

Too big to fail

Al cumplirse un año del comienzo de la crisis hipotecaria en Estados Unidos, se ha evidenciado el fuerte impacto sobre su víctima más predecible, las agencias federales estadounidenses. Con los bancos de inversión y las aseguradoras tomando el rol primario y secundario respectivamente dentro de la crisis, los agentes con mayor exposición al mercado hipotecario han pasado desapercibidos... hasta ahora.

¿Quiénes son las agencias federales?

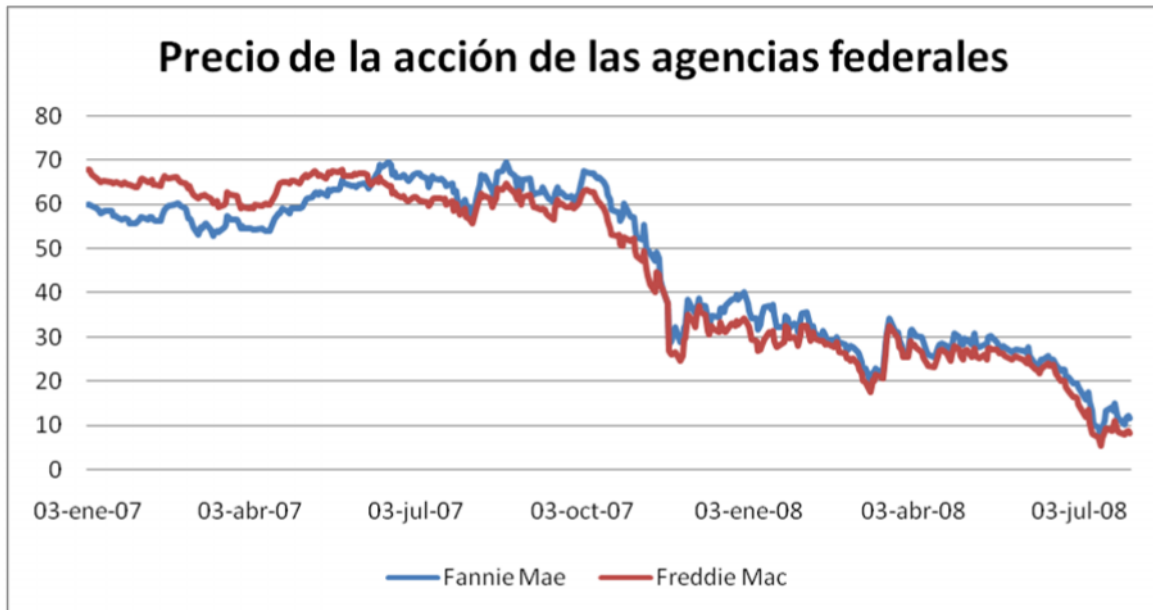
Fannie Mae y Freddie Mac son empresas privadas que cotizan en bolsa, patrocinadas por el gobierno de los Estados Unidos. La finalidad de dichas empresas es brindar financiamiento al mercado de viviendas, el cual ha cobrado crucial importancia luego de la crisis hipotecaria. Su negocio consta de adquirir préstamos (ya sean provenientes de bancos o brokers hipotecarios), mantener en su balance los que consideren oportunos y "empaquetar" otros creando un nuevo activo¹, el cual venden en el mercado. El rol de estas agencias es vital para la recuperación de la economía estadounidense.

Y la crisis alcanzó a las agencias...

La insolvencia de las agencias federales, Fannie Mae y Freddie Mac era algo previsible dada la magnitud de la crisis en el mercado hipotecario. La recesión de la economía estadounidense provocó un mayor desempleo y una pérdida en la riqueza y el poder adquisitivo de los agentes. Esta coyuntura, acompañada de un importante descenso del precio de las viviendas, provocó que los deudores fueran incapaces de cumplir con su obligación de pago, favoreciendo un alto nivel de morosidad en el mercado de viviendas, principal actividad de las agencias.

El riesgo de futuras pérdidas, debido a las continuas decisiones por parte de los agentes de incumplir el pago de deudas hipotecarias, provocó una precipitosa caída en el precio de las acciones de las entidades responsables de otorgar o asegurar 5,2 trillones de dólares de los 12 trillones que conforman la deuda hipotecaria en Estados Unidos. En la siguiente gráfica podemos observar como el precio de las acciones de las dos agencias federales se derrumbó en más de un 80% entre octubre del 2007 y julio del presente año.

¹ Estos nuevos activos reciben en el mercado el nombre de Market Backed Securities.

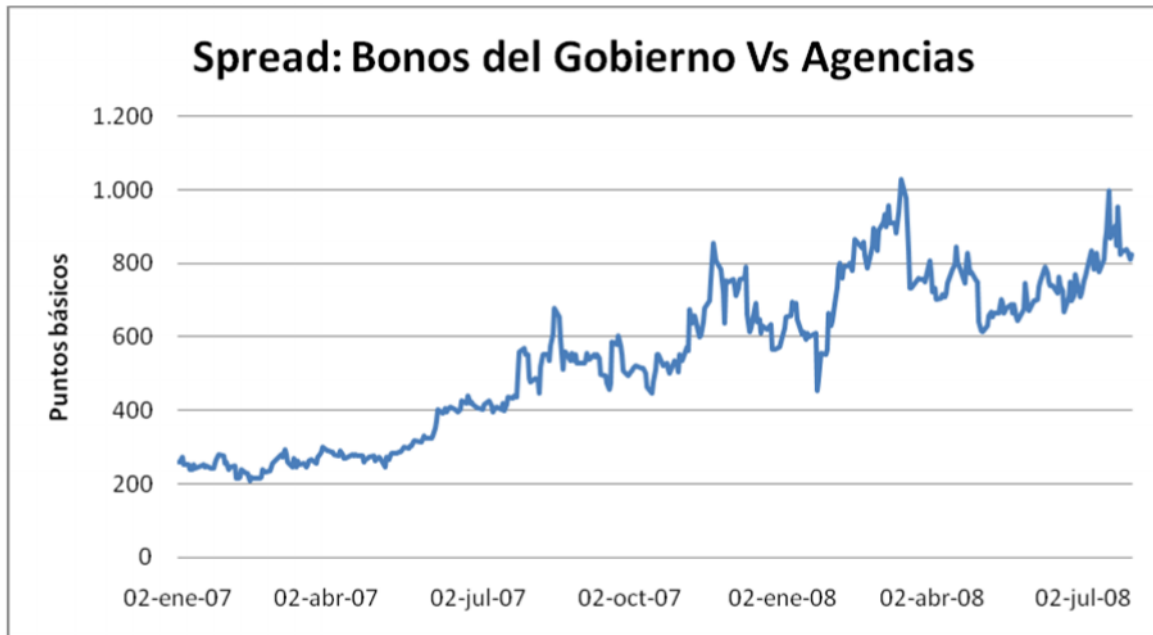


Los deteriorados balances de las agencias provocaron el derrumbe del precio de las acciones, colocando el nivel de capital de las mismas cerca de los mínimos requeridos. Así se entró en un círculo vicioso, ya que los bajos niveles de capital de la firma redujeron el valor de las acciones por temor a futuras pérdidas, pero a su vez un menor precio de la acción disminuye el capital de las agencias. Es indispensable que el mercado recupere la confianza en Fannie Mae y Freddie Mac para que dichas empresas puedan alcanzar ratios seguros de capitalización.

Accionistas Vs Acreedores

Una importante característica de lo acontecido con Fannie Mae y Freddie Mac es que, mientras los accionistas han sido castigados severamente mediante una reducción del precio de la acción, los tenedores de bonos apenas si lo han notado. ¿Dónde radica la explicación a dicho fenómeno? La respuesta reside en la interpretación por parte de los agentes del mercado de la existencia de un acuerdo implícito entre el gobierno y las agencias mediante el cual el primero se compromete a "rescatar" a las segundas en caso de que sea necesario.

A pesar de que no existe ninguna norma que explicita que el gobierno no debe permitir que las agencias cesen el pago de sus deudas, el mercado así lo entiende y su decisión se ve reflejada en el efecto casi nulo de los acontecimientos en el precio de los bonos. Dado el contexto en que se encuentra la economía de Estados Unidos, el gobierno no puede permitir que las agencias incumplan sus obligaciones, ya que esto significaría el colapso del mercado hipotecario en el país. Pero este rescate implícito lleva consigo un costo financiero, el cual se ve reflejado en el spread que mantienen las agencias con respecto a los bonos del gobierno americano.



El gráfico anterior muestra que el costo financiero de no explicitar el respaldo del gobierno a las agencias, medido a través del spread entre bonos de los distintos emisores, ha aumentado aproximadamente 60 puntos básicos en el último año.

Posibles Alternativas

Resolver la crisis por la que atraviesan Fannie Mae y Freddie Mac requiere atacar en forma secuencial los siguientes problemas: liquidez, capitalización y estructura. Los primeros dos problemas deben resolverse en el corto plazo y para llevarlos a cabo es necesario que los inversores recuperen la confianza en las mencionadas entidades. Las agencias necesitan liquidez para financiar su actividad e incrementar capital. Debido a las condiciones en que se encuentra el mercado actualmente, la inyección de liquidez y capital debería provenir del sector público.

La tesorería del gobierno estadounidense, a través del secretario del tesoro, Henry Paulson, propuso una solución para los problemas de liquidez y capitalización. Paulson dejó en manos del Congreso de los Estados Unidos una propuesta en la cual se solicita permiso para que la tesorería pueda adquirir acciones de las agencias, libre de restricciones, además de aumentar sus líneas de créditos con las mismas, las cuales se encuentran actualmente en 2,25 billones de dólares. A su vez, la Reserva Federal ejerciendo su rol de prestamista de última instancia, permitió a las agencias obtener préstamos directamente de la Reserva Federal en caso de ser necesario.

Una vez solucionada la crisis de liquidez, la tesorería estadounidense asegura que el capital de ambas empresas no caerá a los niveles mínimos requeridos, ya que en caso de que así sucediera, la tesorería podría comprar acciones de forma ilimitada. Para finalizar, las agencias deben adoptar una estructura sólida que asegure su solvencia en el futuro. Para abarcar este problema existe un amplio espectro de

soluciones que van desde seguir con la estructura actual, hasta la nacionalización de Fannie Mae y Freddie Mac.

Las medidas adoptadas por la Reserva Federal y la tesorería del gobierno permiten a las agencias mantener el roll over de su deuda a corto plazo, a pesar de la pérdida de confianza del mercado. Las entidades públicas de Estados Unidos han enviado un claro mensaje al mercado para que se recupere la confianza, dando a entender que si los inversores no están dispuestos a financiar a Fannie Mae y Freddie Mac, ellos sí lo harán.

No obstante, no se debe ignorar la intervención de las agencias calificadoras, las cuales anunciaron en las últimas semanas el posible downgrade en la calidad crediticia de la deuda subordinada de las agencias. Mediante este proceder, lo que se busca es no generar incentivos de riesgo moral hacia el futuro. Alguien debe perder para que los comportamientos no se repitan en el futuro. Y la socialización de las pérdidas no es siempre la mejor solución.