activos empresariales. Podría optar por promover la liquidación de la empresa para hacerse de esos activos, en vez de negociar una reestructuración que mantuviera con vida a la compañía. Mientras tanto, elevaría sus ganancias vendiendo al descubierto su deuda quirografaria y su capital. O supongamos que un fondo de equidad posee *credit-default swaps* (derivados de crédito que protegen contra la falta de pagos), así como deuda de una empresa. Si el fondo obtiene buenas ganancias de la liquidación de los *credit-default swaps*, preferirá utilizar sus derechos de voto para asegurar la quiebra de la compañía, antes que negociar una manera de evitar su bancarrota.

Hasta ahora hay pocas evidencias concretas de que los fondos de cobertura de riesgo hagan eso. Pero en artículos recientes, en coautoría con Bernardo Black, Hu reporta rumores verosímiles y otras pruebas de lo que han denominado *decoupling* (desfase o disparidad) de la deuda, tanto fuera como adentro de las bancarrotas. Y esa actividad sólo puede aumentar. "Cuando hay más reestructuraciones y quiebras, hay mucho más probabilidades de dolo", dice Hu.

FUENTE: EIU

## Derrumbe en gestación Bonos especulativos



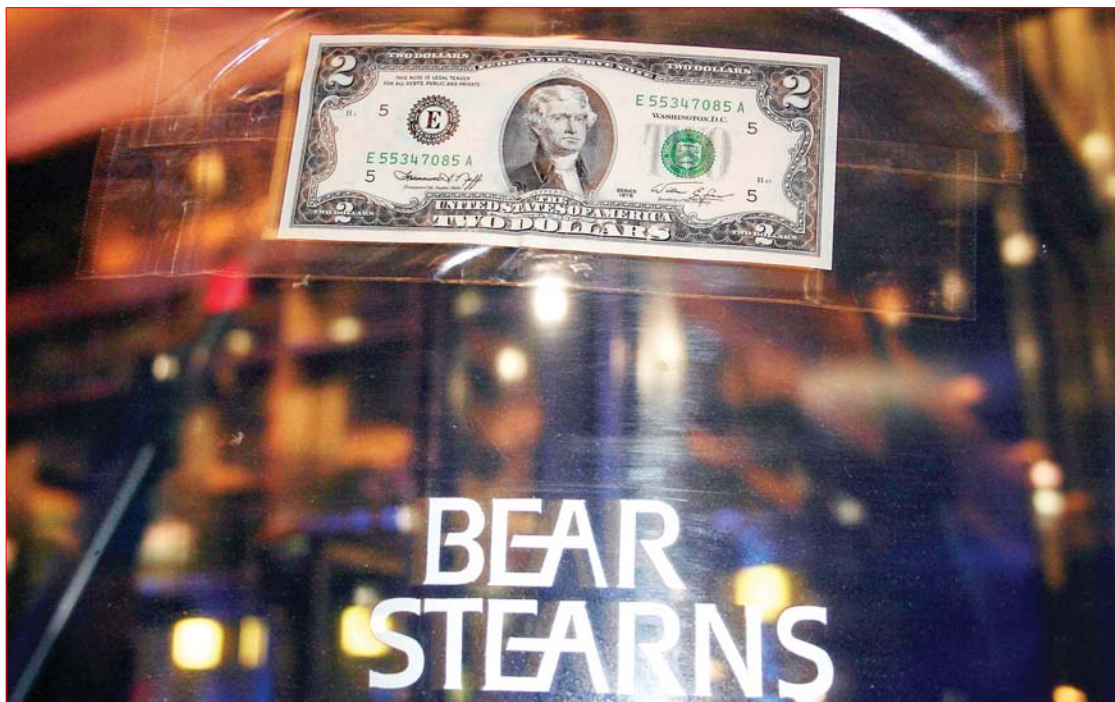
Fuente: Moody's

LA JORNADA



▶ *Qué salió mal con el sistema financiero y la larga y difícil tarea de arreglarlo*

# CRISIS EN WALL STREET



Un billete de dos dólares fue adherido a la puerta del cuartel general de Bear Stearns, en Nueva York, para ironizar el precio que pagó por acción el banco de inversiones JP Morgan a mediados del mes pasado ■ Foto Reuters

Llevó años construir el maravilloso edificio de las finanzas modernas. Y el mundo contó con un solo fin de semana para salvarlo del colapso. El 16 de marzo, la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos (EU), poco impetuosa por naturaleza, rescribió su reglamento al rescatar a Bear Stearns, quinto entre los mayores bancos de inversión del país, y al prestar directamente a otros agentes financieros. Un par de días más tarde, la Fed redujo —de nuevo— las tasas de interés a corto plazo a 2.25%, marcando el más rápido relajamiento de política monetaria en una generación.

Fue un esfuerzo hercúleo y evitó la completa catástrofe de un banco que hubiera amenazado con desmoronar a Wall Street. Aun así, estar al borde del desastre tuvo dos mensajes inquietantes. Uno es analítico: el mundo necesita nuevas formas de pensar sobre finanzas y los riesgos que implican. El otro es una advertencia: la crisis ha abierto un capítulo nuevo y peligroso. A pesar de todos sus errores, vale la pena salvar a las finanzas modernas, y la tarea parece estar apenas a la mitad.

## RESCATAR BEAR STEARNS

DE SU PROPIA LOCURA

PUUEDE PARECER

DEMASIADO CARITATIVO

Rescatar Bear Stearns de su propia locura puede parecer demasiado caritativo a muchas personas. Durante años Wall Street forjó miles de millones sin mostrar mucha compasión. Sin embargo, la Fed puso en riesgo 30 mil millones de dólares de dinero público por la mejor razón de todas: el interés público. Bear intermediaba en operaciones por 10 mil millones de dólares en *swaps* extrabursátiles. Con el desplome del intermediario financiero, el temor de que se incumplieran éstos y otros contratos habría contaminado a los mercados de derivados del mundo. Imaginemos que tales dudas crecieran en todos los valores negociados por Bear y de allí se propagaran por el sistema financiero; y pensemos lo que ocurriría con la economía en el invierno nuclear financiero que vendría a continuación. Puede que Bear Stearns no haya tenido una falla muy grande, pero estaba demasiado enredado.

El enredo es una nueva doctrina en finanzas. Empezó en la década de los 80 con una histórica alza del mercado de acciones y bonos, impulsada por tasas de interés a la baja, nueva tecnología de la infor-

mación y reestructuración corporativa. Cuando el auge llegó a su fin, poco después del cambio de siglo, las entidades financieras que se habían enriquecido comenzaron la búsqueda de más ganancias. Gracias al dinero barato podían asumir más deudas, lo cual hacía que las inversiones fueran más provechosas y riesgosas. Gracias a la tecnología de la información, pudieron diseñar un sinnúmero de derivados complejos, algunos vinculados con hipotecas. Al combinar deuda y derivados, los bancos crearon una nueva máquina que originó y distribuyó cantidades prodigiosas de riesgo a una desconcertante serie de contrapartes.

Este sistema funcionó; en realidad todavía da resultados, pues disemina el riesgo, promueve eficiencia económica y proporciona capital barato. (Al igual que los bonos especulativos, otro instrumento financiero que alguna vez se utilizó mal, varios de los nuevos derivados regresarán, por la simple y sencilla razón de que son útiles.) Sin embargo, durante la década anterior este enredado sistema se alimentó claramente de sí mismo. A medida que los estados de cuenta crecían, cualquiera podía pedir prestado más contra ellos, comprar más activos y admirar su buen sentido mientras el valor subía. En 2007 los servicios financieros obtenían 40% de las ganancias corporativas de EU, mientras empleaban sólo 5% de trabajadores del sector privado. Mientras, la deuda del sector financiero, que en 1980 sólo representaba una décima parte del tamaño de la deuda del sector no financiero, llega ahora a la mitad.

El sistema financiero, o gran parte de él, empezó a alejarse de su propósito: otorgar, administrar y comerciar derechos sobre flujos futuros de fondos para el resto de

la economía. Llegó a ser cada vez más un juego de honorarios y especulación, y su lance favorito era burlar al gobierno. De ahí los miles de millones de dólares en SIV (vehículos estructurados de inversión) y “conductos” que no aparecen en sus balances. Gracias a lo que ha sido, visto en retrospectiva, una reglamentación desastrosamente permisiva, los bancos no reservaron el capital necesario para el caso de que las cosas resultaran mal. De ahí, también, el truco de empacar valores como AAA y encontrar una agencia calificadora amistosa que los avalara.

El juego ha terminado. Uno puede pensar en muchas maneras de describir el dolor: la deuda crece, los inversionistas reducen el valor de sus activos, la liquidez disminuye. Pero lo más simple es que las contrapartes ya no confían una en la otra. Walter Bagehot, autoridad en pánicos bancarios, escribió alguna vez: “Todo banquero sabe que si tiene que demostrar que es digno de crédito, por buenos que sean sus argumentos, en realidad significa que ha perdido su crédito”. En nuestra era de enredos, su axioma se aplica al mercado entero.

## Cuestión de prioridades

Esta desconfianza es enormemente corrosiva. El grave daño que podría causar a la economía mundial determina lo que debe hacerse primero. Sin duda, hay que establecer una regulación financiera; pero eso es posterior. La prioridad para los políticos es apuntalar el sistema financiero. Eso debe hacerse a un precio tan bajo como sea posible (después de todo, el dinero viene de la hacienda pública), y evitar hasta donde se pueda crear un riesgo moral: los propietarios y funcionarios deben pagar por sus erro-

res, pero esas advertencias, sin duda mortificantes, no deben interponerse a dicha prioridad.

Para su crédito, la Fed ha aceptado que las nuevas finanzas requieren nuevos tipos de intervención. Ésa es la importancia de su decisión del 16 de marzo, de prestar directamente a bancos de inversiones y corredores necesitados de efectivo y aceptar una serie más amplia de garantías, incluso hipotecas y otros títulos de inversión. Si los bancos de inversión pueden superar el estigma de pedirle al banco central, eso los protegerá contra la trayectoria que llevó a los prestamistas a negar dinero a Bear en los mercados de corto plazo. En lo sucesivo los intermediarios financieros podrán obtener dinero de la Fed. Esta última es ahora el prestamista de último recurso no sólo para los bancos comerciales, sino también para los grandes bancos de inversiones (concesión que con el tiempo exigirá seguramente una regulación más rigurosa).

Aun cuando eso resuelva las preocupaciones inmediatas de Wall Street por la liquidez, persiste el peligro de que la recesión conduzca a pérdidas tan grandes que los bancos se vean forzados a la insolvencia. Eso depende de todo tipo de deudas, desde las hipotecas hasta las tarjetas de crédito, las cuales a su vez dependen del ritmo de la economía estadounidense, de la profundidad del declive de los precios inmobiliarios y de la dimensión de las ejecuciones hipotecarias, y ninguna de estas cosas luce bien. Las últimas estimaciones de Goldman Sachs, que calculan que los precios inmobiliarios en EU tarde o temprano caerán 25% desde su punto máximo, sugieren que las pérdidas totales podrían alcanzar poco más de un billón dólares: casi 8% del PIB, que no es de desdeñar. Pero esto

incluye pérdidas que sufren extranjeros e “instituciones no apalancadas”, como las aseguradoras. Goldman calcula que las probables pérdidas de las empresas estadounidenses, después de impuestos, giren alrededor de 300 mil millones de dólares, poco más de 2% del PIB, o aproximadamente 20% de su capital de inversión.

## El dilema del reconstructor

Esto sugiere un serio problema, pero no una catástrofe bancaria. Y en un mundo inundado de ahorros, los bancos deben ser capaces de recaudar nuevo capital privado y seguir prestando. Lamentablemente, las cosas no son tan simples. Con unos cuantos deudores hipotecarios que incumplan sus deudas, las pérdidas crecerían rápidamente. Por otra parte, los accionistas bancarios podrían optar por reducir el crédito en vez de recaudar nuevo capital. Esto les convendría, ya que el capital es caro y disgrega su participación. Pero no favorecería a la economía, que se vería empujada aún más hacia la recesión por la reducción repentina del apalancamiento.

NO ES RAZÓN PARA

CONDENAR A TODO EL

SISTEMA, PERO SÍ UNA

SEÑAL DE QUE SE NECESITA

CAMBIAR LAS REGLAS

Al prestar dinero a más bancos por más tiempo contra las peores garantías, la Fed espera contener el pánico. Quiere que los bancos de Wall Street estimen sus pérdidas y fortalezcan sus estados de cuenta sin la carga debilitante de los mercados disfuncionales. Y espera que un dinero más barato facilite esa recapitalización, inyecte confianza y suavice la economía más amplia. Pero el riesgo persistente de insolvencia significa que el Estado todavía tiene que estar preparado para actuar.

Una opción es continuar interviniendo a medida que se desarrollan los acontecimientos. La otra es rescatar la confianza de los mercados utilizando dinero público para crear un piso al mercado, ya sea en hipotecas o en valores respaldados por activos. Por el momento, el gradualismo es el camino correcto: es más barato y menos propenso a los riesgos morales. Sin embargo, no es fácil lograrlo de nuevo. Si la crisis se prolonga y cobra más víctimas, el gradualismo podría resultar más caro que una medida más ambiciosa.

Algo importante sucedió en Wall Street esta semana. No fue sólo la desaparición de una firma que negoció en medio de la depresión. Los financieros descubrieron que habían generado una serie de riesgos con los cuales el mercado no pudo salir adelante. No es razón para condenar a todo el sistema, pero sí una señal de que se necesita cambiar las reglas. Sin embargo, primero, hay que detener la descomposición.

FUENTE: EIU

