

Acerca de Freddie Mac y Fannie Mae

Julio 15 de 2008

Daniel Velandia

Jefe de Investigaciones económicas
+1 312 1219 x. 1299
danielvelandia@ultrabursatiles.com

Camilo Rodríguez

Analista Senior de Renta Fija
+1 312 1219 x. 1292
camilorodriguez@ultrabursatiles.com

David Aldana

Analista de Acciones
+1 312 1219 x. 1268
davidaldana@ultrabursatiles.com



ULTRABURSATILES S.A.
COMISIONISTA DE BOLSA

- En las últimas semanas el comportamiento de los mercados financieros a nivel global ha estado fundamentado principalmente por los riesgos asociados a la posibilidad de insolvencia de las denominadas ‘Compañías Patrocinadas por el Gobierno’ (*Government Sponsored Enterprises – GSEs* en inglés), Freddie Mac y Fannie Mae.
- Más allá de la profundización de la crisis de confianza en el sector financiero tanto norteamericano como global que genera esta preocupación en sí misma, la eventual liquidación de estas compañías traería consigo una mayor consolidación de la recesión inmobiliaria en Estados Unidos debido al papel que estas agencias juegan en el mercado hipotecario.
- En tal la importancia de las firmas para la economía en general, que en los últimos días el Secretario del Tesoro norteamericano, Henry Paulson, le pidió al Congreso autoridad para comprar participaciones ilimitadas en las mismas de ser necesario, así como para ampliar a un monto aún no conocido las líneas de crédito que tiene el Tesoro con éstas desde el nivel actual de USD 2.25 para cada una.
- Por su parte, la Reserva Federal –FED- de New York a partir de ahora tiene la autoridad para prestarle directamente los recursos que sean necesarios a las dos firmas siempre y cuando estos créditos estén respaldados por títulos gubernamentales o de agencias federales.
- De acuerdo con lo anterior, se considera pertinente conocer de manera más detallada el funcionamiento y los objetivos de Freddie Mac y Fannie Mae, así como resumir sus últimos acontecimientos, con el objetivo de poder evaluar de mejor manera el posible impacto de cualquiera de los resultados que se deriven de su situación actual.



Government Sponsored Enterprises -GSEs



- Las denominadas 'Empresas Patrocinadas por el Gobierno' (*Government Sponsored Enterprises – GSEs* en inglés), entre las cuales se encuentran incluidas Freddie Mac y Fannie Mae, son instituciones financieras creadas por el Congreso de Estados Unidos.
- Su principal función es incrementar el flujo de crédito hacia sectores objetivo de la economía (en el caso de las agencias en mención, el hipotecario), así como hacer más eficiente y transparente los mercados de capitales en estos segmentos.
- El objetivo particular buscado con la creación de las GSEs, fue de esta manera, incrementar la disponibilidad de recursos y reducir el costo del crédito a los sectores mencionados, entre los que se encuentran el inmobiliario ya señalado, el de agricultura y el de educación.
- Tal vez uno de los aspectos más importantes para destacar es que las GSEs han creado un mercado secundario para la negociación de tales créditos a través de titularizaciones.

Freddie Mac



- Su nombre oficial es *Federal Home Mortgage Corporation*, empresa creada por el Congreso norteamericano en 1970 con la misión de proveer liquidez, estabilidad y accesibilidad al mercado inmobiliario. Sin embargo, esto no implica que sea una agencia gubernamental en el sentido en que no recibe fondos del gobierno y cualquier persona puede acceder a su propiedad mediante la compra de acciones en el mercado de capitales.
 - **Liquidez:** Freddie Mac asegura que haya una oferta estable de dinero para que los prestamistas puedan realizar los créditos que los compradores de vivienda necesitan. Esto le brinda a cada parte, según el gobierno, un mejor acceso al financiamiento de vivienda.
 - **Estabilidad:** el portafolio de Freddie Mac juega un importante papel al asegurar que haya una oferta estable de dinero para que los prestamistas puedan realizar los créditos que los compradores de vivienda necesitan y una oferta disponible de fuerza laboral para el sector inmobiliario norteamericano.
 - **Accesibilidad:** desde su creación, Freddie Mac ha propendido por el financiamiento de vivienda de familias de medios y bajos ingresos. En este sentido, la visión de la firma ha sido que las familias puedan tanto acceder a la compra de una vivienda como que pueda mantenerla.

- Freddie Mac pone en contacto al mercado hipotecario residencial con los inversionistas a través de la compra de hipotecas, garantía de créditos y actividades de inversión en portafolios.
- Sus clientes son principalmente prestamistas del mercado hipotecario primario (entidades financieras). Su actividad en el mercado secundario soporta un continuo flujo de fondos hacia el primario, beneficiando a los consumidores con hipotecas de más bajos costos. En este sentido, la oferta de recursos hecha disponible a los prestamistas a través de este proceso reduce las tasas de interés de las hipotecas, haciendo accesible la vivienda a un mayor número de familias e individuos.
- Las instituciones prestamistas extienden créditos directamente a sus clientes que desean comprar o refinanciar una vivienda. Frecuentemente, ellos buscan que Freddie Mac le compre estas hipotecas, quedando con nuevos recursos para la realización de un mayor número de créditos.
- Uno de los mecanismos a través del cual estas compras son fondeadas por Freddie Mac es a través de la titularización de los préstamos comprados por ésta (títulos hipotecarios), proveyendo una garantía tanto sobre el capital como los intereses, por lo cual la firma recibe un cargo o comisión. Asimismo, los compradores pueden mantener estas titularizaciones en sus portafolios o venderlas a otros inversionistas.
- Freddie Mac también compra préstamos hipotecarios o títulos respaldados por hipotecas y las mantiene en su 'Portafolio de Retención' para propósitos de inversión. La compañía financia la compra de los mismos a través de la emisión de deuda de corto, mediano y largo plazos y acciones. Estas compras recomponen los recursos de capital disponibles para la compra de créditos hipotecarios a los consumidores.
- La dimensión de Freddie Mac es tal, que la misma compañía estima que cada siete segundos compra una hipoteca, lo cual ayuda a financiar una de cada seis viviendas en Estados Unidos.



Fannie Mae



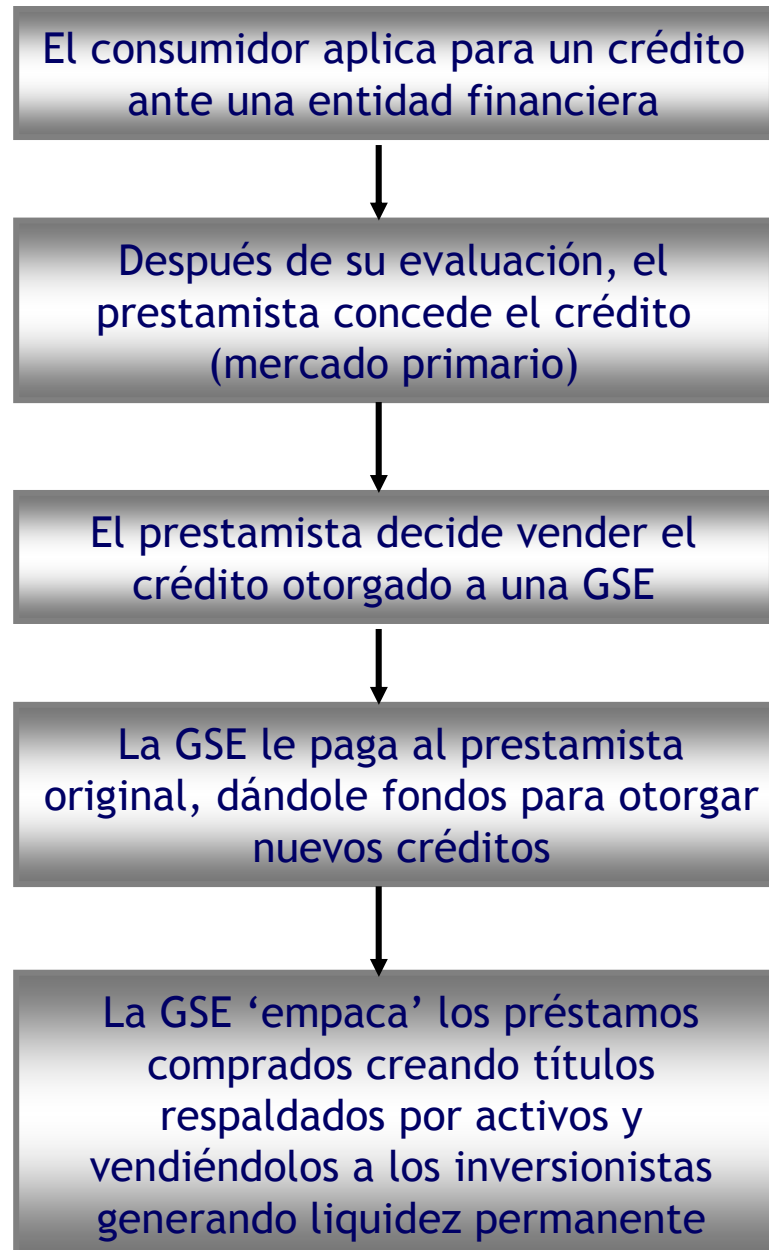
- Formalmente llamada Federal National Mortgage Association, Fannie Mae cumple básicamente con las mismas funciones y persigue prácticamente los mismos objetivos que Freddie Mac.
- De hecho, Fannie Mae fue creada antes que Freddie Mac en 1938, en un período en el cual millones de familias norteamericanas no podían llegar a ser dueñas de una vivienda o existían altos riesgos de que los que poseían una llegaran a perderla ante la ausencia de una oferta consistente de fondos hipotecarios en Estados Unidos.
- En particular, el gobierno estableció a Fannie Mae con el objetivo de expandir el flujo de recursos hipotecarios a todos los sectores de la población, en todo momento y bajo cualquier condición de la economía y así ayudar a reducir los costos asociados a la compra de vivienda.
- En 1968 el Congreso estableció que Fannie Mae sería poseída por accionistas, con lo que sus dueños llegarían a ser inversionistas privados a través del mercado de capitales, por lo cual no es una compañía federal del gobierno norteamericano.
- Al igual que Freddie Mac, Fannie Mae tiene como misión:
 - Proveer liquidez
 - Proveer estabilidad
 - Proveer accesibilidad

al sistema financiero hipotecario de Estados Unidos.

Por lo tanto, la estructura del negocio es la misma de Freddie Mac Sin embargo, según la propia firma, Fannie Mae ha sido la mayor emisora de títulos respaldados por hipotecas desde 1990 y actualmente cuenta con el mayor número de emisiones vigentes entre todas las agencias.

Otros aspectos para tener en cuenta acerca de las GSEs





- ✓ La Secretaría del Tesoro norteamericano tiene autoridad discrecional para comprar hasta USD 2.25bn de las obligaciones de estas firmas. Esta herramienta nunca ha sido usada pero Henry Paulson el pasado domingo le pidió al Congreso aumentar el monto de esta línea de crédito.
- ✓ La FED está autorizada para comprar y vender los títulos de Freddie Mac y Fannie Mae diariamente para implementar las medidas de política monetaria.
- ✓ Los bancos nacionales pueden negociar sus títulos sujeto a regulación aplicable.
- ✓ Los títulos emitidos por Fannie Mae y Freddie Mac constituyen activos elegibles para las facilidades y operaciones de liquidez llevadas a cabo por la FED.
- Estos aspectos han conducido a que los agentes del mercado usualmente consideren que estas agencias no tienen una alta probabilidad de default en cuanto cuentan con el respaldo del gobierno. *En teoría, esto no es así.*

El resultado de la crisis financiera y lo que puede esperarse



- De acuerdo con lo anterior, a pesar de que Fannie Mae ni Freddie Mac son propiamente entidades gubernamentales, por el papel que desempeñan en el mercado inmobiliario norteamericano el Estado cumple la función de facilitar gran parte de su financiación y es uno de los principales compradores de su deuda.
- En general, los fuertes problemas que enfrentan estas firmas actualmente, ciertamente han surgido de la actual crisis inmobiliaria y financiera. En particular, las fuertes reducciones en los precios de la vivienda han conducido a un incremento de las tasas de no pago y de ejecución de hipotecas de buena parte de los créditos hipotecarios que Fannie Mae y Freddie Mac garantizan, lo que las ha conducido a obtener grandes pérdidas. Asimismo, los títulos que mantienen en su portafolio también han perdido valor por la crisis de confianza actual en el sector financiero.
- De acuerdo con esto, Fannie Mae reportó en 2007 unas pérdidas netas de USD 2.050 millones, lo que se compara con unas ganancias de USD 4.059 millones obtenidas en 2006; en el primer trimestre de 2008, las pérdidas fueron de USD 2.190 millones. Por su parte, Freddie Mac registró unas pérdidas de USD 3.094 millones en 2007 frente a unas utilidades de USD 2.327 millones en 2006; de igual forma, en el primer trimestre del presente año, sus pérdidas netas ascendieron a USD 151 millones.
- Hasta ahora, los mercados habían estado relativamente tranquilos ante el desempeño de las dos entidades a pesar de sus pérdidas debido a la percepción generalizada de que estas firmas hacen parte del gobierno o que éste respondería en caso de crisis.
- No obstante, desde el colapso de Bear Stearns los analistas e inversionistas permanecen bajo una alta incertidumbre debido a que *'cualquier cosa puede pasar'* en la actual crisis financiera si el gobierno no interviene de manera importante para ayudar a las entidades más afectadas.

- **8 de julio:** Analistas de Lehman Brothers afirman que es probable que las agencias Fannie Mae y Freddie Mac tengan que incrementar su capital en al menos USD 75bn, casi una cuarta parte de las pérdidas globales registradas por la crisis financiera actual, después de haberlo hecho en USD 25bn en meses pasados. Según el banco de inversión, el agravante es que en esta etapa del ciclo crediticio es muy difícil incrementar el capital por la crisis de confianza que se está generando.

A raíz de estas declaraciones, el mismo día el regulador de estas firmas declaró que las mismas no tendrían la necesidad de incrementar su capital en la medida en que ésta era adecuado.

- **10 de julio:** pocas horas después de que Henry Paulson, secretario del Tesoro norteamericano, confirmara la declaración del regulador, Poole –expresidente de la FED-, afirmó que tanto Freddie Mac como Fannie Mae podrían necesitar ser rescatadas por el gobierno. En particular mencionó que “el Congreso debe reconocer que estas firmas son insolventes”.
- **11 de julio:** algunos reportes indican que alarmados por el creciente stress que enfrentan las agencias, los oficiales del gobierno están considerando la apropiación de una o ambas firmas si los problemas empeoran.
- **13 de julio:** aunque el gobierno considera que ni Freddie Mac ni Fannie Mae se encuentran en una crisis como tal, Henry Paulson le pidió al Congreso norteamericano autoridad para comprar participaciones ilimitadas y prestarle un monto mayor de recursos a los autorizados actualmente (USD 2.25bn) a las dos compañías y así evitar una crisis de confianza. De otra parte, la FED autorizó que Freddie Mac y Fannie Mae puedan acceder directamente a la FED de New York para solicitar la liquidez que consideren necesaria.
- **15 de julio:** el ente regulador financiero norteamericano SEC (*Securities and Exchange Commission*) anunció que se limitarán las ventas en corto de las acciones de las dos agencias.

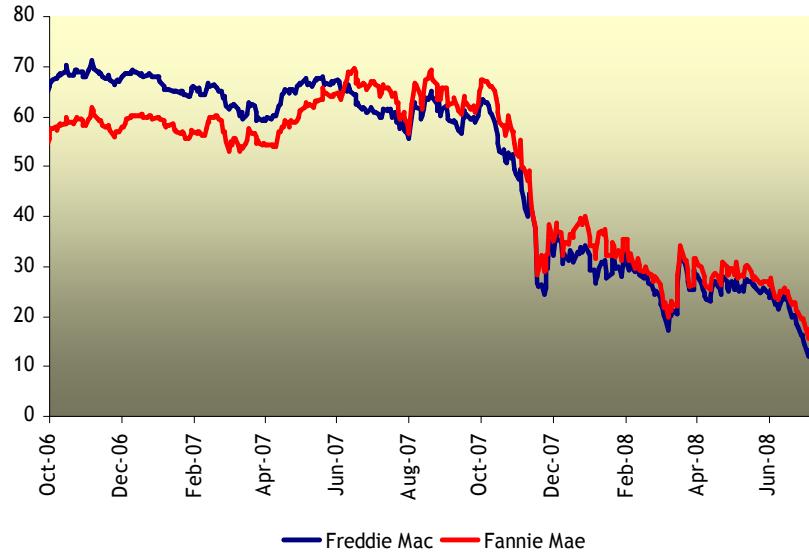
- Según los CEOs de las firmas, tanto Freddie Mac como Fannie Mae tienen adecuados niveles de capital para responder a sus compromisos. Sin embargo, desde el colapso de Bear Stearns en marzo, todo se considera posible en esta profunda crisis financiera (de hecho, Bear Stearns se había declarado con niveles adecuados de capital tan sólo un par de días su quiebra).
- El requerimiento de Paulson y la medida adoptada por la FED en días pasados parecen darle al menos en parte la razón a los actores del mercado en cuanto a que existe la posibilidad de que el gobierno brinde una garantía explícita a la deuda emitida por las dos firmas.
- De hecho, se ha especulado que el gobierno podría ofrecer una garantía explícita sobre los cerca de USD 5.2trn de hipotecas que poseen o garantizan Freddie Mac y Fannie Mae, valor que equivale a cerca de la mitad de las hipotecas vigentes actualmente en Estados Unidos.
- No obstante, algunos oficiales del gobierno han mencionado que esta opción es poco atractiva en cuanto implicaría doblar el gasto del gobierno y con ello, su déficit, implicando que los consumidores y empresas terminarían finalmente pagando los costos en el largo plazo.

- La preocupación sobre lo que pueda suceder con las dos entidades es alta por dos razones:
 1. Diversos inversionistas privados, instituciones financieras y bancos centrales poseen la deuda tanto de Freddie Mac y Fannie Mae, por lo que su colapso afectaría inmediatamente sus portafolios profundizando aún más la crisis financiera. Adicionalmente, debe considerarse que su deuda está calificada en AAA por Moody's y Fitch con lo que eventuales reducciones en sus notas, conduciría a pérdidas adicionales por valoración (*writedowns*) en los balances de las instituciones que tienen su deuda.
 2. Si las dos agencias llegaran a enfrentar mayores problemas, éstas no podrían cumplir con su función. En particular, si las firmas no pueden pedir prestados recursos, no podrán comprar hipotecas a las instituciones financieras en el mercado primario. Esto terminaría en un incremento sustancial de los costos de financiación de las hipotecas, implicando una inmensa dificultad, si no imposibilidad, para muchas familias de acceder a la compra de vivienda. Esto ciertamente profundizaría también la recesión inmobiliaria.

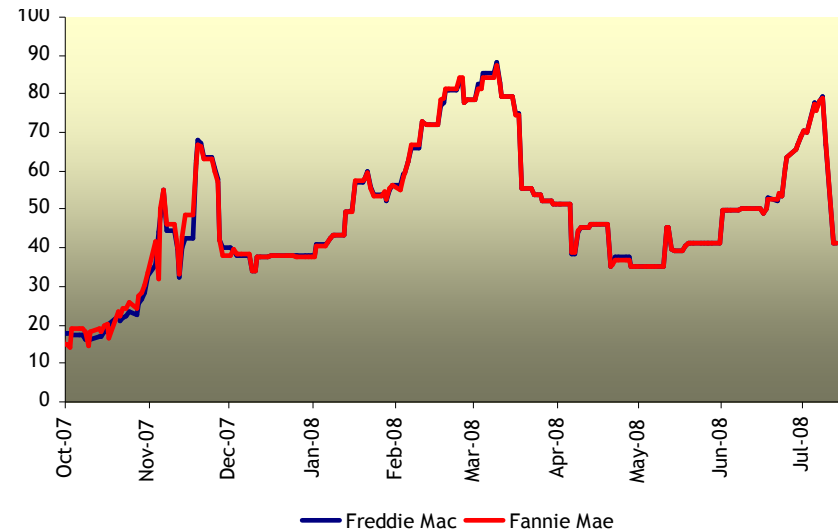
- De acuerdo con lo anterior, aunque la incertidumbre es considerablemente alta sobre el futuro de las dos firmas, se considera altamente probable que las firmas sean 'rescatadas' por el gobierno en el evento en que su situación se deteriore más y sugiera su quiebra.
- Esta perspectiva se sustenta en el papel que juegan tanto Freddie Mac como Fannie Mae en el mercado inmobiliario norteamericano y en el sector financiero en general de acuerdo con lo expuesto anteriormente. Su colapso podría llevar evidentemente a un riesgo sistémico a nivel global.
- Por lo tanto, aunque Paulson señaló hoy que no hay planes inmediatos por parte del Tesoro para acceder a las líneas de crédito que tiene vigente actualmente con las dos agencias y que solicitó ampliar ante el Congreso hace dos días, ni a la compra de acciones, sí se considera probable que en las próximas semanas o meses cuando estos requerimientos sean aprobados por el Congreso norteamericano, sean utilizados.
- Esto nos recuerda que en las crisis financieras norteamericanas pasadas (Gran Depresión (años 30s) y Savings & Loans (1986-1995)), sólo la intervención directa del gobierno ayudó a la recuperación de la confianza en el sistema.
- Considerando que la crisis actual es profunda y que no se prevé una estabilización de sus principales variables en el corto plazo (sector financiero e inmobiliario), no hay muchas razones para pensar que ésta pueda superarse prontamente con la sola dinámica del mercado, por lo que intervención más directa y significativa podría ser necesitada y observada en los próximos meses.

- Nuestra percepción parece ser ampliamente compartida por el mercado en la medida en que las acciones de Freddie Mac y Fannie Mae han sido duramente castigadas mientras que no así, los títulos de renta fija emitidos por éstas (ver siguiente página).
- Esto implica que se prevé que las necesidades de mayores recursos para capitalizar el banco terminarán erosionando casi por completo el valor del capital mantenido actualmente por los accionistas. Algunos analistas argumentan que las dos firmas conjuntamente podrían requerir hasta USD 75bn, casi una cuarta parte de las pérdidas globales del sector financiero registradas desde el tercer trimestre del año pasado. Ante esta perspectiva se considera probable que las acciones sigan cayendo, aunque la medida adoptada hoy por la SEC puede ayudar a ponerles un piso.
- Por otra parte, el comportamiento observado en los títulos emitidos por Fannie Mae y Freddie Mac sugiere una baja probabilidad de default de las firmas seguramente por el respaldo implícito que se está observando por parte del gobierno. De hecho, ayer Freddie Mac vendió notas por USD 3bn y recibió una demanda superior a la esperada por las mismas, de cerca de 2.8 veces la oferta.
- Por lo anterior, entonces, esperamos que el gobierno respalde a las dos agencias ante el riesgo sistémico que produciría su colapso. Sin embargo, en la medida en que se sigan conociendo noticias negativas acerca de las mismas continuará deteriorándose la confianza de los inversionistas y agentes del mercado en general. Así, es apropiada una intervención pronta por parte del gobierno norteamericano.

Acciones Freddie Mac y Fannie Mae



Percepción de riesgo sobre la deuda emitida por Freddie Mac y Fannie Mae



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Ultrabursátiles

Informe elaborado por el Departamento de Investigaciones Económicas de Ultrabursátiles S.A.

- Susana Gómez (Presidente)
- Daniel Velandia (Director de Investigaciones Económicas)
- Camilo Andrés Rodríguez (Analista Senior de Renta Fija)
- David Aldana (Analista de Acciones)

Cualquier comentario o sugerencia puede dirigirlo a

investigaciones@ultrabursatiles.com

La toma de decisiones de inversión mediante el uso de la información y el análisis contenidos en este informe es de exclusiva responsabilidad del inversionista. Ultrabursátiles no garantiza que este informe esté libre de errores ni garantiza los resultados que puedan ser obtenidos mediante el uso de la información o del análisis suministrados.

