

## *La creación de una agencia federal de refinanciación de hipotecas para evitar una recesión en Estados Unidos*

El problema original de los créditos de alto riesgo se ha convertido en un problema de insolvencia para millones de hogares en Estados Unidos. El reciente plan de «estímulos» fiscales no aborda directamente este problema de insolvencia. Bombeando más liquidez, la Reserva Federal no acabará con el problema de insolvencia en la vivienda, si no que, por el contrario, estimulará todavía más la burbuja inmobiliaria. En su lugar, nuestra propuesta es un extenso y sólido programa para crear un importante servicio federal de refinanciación de hipotecas con dos objetivos: refinanciar los antiguos bajos tipos de interés y vencimiento ampliado, y financiación de nuevas inversiones en la vivienda del sector privado. Los fines de este nuevo servicio de préstamos son acabar con el problema de insolvencia en la vivienda, evitar una grave recesión y futuras burbujas financieras similares debido a la titulización de activos vinculados a préstamos.

*Arrisku handiko maileguen hasierako arazoa kaudimen-gabeziaren arazo bihurtu da Estatu Batuetako milioika familiatan. Berriki onartutako «pizgarri» fiskalen planak ez dio zuzenean heltzen kaudimen-gabeziaren arazoari. Likidezia handiagoa izateko gaitasuna areagotuz, Erreserba Federalak ez du lortuko etxebizitzaren inguruko kaudimen-gabeziaren arazoa konpontzerik, kontrakoa baizik: are gehiago puztuko du higiezinaren burbuila. Hala egin ordez, gure proposamena programa zabal eta sendo bat da, hipotekak berriz finantzatzeko zerbitzu federal garrantzitsu bat sortzea alegia, bi helburu dituela: hipoteka zaharrak berriz finantzatzea interes-tipo apal eta itzultzeko epe luzeekin, eta etxebizitzan eta sektore pribatuan beste inbertsio batzuk egitea finantzatzea. Maileguak emateko zerbitzu berri horrek helburu hauek izango lituzke: 1) etxebizitzaren arloko kaudimen-gabezia amaitzea, 2) atzeraldi larri bat, eta 3) etorkizuneko antzeko burbuila finantzarioak izatea saihestea, maileguei lotutako aktibo finantzarioak titularizatzearatik.*

The original subprime mess has ultimately resulted in an insolvency problem for millions of U.S. households. The government's fiscal "stimulus" plan does not directly address this insolvency problem. The Federal Reserve pumping in more liquidity will not end the housing insolvency problem. Instead, I suggest a tried and true comprehensive program to create a major federal facility to refinance mortgages at low rates and extended maturities, and to finance new investment in private sector housing. The goal of this new lending facility will be to: 1) end the insolvency housing problem; 2) avoid a serious recession, and prevent similar financial bubbles due to securitization of loan-backed financial assets from developing in the future.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Crisis de solvencia bancaria
  3. Las hipotecas 'Adjustable Rate Mortgage' y el proceso de titulización de hipotecas: la creación de los 'Collateralized Debt Obligation'
  4. La Corporación de refinanciación de préstamos hipotecarios
  5. Respuesta a quienes alegan el 'riesgo moral'
  6. La falacia de la pregunta del 'coste del contribuyente'
  7. Los costes contables de instituciones como la HOLC y la RTC
- Referencias bibliográficas
- Anexo

Palabras clave: Hipotecas *subprime*, refinanciación, burbuja inmobiliaria en EE.UU.

KeyWords: Subprime mortgages, refinance, housing bubble in USA.

N.º de clasificación JEL: G14, G21, G33.

## 1. INTRODUCCIÓN

Durante los últimos quince años, la economía de Estados Unidos estuvo siendo sustentada por una burbuja inmobiliaria que había reemplazado a la burbuja del mercado bursátil (especialmente el «tecnológico») de los años 1990. Pero ninguna burbuja puede expandirse eternamente y la realidad termina por imponerse. La Reserva Federal (Fed) comenzó a subir sus tipos de interés desde el 1% en 2004 hasta el 5,25% en 2006.

La palabra «*subprime*» quizás se ha convertido en la más repetida en los medios de co-

municación desde mediados del pasado año 2007, y, al mismo tiempo, la denominada «crisis hipotecaria de préstamos *suprime* (de alto riesgo<sup>1</sup>)» ha ido evolucionando y ha pasado de ser un punto diminuto en el radar económico a una situación que amenaza a los mercados e instituciones financieros de todo el mundo.

Como es bien sabido, *subprime* se refiere más que a un tipo de crédito hipotecario es-

\* El autor agradece las valiosas aportaciones efectuadas por los evaluadores anónimos en el proceso de revisión del artículo. Una versión preliminar y reducida de este artículo se publicó como documento de trabajo en el Schwartz Center for Economic Policy Analysis en enero de 2008.

<sup>1</sup> En EE.UU. hay un sistema de calificación de créditos hipotecarios estandarizado. Para calificar los préstamos bien como *prime* o *subprime* se usa la puntuación crediticia. Los préstamos *prime* o de primer grado (A-grade) o «conformes» generalmente cuentan con puntuación inferior a 600 puntos (ratios de ingresos de entre 28 y 36%, y ratios de préstamo a valor del bien hipotecado inferiores al 95%) y los bancos comerciales se encargan de dar la mayor parte de estos préstamos. Cuando la puntuación supera 600 puntos, el riesgo de impago es elevado y los bancos tradicionales se niegan a conceder el préstamo.

pecífico a la extensión de facilidades de crédito a prestatarios que tienen historial de crédito pésimo o un nivel de solvencia insuficiente. El tipo de interés aplicable en el mercado *subprime* es mayor debido al alto riesgo implícito en los préstamos a aquellas personas que no demuestran suficiente solvencia. El mercado hipotecario *subprime* se ha expandido rápidamente en los últimos años: hace una década, solo el 5% del préstamo hipotecario era *subprime*; para el año 2007 la cifra había aumentado hasta aproximadamente el 20%. Actualmente, hay alrededor de 1,3 billones de dólares de deuda pendiente de los préstamos *subprime*; de los cuales más de 600.000 millones se originaron en 2006.

El motivo de esta vertiginosa ampliación del crédito *subprime* no es difícil de imaginar. Tras el estallido de la burbuja de las empresas.com y la aparición de claras tendencias recesivas en la economía norteamericana, la Fed redujo los tipos de interés hasta un 1,5 por ciento en junio de 2003, su nivel más bajo desde 1958. Con un crédito disponible tan barato y los mercados de activos financieros a la baja no es de extrañar que el despliegue de crédito se encauzara en el mercado de la vivienda cuyos precios habían comenzado a mostrar una tendencia alcista tras haber tocado fondo. El gran sueño americano de poseer una casa encontró un socio ideal en los bajos tipos de interés y el aumento de los precios de la vivienda. A principios de 2003, la tasa a 30 años del tipo fijo hipotecario estaba en los niveles más bajos observados en casi 40 años. Al principio los préstamos hipotecarios se concedían a un ritmo acelerado porque los prestatarios no querían perder la oportunidad de hacer una fortuna aprovechando el aumento continuo de los precios inmobiliarios. Con los precios de la vivienda en una fuerte tendencia alcista, al

cabo de pocos años, el valor de mercado de una casa hipotecada superaba con creces el principal y el pago de intereses de la deuda, por lo que la casa podría ser vendida y el exceso del valor de mercado de la vivienda hipotecada sobre la deuda hipotecaria pendiente sería la potencial ganancia de capital del prestatario.

La inestabilidad financiera desatada por la insolvencia masiva de las hipotecas *subprime* indujo a la Fed a anunciar una histórica bajada de 75 puntos básicos en el índice de fondos federales el 22 de enero de 2008. De repente, los expertos y economistas financieros comienzan a hablar de una recesión en Estados Unidos en 2008, y la pregunta que cabe hacerse es cuan profundos serán sus efectos. Existe incluso la posibilidad de que se desate una recesión global. Esta amenaza de recesión ha llevado a la Casa Blanca y al Congreso a anunciar un paquete de medidas fiscales que consisten básicamente en un único reembolso fiscal de entre 300 y 1.200 dólares para las familias que se encuentren dentro de unos límites de renta concretos, además de una reducción fiscal temporal para empresas que realicen inversiones a lo largo de 2008. Pero posiblemente este plan de estímulos resulte escaso y tardío.

Hace poco más de un mes, muchos de los «mejores y más brillantes» expertos económicos se oponían al paquete de estímulos fiscales. *The Wall Street Journal* declaró que el antiguo presidente de la Fed, Alan Greenspan, recomendó a los políticos no hacer nada por evitar una posible recesión como resultado del problema de las insolvencias de las hipotecas de créditos de alto riesgo. Greenspan prefería dejar al mercado que solventara el problema «dejando que los precios de las viviendas (y los valores referenciados a hipotecas) caigan

hasta que los inversores las vean como gangas y comiencen a comprar, estabilizando así la economía». Pero si el Congreso no hace nada, es seguro que dentro de un año podemos estar hundidos en el fango de lo que puede ser la Gran Recesión de 2009, ochenta años después de la Gran Depresión de 1929.

El paquete de incentivos fiscales propuesto generará indudablemente un gasto adicional por parte de las familias y las empresas. Sin embargo, hasta un 20% de cada dólar de dicho reembolso fiscal se destinará a la compra de productos extranjeros importados, no estimulando por tanto la demanda de productos fabricados en Estados Unidos. Las familias emplearán otro 20 ó 30% en reducir el saldo pendiente de las tarjetas de crédito u otras deudas, o directamente irán a parar a sus cuentas de ahorros. Por lo tanto, para estimular la economía, tan sólo quedarán, como mucho, 50 céntimos de dicho dólar. ¡Un estímulo no demasiado atractivo para el dólar y la economía!

Por otro lado, el recorte fiscal a las empresas puede tener un impacto nulo pues si la demanda del mercado interior se mantiene baja, no incentivará demasiado la inversión empresarial. Además, como dicha ayuda fiscal a las empresas es temporal, estimulará el movimiento de inversiones previstas para el próximo año al periodo actual para así disfrutar de las ventajas fiscales, y puede crear una disminución potencial de la demanda de inversión aún mayor una vez que la ayuda cese. Resumiendo, los efectos que traiga consigo cualquier paquete de estímulos fiscales muy probablemente resulten, en caso de producirse, temporales y demasiado leves como para compensar la recesión que se aproxima, que probablemente comience a finales de 2008.

Como se argumentará más adelante, el problema original de los créditos hipotecarios de alto riesgo se ha convertido en un problema de insolvencia para millones de hogares en los Estados Unidos. Y el plan de «estímulos» fiscales no aborda directamente este problema de insolvencia. Bombeando más liquidez, la Fed no acabará con el problema de insolvencia en el sector de la vivienda, sino que, por el contrario, estimulará todavía más la burbuja inmobiliaria. En su lugar, nuestra propuesta es un amplio y sólido programa basado en la creación de un servicio federal de refinanciación de hipotecas con dos objetivos: refinanciar las antiguas con tipos de interés rebajados y vencimientos prolongados, y financiación de nuevas inversiones en la vivienda del sector privado. Los fines de este nuevo servicio de refinanciación son los siguientes: 1) acabar con el problema de insolvencia en los créditos a la vivienda, 2) evitar una grave recesión y la creación de futuras burbujas financieras similares debido a la titulización de activos financieros vinculados a préstamos.

## **2. CRISIS DE SOLVENCIA BANCARIA**

Una vez dijo un sabio «los que no pueden recordar el pasado están condenados a repetir sus errores». Así que echemos un vistazo a lo que la historia puede enseñarnos sobre las «causas» de esta burbuja inmobiliaria y cómo podemos reducir sus consecuencias. Tras el crack de la Bolsa de Estados Unidos en octubre de 1929, uno de cada cinco bancos quebró. Unos años después del crack y a principios de la Gran Depresión de los años 30, una Comisión del Senado de EE.UU. convocó una serie de audiencias para aclarar las posibles causas del crack. Éstas indicaron que en la primera parte del siglo XX los inversores parti-

culares quedaron seriamente dañados por los bancos que se habrán volcado a satisfacer sus intereses particulares consistentes en promover las ventas de valores, éstas sólo beneficiaban a los bancos. Así pues, se concluyó que la causa principal del crack en la década de 1920 fueron los bancos, fundamentalmente al aumentar sus actividades de financiación de títulos. Consecuentemente, en 1933, el Congreso aprobó la Glass-Steagall Act<sup>2</sup>, que prohibió a los bancos financiar la compraventa de títulos. Las instituciones financieras tuvieron que elegir entre ser simplemente prestamistas bancarios o aseguradores (corredores de bolsa o bancos de inversión). Esta ley aportó además a la Fed un mayor control sobre las actividades bancarias.

Como consecuencia y, durante varias décadas, los préstamos hipotecarios concedidos en los bancos no podían ser revendidos. El prestamista bancario que concedía un préstamo sabía que tendría que cargar con el título del préstamo hipotecario durante su vida. Si el acreedor no pagaba, el prestamista correría con el riesgo de pérdida de valor en caso de ejecución hipotecaria y los gastos correspondientes. Así, el prestamista del banco investigaba concienzudamente al prestatario, lo que en inglés

se conoce como «las tres C de un acreedor», *collateral* (aval y garantías), *credit history* (informe de crédito) y *character* (referencias)<sup>3</sup>, antes de conceder el préstamo hipotecario (ver cuadro n.º 1).

En la década de los 70, la liberalización de las actividades bancarias en Estados Unidos comenzó cuando las empresas de correduría de bolsa comenzaron a actuar en el mercado monetario, ofertando altos intereses y cuentas de emisión de cheques que competían con el negocio tradicional de la banca. En la década siguiente (1980), la Fed «reinterpretó» la Glass-Steagall Act de tal forma que se permitió a los bancos embarcarse en actividades de financiación y aseguramiento (*underwriting*) de títulos valores a pequeña escala. En 1987, la Junta de la Fed permitió a los bancos adentrarse en importantes actividades de financiación en el mercado bursátil incluyendo las titulaciones hipotecarias o títulos referenciados a hipotecas, a pesar de las objeciones del Presidente de la Reserva Federal, Paul Volker. Cuando Alan Greenspan se convirtió en presidente de la Fed en 1987, favoreció una mayor liberalización bancaria para ayudar a los bancos estadounidenses a competir con los extranjeros allí donde éstos últimos actuaban como banca universal múltiple; pudiendo actuar como bancos de inversión, tomar fuertes participaciones de acciones, y demás actividades con títulos.

---

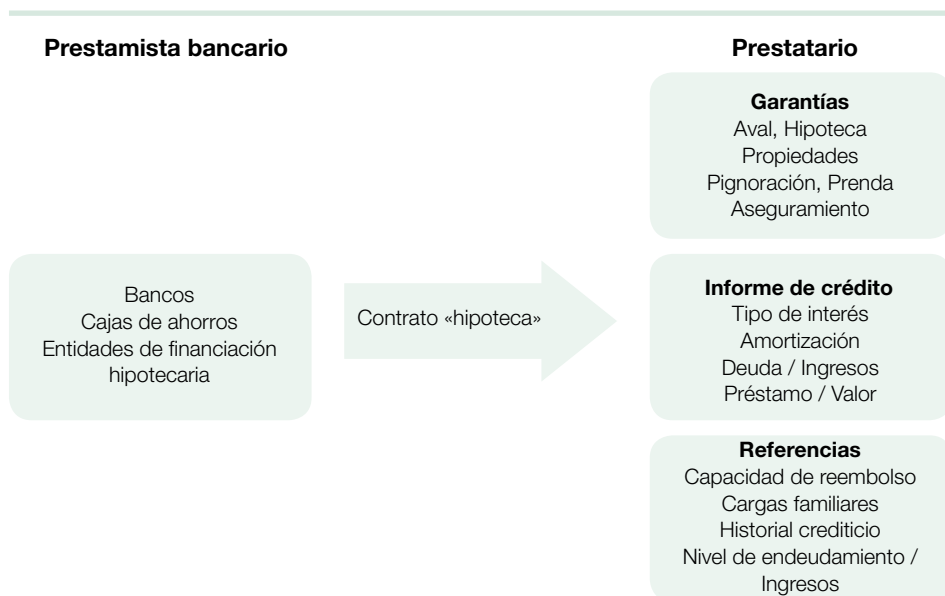
<sup>2</sup> La Glass Steagall Act de 1933 imponía la separación entre las actividades de banca comercial y las de banca de inversión. Además, la reglamentación y la supervisión del sector de los seguros en EE.UU. ha sido siempre competencia exclusiva de los estados. Como no existe ninguna agencia federal con la misión de regular y supervisar los seguros, los bancos se veían privados de ofrecer una amplia gama de productos. La Ley Gramm-Leach Bliley de Modernización de los servicios financieros de 1999 (Financial Modernization Act), establece la posibilidad de que las compañías tenedoras de acciones bancarias puedan dedicar si quieren convertirse en sociedades de *holding* financiero autorizadas a emprender cualquier tipo de actividad de naturaleza financiera y de ofrecer cualquier tipo de combinación de servicios financieros a sus clientes (N. del E.).

---

<sup>3</sup> *Character loan* o referencias. Frecuentemente los préstamos se conceden según factores distintos de la declaración de garantía. Un *character loan* se concede cuando el prestamista determina que el préstamo se devolverá en el momento oportuno sin necesidad de algún tipo de garantía o aval, bien porque el prestamista al estar familiarizado y conocer la reputación del prestatario, tiene plena confianza en la capacidad del solicitante de pagar el préstamo de acuerdo con los términos estipulados; o bien porque la historia crediticia personal del solicitante es impecable, aun a pesar de que el prestamista no haya tenido antes relaciones comerciales con el prestatario (N. del E.).

Cuadro n.º 1

### Las tres condiciones exigidas para conceder una hipoteca



Fuente: Elaboración propia.

En 1996, la Fed dio un paso más y permitió a los holding bancarios poseer filiales de banca de inversión que contribuyesen hasta el 25% del ingreso total del holding. En 1999, tras 12 intentos en 25 años, el Congreso (con el apoyo del presidente Clinton) revocó la Glass-Steagall Act y quedó eliminada la distinción y delimitación legal estricta del negocio de la banca comercial, la banca de inversión y los seguros, compartimentación heredada desde la Depresión de 1929. En un artículo de 1999, The Wall Street Journal (unos pocos días antes de que el Congreso revocara la Ley), reveló una conversación del senador republicano Phil Gramm con un grupo de lobby del Citigroup «que me pasen a Sandy Weill (copresidente del Citigroup) al teléfono ahora mis-

mo. Dígame que llame a la Casa Blanca y dígame que actúen». Poco después, tras el aviso de Gramm, el presidente Clinton apoyó la revocación del Glass-Steagall. Al poco tiempo de que el Congreso revocara la Ley, el Secretario de Hacienda, Robert Rubin, aceptó un alto cargo en el Citigroup. Una vez que la Glass-Steagall Act fue revocada, no quedaban restricciones legales entre la concesión del préstamo y las actividades en mercados financieros y el aseguramiento.

Una de las consecuencias no previstas de la Gramm-Leach-Bliley fue que emergió un área gris de regulación financiera dado que los bancos estaban regulados por la legislación federal mientras que las compañías aseguradoras, en su mayoría, se regu-

laba por las autoridades estatales. Y el problema fue que no solamente la zona de intersección entre las actividades de seguro y bancaria quedo efectivamente ajena a cualquier regulación, ni federal ni estatal, si no que las operaciones en esta zona gris se sustrajeron del campo de visión de la gestión del riesgo de los bancos. Como consecuencia se produjo un fuerte incentivo para la obtención de ganancias por parte de los originadores de hipotecas consistente en buscar potenciales compradores de viviendas (incluyendo los de alto riesgo) y venderles una hipoteca. El banco prestamista podía vender sus hipotecas con gran rentabilidad, normalmente en 30 días, a un banco de inversión o fondo de titulización; o actuar como un asegurador para vender al público títulos exóticos y atractivos referenciados a hipotecas. De este modo, siempre y cuando el acreedor pudiera hacer frente, al menos, a la primera mensualidad de su hipoteca, el originador no había de temer el riesgo de impago.

El banco de inversión u originador empaquetaba estas hipotecas *subprime* junto con otros títulos de mayor calidad para evitar los recelos de los inversores: se crearon así las «obligaciones de deudas garantizadas» (*Collateralized Debt Obligation* o CDO<sup>4</sup>). Al mismo tiempo, se crearon los *Structured Investment Vehicles* (SIV) o ve-

hículos financieros estructurados<sup>5</sup>, u otros vehículos financieros esotéricos (*Conduit*), que son sociedades con personalidad jurídica propia, domiciliadas, normalmente, en paraísos fiscales, que se financian mediante emisiones de pagarés a corto plazo (ABCP) y que invierten en los activos citados (bonos de titulización CDO, etc.) a largo plazo. Estas entidades instrumentales llevaban a cabo una actividad muy parecida a la bancaria (financiación a corto e inversión a largo) sin disponer ni de los recursos propios, ni del acceso a la liquidez de un banco central, ni de la supervisión adecuada. Y estaban especializadas en inversiones específicas. El encargado de titular los préstamos hipotecarios era un banco de inversión que supuestamente no asumía riesgo en la operación puesto que al vender los títulos empaquetados a un inversor final «sacaba» el activo crediticio titulado de su balance. Por tanto, en realidad los bancos de inversión originadores tampoco eran inversores finales puesto que «aparcaban» los títulos en los vehículos de inversión citados (SIV, *Conduit*, etc.), es decir, fuera de balance para eludir la regulación, especialmente, la de recursos propios en función de los activos de riesgo.

En el centro del «modelo de originar para distribuir» se encuentran los bancos de inversión. Estos se encargaban de estructu-

<sup>4</sup> Un CDO es un bono emitido por una entidad que tiene el respaldo de otros bonos; suele estar compuesto por una cesta de bonos de máxima calidad crediticia AAA; otra, denominada *mezzanine*, de bonos entre AA y BB; y otra denominada *equity*, con bonos sin calificación crediticia. Los CDO permitían adecuar el riesgo de la emisión al perfil de cada inversor, pero el problema es que la subida de morosidad de las hipotecas *subprime* afectó a buena parte de las emisiones que habían incluido titulaciones *subprime* o bien en el tramo *equity* o en el *mezzanine*, provocando un desplome del precio del bono y pérdidas no esperadas a los tenedores del mismo.

<sup>5</sup> Para asegurar una demanda suficiente para el creciente número de titulaciones garantizadas de alto riesgo y asegurar un mercado para los tramos superiores calificados como AAA, se creó otro conjunto de entidades especiales, conocidas como vehículos de inversión estructurados, para actuar como compradores de los títulos senior de las obligaciones hipotecarias garantizadas. Estas entidades financiaban la compra de activos estructurados (por ejemplo, cuentas pendientes de tarjetas de crédito titulizadas, préstamos de coche, pero sobre todo obligaciones de hipotecas garantizadas) mediante la emisión de papel comercial apoyado en activos a corto plazo y certificados de inversión a medio plazo y capital subordinado.



rar las titulizaciones y de distribuir las entre los inversores a cambio de las correspondientes comisiones. No solo titulizaban y colocaban los préstamos originales, sino que, en sucesivas etapas, creaban y distribuían productos cada vez más complejos a partir de los bonos de titulización originales. Era habitual construir nuevas titulizaciones agrupando diferentes bonos con distinto nivel de riesgo para colocarlos entre inversores con diferente apetito por el riesgo. De hecho, los tramos de mayor riesgo eran de más fácil colocación que los «súper-sénior» por la diferente relación rentabilidad-riesgo. Esta actividad producía un flujo enorme de ingresos a estas entidades.

Las titulizaciones sucesivas se han acabado transformando en unos productos muy complejos y de muy difícil o imposible valoración que, en las circunstancias actuales, han visto reducir su demanda drásticamente. Este es el segundo reto que afronta el modelo de originar para distribuir. Va a ser difícil que los inversores vuelvan a comprar rápidamente este tipo de productos tan complejos y cuya valoración objetiva es imposible.

El banco de inversión que titula su cartera crediticia vendía tramos de esta emisión de títulos a fondos de pensiones, fondos de renta local o estatal, inversores individuales u otros bancos nacionales o extranjeros (por ejemplo, el *Northern Rock* en el Reino Unido) quienes engañados por los altos índices de calificación de estos títulos financieros realizadas por las agencias de calificación crediticia, creían que realizaban inversiones seguras. Así, desde el comienzo del actual siglo, este proceso de empaquetar y vender títulos referenciados a hipotecas ha contribuido a alimentar la burbuja inmobiliaria que elevó los precios de la vivienda a unos tope máximos en 2005.

### 3. LAS HIPOTECAS 'ADJUSTABLE RATE MORTGAGE' Y EL PROCESO DE TITULIZACIÓN DE HIPOTECAS: LA CREACIÓN DE LOS 'COLLATERALIZED DEBT OBLIGATION'

El negocio bancario de la hipoteca proporcionó a las entidades de crédito nuevos instrumentos como las hipotecas de tipo (de interés) ajustable (*adjustable rate mortgage*, ARM) para atraer con señuelo a nuevos prestatarios. Los bancos ofrecían hipotecas *subprime* a gente que no reunía las condiciones básicas para conseguir hipotecas normales o *prime*, bien por no tener suficientes ingresos, carecer de aval y garantías o tener una mala reputación crediticia. Una hipoteca ARM es una hipoteca con un reclamo consistente en unos tipos de interés durante un período inicial de uno, dos o tres años muy bajos (a veces, 3 o 4%) para, posteriormente, cada 6 meses, incrementarse fuertemente, a veces añadiendo a la tasa inicial cinco puntos o más, dependiendo de las expectativas de evaluación de los tipos. Unos tipos iniciales de interés muy bajos, e incluso sin amortización de capital, producía también unos pagos mensuales reducidos; pero después de este período inicial, la carga de intereses subía significativamente. Después de los ajustes de los tipos al alza, los pagos mensuales de tales préstamos ARM podría subir entre el 30 - 60 por ciento, llegando incluso a duplicar la cuota mensual y poniendo al prestatario al borde de la insolvencia.

Como es sabido, la «titulización» puede definirse como el proceso mediante el cual derechos de crédito, actuales o futuros, de una entidad pueden ser, generalmente previa su agregación y la modificación de algunas de sus características, transformados



en todo o en parte en títulos o valores que se pueden adquirir o negociar en un mercado organizado. Se trata de transformar derechos de crédito que, por su propia naturaleza, no son negociables en títulos que sí lo son. El proceso de titulización de hipotecas dio desde el principio un fuerte incentivo a los bancos e intermediarios financieros especializados en la concesión de hipotecas para vender hipotecas, con independencia de la calidad y riesgo de impago original. Y, por su parte, los fondos y entidades especializadas en titulización hipotecaria tuvieron la oportunidad de realizar grandes emisiones de valores respaldados con dichos préstamos hipotecarios. Por ejemplo, digamos que un banco comercial ha concedido préstamos hipotecarios por valor de 10 millones de dólares. Esta cartera de préstamos podría titulizarse en 100.000 títulos de 100 dólares de valor nominal cada uno, de distinta clase o calidad crediticia en función del riesgo del activo subyacente (la hipoteca) y con una remuneración proporcional al riesgo. Posteriormente podría venderse a una entidad gestora de un fondo de titulización hipotecaria.

- Tramo A: tramo de 20.000 títulos (valor nominal 100 dólares), de bajo riesgo y con un tipo de interés del 10%.
- Tramo B: tramo de 30.000 títulos (valor nominal 100 dólares), de riesgo medio y con un tipo de interés del 15%.
- Tramo C: tramo de 50.000 títulos (valor nominal 100 dólares), de alto riesgo y con un tipo de interés del 20%.

Hay que subrayar que el riesgo de incumplimiento, si hubiese transferencia efectiva del riesgo, es soportado por los titulares o inversores de los bonos u obligaciones hipotecarias. Las obligaciones garantizadas con deuda (CDO) se consoli-

daron como un título valor hipotecario muy popular, y fueron el detonante en la fase previa a la crisis<sup>6</sup>.

Los CDO y otros títulos similares respaldados por hipotecas de calidad más que dudosa fueron calificados con una calificación buena o máxima por diversas agencias de calificación crediticia, lo que hizo posible que con los altos tipos de intereses incorporados a estos valores, existiese suficiente demanda en Wall Street. El modelo de negocio, como se ha explicado, consistía en conceder préstamos hipotecarios (no importa lo mal concebidos que estuvieran y el alto riesgo implícito) a tipos de interés *subprime* (tipo mayor que las *prime*) en forma de hipotecas atractivas y asequibles; «empaquetar dichas hipotecas» o titularizarlas mediante la emisión de títulos valores respaldados por tales hipotecas y otros activos crediticios de alto riesgo, y embolsarse el beneficio por la diferencia entre el tipo de interés del préstamo y el coste de la titulización, o lo que es lo mismo, los intereses del préstamo *subprime* (8%, por ejemplo) y los intereses de la correspondiente titulación hipotecario (10%, por ejemplo).

A mediados del año pasado, las agencias de calificación crediticia rebajaron la calificación de cientos de emisiones de CDO, colapsando el mercado de crédito. A continuación se contagiaron los mercados interbancarios, y posteriormente el contagio se extendió a los balances y a las cuentas de resultados de los bancos (provisiones y pérdidas).

---

<sup>6</sup> Se diseñó un complejo sistema de prioridades para atender el pago de las remuneraciones de los CDO y la prioridad en su amortización en caso de insolvencia e incumplimiento. Aquellos tramos de alto riesgo (y alta remuneración) serán los primeros en soportar la pérdida en caso de incumplimiento o insolvencia del prestatario hipotecario.

Cuadro n.º 2

### Títulos valores respaldados por hipotecas (*Mortgaged Backed Securities*)

- Péstamos hipotecarios
- Préstamos al consumo
- Tarjetas de crédito
- Valor de la cartera de Préstamos al hogar («Home loans»): 10.000.000 dólares

La cartera de préstamos puede «trocearse» o dividirse en 100.000 títulos (securities) de 100 dólares cada uno de los que 50.000 son de alto riesgo, 30.000 de riesgo medio y 20.000 de bajo riesgo.

Titulización

#### TRAMO C (Alto riesgo)

50.000 títulos  
Precio por título: 100 dólares  
Tipo de interés: 20%

#### TRAMO B (Riesgo medio)

30.000 títulos  
Precio por título: 100 dólares  
Tipo de interés: 15%

#### TRAMO A (Bajo riesgo)

20.000 títulos  
Precio por título: 100 dólares  
Tipo de interés: 10%

Fuente: Elaboración propia.

En un artículo de diciembre de 2007, Paul Krugman en su columna del *New York Times*, definió la burbuja inmobiliaria como el punto en el que el precio de la vivienda excede el «ratio normal», la relación entre el valor o precio del bien y las rentas o ingresos que genera, es decir, el PER (*price earnings ratio*). Al igual que Greenspan, Krugman no señaló qué podían hacer los políticos para solucionar esta situación provocada por el desinflat de la burbuja inmobiliaria. Krugman opinaba que el mercado solucionaría el problema desinflando los precios de la vivienda. Calculó que los precios tendrían que descender hasta un 30% para restaurar un «ratio normal». Esto implicaba que los valores de la vivienda en los Estados Unidos descenderían unos 6 billones de dólares.

El resultado sería que muchos acreedores «se encontrarían con unos valores negativos», ya que el saldo pendiente de sus hipotecas excedería el precio de mercado «normal» de su vivienda, es decir, un problema típico de insolvencia. Lo que sí señaló Krugman es que no se podía ofrecer una solución rápida al problema y que «costaría años» que el mercado se librase de este desajuste de insolvencia del sector de la vivienda. En muchos estados, las hipotecas son préstamos sin aval (es decir, tras el impago y la ejecución hipotecaria el prestatario o deudor no es responsable de la diferencia entre el saldo pendiente de su hipoteca y el precio de venta, más bajo, al ejecutar su hipoteca). Si la estimación del 30% que hace Krugman es exacta, 10 millones de familias terminarán con un saldo

negativo y se producirá una grave situación de insolvencia. Millones de propietarios perderán sus hogares en procesos de ejecución hipotecaria y los inversores de títulos referenciados a hipotecas acumularán grandes pérdidas.

#### **4. LA CORPORACIÓN DE REFINANCIACIÓN DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS**

En los viejos tiempos, cuando a los prestatarios les resultaba imposible satisfacer sus obligaciones, se «reestructuraban» las hipotecas; las ejecuciones eran malas tanto para el prestatario como para el prestamista. La titulización hizo que la reestructuración de la deuda resultara difícil, si no imposible.

Pero no son los prestamistas rapaces los que necesitan la ayuda del gobierno sino sus víctimas. Con hipotecas que representan el 95% o más del valor de la vivienda, la reestructuración de la deuda no será fácil. Lo que se necesita es dar a las familias altamente endeudadas una manera expeditiva de empezar de nuevo —por ejemplo, una cláusula de bancarrota especial que les permita recuperar, digamos, el 75% del capital que originalmente invirtieron en la vivienda, y que los prestamistas asuman el costo de la diferencia.

Un análisis de la historia reciente nos puede aportar pistas sobre cómo solucionar el problema. El manejo de la Administración Roosevelt de la crisis de insolvencia de la vivienda en 1930 nos servirá de precedente para abordar la presión de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos. En 1933 el Home Owners Refinancing Act creó la Home Owners' Loan Corporation (HOLC), o Corporación de Préstamos a Propietarios de Viviendas, con el objetivo de refinanciar

las viviendas y evitar las ejecuciones hipotecarias, salvando así los holding de bancos hipotecarios. La HOLC fue un gran éxito, creó millones de préstamos a un bajo interés y prolongó a menudo el periodo de amortización del préstamo originario, reduciendo de este modo significativamente las mensualidades a los que los propietarios podían hacer frente. Durante sus años de vida, la HOLC no solamente pagó sus cuentas, sino que incluso produjo un pequeño beneficio.

Otras medidas incluirían el establecimiento de una agencia gubernamental encargada de sacar de las cuentas de balance de entidades privadas los préstamos morosos o en peligro de insolvencia, eliminando así la amenaza de insolvencia de aquellos que tomaron posiciones en títulos hipotecarios tras ser engañados por las agencias de calificación. El resultado evitaría mayores liquidaciones que causen problemas financieros en los mercados. La Corporación Fiduciaria de Resolución, establecida por el gobierno, eliminó los préstamos en peligro de mora del balance de las entidades financieras de créditos hipotecarios tras la crisis de las entidades de crédito y cajas de ahorros de los años ochenta, evitando de este modo un mayor daño financiero a otros. Además, el Congreso podría considerar una versión adaptada al siglo XXI de la Corporación Fiduciaria de Reconstrucción patrocinada por el Gobierno para ayudar a financiar las inversiones y las operaciones en el sector privado de la vivienda e industrias similares durante esta crisis.

La solución adicional que habrá que poner sobre la mesa (y cuanto antes mejor) ya no es de política monetaria sino de política fiscal. En esa dirección apuntaba el presidente Bush hace unos días, al proponer la actualización de un organismo público

creado por Roosevelt durante la Gran Depresión, la Federal Housing Administration, que en este caso tendría que avalar a las familias endeudadas con hipotecas de baja calidad, origen del problema. El coste, hoy por hoy, se estima entre 100.000 y 200.000 millones de dólares. Fácil de solucionar: el rescate de la quiebra de las cajas de ahorro norteamericanas a finales de los ochenta costó bastante más. Una vez que esas hipotecas, con el aval público, tuvieran una calidad máxima, automáticamente se iniciaría el círculo virtuoso de restauración de la calidad de todos los instrumentos financieros que están amenazando con sus pérdidas la estabilidad del sistema. Al mismo tiempo, igual que ya hizo la Reserva Federal en 1998, las autoridades deberían «persuadir» a los bancos más activos en este tipo de productos para crear un consorcio que se comprometiera a dar liquidez (es decir, a comprar y vender) los instrumentos y vehículos financieros que ellos mismos crearon. Y así, con esta combinación esquemática de medidas, 2 millones de familias en EE. UU. conservarían sus viviendas y el cuento podría tener un final feliz, para ellas y para la economía mundial.

El Congreso debería actuar rápidamente para crear las agencias gubernamentales necesarias para ayudar a solventar este problema más que esperar a que pasen «los años» que Krugman señaló que hacían falta si dejásemos la solución en manos del mercado. Además, la alternativa «de mercado» de Greenspan-Krugman causaría un daño colateral a muchos perjudicados económicos inocentes (por ejemplo, los propietarios de viviendas en vecindarios donde las ejecuciones hipotecarias son frecuentes, y trabajadores y empresas relacionadas con la construcción). Mientras esperamos a que el Congreso actúe, sería deseable que el

Gobierno Federal crease un programa de reconstrucción de infraestructuras que ayudase a estimular la economía y la sacase de la potencial recesión que se aproxima, y de paso conseguir aumentar la productividad a largo plazo. De hecho, existen estudios rigurosos que indican que más del 50% de los puentes y otras infraestructuras públicas se encuentran en una situación defectuosa o debilitada. ¿Qué mejor manera de compensar una posible recesión en la industria de la construcción a la vez que se contribuye a la mejora de la productividad del transporte en nuestro país? Cada dólar empleado en la reconstrucción o mejora de las infraestructuras crearía puestos de trabajo para los trabajadores estadounidenses que por la vía del multiplicador del gasto terminará por producir un crecimiento del PIB superior al impulso inicial, con los consiguientes beneficios para las empresas y para la nación.

## 5. RESPUESTA A QUIENES ALEGAN EL 'RIESGO MORAL'

Habrán quienes aleguen que esta solución al problema de la burbuja inmobiliaria será demasiado costosa. Además, se preguntarán por qué los contribuyentes estadounidenses deberían acudir al rescate de bancos y otras instituciones financieras, inversores institucionales e individuales muy especulativos que toman decisiones imprudentes de alto riesgo. Para ayudar a dichas instituciones y particulares, discutiremos el problema del «riesgo moral» (*moral hazard*): proteger a particulares e instituciones de las pérdidas económicas que puedan sufrir por culpa de sus decisiones imprudentes y poco meditadas, no hace sino fomentar que continúen tomando decisiones más arriesgadas, si cabe, ya que si de sus actos resultan gran-

des pérdidas económicas, pensarán que el gobierno siempre estará allí para sacarles del apuro. Por tanto, ¿qué respuesta se puede dar a quienes utilicen este clásico argumento para manifestarse en contra?

Primeramente, el coste de una grave recesión iniciada en 2008 podría ser muy elevado, si nos limitamos a esperar a que la Reserva Federal continúe bajando los tipos de interés a los que presta a los bancos. La propuesta nuestra asegura una suave bajada de la economía que tendrá lugar en 2008 y 2009, y muy posiblemente experimentaría un sustancial crecimiento mientras reconstruye sus infraestructuras de producción. Evidentemente, estos beneficios sobrepasarían los costes ciertos de una recesión potencialmente grave y que podría durar varios años.

En segundo lugar, esta propuesta evitaría importantes daños económicos colaterales a muchos afectados inocentes que se producirán si confiamos en que el mercado reduzca los precios de la vivienda en un 30%. Podemos distinguir los siguientes grupos de afectados:

1. Los propietarios de viviendas, sobre todo en zonas donde se produce un gran número de ejecuciones hipotecarias;
2. Potenciales compradores de viviendas que hayan invertido su dinero en viviendas sin terminar debido a que los constructores han quebrado (The New York Times publicó recientemente un artículo en portada abordando esta cuestión relativa a Levitt Builders en las Carolinas);
3. Trabajadores desempleados y empresas de la industria de la construcción y mobiliario;

4. Municipios regionales o instituciones públicas que destinen sus ingresos a CDO, pensando que su dinero estará a salvo; y
5. Algunos jubilados que podrían ver cómo sus pensiones disminuyen, debido a que los fondos de pensiones sólo registrarán pérdidas de sus inversiones en activos hipotecarios.

En caso de adoptar esta propuesta, ¿qué bancos han de ser rescatados? Probablemente, muy pocos. Salvo los grandes grupos que combinan filiales de banca normal comercial con filiales de financiación especulativa o de banca de inversión, bajo el paraguas del holding bancario (por ejemplo, Citigroup). Existen estudios que indican que en ocasiones estas grandes instituciones aportaron «*liquidity puts*» (es decir, compromisos de recomprar algunos de sus tramos de paquetes de títulos respaldados por activos), lo que significa que si se produce una turbulencia financiera, estos pasivos que se encuentran fuera de los balances de los bancos o sus filiales de financiación, tendrían que ser incluidos en dichos balances y por tanto verse en la obligación de registrar pérdidas es decir, reducción del capital y de los recursos propios. Esto explica, en parte, las enormes pérdidas patrimoniales de Morgan Stanley, Merrill Lynch, etc. Pero estas grandes instituciones bancarias son «demasiado grandes para quebrar», así que debemos planificar cierta ayuda. Los pequeños bancos regionales no son lo suficientemente grandes para implicarse en actividades de financiación demasiado significativas. Sin embargo, si decidiesen crear activos hipotecarios para venderlos al público en general, entonces estarían traspasando su responsabilidad de impago sin ningún tipo de garantía de *liquidity put*.

El último refugio de aquellos que se posicionan en contra de este paquete de ayudas es el argumento del «riesgo moral». Pero si el Congreso aprueba una legislación actualizada al siglo XXI de la Glass-Steagall Act, prohibiendo la reventa de préstamos bancarios, entonces habremos evitado que las entidades salvadas concedan de nuevo préstamos de alto riesgo sacándolos al mes de sus balances. La Historia además nos enseña que el «sufrimiento» de los contribuyentes estadounidenses refinado por estos programas de ayuda no es del todo significativo. ¿Soportaron a caso la mayoría de los contribuyentes algún coste importante en la solución que se dio a la crisis de préstamos y ahorros, a pesar de todo lo que los medios de comunicación publicaron que iban a sufrir? ¿Aumentaron los índices de presión impositiva sobre la renta de particulares y empresas como resultado directo del problema financiero?

## 6. LA FALACIA DE LA PREGUNTA DEL 'COSTE PARA EL CONTRIBUYENTE'

La pregunta sobre el coste para los contribuyentes de salvar a las instituciones financieras forma parte de los debates de los medios de comunicación. La pregunta «¿cuánto va a costar al contribuyente estadounidense?» refleja el prejuicio inconsciente contra las políticas activas del gobierno para evitar una recesión y una depresión. Preguntarse cuánto va a costar al contribuyente una política económica para evitar un desastre en el mercado financiero sólo puede sustentarse sobre una teoría económica que asuma que la actividad macroeconómica permanecerá invariable tanto si el gobierno toma acciones positivas para acabar con el problema de los mercados financieros, como si no. En otras palabras, bajo esta

pregunta se esconde el supuesto tradicional de la teoría microeconómica *ceteris paribus* —donde *ceteris paribus* significa aquí que el PIB seguirá una línea de tendencia de pleno empleo invariable y permanente a largo plazo, haga lo que haga el Gobierno.

Según esta hipótesis, si ocurriese una recesión debido a problemas financieros o de otra índole, ésta será concebida como una caída de un X % en la línea de tendencia durante un periodo de tiempo hasta que algunos mecanismos automáticos del mercado restauren la actividad económica a la línea de tendencia de pleno empleo anterior al estallido de la recesión. Si, por otro lado, el gobierno toma alguna medida política interventora para solucionar el problema financiero de la insolvencia inmobiliaria, entonces, se presupone que existe una deducción del «coste para el contribuyente» de un Y % respecto de la línea de tendencia. Cuando el problema se enmarca en esta retórica, entonces parece obvio que uno debería comparar las magnitudes del porcentaje X frente a frente con la reducción del porcentaje Y de la línea de tendencia. Si el porcentaje Y es mayor que el X, entonces no se debería tomar ninguna acción gubernamental. Ya que no se puede predecir de forma exacta el coste de una futura recesión antes de que se produzca, lo que sí se puede es hacer una estimación aproximada del coste de llevar a cabo un programa gubernamental. Obviamente el tamaño del plan del gobierno deberá ser al menos tan grande como el coste de una recesión leve. Consecuentemente, la retórica de la pregunta del «coste para el contribuyente» se alinearán casi siempre a favor del argumento de «no hacer nada», porque se supone que la economía cuenta con algún mecanismo automático de mercado que asegura que el PIB siempre volverá rápidamente a un nivel de pleno empleo del PIB.



El problema es que en el mundo real, sin embargo, no existe una línea de tendencia predeterminada de pleno empleo del PIB potencial a largo plazo. La actuación macroeconómica de la economía estadounidense mejorará sustancialmente tanto a largo como a corto plazo si el gobierno actúa directamente. Pero si el gobierno lo deja en manos del mercado, el resultado traerá consigo una recesión económica que podrá desembocar en una depresión. Consecuentemente, la renta de los contribuyentes estadounidenses mejorará significativamente, en general, si el gobierno toma una acción directa más que si confiamos en que el mercado lo haga. Si el gobierno no hace nada, los estadounidenses pueden prepararse para sufrir una reducción seria de sus niveles de renta. Por consiguiente, una política bien diseñada para evitar una depresión económica y financiera sólo aportará beneficios, y sin coste alguno, a la economía nacional.

Echemos un vistazo a un ejemplo histórico donde si nos hubiéramos planteado esta pregunta (¿cuánto costará al contribuyente o a la economía?), no se habría tomado la que fue una de las políticas gubernamentales más exitosas. En los Acuerdos de Bretton Woods se reconoció que las naciones europeas necesitarían de una gran ayuda para la reconstrucción de sus economías tras la guerra. Keynes calculó que la ayuda oscilaría entre los 12.000 y los 15.000 millones de dólares. El representante estadounidense Harry Dexter White advirtió de que el Congreso no podría pedir a los contribuyentes que aportaran más de 3.000 millones de dólares. Por consiguiente, en los Acuerdos de Bretton Woods se rechazó el Plan Keynes y se adoptaron las propuestas de Dexter White.

En 1946 se recomendó a los Estados Unidos dar una donación de 13.000 millo-

nes de dólares durante cuatro años a varios países europeos para ayudarles a reconstruir sus economías dañadas por la guerra (en dólares de la década de 1940, esta cantidad sobrepasaría los 150.000 millones de dólares en 2007). Si Dexter White hubiera estado en lo cierto, el Congreso nunca habría aprobado el Plan Marshall. Pero como dicho plan no reveló de antemano que aportaría 13.000 millones de dólares a gobiernos extranjeros durante un periodo de 4 años, el Congreso lo aprobó. El Plan Marshall concedió a países extranjeros aproximadamente un 2% del PIB de Estados Unidos en cada uno de esos cuatro años. ¿Resultó el Plan Marshall «costoso» a los contribuyentes y a la economía estadounidense? Las estadísticas indican que, durante los años del Plan Marshall, por primera vez en la historia de los Estados Unidos, su economía no experimentó una disminución grave tras el final de una guerra. Y esto ocurrió a pesar de que el gasto del gobierno federal en bienes y servicios disminuyó en un 57% aproximadamente entre 1945 y 1946. Además, cuatro años después del fin de la Segunda Guerra Mundial, el gasto del gobierno federal todavía era la mitad de lo que fue en 1945.

Cuando Estados Unidos emergió de la Segunda Guerra Mundial, la deuda federal ascendía a más del 100% de su PIB. Por consiguiente, existía una importante presión política a la hora de manejar el gasto del gobierno federal para asegurarse de que dicha deuda no aumentase todavía más. Evidentemente, fue el gasto deficitario keynesiano lo que impidió que Estados Unidos cayera en una recesión en el periodo inmediato al final de la guerra. ¿Cuál fue el coste del Plan Marshall para la economía estadounidense y a sus contribuyentes? En 1946, el PIB per cápita fue un 25% mayor de lo que había



sido en los pacíficos años anteriores a la Segunda Guerra Mundial. Más aún, el PIB per cápita continuó aumentando durante los años del Plan Marshall. A pesar de desprenderse del 2% de su PIB, los estadounidenses experimentaron un nivel de vida mayor año tras año. Se puede decir, por tanto, que el Plan Marshall no hizo a los contribuyentes estadounidenses sentir que estaban cargando con un elevado coste, en términos de ingreso real, sino todo lo contrario.

El Plan Marshall fue bueno para los países europeos, ya que los europeos utilizaron los fondos recibidos para comprar exportaciones estadounidenses que hacían falta para alimentar a su población y reconstruir el capital social dañado por la guerra. En Estados Unidos, el desempleo no fue un problema salvo los 9 millones de hombres y mujeres que quedaron liberados del ejército y se incorporaron a la población civil y a la mano de obra. El Plan Marshall financió un crecimiento significativo de las exportaciones estadounidenses que ayudaron a contrarrestar, en parte, la caída de la demanda agregada debido a una reducción en el gasto del gobierno. El crecimiento de las exportaciones estadounidense no fue el único contrapeso ya que la demanda insatisfecha acumulada de los consumidores también se expandió en la postguerra. Sin el Plan Marshall, en cambio, las industrias exportadoras estadounidenses no se habrían expandido, y, peor aún, probablemente se habrían contraído, ya que los países europeos agotaron rápidamente las escasas reservas de divisas extranjeras que poseían. En resumen, ¿hubo algún coste real del Plan Marshall si lo comparamos con la opción de no haber hecho nada? El argumento de que los estadounidenses estaban condenados a reducir sus niveles de vida en un 2% aproximadamente sería co-

rrecto solamente si suponemos que el PIB habría sido el mismo en los primeros años de la post guerra sin el Plan Marshall. ¿Puede alguien de veras creer esto?

## 7. LOS COSTES CONTABLES DE INSTITUCIONES COMO HOLC Y RTC

Ya se ha indicado que la HOLC en realidad obtuvo un pequeño beneficio durante su vigencia. De 1933 a 1935, la HOLC aportó casi 3.000 millones de dólares a bancos a cambio de hipotecas, reduciendo de este modo la potencial quiebra económica de muchos bancos. Además, si no hubiera sido por la HOLC, un mayor número de viviendas habrían sido ejecutadas y el sufrimiento económico producido por la depresión habría sido peor. Más estadounidenses habrían tenido que vivir en las calles o en las *Hoovervilles* (suburbios infrahumanos creados en la Gran Depresión) mientras los valores inmobiliarios estadounidenses se habrían depreciado mucho más rápidamente debido al abandono de las viviendas ejecutadas que se han quedado vacías.

La HOLC financió todas sus operaciones mediante recursos propios, emisión de bonos y préstamos de Tesoro. El Congreso nunca destinó ningún fondo a la HOLC. (Obsérvese que esto hizo que las actuaciones de HOLC quedasen fuera del presupuesto federal). Inicialmente se exigió a la HOLC emitir sus propios bonos con un interés garantizado por el Tesoro y con un vencimiento que no excediese los 18 años. Un año después, la garantía del Tesoro se extendió también al capital. Aunque la HOLC inicialmente emitía sus bonos al público, de forma ocasional recibió fondos prestados directamente por el Tesoro en lugar de acudir a los mercados de valores.

De 1936 a 1940, la HOLC tomó prestados 875 millones de dólares directamente del Tesoro.

La RTC fue una corporación creada por el Congreso en 1989 para sustituir a la Corporación Federal de Seguro y Garantía de las Cajas de Ahorros (Federal Savings and Loan Insurance Corporation), y para dar respuesta a la insolvencia de alrededor de 750 cajas de ahorro y otras entidades de préstamos y ahorros. Se encargó de vender activos de las cajas de ahorros que habían quebrado y pagar a los depositantes sus depósitos asegurados. En 1995 sus obligaciones, incluyendo seguros de depósito en entidades de ahorro, fueron transferidas al Fondo de Seguros de la Asociación de Ahorros. La crisis financiera de 1989 tuvo lugar bajo una Administración republicana que se había comprometido a no aprobar nuevos impuestos. Sin embargo, la Administración reconoció la gravedad del problema, la profunda insolvencia de las cajas de ahorros norteamericanas, y apoyó la formación de la RTC. La primera Administración Bush anunció que la RTC no gravaría con nuevos impuestos a los contribu-

yentes estadounidenses para costear el programa de saneamiento. Tras mucha discusión por parte del Congreso, la financiación inicial de la RTC incluyó 18.800 millones de dólares de la Hacienda Pública y 31.200 millones de bonos emitidos por RTC (y por lo tanto responsabilidad extrapresupuestaria). En 1995, la RTC fue absorbida por otra gran agencia del gobierno, y no se han mostrado los registros de contabilidad pública para comprobar si sus operaciones obtuvieron finalmente algún beneficio o no.

En resumen, aunque existen costes reales (presupuestarios o extrapresupuestarios) a la hora de establecer cualquier institución similar a la HOLC y a la RTC, los resultados y beneficios de estas instituciones parecen no dañar a los contribuyentes estadounidenses. Los beneficios económicos globales proporcionados por estas instituciones aliviando los problemas económicos de millones de familias superan con creces los posibles costes que se ocasionarían de permitir a las fuerzas deflacionistas del mercado solucionar el problema de la burbuja financiera e inmobiliaria que está a punto de reventar.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

KRUGMAN, P. (2007): «After The Money's Gone.» *The New York Times*, December 14.

SCHROEDER, M. (1999): «Glass-Steagall Accord Reached After Last Minute Deal Making.» *The Wall Street Journal*, October 25.

STREITFELD, D. (2008): «With Builder in Bankruptcy, Buyers Are Left Out.» *The New York Times*, January 3.

WESSEL, D. (2007): «Don't Count On A Stimulus Plan.» *The Wall Street Journal*, December 20.

## ANEXO (del editor)

### La titulización

El proceso de titulización de activos permite transformar créditos o derechos de crédito en valores negociables en mercados organizados. Los bonos hipotecarios y las cédulas hipotecarias solventan el problema de la inmovilización de fondos a largo plazo ligados a financiación inmobiliaria, permitiendo una dinamización de la cartera de créditos.

Los principales generadores de derechos susceptibles de ser titulizados son las entidades de crédito, por la elevada cuantía de los préstamos de distinta clase que conceden. No obstante, la normativa española sobre este ámbito prevé la titulización de otros derechos de crédito, de forma expresa el derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas, así como los vinculados a la explotación de una concesión de obra pública. La titulización está económicamente justificada si es capaz de generar valor. Una de las fuentes de este valor es la refinanciación de nuevos derechos de crédito. Pensemos en los préstamos, y concretamente en los de garantía hipotecaria, cuya formalización se hace normalmente a medio o largo plazo, pero que, en una entidad bancaria tradicional, se financian con depósitos que tienen un vencimiento generalmente a corto plazo. La entidad bancaria asume un riesgo de liquidez que por sí mismo dificulta la concesión de dichos préstamos en las mejores condiciones para quienes los necesitan. Si dichos préstamos tienen como destino la adquisición de viviendas, se encarece el acceso a las mismas. La titulización se inició en el ámbito de los préstamos hipotecarios residenciales en EE UU en 1970. Dichos préstamos eran, en principio, los más seguros y, por tanto, los que mejor deberían ser aceptados por los mercados de valores para ser titulizados. Al facilitar su refinanciación, se está ofreciendo, a través del mercado, un apoyo a la adquisición de viviendas, un objetivo presente desde el inicio de un proceso protagonizado por varias agencias federales estadounidenses establecidas con esa finalidad. Conceptualmente, la titulización no exige por sí misma que los préstamos abandonen el balance de la entidad que los ha concedido, pero, suele reservarse dicho término a aquellos supuestos en que dichos activos y los correspondientes riesgos salen del balance. Por ejemplo los riesgos de impago, si salen del balance son transferidos a los inversores últimos. En efecto, las entidades bancarias recurren a dos grandes modalidades de titulización, según mantengan o no los activos y pasivos implicados en su balance. En sentido estricto, la palabra titulización se reserva para el segundo caso mientras que para el primero se emplea la denominación de «emisión de bonos cubiertos»

Los principales participantes de un proceso de titulización son el prestamista / banco originador de los derechos de crédito, el vehículo a través del que se realiza el proceso, o fondo de titulización, gestionado por una sociedad gestora, y los inversores que adquieren los títulos resultantes. Generalmente, la transformación exige la intervención de otras entidades especializadas para hacer el resultado más aceptable por los mercados de valores, por ejemplo mejorando la calidad crediticia de la cartera que ha sido incorporada al fondo. Una forma simple de conseguirlo es la sobrecolateralización, que consiste en poner a disposición del fondo más préstamos de los realmente necesarios, para ir sustituyendo a los impagados o amortizados por anticipado.

Las hipotecas titulizadas o fondos de titulización hipotecaria constituyen en EE.UU. el segundo tipo de valor más negociado del mercado, tras la Deuda Pública. Son los llamados genéricamente *Mortgage Backed Secutities* y están respaldados (*backded*) por una cartera de préstamos hipotecarios. Los flujos periódicos, que incluyen los pagos por intereses y amortización gradual del principal de tales hipotecas, se perciben hasta la amortización completa de la cartera. La casuística de estos valores es bastante diferente de la de los bonos, ya que los préstamos hipotecarios que constituyen la cartera o fondo de titulización pueden resultar amortizados anticipadamente, por lo que los flujos se ven alterados al recibir los partícipes las amortizaciones anticipadas, las cuales evidentemente, dejan de generar intereses.

La emisión de títulos hipotecarios por las entidades de crédito se enmarca dentro de una figura financiera de mayor amplitud, que ha sido objeto de reglamentación específica: el mercado hipotecario. Supone una forma de captación de pasivo, pero a través de una segunda fase de financiación que se asemeja mucho a una «refinanciación». La refinanciación es jurídicamente la venta de activos financieros crediticios. Existe, pues, una movilización de activos que no se da en la emisión de títulos hipotecarios, ya que, en este caso, los activos (los créditos hipotecarios) quedan en poder de la entidad financiera, aunque garantizando específicamente los nuevos títulos emitidos. La refinanciación consiste en que después de un primer proceso de «financiación-inversión» (captación de ahorro e inversión en créditos hipotecarios), entra la segunda fase, en la que el banco realiza una emisión de títulos hipotecarios (que figurará en su pasivo y es una nueva forma de captación de ahorro) que está garantizada con los créditos hipotecarios de la primera fase y a continuación procede a una nueva inversión general de los recursos captados mediante nuevos créditos.

La banca española ha financiado una parte del crecimiento de su actividad apelando a los mercados mayoristas, lo que pone de manifiesto una política activa de diversificación de sus fuentes de titulización. Un recurso ampliamente utilizado

ha sido la titulización de activos, que, en el caso español, presente particularidades importantes. Así, las entidades de crédito no han empleado la titulización como un mecanismo de transferencia de riesgo, como tampoco han desarrollado el tipo de estructuras y productos complejos que están presentes en otros sistemas bancarios. Lo anterior queda reforzado por la elevada calidad de las carteras que han sido titulizados en forma de cédulas hipotecarias.

**Bonos hipotecarios:** El capital y los intereses están garantizados por créditos hipotecarios específicos y afectos que deben figurar en la escritura de emisión, es decir, están garantizados con bienes concretos y determinados debidamente registrados en el Registro de la Propiedad. Tienen un vencimiento referenciado a sus créditos vinculados (plazo medio superior a cinco años), siendo sus principales emisores la banca privada, las entidades de crédito hipotecario, y las cajas de ahorro.

**Cédulas hipotecarias:** Se emiten con garantía hipotecaria total, es decir, están garantizadas por todas las hipotecas de la entidad emisora, con lo cual tienen un mayor respaldo que los bonos. No necesitan de inscripción en el Registro de la Propiedad. El activo más emitido en el mercado hipotecario español son las cédulas.

**Participaciones hipotecarias:** Se trata de títulos nominativos mediante los cuales la entidad emisora puede hacer partícipe a terceros, en todo o en parte, de uno o varios créditos hipotecarios, compartiendo beneficios y riesgos. De tal forma que la parte cedida no se computa como riesgo, aunque la entidad que realiza la cesión es la única que puede ejecutar la hipoteca. Son auténticas cesiones de parte del crédito hipotecario y, por tanto, de transferencia del riesgo. Al ser nominativas carecen de mercado secundario.