

LA CRISIS FINANCIERA Y LAS FINANZAS DE EMPRESAS

Ricardo A. Fornero

DOS ASPECTOS



La crisis como un test del impacto de las “fricciones” en los mercados , en comparación con un “mundo Modigliani-Miller”



La estimación del costo de capital con datos que pueden contener “aberraciones” generalizadas



Kashyap y Zingales

“La crisis financiera de 2008 ha resaltado la importancia de las desviaciones con respecto a los supuestos de Modigliani y Miller; es decir, ha resaltado la importancia de las finanzas de empresas.”

(The 2007–08 financial crisis: Lessons from corporate finance, *Journal of Financial Economics*, september 2010)



La condición MM más importante

El valor del flujo de fondos subyacente de un título es invariante a su re-empaquetamiento (repackaging)

Esto parece contrastar con

La titulización masiva en los años 2000

El re-empaquetamiento bancario: vender préstamos en un importe mayor que el costo de generarlos

El efecto persistente del marketing financiero

La notable persistencia de las asimetrías de información (*lemons discount*)

El rol de los “participantes de reputación”



Otra “fricción”

Las restricciones para obtener financiamiento con capital propio

Los participantes (típicamente bancos y otras instituciones) que están en posición de anticipar que algunos activos comienzan a estar subvaluados no pueden comprarlos porque en el proceso previo de titulación usaron al máximo su capital propio y no pueden aumentarlo

Entonces

la restricción de capital profundiza la disminución de precio de algunos títulos durante la crisis, y se manifiesta también en otros (bonos y acciones)



La “estructura” de capital y el proceso de inversión

Un estudio (por cuestionario) de 1.050 empresas de 39 países, en el último trimestre de 2008 (Campello, Graham y Harvey) muestra las diferencias significativas que aparecen entre las empresas según el impacto de las restricciones financieras durante la crisis

“La crisis exagera el grado en que las empresas vinculan la disponibilidad de fondos con la capacidad de generar y aprovechar oportunidades de inversión atractivas.”



La “estructura” de capital y el proceso de inversión

Las empresas con más restricciones financieras durante la crisis de crédito recortaron sus inversiones.

Casi todas dejaron de generar proyectos, y más de la mitad cancelaron inversiones planeadas que consideraban valiosas (en términos de rentabilidad futura)

(Campello, Graham y Harvey)



Conclusión

“El perdurable legado de MM es que un re-empaquetado de riesgo en diferentes títulos, no lo elimina.”



La estimación del costo de capital

Roger Grabowski

“Probablemente, aberraciones temporarias en muchos de los inputs de los modelos tradicionales durante este período de crisis económica requiere que los analistas apliquen más rigor y escrutinio al desarrollar las estimaciones del costo de capital.”

(Cost of capital estimation in the current distressed environment, JARAF, 2009)



La estimación del costo de capital

La tasa de bonos sin riesgo (de EEUU y Europa) a fines de 2008 era 3%

En esa época, Grabowski recomendaba una estimación de 4,5% (incluyendo inflación, que consideraba que no sería tan baja como la expectativa incluida en la tasa)

Los pronósticos de tasas realizados en los primeros meses de 2009 no acertaron mucho: las tasas siguen en el rango 2,5% a 4%



La estimación del costo de capital

En la medida del adicional por riesgo del mercado y del coeficiente beta,

hay algún paralelo con lo que pasó en los últimos años de los '90, con los aumentos de valor, y a principios de los 2000, al corregirse esas valuaciones

(en especial, de las empresas de la “nueva economía”, de tecnología y comunicaciones)

Esa corrección, por el efecto en los índices, afectó las mediciones para todas las empresas



La estimación del costo de capital

Acontecimientos como las burbujas y las crisis mejoran los elementos que se consideran para analizar las medidas estadísticas en que se basan las estimaciones:

profundizan la consideración de la “anatomía” de los rendimientos



La estimación del costo de capital

Estimación en 2010 del adicional por riesgo del mercado

Promedio 1963-2009	4,25%
Estimación Grabowski	5,5% - 6%



La estimación del costo de capital

El coeficiente beta

Las condiciones supuestas del endeudamiento para corregir beta (levered / unlevered) ocasionan problemas de medición en este caso

Las grandes fluctuaciones de precios hacen que la estimación sea muy sensible al período (incluso más que lo habitual)

Grabowski y Pratt recomiendan la fórmula de Miles / Ezzell (1980)



La estimación del costo de capital

El costo de capital promedio ponderado

También hay problemas con el valor del “escudo fiscal” (por las posibles pérdidas durante el período recesivo)

Grabowski recomienda el uso de una fórmula de Vélez-Pareja (2008) para reflejar este hecho



Conclusión

Al menos por ahora, el ambiente “de crisis” no produce efectos en las prácticas para la medición del costo de capital