



Temas 2007

## Deuda barata

Una innovación financiera está dando un fuerte impulso a la reciente ola de adquisiciones en los países ricos. Está alimentando la recuperación en los mercados de acciones, bonos y propiedades en América Latina, directa e indirectamente. Reduce el costo de la deuda corporativa y por eso hace que los oferentes paguen precios más altos por compañías enteras.

John C. Edmonds  
Doctor en  
Administración  
de Empresas  
de la Universidad  
de Harvard,  
profesor de finanzas  
de Babson  
College en Boston y  
coautor de Wealth  
by Association.

Por muchas décadas, los expertos en el mercado de bonos observaron el “diferencial de calidad”, la diferencia entre el rendimiento anual de los bonos riesgosos y el de los bonos seguros. Hace 15 años era de aproximadamente 4%, pero últimamente ha sido de 2%. Durante olas de fusiones anteriores, los ahorristas compraron bonos riesgosos para obtener altos rendimientos, inducidos a arriesgarse por las buenas ganancias. Tarde o temprano compraron demasiados bonos riesgosos y sufrieron pérdidas cuando terminó la expansión del crédito.

En los últimos dos o tres años, el diferencial de calidad se ha estrechado, y también el riesgo país de las naciones emergentes. Hay muchas razones para esto, pero la más novedosa es que quienes compran bonos ahora pueden adquirir seguros baratos contra el default. Las pólizas se llaman credit default swaps y cuestan alrededor de 2% del monto del bono al año, según cuán riesgosos sean los bonos, de manera que alguien puede comprar un bono de baja evaluación crediticia que rinde 9% al año, gastar 2% en un credit default swap y terminar con un ingreso seguro de 7%.

Este nuevo tipo de seguro ha crecido rápidamente y ha expandido significativamente la demanda por bonos corporativos. Ésta es la razón por la que las empresas que compran las participaciones de otros pueden hacer una oferta a precios altos por compañías completas. El oferente ganador puede hacer que la firma adquirida emita grandes montos en bonos corporativos, que los inversionistas comprarán porque pueden tener un rendimiento alto y un riesgo bajo. Así, las compañías compradoras recuperan el dinero que gastaron para comprar la empresa.

Esta ola de adquisiciones está aumentando el monto de la deuda en el sistema financiero mundial, pero sin poner el riesgo en los hombros de inversionistas individuales ingenuos. Al contrario, lo pone en los libros de los grandes intermediarios financieros que emiten los credit default swaps: las grandes compañías de seguros, que están en condiciones saludables debido a que no ha habido huracanes dañinos esta temporada. Esta nueva manera de asegurar la deuda de alto riesgo es un proceso que se alimenta a sí mismo, porque mientras los precios de las acciones y bonos aumentan, las grandes compañías de seguros ganan la capacidad de emitir más seguros.

La capacidad de los grandes intermediarios financieros de emitir credit default swaps no ha alcanzado su límite más alto y no lo hará por mucho tiempo. La razón es que están emitiendo una nueva clase de swaps que pagan al tenedor sólo si un índice de bonos baja. Eso es mucho menos probable a que baje un solo bono. Estos swaps también reconocen que los administradores de portafolio compran muchos bonos diferentes, y les siguen la pista vis-à-vis con los índices del mercado de bonos.

Esta nueva manera de cambiar el riesgo y asegurarse contra las bajas de precio ya ha impulsado los precios de las empresas. Por ejemplo, Ford vendió Hertz, su compañía de renta de autos, por US\$14.900 millones en diciembre de 2005 para comprar otras firmas. A fines de noviembre de 2006 el mercado financiero evaluaba a la compañía en US\$ 18.400 millones.

Cuando los compradores pueden tomar prestado más dinero para adquirir compañías y pagar tasas de interés más bajas por ese dinero, los precios de los bonos y acciones suben. Los precios de otros activos también suben, debido a que los ahorristas redistribuyen sus portafolios, tomando ganancias de capital y reasignándolas a activos relativamente subvalorados.

Hasta ahora, los portafolios protegidos por los nuevos swaps han incluido bajos montos en bonos latinoamericanos. Pero la oportunidad de innovación es tan obvia que los intermediarios financieros pronto encontrarán maneras de extender la protección a los compradores de esos bonos.

Las grandes compañías en América Latina podrán emitir montos más grandes de bonos en el futuro cercano y un más amplio rango de compradores adquirirá esos bonos. La manera tradicional de determinar el monto total de bonos riesgosos que puede

absorber el mercado mundial está quedando rápidamente obsoleta. El mercado de acciones y bonos en América Latina puede seguir subiendo.