

Se agrava la crisis financiera en los EEUU?

El objetivo del presente artículo es analizar e ilustrar qué está sucediendo en el mercado financiero americano. La actual crisis de liquidez y de crédito: es temporaria o permanente? Pueden los bancos centrales parar esto con gigantescas inyecciones de liquidez?

Comenzamos explicando algún concepto que está sonando en el mercado continuamente y utilizaremos en la redacción del artículo:

Qué es el “commercial paper”?

Son notas promisorias de corto plazo sin colateral emitidas por corporaciones. Los plazos de estas emisiones rondan entre 30 días y 270 días.

Y el ABCP “Asset Backed Commercial Paper”?

Estas 4 letras se refieren a la deuda corporativa de corto plazo **respaldada** con activos tales como hipotecas o derechos de cobro de tarjetas de crédito. Estos activos, pagan rendimientos altos y son a mediano o largo plazo.

Qué está sucediendo en el mercado actualmente?

En los últimos meses, vemos que el mercado de los ABCP se ha reducido notoriamente¹ como consecuencia de la crisis hipotecaria. Nadie está dispuesto a financiar a entidades como los SIVs (structured investment vehicles) ya que éstas poseen en su balance activos respaldados por hipotecas riesgosas².

Qué son las SIVs?

Son entidades que formaron los bancos por temas fiscales con el objetivo de obtener beneficios fiscales, de regulación, y contables, (ya que a través de este mecanismo logran que los activos estuvieran fuera de balance (off balance)) con el fin tener activos que figuren fuera de balance (off balance sheet). Las mismas se financian emitiendo CP y con esos fondos compran ABS³ (asset backed securities) como los CDOs (collateralized debt obligations). De esta manera, se financian a corto plazo a tasas bajas e invierten a largo plazo a tasas muy superiores, generando inmensas ganancias, pero al costo de sufrir un descalce de plazos importante. Este descalce se suele solucionar renovando el CP cada vez que vence. Se hace el rollover del CP consiguiendo de esta forma una financiación a plazo más largo⁴.

¹ Tamaño mercado de CP: 2,5 trillones de dólares. ABCP representaba aproximadamente 1,2 trillones en Agosto 2007, mientras que hoy ya ha bajado a 0,98 trillones (caída de 20%).

² Subprime mortgages.

³ Activos respaldados por hipotecas.

⁴ Se intenta machear la duración del activo.

Pero, ¿qué sucede si las tasas comienzan a subir? O si los SIVs no logran renovar sus emisiones de CP?

La primera pregunta, nos refiere al tema de riesgo de tasa de interés, mientras que la segunda al tema de riesgo liquidez.

Si las tasas comienzan a subir, las SIVs se financiarán a tasas cada vez más caras y su activo será cada vez menos valioso, reduciendo el spread de ganancia de dicha institución. Vemos entonces que existe un riesgo de tasa de interés.

Pero mucho peor es la situación si a esto le sumamos el riesgo de que el SIV no pueda continuar financiándose a medida que le vence el CP emitido. Mostremos esta idea mediante un ejemplo:

Supongamos que un banco crea una entidad SIV que se financia emitiendo 1 MM USD en CP a 6 meses. Con esos fondos, compra CDOs⁵ a un plazo de 10 años. Por lo tanto pasa a tener el siguiente balance:

SIV	
Activo:	Pasivo:
CDO USD1MM 10 años	CP USD1MM 6 meses

Suponga ahora que pasados los 6 meses, debido a que el activo (CDOs) se convirtió en algo muy riesgoso y difícil de valorar, el mercado no está dispuesto a seguir financiando al SIV mediante la compra del CP que este emite.

En este caso, se genera un grave problema ya que el SIV debe repagar el CP que vence y no tiene los fondos como para hacerlo. ¿Cómo hace el banco para solucionar este problema que se le generó? O comprando los activos del SIV y repagando los CP que vencen⁶, o con un crédito del banco al SIV. El banco quizás no pueda afrontar ninguna de estas dos opciones, viéndose obligado a pedir un crédito a la FED⁷. Esto ha sucedido en el mercado últimamente y tanto la FED como el ECB⁸ han actuado para intentar controlar el pánico en el mercado y evitar una crisis sistémica.

¿Qué eficacia han tenido los bancos centrales con sus inyecciones masivas de liquidez y política de bajas de tasas de interés empleadas en el mes de agosto? Han logrado mitigar la turbulencia en los mercados?

⁵ Activos con la garantía de hipotecas.

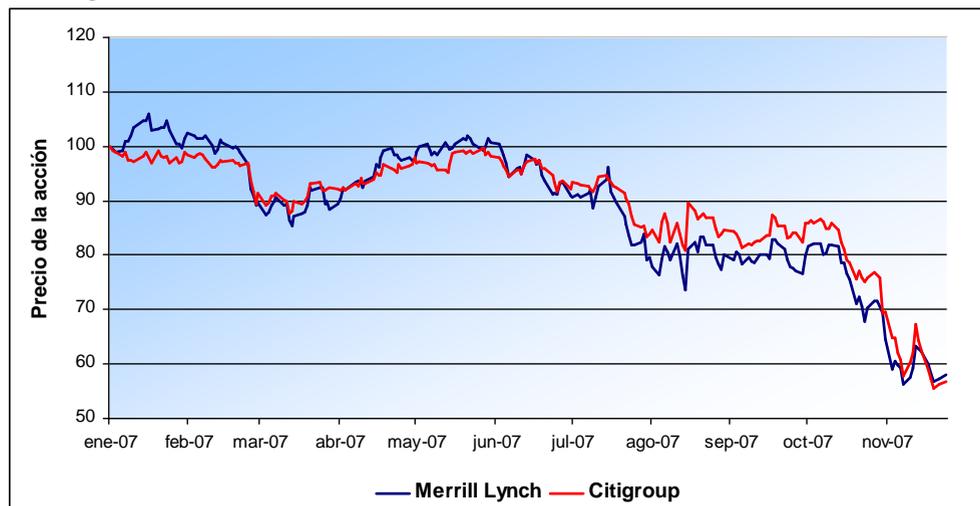
⁶ Como ha hecho recientemente el HSBC por un monto de 45 billones de dólares.

⁷ La FED ya lleva prestados 80 billones de dólares al Citibank bajo la modalidad de Repo (repurchase agreement).

⁸ Banco Central Europeo.

La respuesta es NO!

A continuación presentamos un gráfico que muestra la evolución del precio de las acciones de Merrill Lynch y Citigroup para el año 2007 haciendo base 100 el 3 de enero de 2007. Observando el gráfico, a primera vista divisamos la fuerte caída en el precio de ambas acciones a partir de julio (aproximadamente un 35%) en el precio de ambas acciones a partir de julio. En agosto hubo un pequeño repunte (10%) debido a las inyecciones de liquidez de los bancos centrales, pero esto duró muy poco como se aprecia a partir de agosto.



Si los activos de los SIVs se siguen depreciando producto de la caída en los precios de las viviendas (que son la garantía de los créditos hipotecarios) y por lo tanto de la caída de los CDOs, las SIVs se verán obligadas a liquidar sus posiciones por disposiciones regulatorias⁹, ocasionando así un desplome en los precios de dichos activos y por ende pasando a balance activos muy depreciados y consecuentemente generando pérdidas enormes.

Qué actitudes están tomando los bancos?

HSBC fue el primero en comprar la posición de dos SIVs por un monto total de 45 billones de dólares. De esta manera pasa a balance del banco todo el activo del SIV.

Por otra parte, Citigroup, Bank of America y JP Morgan están tomando otra estrategia avalada por el secretario del tesoro americano, Henry Paulson. Están trabajando para crear un "SuperSIV", el cual compraría 300 billones de dólares de activos de los SIVs y de esa forma evitarían una venta masiva de dichos activos.

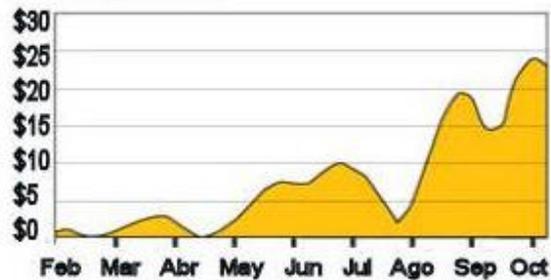
⁹ Se está analizando en la justicia si las SIVs deben o no pasar a balance y valorar sus posiciones en los SIVs.

Otros han obtenido créditos de la FED, quien les ha prestado bajo la modalidad de Repos¹⁰ (repurchase agreements).

Crisis temporaria o permanente?

En los próximos 6 meses, vencen aproximadamente 900 billones de dólares de ABCP. Quién va a fondear estos activos? Seguramente nadie, salvo la FED!, quien ya ha comenzado a intervenir fuertemente pero sin aparecer públicamente.

En las siguiente grafica vemos el aumento en Repos que la FED realizó este año en un intento por solucionar este problema:



Y tendrá eficacia? Por ahora no la ha tenido y parece difícil que la tenga, por lo cual es probable que USA entre en un período de recesión y que la crisis continúe más de lo previsto .

<http://www.dailyreckoning.com.au/commercial-paper/2007/10/29/>

¹⁰ La FED le compra los activos al SIV con el pacto de que el SIV le recomprará los activos a la FED a un precio prefijado. En definitiva, ese diferencial de precio es la tasa cobrada por el préstamo.