

**FT**  
FINANCIAL TIMES

Las hipotecas 'subprime' han salpicado numerosos frentes, entre los que se incluyen las aseguradoras de bonos y los derivados de crédito. Los políticos temen que la tormenta traspase el fronteras.

# Amenazas, regulación y horizonte de las aseguradoras 'monoline' (y II)

Escriben **Aline van Duyn** y **Gillian Tett**

**Eliot Spitzer, gobernador** de Nueva York, advirtió la semana pasada que si las autoridades no tomaban pronto medidas eficaces para abordar el problema de las aseguradoras de bonos (*monoline*), las consecuencias se "podrían traducir en un tsunami financiero que afecte de forma sustancial a todos los aspectos de nuestra economía".

Sin embargo, las reacciones en cadena se extienden mucho más allá de Wall Street. A medida que la presión aumenta sobre las *monoline*, también se generan trastornos en el mundo de los bonos del sector público. En Reino Unido, por ejemplo, una gran cantidad de proyectos de capital riesgo del sector privado se ven obligados a replantearse sus planes. Estas asociaciones públicas y privadas han confiado durante los últimos años en compañías *monoline* como Ambac para asegurar sus bonos, pero ya no pueden fiarse de esta protección.

En EEUU, los problemas de las *monoline* han amenazado con descomponer varios segmentos del mercado de bonos municipales en las últimas semanas. El indicio de presión más destacable ha aparecido en el mercado en el que se ajustan las tasas por subasta (ARM según sus siglas en inglés) -con un valor de 330.000 millones de dólares (223.885 millones de euros)-, un subsector del mundo de los bonos municipales.

Este mercado ha surgido durante los últimos años para cubrir las necesidades de financiación a largo plazo ahora que los inversores buscan operaciones a corto plazo, ya que, aunque la deuda municipal se emite típicamente en el sector de los ARM con un vencimiento a largo plazo -a 10, 20 o incluso 30 años-, los inversores pueden optar por vender la deuda cada semana o cada mes, cuando se reajustan los tipos de interés.

Sin embargo, en los últimos días el mercado de ARM ha encallado, lo que ha supuesto pérdidas para los propietarios de estos instrumentos a medida que los prestatarios municipales luchan por refinanciar su deuda en otros sectores -o afrontan una pérdida de financiación-.

## Responsables

Ya se empieza a señalar a los responsables. En EEUU, las aseguradoras de bonos están reguladas a nivel estatal, y da la sensación de que estos reguladores han tardado en comprender la envergadura de los problemas que se han venido desarrollando en el mundo de las *monoline* durante los últimos años. Creditsights, una compañía de análisis de deuda, anunció que la regulación sobre las bases de capital de las *monoline* creció un 29% entre 2003 y 2006, hasta los 22.000 millones de dólares. Sin embargo, las garantías de las finanzas estructuradas -de

## HURACÁN EN EL SECTOR

### Ambac

En dólares.



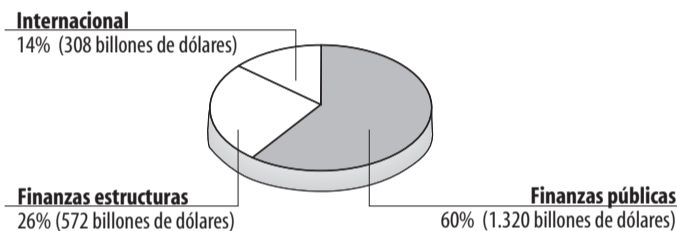
### MBIA

En dólares.



## Compromisos de las monoline

En porcentaje y billones de dólares.



FUENTE: Bloomberg

EXPANSIÓN

## Las claves

■ Los reguladores de las aseguradoras de bonos han tardado en comprender la profundidad de los problemas que se han desarrollado en el mundo de las 'monoline'.

■ El problema más inmediato para los políticos es el de evitar que la reacción en cadena dentro del sistema financiero se extienda incluso más allá.

■ Hasta que no estalló el temor sobre las aseguradoras de bonos, el mercado confiaba en los derivados de crédito para cumplir sus compromisos.

mayor riesgo que el negocio tradicional de bonos municipales- aumentaron un 175% durante ese periodo, hasta los 1,6 billones de dólares. "La industria se volvió codiciosa", asegura Rob Haines, un analista de Creditsights.

Eric Dinallo, el superintendente de seguros de Nueva York, admite que los reguladores no han entendido en su totalidad el nexo entre los ratings y las garantías de las aseguradoras de bonos en los últimos años. Como resultado, se reformarán las futuras regulaciones para centrarse en las valoraciones más que en la solvencia, explica.

Pero, a corto plazo, el problema más inmediato para los políticos es evitar que la reacción en cadena dentro del sistema financiero se extienda más allá. Se han puesto en marcha esfuerzos desesperados para proteger de nuevos daños a los prestatarios de títulos municipales -a través de discusiones que involucran a los principales bancos mundiales, inversores multimillonarios entre los que se incluyen Warren Buffett y Wilbur Ross, fondos de riqueza soberana y un ejército de abogados y asesores-. Esto podría dar como resultado la división en dos del negocio de compañías como Ambac, MBIA y FGIC, para garantizar que las aseguradoras de bonos pueden cercar a los activos de mayor riesgo (como las hipotecas)

frente al área de negocio que está respaldado por las garantías municipales.

Sin embargo, pese a que esta división en la actualidad resulta atractiva en términos políticos -pues permitiría a los políticos proteger los bonos municipales en un año electoral- no evitará necesariamente nuevas dosis de confusión en Wall Street. Al contrario, como señala Jeffrey Rosenberg, analista de Bank of America: "Una división puede limitar las pérdidas en el mercado municipal, pero es probable que agrave

## La idea de dividir el negocio de las aseguradoras no evita la confusión en Wall Street

las pérdidas de las finanzas estructuradas. En la medida en que esas pérdidas constriñan más los balances de las instituciones financieras, podrían producirse nuevas restricciones crediticias".

## Impago de créditos

Esto podría provocar incluso más reacciones en cadena potenciales. Por ejemplo, otro asunto que eleva los niveles de preocupación es la salud del mercado de derivados de crédito (CDS según sus siglas en inglés). Este sector ha experimentado un espectacular crecimiento durante esta década, ya que una serie de inversores -como los principales gestores de activos- han usado los CDS para protegerse frente al riesgo de impagos corporativos. Hasta que las *monoline* comenzaron a sufrir problemas, pocos de estos inversores se habían preocupado en algún momento por la capacidad de las contrapartidas de los CDS para cumplir con sus contratos si los impagos llegaban a suceder.

Pero el problema de las *monoline* ha generado preocupación ante la duda de que otras contrapartidas en el mundo de los CDS, como los hedge fund, puedan satisfacer sus contratos si aumentan los impagos corporativos. Esto, a su vez, contribuye a una mayor preocupación sobre todos los tipos de vehículos de deuda compleja. Los políticos rezan para que esta reacción en cadena de implosiones financieras aún pueda contenerse sin hacer que la economía caiga en picado. Señalan que los procesos que dieron origen a la burbuja crediticia en los últimos años han estado caracterizados por un proceso sin fin. Sin embargo, cuanto más golpeen los problemas financieros a los sectores fuera de Wall Street, mayor será el peligro de una pérdida de la confianza entre consumidores y empresas.

Traducido por Ricardo Retamal

## Breves

### Caja Cantabria gana un 31% más en 2007

■ La caja obtuvo un beneficio neto de 58 millones en 2007, un 31% más que un año antes. Además, publicó mejoras en todos sus márgenes, destacando el incremento de más del 50% en el margen de explotación.

### Garralda preside las inversiones de Mutua

■ Iganacio Garralda, presidente de Mutua Madrileña, presidirá también la comisión de inversiones creada por la aseguradora para gestionar sus inversiones.

### Bancaja traslada su filial de preferentes a España

■ Bancaja ha trasladado el domicilio social de su filial de emisión de participaciones preferentes, Bancaja Eurocapital Finance, de las Islas Caimán a Castellón. Con este cambio, la caja valenciana se adapta a la legislación española.

### CAN lanza la hipoteca más barata

■ Caja Navarra (CAN) ha lanzado una hipoteca a euríbor más 0,2%, la más barata que se comercializa actualmente en el mercado. Financia hasta un 75% del valor de tasación de la vivienda y tiene un plazo máximo de 35 años.

### Caixa Penedès crea una hipoteca inversa

■ La tercera caja catalana ofrecerá a sus clientes hasta el 90% del valor de sus viviendas mediante una renta vitalicia. Los beneficiarios pueden escoger entre una cuota constante o con un crecimiento anual del 2%.

### Emilio Botín, líder empresarial

■ El presidente de Santander, Emilio Botín, vuelve a situarse como el líder mejor considerado en el "Índice Serfusión de valores empresariales", que mide el liderazgo, la credibilidad, la capacidad de comunicación y la imagen pública de los principales empresarios y gestores empresariales españoles. En esta edición, participaron 46 periodistas económicos.

### Fitch confirma el rating crediticio de Cajastur

■ La agencia de calificación reitera la calificación crediticia de A para la deuda a largo plazo de Cajastur, así como el F1 para la de corto plazo. Destaca su "alta capitalización, la elevada rentabilidad histórica, la calidad y solvencia de sus activos".

### Las reunificaciones se dispararán un 35%

■ Las dificultades de los hogares para afrontar los créditos dispararán las operaciones de reunificación de deuda un 35% este año, hasta los 1.900 millones de euros, según previsiones del presidente de la Asociación de Intermediarios de Financiación.