

MERCADOS

Pérdidas importantes

Las dos principales aseguradoras, MBIA y Ambac, acaban de publicar los resultados correspondientes al último cuatrimestre del 2007. Las dos entidades han experimentado pérdidas importantes: 1.600 millones de euros para MBIA y 2.250 millones de

euros para Ambac. Estas pérdidas son el resultado de la minusvalía experimentada por su cartera de derivados y la necesidad de aumentar sus provisiones para insolvencias más que a una diferencia de los flujos de entrada y salida de caja.

ENTIDADES

El cartero siempre llama dos veces

Las aseguradoras 'monoline' son un ejemplo de cómo el apetito por el riesgo puede acabar mal

Eduardo Berenguer

La mayoría de los expertos está de acuerdo en que la situación de los mercados asociados con las hipotecas *subprime* no se aclarará hasta mediados del año 2010. En el interín muchas hipotecas verán reajustar sus tipos al alza provocando aumentos en la tasa de morosidad e insolvencias, añadiendo más leña a la delicada situación por la que atraviesan los mercados financieros.

Los intentos del secretario del Tesoro, Henry Paulson, para conseguir que las entidades originadoras de los créditos congelen durante cinco años los tipos inicialmente pactados, sólo alcanzan a un número reducido de hipotecados y el cheque que están pactando las dos cámaras del Congreso de Estados Unidos está pensado más en estimular el consumo que aliviar la situación del mercado hipotecario.

De otra parte, la rebaja de tipos realizada por la Reserva Federal podría dentro de poco comportar un encarecimiento del crédito hipotecario. Hasta ahora, la rebaja de tipos ha afectado principalmente a los tipos de interés a corto plazo, sin que los tipos a largo hayan experimentado variaciones similares.

Pero esta situación puede variar en las próximas semanas si se modifican las expectativas de inflación a largo plazo. Puesto que en EE.UU., la mayoría de las hipotecas está referenciada según los tipos a largo (a diferencia de Europa) esto provocaría un endurecimiento del crédito hipotecario, aplazando aún más la deseada recuperación del sector de la construcción.

En medio de este sombrío panorama, el tema de las aseguradoras de crédito o *monolines* ha entrado otra vez en escena, al diluirse las posibilidades de que un grupo de bancos acuda rápidamente a su rescate. Las gestiones realizadas por el señor Eric Dinallo, superintendente de seguros del estado de Nueva York, asistido por Perella Weinberg, una empresa especializada en fusiones y adquisiciones están topando con muchas resistencias, pues al mismo tiempo que algunos bancos consideran que la cifra de 15.000 millones de dólares (unos 10.500 millones de euros) es excesiva para la recapitalización de estas entidades, han aparecido otras esti-



El edificio de la Bolsa de Nueva York en Wall Street

REUTERS

maciones que la consideran muy insuficiente.

El análisis de las aseguradoras *monoline* resulta atractivo como un ejemplo más de cómo el apetito por el riesgo puede acabar en un callejón sin salida, o, como decía recientemente Robert Shiller, autor del libro *Exuberancia Irracional*, como los períodos de estabilidad macroeconómica pueden resultar enormemente desestabilizantes.

Hasta hace relativamente poco, estas empresas eran un caramelo para sus accionistas. Asegurando bonos estatales y municipa-

Las 'monolines' han asegurado miles de millones de dólares en productos estructurados

les conseguían que estas entidades pudieran ofrecer sus emisiones a un coste inferior, proporcionándoles un ahorro en costes estimado en promedio en 60 puntos básicos. El coste para los estados y municipios era de 20 puntos básicos que pagaban a estas entidades en forma de prima, de los que las aseguradoras sólo necesitaron 2,3 puntos básicos (Ambac) o

3 puntos básicos (MBIA) desde su creación para hacer frente a las muy escasas insolvencias que se han producido.

Pero, con el auge de los productos estructurados alguien consideró en Wall Street que sería interesante llamar a su puerta y ofrecerles una ampliación de su negocio. Unidades especializadas en pequeñas operaciones de arbitraje vieron en las aseguradoras la posibilidad de conseguir ganancias seguras. La jugada consistía en comprar obligaciones calificadas como AAA de los CDO's y asegurarlas a continuación en las *monolines*. Si las obligaciones AAA ofrecían un rendimiento del Libor más 60 puntos básicos, entonces se podían pagar 30 puntos básicos a las aseguradoras, de modo que pasara lo que pasara con la solvencia de estas obligaciones, al banco siempre le quedaría un rendimiento del Libor más 30 puntos básicos.

Las aseguradoras *monoline* picaron el anzuelo y confundieron las obligaciones AAA de los CDO's alimentados por hipotecas *subprime* con los bonos municipales (o casi), transformando de arriba a abajo la estructura de sus carteras. Si en 1990 la cartera de las *monolines* estaba formada al 100 por 100 por títulos públicos, en la fecha de hoy los productos

estructurados representan el 66% y el 55% de los volúmenes asegurados por MBIA y Ambac, respectivamente.

Con estos cambios en la forma de llevar el negocio, las *monolines* han asegurado miles de millones de dólares en productos estructurados. Esta exposición está generando pérdidas, y, como en la película, el cartero de Wall Street va a llamar por segunda vez a su puerta.

El miércoles de esta semana, Bill Ackman, propietario de un *hedge fund* que está ganando mucho dinero gracias a la venta en

El dossier de Ambac y MBIA podría pasar a la Reserva Federal y ésta convocar a los grandes bancos de inversiones

corto de las acciones de estas aseguradoras (dinero que ha prometido entregar a alguna ONG) ha echado un poco más de leña al fuego al poner en circulación un análisis sobre las pérdidas potenciales de MBIA y Ambac. De acuerdo con sus cálculos los CDO's formados por hipotecas concedidas entre 2005 y el primer semestre de 2007, provoca-

rán unas pérdidas de 159.000 millones de euros, de los que 63.500 millones tendrán que ser asumidos por las obligaciones AAA. De estos 63.500 millones todas las aseguradoras tendrán que hacerse cargo de 19.000 millones. Aunque el análisis no lo concreta, sí indica que MBIA y Ambac van a necesitar 15.900 millones de capital adicional. Este capital es el necesario, no sólo para hacer frente a las posibles insolvencias, sino además para que estas entidades tengan el capital adicional necesario para mantener su calificación de AAA, pues el punto clave es que estas entidades necesitan esta calificación si no se quiere infringir una pérdida aún mayor a los bancos de inversiones de Wall Street.

El tema de las *monolines* no está resuelto. Si el señor Dinallo no consigue un acuerdo rápido, el tema pasará a la Reserva Federal y no debería extrañarnos ver al señor Bernanke convocando en Washington a los principales bancos de inversiones, igual que hizo su predecesor con la quiebra de LCTM, a raíz de la crisis financiera rusa de 1998. Sólo que ahora se trata de muchos más miles de millones de dólares.

Eduardo Berenguer catedrático de Teoría Económica de la UB