Economic Research Department

BBVA

Economic Observatory

3 de agosto de 2009

Serio debate sobre la reforma de la financiación hipotecaria en EE.UU.

- El principal regulador de la financiación inmobiliaria sugiere que Fannie Mae y Freddie Mac necesitan ajustarse a requisitos de capital anticíclicos
- Las opciones en estudio incluyen la privatización, un modelo de servicio público, régimen de propiedad cooperativo o reducción de las carteras retenidas
- Aunque en este momento se hace hincapié en la estructura organizativa, las reformas deberían centrarse en la estructura de productos y en la diversidad de instrumentos

Jeffrey Owen Herzog
Jeff.herzog@BBVAcompass.com
Ignacio San Martín
Ignacio.sanmartin@BBVAcompass.com

Financiación de hipotecas, entidades oficiales y reformas

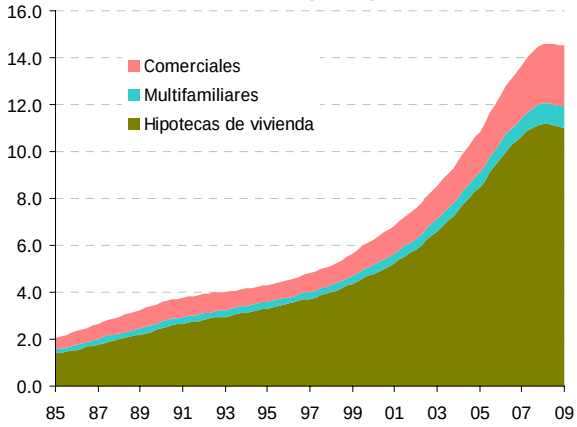
En un discurso pronunciado el 30 de julio de 2009 ante el National Press Club, el Director de la Federal Housing Finance Agency, James Lockhart, expuso posibles futuras reformas de Fannie Mae, Freddie Mac y otras entidades patrocinadas por el gobierno (EPG) que conforman la infraestructura de financiación inmobiliaria de EE.UU. Estas organizaciones representan una importante influencia en el mercado hipotecario, ya que las obligaciones de todas las EPG (Fannie Mae, Freddie Mac y los 12 bancos federales de préstamos hipotecarios) ascienden a 6.600 millones de dólares, y son propietarias de, o avalan al, 56% de las hipotecas familiares del país. Las rebajas de las calificaciones crediticias, los problemas de los títulos privados y la iliquidez del mercado secundario continúan afectando a las EPG. Lockhart mencionó que era poco probable que el gobierno estadounidense pudiese alguna vez recuperar los 85.000 millones de dólares invertidos para rescatar las EPG.

Tendencia del mercado secundario estadounidense en cuanto a financiación hipotecaria

Lockhart expresó que, en última instancia, las reformas de Fannie Mae y Freddie Mac se reducen a la manera en que el gobierno desea que funcione el mercado hipotecario secundario. Una parte importante de estas reformas será cambiar la exposición y el grado de asunción de riesgos de las EPG.

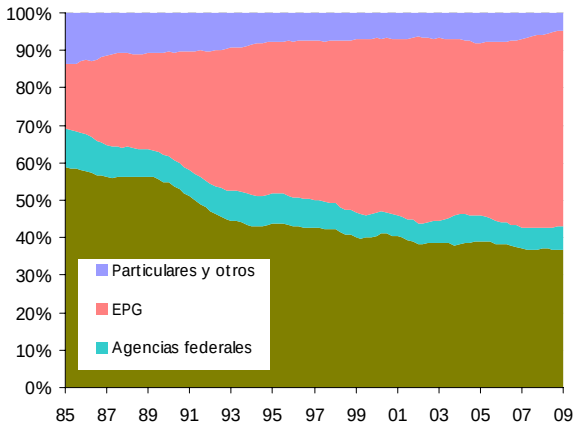
"Toda asunción de riesgos federal deberá especificarse explícitamente y a valor actuarial. El antiguo modelo híbrido de propiedad privada con ánimo de lucro avalada por una garantía gubernamental implícita

Hipotecas pendientes
Billones de dólares por segmento



Fuente: Flujo de fondos. Reserva Federal

Fuentes de financiación de hipotecas
Como % del total de hipotecas pendientes

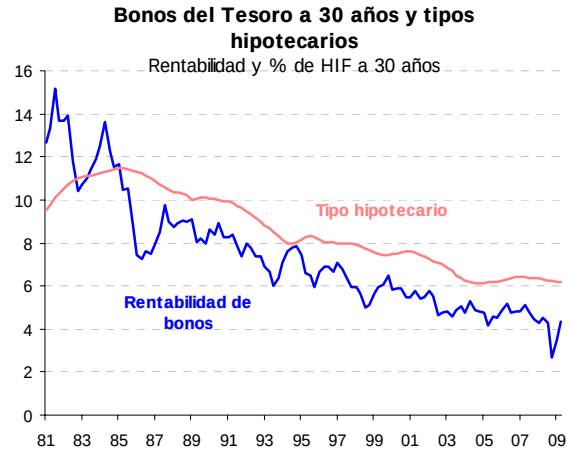


Fuente: Flujo de fondos. Reserva Federal

permitió que las EPG quedasen tan apalancadas hasta tal punto de comportar un importante riesgo sistémico para la economía estadounidense", señaló Lockhart.

Un segundo elemento importante de las reformas debería incluir políticas anticíclicas, según Lockhart. Los esfuerzos en este sentido deberían orientarse a frenar las burbujas de precios de los activos, a amortiguar los ciclos de crédito, a mejorar las posibilidades de supervivencia de las instituciones financieras en una crisis y a reducir las ventas con pérdidas y las contracciones del crédito. Según Lockhart, un posible método para implementar este principio consiste en reducir los requisitos de capital en los momentos en que los precios reales de la vivienda caen por debajo de la tendencia, e incrementarlos cuando se sitúan por encima de la misma. No obstante, en la práctica las tendencias son subjetivas.

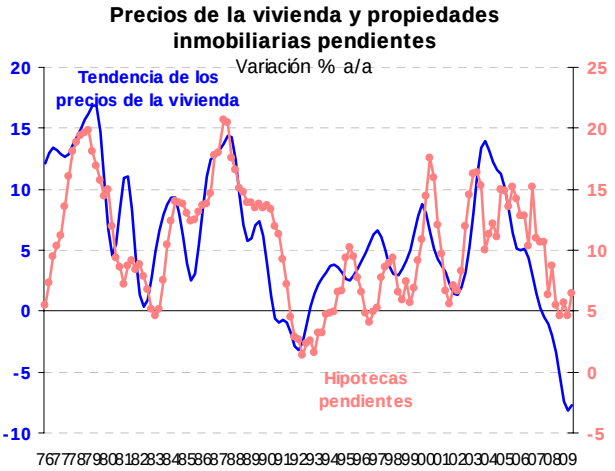
Lockhart también mencionó posibles cambios en la estructura organizativa de las EPG estadounidenses, sugiriendo tres posibles opciones: (1) nacionalización, (2) continuidad de las reformas del modelo actual, o (3) privatización. Lockhart se opone a la nacionalización, pero mencionó que el gobierno podría haber tenido un papel positivo aportando un reaseguro al mercado hipotecario secundario. La segunda opción está siendo actualmente analizada, pero podría o no resolver la "tensión entre el beneficio privado y el servicio público", tal y como lo expresó Lockhart. Las reformas podrían considerar las EPG como servicio público y suponer una reducción de las carteras retenidas o un régimen de propiedad cooperativo (similar al de los bancos federales de préstamos hipotecarios). La última opción comporta la creación de bolsas hipotecarias privadas y una mayor competencia en el mercado hipotecario como consecuencia de la privatización.



Fuente: Departamento del Tesoro y Reserva Federal

Estructura de productos, no estructura organizativa

Durante el año entrante, los organismos reguladores y las instituciones financieras profundizarán el debate sobre las reformas de las EPG estadounidenses. No obstante, en este momento el diálogo sobre el tema sigue centrándose más en la estructura organizativa que en la estructura de productos. Mientras que en EE.UU. predomina el modelo de titulización, en Europa una mayor variedad de productos ofrece a los consumidores diferentes opciones, y a las instituciones financieras una mayor diversidad en inversiones en financiación hipotecaria. Por ejemplo, muchos países europeos vienen utilizando desde hace décadas las cédulas hipotecarias para financiar las hipotecas. Por lo general, estos instrumentos financieros están asegurados más de una vez, con lo que las probabilidades de morosidad están sujetas a una distribución muy diferente que la de los productos titulizados. Las cédulas hipotecarias se mantienen en los balances de sus emisores, lo cual les incentiva a diseñar un producto financiero de calidad. Además, en Europa la estructura de los productos titulizados se apoya más en el riesgo crediticio retenido por el emisor, vinculando el riesgo más estrechamente a la creación del producto financiero final del emisor.



Fuente: Oficina del Censo y Reserva Federal

El debate sobre la estructura de las organizaciones solamente se deriva de la singularidad de la estructura público-privada estadounidense para concentrar y titulizar hipotecas. Las EPG

mantienen una gigantesca economía de escala en la producción. Sería poco probable conseguir que los productos titulizados tuviesen la misma ventaja en cuanto a costes si las EPG no existiesen. Todo cambio en el nivel de participación de las EPG conllevaría una significativa reorganización en el sector privado de financiación hipotecaria. Como resultado de estas dificultades y de una gran variedad de influencias, posiblemente resultaría mucho más eficaz considerar qué productos hipotecarios son adecuados. Una vez que los productos alcancen el nivel de calidad y funcionalidad deseados, la estructura de las firmas y organizaciones se derivará orgánicamente a partir de las características de los propios productos.

Resumen viviendas accesibles con el método tradicional

Las iniciativas de reforma de la financiación hipotecaria en EE.UU. tenderán a centrarse en la reducción del riesgo que comporta el apalancamiento y la actividad de las EPG. Para conseguir estos resultados, las autoridades reguladoras están debatiendo cambios organizativos en estas entidades, aunque en realidad lo que se necesitan son reformas de la estructura y diversidad de los instrumentos financieros hipotecarios estadounidenses.