

Resiliencia en una crisis: una entrevista con el profesor Edward I. Altman

19 de noviembre de 2020 | Entrevista

Uno de los investigadores líderes en salud financiera corporativa analiza qué pueden hacer los ejecutivos para ayudar a sus empresas a soportar las tensiones financieras de tiempos de crisis.

DESCARGAS

[↓ Artículo \(6 páginas\)](#)

El profesor Edward I. Altman de la Stern School of Business de la Universidad de Nueva York es un destacado experto en crédito y deuda. Ha escrito o editado dos docenas de libros y más de 160 artículos sobre finanzas, contabilidad y economía. También es el creador del Altman Z-Score, desarrollado originalmente como un medio para predecir las probabilidades de quiebra. Los investigadores de McKinsey utilizaron con éxito el Z-Score para probar la [capacidad de recuperación de las empresas](#) durante una crisis.^[1] Hablamos con el profesor Altman sobre cómo los ejecutivos pueden enfrentar mejor el estrés financiero en tiempos de crisis.

McKinsey: Z-Score ha tenido una variedad de aplicaciones prácticas. ¿Alguno se destaca como particularmente útil? ¿Te ha sorprendido alguna aplicación del modelo?

Profesor Altman: No sabía del uso de McKinsey del Z-Score para indicar resiliencia. Curiosamente, lo encontré útil para medir el desempeño de la empresa antes y después de una crisis. Los bancos han utilizado el modelo para tomar decisiones sobre préstamos, y algunos lo utilizan para complementar sus propios modelos basados en calificaciones internas para la provisión de pérdidas esperadas según las reglas de Basilea. También lo utilizan los inversores para realizar compras de bonos o acciones. Me sorprendió, por ejemplo, que varios bancos de inversión hayan utilizado el Z-Score como uno de los varios criterios que aplican a los clientes. Algunos bancos de inversión ofrecen una cesta de acciones ordinarias con las puntuaciones Z más altas y venden en corto las más bajas. Eso fue una sorpresa: el Z-Score estaba generando ganancias para los bancos de inversión que vendían un producto estructurado.

Usé el modelo en mi testimonio en diciembre de 2008 ante el Comité de Finanzas de la Cámara de Representantes de Estados Unidos, al comienzo de la crisis financiera. La audiencia ayudaría a determinar si General Motors y Chrysler recibirían rescates gubernamentales. El modelo Z-Score mostró muy claramente que GM se dirigía a la quiebra. Recomendé contra un rescate para GM ya favor de la reestructuración bajo el Capítulo 11. Ese fue el camino, en mi opinión, que le dio a GM su principal oportunidad de supervivencia. Estaban realmente al borde del abismo en ese momento, habiendo sufrido una hemorragia de \$ 2 mil millones por mes durante varios meses. No fui muy popular en esa audiencia. El Congreso no quiso escuchar mi "palabra con B": *bancarrota* ; prefirieron el otro, *rescate*. La Cámara votó a favor de un rescate, pero el Senado votó en contra. El presidente Bush finalmente rescató a GM y Chrysler con la financiación que el Congreso había otorgado a las instituciones financieras (utilizando GMAC como punto de entrada).

Pero el rescate no funcionó. Seis meses después, bajo la administración de Obama, GM se declaró en quiebra y recibió alrededor de \$ 50 mil millones en préstamos de deudores en posesión, exactamente como había predicho que sucedería. El resto es historia. GM sobrevivió y ahora es una empresa de grado de inversión. Ese estado puede ser exagerado, pero ciertamente es una empresa solvente con operaciones a nivel mundial, y mucho más saludable hoy debido a la quiebra, no a pesar de ello.

Finalmente, una aplicación que realmente me sorprendió es el uso del Z-Score por parte de los gerentes para tomar decisiones estratégicas. En 1981, me enteré de una estrategia de reestructuración utilizada por el director ejecutivo de un gran fabricante de equipos de precisión en la que simulaba decisiones comerciales como vender activos, reducir personal, consolidar ubicaciones, pagar algunas deudas. Trazó los efectos de cada decisión simulada en el Z-Score de la empresa. No se tomó ninguna acción que deprimiera el Z-Score, al menos en su opinión. Y fue un éxito asombroso.

McKinsey: Profesor Altman, ha estudiado el mercado crediticio durante años. ¿Qué cambios fundamentales ha observado? Hoy en día, vemos muchos instrumentos de financiación alternativos y los bonos de alto rendimiento también han ganado fuerza. ¿Diría que el Z-Score puede dar cuenta de estos nuevos desarrollos? ¿Ha resultado atemporal como herramienta para medir el riesgo crediticio? ¿Deberíamos hacer algo diferente hoy, en comparación con lo que hacías hace 50 años?

Profesor Altman: Esas son grandes preguntas. Diría que la mayoría de las empresas son más riesgosas hoy que en la década de 1960 cuando construí el modelo. Se ha logrado un progreso asombroso en tecnología, en estrategia, durante esos más de 50 años, pero la postura crediticia y la estructura de las corporaciones también han cambiado radicalmente. En la década de 1960, y hasta principios de la de 1990, tal vez 100 empresas en los Estados Unidos tenían la calificación AAA, y probablemente tantas o más como AA. En la actualidad, existen dos empresas con calificación AAA en los EE. UU.: Microsoft y Johnson & Johnson. ¿Y quién sabe cuánto durarán esas calificaciones?

Una calificación A ya no es el objetivo de las empresas. Cuando realicé una encuesta a los directores financieros en la década de 1970, como profesor invitado en Hautes Études Commerciales en París, la calificación A fue su opción predominante. Hoy, la preferencia es claramente por BBB. Las razones son las bajas tasas de interés, sin duda, pero la calificación más baja también facilita el uso del apalancamiento para aumentar las ganancias por acción. Ahora hay otras formas de aumentar las ganancias, como bien saben McKinsey y la mayoría de los directores financieros. Pero un método probado y verdadero es aumentar el apalancamiento, especialmente donde el costo del capital es bajo, y luego invertir en proyectos en los que el rendimiento será mayor que el costo de la deuda y, con suerte, mejor que el costo del capital.

Menciona bonos de alto rendimiento; podemos agregar préstamos apalancados y banca en la sombra, etc. La cantidad de apalancamiento en el sistema ahora es mucho mayor que hace 50 años. ¿El modelo Z-Score sigue siendo lo suficientemente robusto para ser utilizado hoy como lo era entonces? La respuesta es sí. Pero he aprendido algunas cosas a lo largo de los años sobre la evolución del riesgo crediticio. Ya no uso los puntajes de corte de 1968. En ese momento, una empresa necesitaba un puntaje Z por encima de 3.0 para ser designada como una empresa segura. Las empresas con una puntuación inferior a 1,8 se consideraron en dificultades y con probabilidades de quebrar. Hoy, el puntaje de corte es mucho más bajo, alrededor de cero. Un puntaje de 1.8 está en realidad por encima del promedio ahora para las empresas con calificación B, y el bono basura dominante es una empresa con calificación B.

Hay más calificaciones B que cualquier otra para los bonos de alto rendimiento: más B que doble B o triple C. Y la probabilidad de incumplimiento de la emisión de bonos de una empresa con calificación B es de alrededor del 28 por ciento en los primeros cinco años. Entonces, el 72 por ciento de los B sobreviven. Y si invierte en una cartera de Bs, suponiendo que reciba intereses compuestos durante cinco años, le

irá bastante bien, en relación con la tasa libre de riesgo, incluso teniendo en cuenta la tasa de incumplimiento del 28 por ciento y la tasa de pérdida de aproximadamente el 20 por ciento (ajustado por recuperaciones).

Ahora uso la técnica de calificación de bonos equivalente para adaptarme a los cambios en el tiempo en las estructuras de capital de las corporaciones. Observamos la puntuación media, por calificación de bonos, desde AAA hasta CCC, y asignamos una calificación de bonos equivalente a cada empresa, en función de su puntuación. Y luego evaluamos la probabilidad de incumplimiento dado ese equivalente de calificación de bonos, utilizando un enfoque de tasa de mortalidad, como un enfoque actuarial. Así es como he adaptado el modelo Z-Score original, y ese modelo, con sus coeficientes originales, sigue siendo bastante eficaz.

Puede seguir la corriente, en otras palabras, hacer cambios en los equivalentes de calificación a lo largo del tiempo, en lugar de construir un nuevo modelo cada año o cada cinco años. El Z-Score se basó originalmente en una pequeña muestra de empresas comparativamente pequeñas. Hoy en día, las empresas son mucho más grandes y la incidencia de incumplimiento de las grandes empresas es mucho mayor. Ya en 2020 más de 50 empresas en los Estados Unidos con más de \$ 1 mil millones en pasivos se han ido a la quiebra. Por supuesto, no hubo ninguno de estos "bebés de mil millones de dólares", como yo los llamo, en los años 60. Por lo tanto, es sorprendente que un modelo basado en empresas más pequeñas siga siendo eficaz, en general, y también para empresas mucho más grandes.

McKinsey: Hablando de quiebras, observamos que las empresas siguen emitiendo bonos, por valor de billones de dólares en 2020. Están escasos de fondos, ya que la demanda se ha agotado y también están bloqueando las bajas tasas de interés. Pero los grandes volúmenes de deuda están erosionando la salud crediticia de las empresas. ¿Espera que aumenten las solicitudes de protección por quiebra en los próximos meses?

Profesor Altman: Estaba preocupado por una posible burbuja de deuda antes de la pandemia. Entonces yo estaba en minoría porque la economía iba bien, las quiebras eran pocas y los incumplimientos en el mercado de alto rendimiento estaban por debajo del promedio histórico. Pero vi mucha vulnerabilidad. No solo para las empresas que quiebran, sino también para que los triple B, que eran tan populares, fueran degradados como ángeles caídos a las categorías de alto rendimiento y basura. Bueno, por supuesto que las cosas cambiaron en marzo.

Debido al extraordinario apoyo gubernamental en todo el mundo, las empresas con puntuaciones Z bajas están sobreviviendo. En algunos países, incluso está prohibido, es imposible quebrar. El código de quiebras está suspendido en Alemania y en algunos otros países, excepto en los casos de fraude. Italia y otros países han aplicado una moratoria sobre el pago de intereses, una medida que reduce las quiebras.

Pero la reducción de las quiebras es temporal, en mi opinión. Tendremos una segunda ola una vez que se reduzcan los apoyos gubernamentales. Sigo preocupado por una burbuja de deuda. Se están emitiendo montos récord de nuevos bonos y préstamos, tanto con grado de inversión como sin grado de inversión. Las empresas están haciendo esto para recaudar efectivo como reserva contra los problemas derivados de la pandemia. No todos pueden hacer esto, solo aquellos con un perfil crediticio razonablemente bueno. Sin embargo, incluso las empresas que han sido rebajadas de grado de inversión a alto rendimiento son elegibles para recibir apoyo de la Reserva Federal, por ejemplo, para comprar sus bonos en el mercado secundario. Esto les ha dado a los inversores la confianza que necesitan para comprar los bonos, incluso si piensan que la empresa emisora va a sufrir durante la pandemia. Porque se admitirá el precio, siempre que no sean predeterminados, por supuesto. De modo que el mercado está bifurcado: los que tienen están emitiendo deuda y los que no tienen no.

Hay empresas zombis por ahí: empresas que los bancos y las entidades no bancarias mantienen vivas artificialmente. ¿Qué pueden hacer las empresas para evitar que se forme una burbuja de deuda y evitar el posible incumplimiento de pagos abrumadores de nuevos bonos y préstamos? Veo dos desarrollos positivos. Una es que las empresas están recomprando su deuda, reduciendo la cantidad de deuda en su estructura de capital, utilizando gran parte del efectivo que recaudaron durante los últimos cuatro o cinco meses, desde abril de este año. El segundo es la emisión de nuevas acciones. Me sorprende que esto haya sucedido tan rápido. Pero tanto las OPI como las empresas establecidas (con emisiones de capital secundario) están comenzando a hacer esto. En mi opinión, cuanto antes mejor.

La forma más fácil de reducir su relación deuda-capital, como bien saben McKinsey como estrategias en el área de finanzas corporativas, es un canje de capital por deuda. Y el mejor momento para hacerlo es cuando el precio de las acciones es alto. Obtiene capital nuevo a una tasa muy atractiva y luego, en lugar de invertir en una nueva planta y equipo, recompra deuda con él. Ahora, la deuda tiene tasas de interés bajas, por lo que los canjes de capital por deuda podrían ser menos atractivos para algunas empresas. Pero la mayoría tiene en mente una estructura de capital objetivo, al menos eso creo. Y ese canje es una forma de volver a hacerlo, si está sobreponderado por las deudas.

Para las empresas que no pueden recomprar deuda porque no tienen efectivo, o aquellas que no pueden emitir nuevas acciones a precios atractivos porque su desempeño ha sido pobre, estas son las empresas que creo que van a incumplir en cantidades crecientes en 2021, pero probablemente no antes. Otros pronosticadores están de acuerdo conmigo en esto, incluidos los bancos de inversión y las agencias de calificación.

McKinsey: Como usted sabe, algunos economistas ven las cosas de la manera que acaba de presentar, mientras que otros están menos preocupados por la acumulación de deuda en este momento. Dado el entorno económico estresado,

¿qué consejo cree que ofrece el Z-Score a los ejecutivos hoy, a medida que se acercan al período de planificación de 2021?

Profesor Altman: Una de las aplicaciones interesantes del modelo es como sistema de alerta temprana. Los ejecutivos de las empresas tienden a tener una visión sesgada de sus fortalezas y debilidades, sobreestimando las primeras y subestimando las segundas. Si ven problemas en el horizonte, creen que pueden resolverlos. Es posible que no se den cuenta de la gravedad de una situación hasta el final del día. Una vez que golpea la crisis, comienzan a reaccionar. Sin embargo, si los líderes tienen la mente abierta, pueden usar el Z-Score como modelo objetivo. Mostrará dónde se encuentra la empresa en términos de una calificación de bonos equivalente o una zona de peligro. Si se aplica con suficiente antelación, este enfoque puede ayudar a los ejecutivos a tomar medidas, como vender activos, reducir la deuda, por ejemplo.

En esta pandemia, algunas empresas —empresas de alta tecnología y grandes bancos de Estados Unidos, por ejemplo— han prosperado. Pero muchas empresas están en modo de supervivencia y se están preparando para esa segunda ola. Los bancos se están preparando con respecto al aprovisionamiento de capital, porque están regulados y saben que deberían hacerlo. La mayoría de las empresas no están reguladas. Creo que un Z-Score o una técnica similar podría ayudarlos a ver, sin ambigüedades, cómo se están deteriorando durante esta pandemia. También podría mostrar que se recuperarán cuando la economía se recupere. O tal vez se darán cuenta de que se estaban deteriorando antes de que comenzara la pandemia, si miran sus Z-Scores para 2018, 2019, 2020. En cualquier caso, verán sus vulnerabilidades ante problemas financieros. Espero que las empresas utilicen el Z-Score de esa manera. Sé que los inversores lo son.

El estudio de McKinsey muestra que las empresas resilientes pueden identificarse como aquellas cuyos Z-Scores disminuyen menos en una crisis. Las puntuaciones de las empresas no resilientes se ven afectadas de forma más negativa. No son los

únicos que han descubierto esto: como mencioné, algunos bancos de inversión tienen productos que dependen del Z-Score para sus opciones de inversión (y desinversión).

McKinsey: ¿Puede darnos su opinión sobre la aparente desconexión entre el mercado de valores y la economía real? Un factor muy discutido es la sobrerrepresentación de las empresas de tecnología en los mercados en comparación con su peso en la economía real.

Profesor Altman: Estoy tan sorprendido como cualquiera de que el mercado de valores lo esté haciendo tan bien cuando la economía real no. En esto intervienen razones no económicas, económicas y financieras. Los pronósticos muestran contracciones generales del PIB para la mayoría de las economías en 2020. Y, sin embargo, el mercado de valores se ha recuperado dramáticamente. El S&P, donde las empresas de tecnología tienen un papel descomunal, y el Dow también, donde no lo tienen. Y los precios de los bonos también se han recuperado de forma espectacular.

Por desconcertados que estemos, los economistas y los analistas financieros debemos tener una idea de por qué los mercados han sido optimistas. Por supuesto, influyen las tasas de interés muy bajas. ¿Dónde más pondrás tu dinero? ¿En una caja fuerte? ¿En bonos del gobierno? No es muy atractivo, a menos que crea que el mercado se dirige a una caída real pronto. La Reserva Federal de Estados Unidos y otros bancos centrales han dicho que las tasas de interés se mantendrán bajas durante bastante tiempo. Por tanto, las perspectivas para el mercado de bonos no son muy optimistas. Creo que una segunda razón es que muchas personas pasan más tiempo siguiendo el mercado e invirtiendo. Ahora están enfocados en salvaguardar su dinero o obtener ganancias, porque están en casa, no pueden viajar, están desempleados o lo que sea. Los comerciantes diarios y minoristas han sido una fuerza importante en este mercado. Muchos inversores individuales e institucionales, además,

Sin embargo, muchos inversores han ido perdiendo en este mercado de valores. Muchos fondos han bajado, aunque el mercado de valores ha subido en general. El inversor medio probablemente esté por debajo de su propia cartera, excepto aquellos que quizás eligieron algunas de las empresas en expansión como Zoom o Tesla o los gigantes tecnológicos. Pero, ¿continuará el crecimiento del mercado de valores si la recuperación económica se retrasa? Estoy siendo cauteloso con mi propia cartera, teniendo en cuenta el potencial de otra gran recesión en los mercados financieros. Esto podría deberse a uno o más factores: la propagación continua del virus, vacunas demoradas o ineficaces o una recuperación rezagada de la economía real. Los inversores podrían perder la paciencia con las empresas.

McKinsey: Me gustaría terminar con una pregunta sobre cómo los ejecutivos de negocios podrían usar mejor el Z-Score. Es el producto de varias variables ponderadas, incluidas las ganancias, los márgenes, el precio de las acciones y la opcionalidad. ¿Deberían los ejecutivos orientarse hacia mejoras en métricas particulares o buscar un equilibrio entre ellas?

Profesor Altman: Un equilibrio. Las empresas necesitan un enfoque multivariado, manteniendo o mejorando el rendimiento en una serie de métricas. Los factores clave en el Z-Score son los activos totales y los pasivos totales. Por tanto, las empresas preocupadas por su futuro podrían intentar concentrar activos. Consolide donde pueda mientras reduce la inversión en activos fijos si su situación se está deteriorando. Eso sería parte de una estrategia prudente. Recaudaría el efectivo necesario, ya sea para nuevas inversiones (en productos que se encuentran en un punto anterior de su ciclo de vida) o para pagar algunas deudas. Las empresas también lo están haciendo para reducir la vulnerabilidad en caso de que las condiciones empeoren.

Pero es difícil. Reducir las exposiciones para protegerse en caso de que las cosas no mejoren, eso no es parte de la psicología ejecutiva. Los ejecutivos piensan en cómo mejorar las ganancias o la participación de mercado. No quieren pensar en reducir

las exposiciones vendiendo activos. Las empresas también necesitan comprender mejor sus posiciones de liquidez. Los inventarios que no se están vendiendo bien ahora no deben almacenarse en previsión de mejores tiempos en el futuro, a menos, por supuesto, que las empresas tengan buenas razones para tener mucha confianza. Entonces, el capital de trabajo es un factor importante. Y, por supuesto, manténgase alejado de los préstamos, especialmente los préstamos a corto plazo, cuando se encuentre en una posición vulnerable.

McKinsey asesora a los directores ejecutivos todo el tiempo y probablemente comprenda bien este problema. Cuando una empresa se encuentra con problemas importantes, los ejecutivos cuyas decisiones llevaron a la situación tienen dificultades para cambiar la situación. Solo pueden ser efectivos si pueden tener una visión objetiva de su propio pasado y actuar sin prejuicios. Muy difícil de hacer. En esos momentos, las empresas necesitan un asesor o un director financiero o director ejecutivo interino para tomar las decisiones difíciles. Los directores ejecutivos podrían ayudarse a sí mismos reconociendo que no pueden hacer esto solos. Necesitan un modelo claramente objetivo. Siempre he dicho que hay ayuda ahí fuera, pero si los líderes pueden aceptar la ayuda en tiempos de crisis, esa es la cuestión.

McKinsey: Ese es un buen consejo. Muchas gracias, profesor Altman.

Profesor Altman: Gracias.

1. McKinsey's results were published in Cindy Levy, Mihir Mysore, Kevin Sneader, and Bob Sternfels, "The emerging resilient: Achieving 'escape velocity,'" October 6, 2020, McKinsey.com. The authors used a common form of Professor Altman's Z-Score, with the following weighted determinants: $Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5$, where X_1 = working capital/total assets, X_2 = retained earnings/total assets, X_3 = earnings before interest and taxes/total assets, X_4 = market value equity/book value of total liabilities, X_5 = sales/total assets, and Z = overall index. Edward I. Altman, "Predicting financial distress of companies: Revisiting the Z-Score and ZETA® models," Leonard N. Stern School of Business, July 2000, stern.nyu.edu.

SOBRE LOS AUTORES)

Edward I. Altman es profesor emérito de Finanzas Max L. Heine en la Stern School of Business de la Universidad de Nueva York y director de investigación en mercados de crédito y deuda en el Centro Salomon para el Estudio de Instituciones Financieras de la Universidad de Nueva York. Esta entrevista fue realizada por **Jeffrey Caso** , un experto en la oficina de McKinsey en Washington, DC; **Peeyush Karnani** , experto senior de la oficina de Nueva York; y **Mihir Mysore** , socio de la oficina de Houston.

Este artículo fue editado por Richard Bucci, editor senior de la oficina de Nueva York.

[Háblanos](#)