

Observatorio Económico

Estados Unidos

Houston, 24 de mayo de 2014
Análisis Económico

Jason Frederick
jason.frederick@bbvacompass.com

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

El futuro de la financiación de la vivienda en Estados Unidos

Un papel más amplio del sector privado puede reducir el riesgo sistémico

- **En la actualidad, el núcleo del sistema de financiación de la vivienda en EE. UU. es de propiedad y gestión pública, pero el control del gobierno no ha hecho que el sistema sea más seguro ni ha reducido la exposición de los contribuyentes a las pérdidas**
- **La influencia excesiva del gobierno para promover la vivienda en propiedad puede elevar el riesgo sistémico**
- **En el Congreso han surgido propuestas de reforma, pero añaden capas adicionales de complejidad y crean un apoyo gubernamental permanente para el conjunto del mercado de financiación de la vivienda**
- **No hay un solo sistema financiero hipotecario que sea óptimo; un nuevo sistema en EE. UU. debería incorporar los mejores aspectos de los sistemas internacionales**
- **Un sistema totalmente privado puede valorar el riesgo de forma apropiada y dar como resultado una asignación de recursos más eficaz para el sector de la vivienda**

A lo largo del último siglo, tener una vivienda en propiedad ha sido uno de los principios fundamentales del sueño americano, y el gobierno federal ha incrementado constantemente su papel en el mercado de financiación de la vivienda para promover la universalidad de la vivienda en propiedad. Los responsables políticos siguen justificando las subvenciones a la vivienda basándose en la creencia fundamental de que la ampliación de la vivienda en propiedad tiene efectos externos positivos. Por ejemplo, es más probable que los propietarios hagan reparaciones y mejoras en sus hogares, lo que no solo aumenta el valor de sus propiedades sino también el de las propiedades de los vecinos. Además, los propietarios de vivienda están más involucrados en sus comunidades, pues es menos probable que se muden con frecuencia. Una base de residentes estable contribuye a mayores tasas de graduación en la escuela secundaria y a mejores resultados educativos según las puntuaciones de los test.

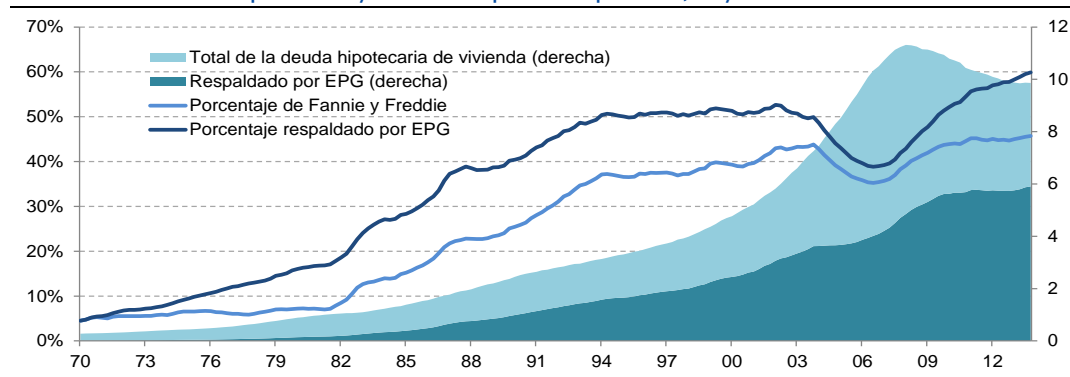
Para cumplir con el objetivo de apoyar la vivienda en propiedad para todos los compradores que reúnen los requisitos, la participación del gobierno hace posible la existencia de productos hipotecarios de tipo de interés fijo a largo plazo y subvenciona los costes de endeudamiento para fomentar el acceso al mercado y la estabilidad. Para lograr el otro objetivo de promover explícitamente una vivienda asequible y la vivienda en propiedad entre sus grupos favoritos, las subvenciones del gobierno dirigen un volumen de crédito excesivo hacia el mercado de la vivienda y productos hipotecarios arriesgados. En conjunto, estos objetivos pueden llevar a consecuencias no deseadas, pues ahora sabemos que el exceso de crédito e inversión en la vivienda y las elevadas tasas de morosidad de los préstamos hipotecarios subprime desencadenaron la peor crisis financiera desde la Gran Depresión.

Irónicamente, se cree que la intervención inicial del gobierno federal en la financiación de la vivienda durante la Gran Depresión estabilizó el mercado de la vivienda en aquel momento, pero su creciente participación durante las últimas siete décadas produjo un sistema que amenazó con desestabilizar los mercados financieros mundiales. Han pasado casi seis años desde que Fannie Mae y Freddie Mac se nacionalizaron de facto, pero la exposición del gobierno al riesgo de morosidad hipotecario no ha hecho más que aumentar. En la actualidad, el gobierno federal es propietario o garantiza más del 60% del balance de todas las hipotecas de vivienda en circulación, un total que supera los 6,0 billones de dólares. Además, la Reserva Federal tiene ahora más del 25% de las cédulas hipotecarias respaldadas

por agencias (MBS).¹ Ahora que Fannie Mae y Freddie Mac vuelven a ser rentables una vez más y que la Reserva Federal está reduciendo las compras de activos, crece la presión en Washington para que se lleve a cabo una reforma del mercado de financiación de la vivienda. Están surgiendo propuestas legislativas para aclarar el papel actual del gobierno, reducir el riesgo de los contribuyentes y exigir que el capital privado absorba futuras pérdidas relacionadas con la morosidad hipotecaria.

Gráfico 1

Tenencias de deuda hipotecaria y valores respaldados por EPG; % y billones de dólares



Fuentes: Reserva Federal y BBVA Research

Historia de la financiación de la vivienda en EE. UU.

Antes de la Gran Depresión, los mercados hipotecarios eran inherentemente locales, los tipos de interés variaban en todo el país, los plazos del préstamo eran más cortos y a menudo requerían pagos globales después de 10 años. Durante la Gran Depresión, como el desempleo se disparó y los deudores se vieron en problemas con los pagos de sus hipotecas, EE. UU. tuvo que enfrentarse a una oleada de ejecuciones hipotecarias y a un déficit de liquidez bancaria. Así pues, el gobierno creó el sistema de Bancos Federales de Préstamos Hipotecarios (FHLB), la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios para el Hogar (HOLC) y la Administración Federal de Vivienda (FHA) como parte de la legislación del New Deal a comienzos de la década de 1930 con el fin de estabilizar el mercado de la vivienda.

La HOLC desempeñó un papel decisivo en la refinanciación de los deudores con hipotecas de tipo fijo a largo plazo. La intervención del gobierno hizo que la vivienda en propiedad fuera más accesible, porque eliminó las variaciones regionales de los costes y aseguró a los prestamistas contra el riesgo de impago de las hipotecas. Sin embargo, el seguro de la FHA solo era aplicable a las hipotecas de tipo de interés fijo a largo plazo. Así nació la hipoteca de tipo fijo a 30 años, que todavía es el producto dominante en Estados Unidos. Para mejorar la liquidez de los prestamistas, en 1938 se estableció la Asociación Nacional Federal Hipotecaria (Fannie Mae) como agencia federal para apoyar el mercado hipotecario secundario, que financió compras de préstamos asegurados por la FHA con valores de deuda que vendió al público y al Tesoro. Durante la Segunda Guerra Mundial, el Congreso creó en 1944 el programa de seguros hipotecarios Administración de Veteranos (VA) para ofrecer hipotecas a largo plazo a los veteranos de guerra, y Fannie Mae comenzó a vender estas hipotecas en 1948 [1].

A medida que el gobierno federal intensificaba su papel en el mercado secundario, los responsables políticos insistían en que los programas del gobierno apoyaban iniciativas de vivienda asequible y promovían la vivienda en propiedad entre las familias desatendidas. Otra ley del New Deal, la Ley de la vivienda de 1937, autorizaba al gobierno de EE. UU. a subvencionar directamente la vivienda para las familias de rentas bajas, pero no fue hasta 1965 cuando estos objetivos cobraron nueva vida. La legislación de la Gran Sociedad del presidente Lyndon Johnson creó el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano (HUD) en el nivel de gabinete para promover la vivienda asequible y colocó a la FHA bajo su supervisión. Al mismo tiempo, iban surgiendo preocupaciones por la deuda de Fannie Mae y el pasivo potencial del gobierno y así, en 1968, el Congreso dividió Fannie Mae en dos empresas de patrocinio público (EPG). El Congreso creó Ginnie Mae como agencia federal para titularizar únicamente los préstamos asegurados por la FHA y la VA, y vendió las acciones de Fannie Mae a inversores privados, lo que redujo el déficit federal y eliminó la deuda de Fannie Mae de los libros de contabilidad del gobierno.

¹ Los MBS de agencia los emiten Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae.

Además, la Ley de 1968 autorizaba a Fannie Mae a emitir cédulas hipotecarias (MBS) con financiación de los mercados de capital privado e introdujo la promoción de la política social en la misión de Fannie Mae. El HUD asumió la autoridad regulatoria sobre Fannie Mae y ordenó que la EPG comprara algunas hipotecas para apoyar a las familias de rentas bajas y moderadas. Dos años más tarde, en 1970, el Congreso creó la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios para el Hogar (Freddie Mac) como otra EPG para aumentar la liquidez de las cajas de ahorro. Al mismo tiempo, esta legislación amplió los tipos de hipoteca que Fannie y Freddie podían comprar más allá de las hipotecas garantizadas federalmente. En el inicio, Freddie Mac fue capitalizada por las instituciones que pertenecían al sistema de Bancos Federales de Préstamos Hipotecarios, pero en 1989, a estas cajas de ahorro se les permitió “vender sus acciones en Freddie Mac al público como forma de inyectar más capital en el sector de las cajas de ahorro durante la crisis de las instituciones de ahorro y préstamo”. [2] De este modo, Freddie Mac se privatizó y adoptó una estructura similar a la de Fannie Mae.

En la década de 1970 y principios de la década de 1980, Fannie Mae y Freddie Mac persiguieron distintas estrategias, pues en el primer caso mantuvieron las hipotecas en una cartera y en el segundo se centraron en la titulización de las hipotecas. Fannie Mae se benefició de las oportunidades de arbitraje tomando préstamos a tipos bajos a corto plazo y comprando hipotecas a largo plazo; sin embargo, entró en graves problemas financieros a finales de la década de 1970 y principios de la década de 1980, pues los tipos a corto plazo se dispararon y se incrementaron sus costes de endeudamiento. Pero a pesar de las pérdidas, la liquidez no se cortó y Fannie Mae pudo seguir renovando la deuda gracias a su estatus de EPG. A comienzos de la década de 1980, Fannie Mae comenzó a diversificar sus operaciones y emitió cédulas hipotecarias, en parte porque su competidor, Freddie Mac, no había experimentado problemas financieros similares como entidad de paso para la titulización. [2] Sin embargo, la rentabilidad de este arbitraje de la curva de rendimiento era demasiado grande para que ambas EPG la dejaran pasar, y de esa forma, en los años anteriores a la Gran Recesión, las dos gestionaban carteras financiadas con deuda además de sus negocios de titulización.

A partir de 1992, el gobierno de Clinton ordenó que el HUD estableciera porcentajes objetivo para que Fannie Mae y Freddie Mac compraran hipotecas para las familias de rentas bajas y moderadas. En última instancia, estos requisitos llevaron a ambas entidades a comprar hipotecas con normas de aseguramiento deficientes y productos hipotecarios más arriesgados. Como la curva de rendimiento se aplanó y la morosidad hipotecaria comenzó a aumentar en 2006, las pérdidas de las EPG amenazaron su solvencia. Tanto Fannie Mae como Freddie Mac compraron cédulas hipotecarias con la etiqueta de privadas y respaldadas por préstamos subprime, y los impagos de estos valores contribuyeron en gran medida a sus pérdidas. La perspectiva de que Fannie Mae y Freddie Mac no fueran capaces de renovar su deuda o no tuvieran suficiente liquidez para sus garantías obligó al gobierno a intervenir.

La Ley de Vivienda y Recuperación Económica (HERA) de 2008 creó una nueva agencia reguladora, la Agencia Federal de Financiación de Vivienda (FHFA), que puso a Fannie Mae y Freddie Mac bajo tutela y permitió al Tesoro de EE. UU. inyectar 187.500 millones de dólares. La HERA consolidó el dominio del gobierno en el mercado de financiación de la vivienda, pues convirtió el mercado hipotecario secundario en un sistema público. La Ley contenía una gran cantidad de medidas para aumentar el apoyo del gobierno al mercado de la vivienda y fomentar la vivienda asequible. Autorizó a la FHA a avalar nuevas hipotecas subprime de tipo fijo por valor de 300.000 millones de dólares y subió los límites de los préstamos conformes de las EPG en áreas de costes elevados de todo el país. Antes de la crisis, el tamaño máximo de los préstamos hipotecarios que las EPG podían comprar (límite de los préstamos conformes) era uniforme en todo el país, y los incrementos anuales habían permitido a las EPG aumentar su cuota de mercado. La Ley modificó el tamaño de estos límites según el precio medio de las viviendas de un área y aumentó el límite de las viviendas unifamiliares muy por encima de 700.000 dólares en muchas áreas. Además, la Ley exigía que la FHFA estableciera objetivos específicos de vivienda asequible para Fannie Mae y Freddie Mac, tanto en hipotecas para vivienda unifamiliar como multifamiliar.

Hacia un nuevo sistema de financiación de la vivienda

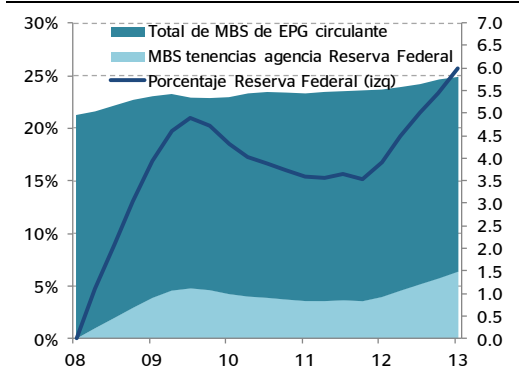
A pesar de todos los retos, ciertos aspectos del sistema actual de financiación de la vivienda son eficaces. El mercado hipotecario primario es muy competitivo, hay muchos prestamistas privados que ofrecen una gran diversidad de productos. Los posibles compradores de vivienda solventes pueden encontrar fácilmente una hipoteca que se ajuste a sus necesidades y presupuesto. Entre bastidores hay un sofisticado mercado secundario que sostiene esta variedad de productos, porque los prestamistas pueden comprar y vender productos hipotecarios para administrar sus necesidades de liquidez y transferir los riesgos de las hipotecas individuales a terceros. En Estados Unidos, estos beneficios se consiguen principalmente a través de la titulización de los préstamos hipotecarios, y las empresas patrocinadas por el gobierno que emiten cédulas hipotecarias (MBS) de agencias son la parte central de este proceso.

Los emisores de cédulas hipotecarias de agencia compran hipotecas, las agrupan en un valor, garantizan el pago puntual del capital principal y de los intereses y venden la cédula hipotecaria resultante a los inversores. Con la garantía, la cédula hipotecaria se parece a los bonos del gobierno a largo plazo, pero ofrece mayores rendimientos. Aunque el garante asume el riesgo crediticio de las hipotecas subyacentes, las cédulas hipotecarias no son productos libres de riesgo, pues los inversores están expuestos al tipo de interés y a los riesgos del pago anticipado que afectan a su duración. El mercado secundario y el proceso de titulización permiten una mayor especialización en el mercado hipotecario, ya que los prestamistas pueden centrarse en las nuevas concesiones, y los inversores con horizontes a largo plazo, como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, pueden tener cédulas hipotecarias.

Las EPG Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae son los mayores emisores y garantes de las cédulas hipotecarias de agencia, y la legislación solo les permite comprar determinados tipos de hipotecas que cumplen estrictas normas de aseguramiento y que están por debajo de determinados umbrales de dólares y ratios préstamo-valor. Las garantías de Ginnie Mae están siempre explícitamente respaldadas por el gobierno federal, ya que solo compra y tituliza préstamos avalados por la Administración Federal de Vivienda (FHA) o por la Administración de Veteranos (VA). Fannie Mae y Freddie Mac empezaron como agencias federales, pero fueron convertidas a empresas privadas propiedad de accionistas para financiar las hipotecas en el mercado de capitales mundial. Titulizan hipotecas que no están aseguradas por ninguna agencia federal.

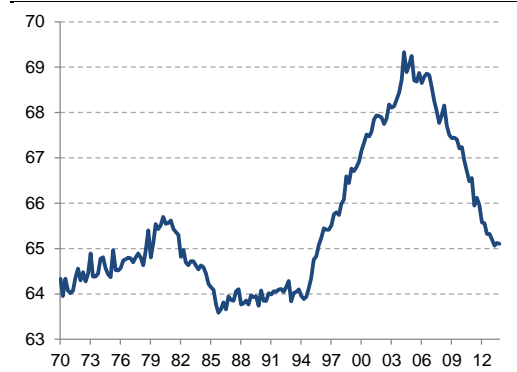
Fannie Mae y Freddie Mac crecieron hasta llegar a dominar el mercado secundario debido a que los responsables políticos autorizaron continuamente su expansión, pues los inversores suponían que sus garantías y valores de deuda estaban implícitamente respaldados por el gobierno federal en caso de que alguna vez no pudieran cumplir con sus obligaciones financieras. De hecho, como Fannie Mae y Freddie Mac siguen bajo la tutela de la FHHA, el gobierno federal respalda ahora sus pasivos de forma explícita. Por tanto, hoy en día, el mercado secundario es en realidad un sistema público, ya que el gobierno federal respalda actualmente más del 85% de las concesiones hipotecarias y en los últimos seis años, la emisión combinada de cédulas hipotecarias por parte de las EPG ha oscilando entre el 95% y el 99% del total de las emisiones de cédulas hipotecarias [3]. Además, la Reserva Federal sigue apoyando la liquidez del mercado de cédulas hipotecarias a través de las compras extraordinarias de activos, y en la actualidad tiene más de 1,5 billones de dólares en cédulas hipotecarias de agencia.

Gráfico 2
Tenencias de la Reserva Federal de cédulas hipotecarias de agencia, % y billones de dólares



Fuentes: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfico 3
Porcentaje de vivienda en propiedad en EE.UU., % desestacionalizado



Fuentes: Censo y BBVA Research

Los que defienden la reforma de la financiación de la vivienda sostienen que los legisladores deben actuar ahora y aclarar cuál es el papel actual del gobierno en el mercado secundario, ya que la exposición de los contribuyentes al riesgo del crédito hipotecario es incluso mayor que antes de la crisis. Además, la Reserva Federal ha empezado a reducir las compras de activos y, por consiguiente, los inversores privados deben estar dispuestos a comprar cédulas hipotecarias. De cara al futuro, las propuestas tratarán de equilibrar el papel que desempeñan el sector público y el sector privado.

Los que están a favor de consolidar el proceso de titulación dentro de una agencia federal sostienen que el mantenimiento explícito de las garantías gubernamentales contra la morosidad protegerá el producto más popular, la hipoteca de tipo fijo a 30 años (FRM) y mantendrá los tipos hipotecarios bajos para todos los posibles deudores. Segundo, el apoyo directo del gobierno protegería el mercado del “Se anunciará” que permite a los deudores cerrar tipos hipotecarios antes de la financiación del préstamo. Tercero, dicen que el control del gobierno es el que mejor se ajusta a los objetivos de vivienda asequible de los responsables políticos, ya que las comisiones sobre las garantías podrían financiar nuevas iniciativas. Cuarto, ponen de relieve que las EPG y la FHFA han hecho notables avances hacia la creación de una Plataforma de Titulación Común y hacia una base de datos global que podría estar terminada y abierta a todos los prestamistas cualificados. Quinto, citan las enormes pérdidas en las que incurrieron las cédulas hipotecarias de carácter privado durante la crisis como prueba de que un mercado totalmente privado podría desestabilizar la financiación de la vivienda.

Los que apoyan el creciente papel del sector privado sostienen que la participación del gobierno da lugar a una asignación ineficaz del capital al sector de la vivienda debido a un desajuste de los incentivos que crea distorsiones. En primer lugar, les preocupa que las garantías explícitas del gobierno dejen a los contribuyentes en peligro de que se produzcan pérdidas en todo el sistema y que las entidades gubernamentales puedan subestimar el riesgo crediticio. Los participantes del mercado no tienen incentivos para gestionar los riesgos si el capital privado no va a soportar ninguna pérdida futura. Por ejemplo, los prestamistas podrían conceder hipotecas de baja calidad mientras puedan obtener garantías del gobierno contra la morosidad. Segundo, sostienen que el crédito hipotecario debe estar al margen de la política, ya que los legisladores fomentan la asunción excesiva de riesgos cuando amplían el crédito a sus grupos preferidos.

Tercero, citan las pérdidas relacionadas con las carteras de Fannie Mae y Freddie Mac como prueba de que las garantías implícitas del gobierno pueden dar lugar a un incremento del riesgo sistémico. Cuarto, dicen que el sistema financiero ha cambiado considerablemente desde la Gran Depresión y que los préstamos para automóviles, las tarjetas de crédito y otros productos se titulan cada día con éxito sin necesidad de garantías del gobierno. Quinto, indican que las pérdidas de las cédulas hipotecarias de carácter privado no deben desacreditar el mercado privado secundario solo porque un subconjunto de los préstamos más arriesgados respaldaran esos valores. Históricamente, las EPG compran las hipotecas de mayor calidad por debajo de determinadas cantidades y desplazan el capital privado, de modo que no hay ninguna referencia histórica relevante en EE. UU. para evaluar las repercusiones que tendría en el mercado hipotecario la eliminación del apoyo del gobierno.

Comparación internacional de la financiación de las hipotecas y sus resultados

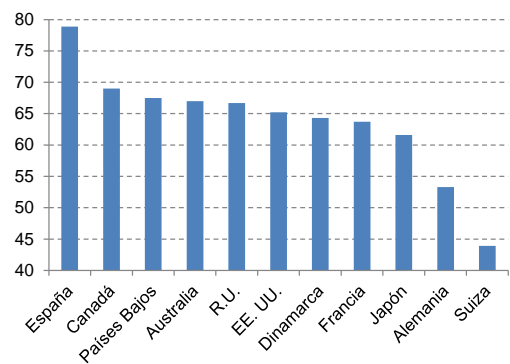
No obstante, una comparación de la financiación de las hipotecas en países desarrollados con tasas similares de vivienda en propiedad revela que el apoyo del gobierno al mercado de la financiación de la vivienda no es necesario para lograr tasas elevadas de vivienda en propiedad.² Un informe de 2010 elaborado por el Dr. Michael Lea para el Research Institute for Housing America pone de relieve que la tasa de vivienda en propiedad de un país es el resultado de su política general de vivienda [10]. Por ejemplo, países que han aumentado el apoyo público a la vivienda en alquiler, como Alemania o con una población más transitoria como es el caso de Suiza, tienden a tener tasas de vivienda en propiedad más bajas.

No existe un único contrato hipotecario óptimo

Además, el análisis comparativo revela que los sistemas de financiación de la vivienda totalmente privados sostienen una variedad de productos hipotecarios que son incentivos compatibles tanto para los deudores como para los prestamistas; sin embargo, no hay ningún producto hipotecario universal que sea óptimo para ambos. Cabe destacar que Lea indica que las leyes, regulaciones, preferencias de consumo y mecanismos de financiación de un país son los factores que determinan su producto hipotecario dominante [10]. Aunque haya un tipo de hipoteca dominante en un país, a menudo hay varios productos con distintas entradas, plazos, penalizaciones por pago anticipado, comisiones por mantenimiento de rentabilidad, planes de amortización, opciones en las que solo se paga el interés y tipos hipotecarios fijos frente a variables.

² Los países que incluidos en el estudio son: Australia, Canadá, Dinamarca, Irlanda, Japón, Alemania, Países Bajos, España, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.

Gráfico 4
Porcentaje de vivienda en propiedad



Fuentes: Lea 2010, BBVA Research y Wikipedia

Gráfico 5
Apoyo del gobierno al mercado hipotecario

País	Asegurador de hipotecas del gobierno	Garantías de seguridad del gobierno	Empresas patrocinadas por el gobierno
Dinamarca	No	No	No
Alemania	No	No	No
Irlanda	No	No	No
Países Bajos	Sí	No	No
España	No	No	No
R.U.	No	No	No
Australia	No	No	No
Canadá	Sí	Sí	No
Japón	No	Sí	Posible
Corea del Sur	No	No	Sí
Suiza	No	No	No
EE. UU.	Sí	Sí	Sí

Fuentes: Lea 2010 y BBVA Research

La mejor hipoteca para un deudor no tiene por qué ser la mejor opción para otro, ya que cada producto ofrece distintas ventajas e inconvenientes. La literatura que examina las opciones de hipoteca que tienen los deudores llega a la conclusión de que los hogares de edad más elevada o que se enfrentan a la incertidumbre con respecto a la renta o bien con ratios elevadas de deuda sobre renta estarían mejor con un producto de tipo de interés fijo a largo plazo, especialmente si la inflación guarda una correlación positiva con los tipos de interés reales. En cambio, si los riesgos de la renta del deudor son menos extremos y la inflación y los tipos de interés reales no guardan una correlación positiva, las hipotecas con una serie de periodos cortos con un tipo fijo son contratos más favorables' [10].

Las hipotecas con tipos de interés fijos a largo plazo ofrecen a los prestamistas una renta procedente de los intereses más alta en relación con los tipos de interés fijos a corto plazo, ya que los pagos de la hipoteca se extienden a un horizonte más amplio y el tipo de interés es superior para compensar a los prestamistas por los riesgos adicionales. Sin embargo, las hipotecas con tipos de interés fijo a largo plazo exponen a los prestamistas a riesgos importantes de tipos de interés y de pago anticipado, porque si los tipos de interés suben, los pagos anticipados de las hipotecas se ralentizan y los costes de financiación se incrementan. Y si los tipos bajan, los pagos anticipados de hipoteca se aceleran debido a que los deudores se apresuran a refinanciar, y los prestamistas pierden el flujo de renta de los intereses. El riesgo de pago anticipado es especialmente agudo en EE. UU. porque la hipoteca tradicional de tipo de interés fijo a 30 años no incluye ninguna penalización por pago anticipado para compensar las pérdidas de los prestamistas. Sin embargo, las hipotecas con tipos de interés fijos a 30 años amplían la capacidad de endeudamiento de los posibles compradores de vivienda y les permite aprovechar el apalancamiento al máximo. Además, como se fija un pago mensual para la totalidad del plazo, el deudor puede escapar de los cambios en los tipos de interés y aumentar al mismo tiempo el patrimonio de la vivienda. Para los propietarios de vivienda, este pago fijo también es una protección contra el aumento de los precios de los alquileres. Sin embargo, la prima de riesgo de inflación, que aumenta negativamente el tipo de interés fijo de la hipoteca afecta inicialmente a la asequibilidad de los deudores.

Las hipotecas con tipos de interés variables y ajustables aumentan la asequibilidad debido a que los tipos hipotecarios iniciales son más bajos que los de los contratos con tipos fijos a largo plazo. Aunque el tipo de interés inicial sea fijo durante un periodo determinado, como en el caso de muchas hipotecas con tipos variables, no se añade al coste ninguna prima de riesgo de inflación a largo plazo. Estos productos protegen a los prestamistas contra el riesgo de los tipos de interés, ya que los tipos se restablecen en intervalos periódicos; sin embargo, exponen a los prestamistas a posibles riesgos de impago si los tipos aumentan de forma pronunciada y los pagos de la hipoteca terminan por consumir un porcentaje de renta del deudor demasiado elevado. Los investigadores han llegado a la conclusión de que no es sensato clasificar a los deudores con respecto a una deuda con tipos de interés ajustables a largo plazo basándose en la ratio de pago sobre renta del año inicial [1]. Pero si los tipos de interés se mantienen estables y la renta del deudor sube, los ajustes de los tipos de interés no deberían afectar de forma adversa a la asequibilidad de la hipoteca.

Productos dominantes en todo el mundo

EE. UU. es un caso único entre el conjunto de países mencionados anteriormente porque la mayoría de las hipotecas están respaldadas por un préstamo con un tipo de interés fijo a 30 años y sin penalización por pago anticipado. En 2011, la cuota de valor de los préstamos de tipo de interés fijo era del 82% y aquellos con un plazo a 30 años y sin penalización por pago anticipado representaban el 66% del total de la deuda hipotecaria en circulación. En los últimos años, las cuotas de las hipotecas con tipos de interés fijo a largo plazo solo se han incrementado a medida que bajaban los tipos. De los préstamos concedidos durante el periodo 2009-2011, el 93% fueron con tipos de interés fijo y el 76% tenían un plazo mínimo de 30 años y no tenían penalización por pago anticipado [6]. La mayoría de las hipotecas francesas, un caso con cierta similitud al de EE. UU., son a largo plazo y tienen tipos de interés fijo, pero sí incluyen una penalización limitada por pago anticipado.

Así pues, a diferencia de EE. UU., las hipotecas con tipos de interés variable o fijo a corto plazo son las que predominan en otros muchos países, y los principales mecanismos de financiación son los factores que subyacen a estos resultados. Si los bancos comerciales conceden el grueso de los préstamos hipotecarios de un país y los mantienen en sus balances, financian estos préstamos con depósitos a corto plazo. Este desajuste de plazos entre los activos y los pasivos de los bancos hace que prefieran las hipotecas con tipos de interés ajustables a corto plazo para minimizar el riesgo relacionado con los tipos de interés. La evolución del sistema hipotecario danés confirma este resultado.

El grueso de las hipotecas de Dinamarca se concede a través de bancos hipotecarios que hacen las veces de entidades de paso para hacer corresponder deudores y fondos. Estos bancos hipotecarios no aceptan depósitos; en su lugar obtienen fondos de los mercados de capital mediante la emisión de bonos por la duración correspondiente. Las hipotecas con tipos de interés fijo a 30 años se respaldan con bonos individuales a 30 años que pueden pagarse de forma anticipada en cualquier momento a su valor de mercado o equivalente. Históricamente, estas hipotecas de tipo de interés fijo a 30 años eran el producto dominante; sin embargo, en los últimos años la mayoría de las hipotecas de Dinamarca han pasado a ser hipotecas de tipo de interés variable con tipos fijos a corto plazo (71% del 38% en 2004). Este cambio comenzó en 1996 cuando se introdujeron las hipotecas de tipo de interés variable, pero realmente se aceleró en 2007 cuando la legislación abrió la puerta a que los bancos comerciales financiaran las hipotecas directamente con bonos cubiertos. Además, la legislación también eliminó el principio de los fondos de contrapartida para los bancos comerciales y les permitió financiar los préstamos con bonos que tenían que renovarse periódicamente. Aunque el sistema sobrevivió a la recesión mundial de 2009, en artículos publicados recientemente en *The Economist* (19 de abril) y en el *Financial Times* (4 de mayo) se ha citado el potencial de crisis dado que el apalancamiento de los hogares es elevado y el 57% de las hipotecas son ahora de pago de intereses únicamente, hasta el 10% en 2004. Por otro lado, los artículos advierten de una fuerte reducción de la liquidez de estos bonos cubiertos si la autoridad de la banca europea modifica las normas de capital de modo que la tenencia de bonos hipotecarios sea más costosa para los bancos comerciales.

Apoyo del gobierno a la financiación de la vivienda

Entre estos países, el sistema de financiación de la vivienda de Estados Unidos es el que ejerció el control gubernamental más intensivo que estableció la trayectoria de las hipotecas de tipo de interés fijo a largo plazo. De hecho, los orígenes de ese producto proceden de la intervención del gobierno federal durante la Gran Depresión. La popularidad actual de las hipotecas de tipo de interés fijo a 30 años se deriva de su idoneidad para las garantías respaldadas por el gobierno, ya que estos préstamos pueden venderse a Fannie Mae y Freddie Mac. En la mayoría del resto de los países, la participación del gobierno es limitada o inexistente.

Ante esa observación, la transición del sistema de financiación de la vivienda en EE. UU. hacia entidades totalmente privadas podría provocar la desaparición de las hipotecas de tipo de interés fijo a largo plazo; sin embargo, la investigación indica que este producto puede sobrevivir sin el apoyo amplio del gobierno. De hecho, en Dinamarca ha sobrevivido durante casi 200 años. En EE. UU., las actividades de titulización pueden conservar las hipotecas de tipo de interés fijo, según Andreas Fuster y James Vickery [6]. Aunque casi todas las cédulas hipotecarias remitidas recientemente están respaldadas en la actualidad por garantías del gobierno contra la morosidad, los autores estudian el mercado de titulización de carácter privado anterior a la crisis y llegan a la conclusión de que tanto el mercado de titulización privado como el mercado de titulización de las EPG funcionaron de forma similar para dar apoyo a las hipotecas de tipo de interés fijo a largo plazo. Sin embargo, creen que este resultado solo se puede mantener mientras los mercados sigan teniendo liquidez. Llegan a la conclusión de que en EE. UU. la "proporción de hipotecas de tipo de interés fijo es de 20 a 30 puntos porcentuales más alta cuando los prestamistas pueden titular fácilmente las hipotecas recién generadas".

Provisiones y objetivos clave de las propuestas legislativas actuales

En todas las propuestas legislativas actuales el gobierno mantiene un papel significativo, si no dominante. Las dos propuestas principales se han presentado en el Congreso, y recientemente se reveló otra propuesta. La Ley PATH (protección de contribuyentes y propietarios de vivienda americanos) de 2013 impulsada por los republicanos (H.R. 2767) se ha llevado al parlamento y los representantes demócratas revelaron recientemente su propuesta, la Ley HOME (las oportunidades de vivienda mueven la economía) de 2014 a finales de marzo. En el Senado se ha presentado la Ley de Reforma de Financiación de la Vivienda y Protección del Contribuyente de 2013 (S.1217) o proyecto de ley Corker-Warner, y una variante de la legislación conocida como propuesta Johnson-Crapo utiliza la S.1217 como base [8]. El 15 de mayo, el Comité del Senado para asuntos de banca, vivienda y urbanismo aprobó la propuesta Johnson-Crapo; sin embargo debe recabar más apoyos de los dos partidos antes de pasar al plenario del Senado para someterse a una votación completa.

Restablecer el flujo de capital privado en el mercado hipotecario

En la actualidad, el gobierno es el único proveedor de liquidez del sistema de financiación de la vivienda. La posición del gobierno es el resultado de varias decisiones recientes. Primero, en 2008, autorizó a la Autoridad de Vivienda Federal (FHA) a garantizar nuevas hipotecas para los deudores de rentas bajas y moderadas y, por consiguiente, aumentó las actividades de titulación de Ginnie Mae. Segundo, aumentó los límites de los préstamos hipotecarios que las EPG podían comprar, garantizar y titular. Tercero, el programa de compras de activos a gran escala de la Reserva Federal ha comprado cédulas hipotecarias respaldadas por agencias por valor de más de 1,5 billones de euros. Cuarto, la actuación de la Reserva Federal hizo bajar los tipos hipotecarios a mínimos históricos, y los programas de gobierno estimularon una oleada de refinanciación. Por consiguiente, las EPG adquirieron estas hipotecas y de hecho dejaron fuera el mercado privado. A medida que la Reserva Federal modere sus compras de activos, la reforma debe garantizar que el capital privado rellene el vacío.

Retirar Fannie y Freddie

Todas las propuestas legislativas actuales incluyen un mecanismo para retirar las operaciones de Fannie Mae y Freddie Mac en los próximos 5-7 años. Una vez que la nueva legislación entre en vigor, estas entidades solo podrán operar de forma limitada hasta que el nuevo sistema sea plenamente funcional. Además, las propuestas exigen que Fannie Mae y Freddie Mac reduzcan sus carteras de hipotecas y ordenan a la FHF su implementación.

Proteger la estabilidad en el mercado de la vivienda y los productos hipotecarios a largo plazo

Las propuestas Johnson-Crapo y HOME pretenden explícitamente proteger las hipotecas de tipo de interés fijo a 30 años. Formalizan el papel actual del gobierno en el mercado de financiación de la vivienda mediante la creación de nuevas agencias federales para supervisar la emisión de cédulas hipotecarias y garantizar explícitamente esos valores contra la morosidad. Se basan en esta garantía de una sola entidad para proteger la función del mercado del "Se anunciará" que permite a los deudores cerrar tipos hipotecarios mucho antes de cerrar su préstamo. Green y Wachter observan que el mercado del "Se anunciará" "solo es posible porque Fannie y Freddie no se enfrentan a los mismos requisitos de divulgación de los valores de deuda a los que se enfrentan las firmas totalmente privadas".[7] Por tanto, las propuestas mantienen la garantía respaldada por el gobierno y requisitos de revelación reducidos para las cédulas hipotecarias de agencia. Con este mercado del "Se anunciará", es probable que las hipotecas de tipo de interés fijo a 30 años sigan siendo el producto más popular.

En cambio, la Ley PATH no apoya explícitamente las hipotecas de tipo de interés fijo a 30 años, pues elimina de forma explícita las garantías del gobierno y establece un papel para las entidades privadas en el mercado secundario. Todos los garantes de las cédulas hipotecarias y los aseguradores de hipotecas también deberían ser privados. Para proteger las hipotecas de tipo de interés fijo a largo plazo, el sistema debe tener acceso a una liquidez amplia, tanto en las buenas como en las malas épocas.

Ampliar la supervisión regulatoria

Cada una de las distintas propuestas legislativas amplía la autoridad del gobierno para supervisar el mercado hipotecario y añade responsabilidades a las agencias federales actuales o crea nuevos reguladores. La Ley PATH mantiene la FHFA y amplía su autoridad para regular la función de la titulización. La propuesta Johnson-Crapo crea la Comisión de Seguros Hipotecarios Federales (FMIC) como agencia independiente y nuevo regulador máximo de la financiación de la vivienda. La FHFA y sus actuales funciones se sustituirían bajo la FMIC. Por último, la Ley HOME crea la Administración Nacional de Financiación Hipotecaria (NMFA) para cobrar comisiones de cédulas hipotecarias para las garantías y la vivienda asequible.

Promover una Plataforma de Titulización Común

Las EPG y la FHFA están desarrollando en la actualidad una Plataforma de Titulización Común junto con una base de datos de hipotecas global a la que tendrían acceso los prestamistas cualificados. Las propuestas legislativas tratan de proteger las funciones que funcionaban bien en Fannie Mae y Freddie Mac, como sus negocios de titulización. Hacen hincapié en que una plataforma de titulización estandarizada de acceso abierto puede mejorar la eficacia y la transparencia de todos los participantes del mercado. Esta plataforma es comparable a los sistemas Android o iOS en que un grupo diverso de desarrolladores crean aplicaciones que los consumidores pueden comprar en esos sistemas operativos móviles. En este caso, diversos prestamistas podrían vender préstamos en la plataforma, donde podrían convertirse en valores, y los compradores de cédulas hipotecarias podrían revisar y comprar fácilmente sus valores preferidos.

La Ley PATH establece una Utilidad Nacional del Mercado Hipotecario administrada públicamente y sin fines de lucro para operar la plataforma de titulización común. La propuesta Johnson-Crapo ordena a la FMIC la gestión de la Plataforma de Titulización Común. Por último, la Ley HOME establece una Cooperativa de Valores Hipotecarios (MSC) para dirigir la Plataforma de Titulización Común y actuar como único emisor de los valores garantizados por el gobierno. Tanto la propuesta Johnson-Crapo como la Ley HOME aumentan el papel del gobierno en el proceso de titulización, mientras que la Ley PATH pretende limitar la influencia del gobierno en el proceso de titulización.

Reducir el papel federal como garante único y las responsabilidades de los contribuyentes; exigir que el capital privado soporte las pérdidas

Dado que la mayoría de los que invierten en cédulas hipotecarias no originaron las hipotecas subyacentes y que no las tienen ni les prestan servicios directamente, los valores incluyen una garantía de pago puntual del capital principal y los intereses. De este modo, el garante asume el riesgo crediticio del lote de hipotecas porque hace los pagos sobre las cédulas hipotecarias en su totalidad, independientemente de los ingresos reales que reciba de los deudores.

Cualquier garantía respaldada por el gobierno significa en última instancia que todos los contribuyentes están en peligro en caso de que se produzca un fuerte aumento de la morosidad hipotecaria. La incidencia de esta política es muy poco eficaz debido a que no todos los contribuyentes tienen hipotecas y no todas las hipotecas pertenecen a los contribuyentes. Crea incentivos perversos como el peligro moral, ya que los propietarios de viviendas que no son morosos deben pagar indirectamente por los propietarios morosos a través de los impuestos. En la actualidad, el sistema no plantea menos riesgos como resultado de la intervención federal: el resultado de las pruebas de estrés de Fannie Mae y Freddie Mac que la Reserva Federal llevó a cabo el 30 de abril indica que necesitarían hasta 190.000 millones de dólares de capital adicional si se produjera un escenario muy adverso; en ese caso, los dólares de los impuestos tendrían que salir directamente del Tesoro de EE. UU. y en última instancia, de los fondos de los contribuyentes. Solo esta cifra supera en 2.500 millones de dólares el dinero que inyectó el Tesoro de EE. UU. en 2008. Además, en esta estimación no se incluyen las posibles pérdidas de las agencias de vivienda gubernamentales como la FHA y la VA.

Para que las entidades privadas valoren adecuadamente los riesgos, lo ideal sería que la reforma alejara el riesgo de las garantías hipotecarias de los contribuyentes y que pasara al mercado privado, de forma que este soportara todas las pérdidas en caso de que aumentara la morosidad. La Ley PATH elimina las garantías generales del gobierno sobre hipotecas y cédulas hipotecarias, mientras que la propuesta Johnson-Crapo y la Ley HOME mantienen un sistema de garantías gubernamentales. La última de estas dos propuestas legislativas se diferencia del statu quo en que exigiría un acuerdo para compartir las pérdidas con las entidades privadas.

Concretamente, en la propuesta Johnson-Crapo, la garantía del gobierno solo entraría en juego después de que el capital privado asumiera las primeras pérdidas. Esta propuesta se basa en una red de garantes privados aprobados que emiten valores respaldados por la FMIC. En caso de que se produjeran pérdidas en esas cédulas hipotecarias, los que invierten en valores respaldados por la FMIC tendrían que acordar 1) absorber el 10% de cualquier pérdida) o bien 2) recibir primero los pagos de un garante aprobado hasta que dicho garante sea insolvente antes de que surta efecto la garantía del gobierno. En la Ley HOME, la garantía del gobierno es explícita y se aplica completamente a todos los valores emitidos por la Cooperativa de Valores Hipotecarios (MSC). La MSC es el único emisor de valores respaldados por el gobierno, pero se capitaliza a través de los miembros y es este capital el que asume la posición de primeras pérdidas. Por último, tanto la propuesta Johnson-Crapo como la Ley HOME establecen un Fondo de Seguros Hipotecarios (MIF) para amortiguar la exposición del público a las pérdidas. Este MIF se financia con las comisiones de garantía.

Aumentar la supervisión de los prestamistas

Lamentablemente, incluso con las nuevas regulaciones, la existencia de garantías gubernamentales puede fomentar un comportamiento poco escrupuloso por parte de los prestamistas. Si los prestamistas del mercado hipotecario primario saben que todas las pérdidas las absorberán los contribuyentes, pueden optar por conceder hipotecas de baja calidad. Las agencias federales podrían acabar por comprar préstamos de valor dudoso cuyo resultado serían tasas de morosidad más altas de lo previsto. En el periodo anterior a la reciente crisis, estos peligros morales se hicieron evidentes, pues las deficientes normas de aseguramiento y la documentación falsificada o la falta de la misma son los factores que provocaron las elevadas tasas de morosidad.

Para mitigar estos riesgos de peligro moral, las propuestas legislativas actuales tratan de ampliar la supervisión de los prestamistas, en especial en lo que respecta a las hipotecas aseguradas por la FHA. Buscan obligar a los prestamistas a reembolsar a la agencia federal o a recomprar la hipoteca en caso de morosidad cuando la hipoteca no cumple sus estándares.

Prohibir a las entidades respaldadas por el gobierno federal gestionar su propia cartera de hipotecas

La Ley PATH prohíbe que la utilidad de financiación de hipotecas conceda hipotecas o las mantenga en su propia cartera de productos hipotecarios. Como agencia federal, la FMIC de la propuesta Johnson-Crapo no permitiría que la autoridad gestionara una cartera de hipotecas, y la Ley HOME prohíbe explícitamente que la MSC propiedad de los prestamistas tenga hipotecas directamente en una cartera.

Revocar los objetivos de vivienda asequible de Fannie y Freddie

Las propuestas también derogarían sabiamente los objetivos de asequibilidad de la vivienda que el gobierno de Clinton puso en marcha para Fannie Mae y Freddie Mac en 1992. Estos mandatos de comprar las hipotecas de los deudores de rentas bajas y moderadas entró en vigor en 1995 en forma de objetivos porcentuales. No por casualidad, la tasa de vivienda en propiedad subió 1 punto porcentual en 1995 después de haberse mantenido estable alrededor del 64% desde 1985. Con los aumentos subsiguientes de estos objetivos, la tasa de vivienda en propiedad alcanzó un nuevo máximo del 69% a finales de 2004, y el gobierno de Bush continuó fomentando esta misma política hasta 2005.

Aunque cargar a los deudores subprime con deuda hipotecaria incrementa las estadísticas de la vivienda en propiedad, estos deudores presentan un riesgo de morosidad más elevado. El riesgo agregado del sistema se incrementó más allá del nivel sostenible, en parte porque Fannie Mae y Freddie Mac estaban compitiendo directamente con la FHA, la VA y Ginnie Mae para ampliar los créditos subprime debido a que cada agencia tenía sus propias directivas.

Concentrar las iniciativas de vivienda asequible entre la FHFA, la FHA, la VA y Ginnie Mae

Históricamente, la FHA, la VA y Ginnie Mae eran los principales responsables de promover la vivienda en propiedad entre las familias de rentas bajas y moderadas a través de los programas de seguros hipotecarios de la FHA y la VA y el papel de Ginnie Mae como garante y emisor de cédulas hipotecarias de agencia. Como agencias federales, exponían a los contribuyentes a las pérdidas si sus hipotecas aseguradas o garantizadas incurrían en morosidad.

La limitación de las iniciativas de vivienda asequible del gobierno a las agencias federales presupuestadas obligaría al Congreso y a los gobiernos a delinear todos los gastos para subvenciones, garantías hipotecarias y fondos de agencias durante el proceso de asignación anual. Con ello se mejoraría la transparencia y el proceso democrático, ya que los legisladores estarían obligados a pedir fondos a sus electores. Sin estas salvaguardas, el gasto sin tener que dar explicaciones puede dispararse, como ha ocurrido en el gasto total en prestaciones sociales en las últimas décadas. Además, como los miembros del Congreso a menudo no están dispuestos a hacer cambios sustanciales para reducir las medidas de gasto obligatorio y automático, un nuevo sistema de financiación de la vivienda debe poder adaptarse al cambio de prioridades y necesidades públicas. La forma más eficaz de hacerlo y de aumentar la responsabilidad del gasto es a través del proceso de asignación anual.

Prueba de ello es que los responsables políticos pudieron promover los objetivos de vivienda en propiedad fuera del presupuesto y con independencia del proceso de asignación a través de los objetivos de compra de hipotecas de Fannie Mae y Freddie Mac. Si hubieran estado obligados a obtener la aprobación del Congreso para autorizar a la FHA, la VA y Ginnie Mae a ampliar el crédito a los deudores de rentas bajas y moderadas, las agencias hubieran sido responsables de las pérdidas.

Las propuestas legislativas actuales protegen en gran medida el papel que desempeñan la FHA, la VA y Ginnie Mae, y consolidan las iniciativas financieras para lograr una vivienda asequible bajo estas agencias. Sin embargo, la Ley PATH incluye una disposición de reforma de la FHA que establece la independencia de dicha agencia con respecto al Ministerio de Vivienda y Desarrollo Urbanístico (HUD). Así pues, reduce el papel de la FHA y busca establecer un mecanismo para compartir riesgos con el sector privado, ya que reduce el porcentaje máximo de hipotecas que la FHA puede asegurar al 50% y aumenta los requerimientos de capital de la agencia. La propuesta Johnson-Crapo y la Ley HOME no mencionan cambios a la FHA; sin embargo, en el proyecto de ley que acompaña a la propuesta Johnson-Crapo (la Ley de Solvencia de la FHA de 2013, S.1376) se habla de la reforma de la FHA, aunque el foco principal se pone en una supervisión más estricta de los prestamistas y en unos requerimientos de ratio de capital más elevados.

Obtener más fondos para las iniciativas de vivienda asequible y aumentar la transparencia de las subvenciones al mercado de la vivienda

Al mantener la posición del gobierno en el centro del mercado hipotecario secundario, las propuestas Johnson-Crapo y HOME tratan de aumentar los fondos adicionales para las iniciativas de vivienda asequible cobrando una comisión en cada hipoteca titulizada. Estas propuestas dirigen fondos a varias iniciativas de vivienda asequible (al Fondo Fiduciario de Vivienda y al Fondo de Atracción de Capitales, creados en 2008, y al nuevo Fondo de Acceso al Mercado para los deudores de rentas ultrabajas). Se aplicaría una comisión media de 10 puntos básicos al saldo principal de las hipotecas titulizadas; sin embargo, parece que los legisladores reducirían la comisión para las hipotecas de los deudores de rentas bajas y moderadas. La ley PATH elimina esta distorsión, ya que separa al propietario y operador de la utilidad de titulización del gobierno federal. Además, deroga el Fondo Fiduciario de Vivienda que fue establecido para incrementar la oferta de vivienda para las familias de rentas bajas.

El resultado neto de aplicar una comisión adicional terminaría por aumentar los costes de endeudamiento, dado que estas comisiones obligatorias las soportaría el deudor, bien a través de unas comisiones de constitución más altas o bien a través de los tipos hipotecarios. Así pues, la aplicación de una comisión a todos los productos hipotecarios irá en contra de la intención del Congreso de reducir los costes de la vivienda en propiedad para todos. No obstante, una estructura de comisiones bien definidas para los fondos de vivienda asequible tendría la ventaja de aumentar la responsabilidad de las subvenciones de vivienda; sin embargo, el aumento de los fondos a través de impuestos también incrementaría la transparencia, pues los legisladores tendrían que pedir a sus electores impuestos adicionales para proveer los fondos deseados. Lamentablemente, las propuestas Johnson-Crapo y HOME conservan el papel dominante del gobierno en el mercado secundario para garantizar una fuente de fondos estable procedente de la mayoría de las hipotecas nuevas.

Establecer normas de crédito coherentes con independencia de las agendas políticas

Las tres propuestas exigen normas claras y coherentes para los préstamos que pueden titulizarse a través de la Plataforma de Titulización Común, pero la Ley PATH es la única propuesta que establece que estas normas deben definirse en el mercado privado. Las propuestas Johnson-Crapo y HOME permiten a las agencias federales establecer las normas de crédito para la plataforma de titulización. Por tanto, persiste el riesgo de que los responsables políticos utilicen la plataforma de financiación de la vivienda para promocionar la vivienda en propiedad entre sus grupos favoritos. La última crisis confirma que la relajación de las normas de crédito para aumentar las tasas de vivienda en propiedad pueden dar como resultado graves pérdidas si falla la economía, los deudores incurren en morosidad y caen los precios de la vivienda.

Cualquier versión final de la legislación debe asegurarse de que las normas de crédito permanecen independientemente de las agendas políticas, pues la comparación internacional de las tasas de vivienda en propiedad indica que pueden ser elevadas y similares entre distintos países aun sin el apoyo del gobierno.

Ampliar los requisitos que se deben cumplir para las hipotecas respaldadas por el gobierno

En 2008, el Congreso incrementó los límites de los préstamos conformes en todo el país para permitir que las EPG compraran hipotecas adicionales. El límite más bajo de 417.000 dólares es más del doble del precio medio de las viviendas de segunda mano y se ha mantenido estable durante la crisis a pesar de las sustanciales caídas de los precios de la vivienda. Además, se aplicaba una fórmula para diferenciar este límite entre las distintas áreas metropolitanas, por lo que ahora las EPG pueden comprar un préstamo hipotecario de una sola unidad superior a 700.000 dólares en las áreas denominadas de "alto coste". Estos nuevos límites iban a ser temporales, pero tal como cabía esperar, los legisladores y los grupos de interés han opuesto resistencia a las propuestas de la FHFA para bajar dichos límites en cualquier área o para volver a los niveles anteriores a la crisis. Ahora, las propuestas actuales tratan de que estos límites sean permanentes, aunque es posible que proporcionen estudios adicionales para determinar cuáles son las cifras óptimas.

Las propuestas Johnson-Crapo y HOME tratan de ampliar aún más la elegibilidad de los préstamos para recibir garantías del gobierno con requisitos de entrada de tan solo un 3,5% para los compradores de primera vivienda y un 5% para los demás. Estos porcentajes son similares a los suelos de la FHA existentes; sin embargo, las propuestas se quedan muy cortas a la hora de garantizar que los bajos requisitos de entrada no conlleven un aumento del riesgo sistémico. Aunque supuestamente una entrada más baja requeriría que el deudor pagara una prima de seguro más alta durante un periodo de tiempo más prolongado, esta prima se añade al pago mensual de la hipoteca. Por tanto, el seguro hipotecario puede en realidad aumentar el riesgo de morosidad de los deudores cuyas rentas son volátiles. No hay duda de que las entradas más bajas están asociadas a un riesgo de mora más elevado, pues incluso una pequeña caída del valor de la vivienda puede poner a un deudor en dificultades. Si llega el caso de que el deudor no puede pagar la hipoteca y tiene poco patrimonio en su vivienda, es posible que decida no pagar. La literatura llega a estas conclusiones. Por el contrario, un valor patrimonial mayor está asociado a un riesgo de mora más bajo, pues los deudores hacen más esfuerzos por pagar sus hipotecas [5].

No obstante, toda legislación final que mantenga un papel significativo del gobierno permitirá probablemente que el grueso de las hipotecas nuevas pase a través de la Plataforma de Titulización Común, pues de ese modo el gobierno recaudará un mayor volumen de comisiones para financiar el sistema. Por consiguiente, en estos entornos, es posible que se reduzcan los requisitos de entrada para las garantías gubernamentales y se prevé que el límite más bajo de los préstamos conformes nacionales, así como los límites específicos del área geográfica, se mantendrán muy por encima del precio medio de las viviendas.

Introducir los bonos cubiertos en el mercado de EE. UU.

Los bonos cubiertos deben explorarse como alternativa al sistema de titulización. Estos instrumentos financieros se utilizan en otros países, concretamente en Europa, para conseguir los objetivos de liquidez y diversificación de riesgos de la titulización. Al igual que las cédulas hipotecarias, estos bonos corporativos están respaldados por un lote de hipotecas y los inversores tienen la oportunidad de protegerse contra el riesgo crediticio. El generador del crédito (por ejemplo un banco) retiene el bono en su balance y se le puede exigir que sustituya las hipotecas morosas del bono por otras hipotecas nuevas. La Ley PATH autoriza explícitamente a las agencias federales a diseñar regulaciones aplicables que permitan un mercado de bonos cubiertos en Estados Unidos. Estos bonos podrían convertirse en la forma menos costosa de financiación de las hipotecas de vivienda a largo plazo si los mayores requerimientos de capital, las comisiones de las garantías y las comisiones de vivienda asequible aumentan los costes de titulización en el mercado secundario.

Mantener la liquidez y el acceso a la plataforma para los pequeños prestamistas

Las propuestas actuales mantienen el sistema de Bancos Federales de Créditos Hipotecarios que ayuda a los pequeños prestamistas con sus necesidades de liquidez en el mercado hipotecario primario. Sin embargo, la propuesta Johnson-Crapo y la Ley HOME tratan de mejorar la accesibilidad del mercado hipotecario secundario para los pequeños prestamistas, pues sostienen que estas entidades pueden ser las únicas instituciones que ofrecen crédito a los deudores con rentas bajas y moderadas en las zonas rurales. La idea de la Mutua de Pequeños Prestamistas se originó en el proyecto de ley Corker-Warner, y se iba a permitir que se incorporaran instituciones de depósitos con menos de 15.000 millones de dólares en activos; sin embargo, la propuesta Johnson-Crapo elevó ese límite a 500.000 millones de dólares en activos (básicamente todas excepto las ocho instituciones más grandes). Además de los bancos, también estarían invitadas a incorporarse como miembros determinadas instituciones no depositarias, las instituciones financieras para el desarrollo de las comunidades, las agencias estatales de financiación de la vivienda y los bancos federales de préstamos hipotecarios. Esta organización la financiarían sus miembros.

La idea de formar mutuas de pequeños prestamistas parece innecesaria y redundante si el acceso a la Plataforma de Titulización Común está verdaderamente abierto y disponible para todos los prestamistas cualificados. Los esfuerzos deberían concentrarse en crear esa plataforma de alta calidad.

Apoyar la vivienda multifamiliar

La propuesta Johnson-Crapo y la Ley HOME autorizan específicamente al gobierno federal a ampliar sus programas de seguros para las hipotecas de viviendas multifamiliares. Es curioso que aunque la propuesta Johnson-Crapo retira los objetivos de compra para las hipotecas unifamiliares de rentas bajas y moderadas, establece que los garantes aprobados puedan emitir valores respaldados por el gobierno siempre y cuando el 60% o más de las unidades financiadas cumplan los objetivos de vivienda asequible para arrendatarios de rentas bajas.

De hecho, las actividades de titulización de las EPG relativas a las propiedades multifamiliares han aumentado recientemente. Pero el establecimiento de umbrales objetivo de compra contribuyó a que el riesgo agregado del mercado hipotecario unifamiliar sobrepasara el punto en que ya no era sostenible. Esos objetivos también apoyaron la concesión de los infames préstamos NINJA (solicitud sin renta ni trabajo). No hay duda de que mantener los objetivos de compra de las EPG conlleva el riesgo de volver a politizar las normas de crédito y de enviar un flujo de un crédito excesivo a un mercado inmobiliario comercial multifamiliar ya recalentado.

Elementos de una política óptima

Lo ideal sería que el sistema de financiación de la vivienda de EE. UU. asignara una cantidad de inversión de capitales eficaz al sector de la vivienda y que el riesgo se valorara y entendiera de forma apropiada. Los productos hipotecarios se harían a medida de los deudores individuales según su calidad crediticia. Los prestamistas competitivos tendrían los incentivos adecuados para conceder hipotecas de calidad que podrían mantener en sus libros o vender en el mercado secundario. Las normas de capital no deberían permitir que los bancos aumentaran el apalancamiento vendiendo hipotecas en el mercado secundario y comprando valores respaldados por las mismas hipotecas. El mercado hipotecario secundario estaría compuesto por entidades privadas que compran, venden, agrupan y titulizan préstamos. Esas mismas entidades u otras podrían garantizar los pagos de dichos valores, o bien proporcionar otra mejora del crédito para animar a los compradores.

A diferencia de las instituciones "privadas" Fannie Mae y Freddie Mac, las nuevas entidades privadas deberían estar totalmente separadas del gobierno federal, pues sus inversores no deben creer que serán rescatados por los contribuyentes en caso de que incurran en problemas. Además, la composición de las hipotecas compradas debe determinarse únicamente en el mercado privado. Es decir, el gobierno federal no debe tener la potestad para ordenar que estas entidades privadas compren determinados tipos de hipotecas. Las subvenciones gubernamentales del mercado de la vivienda deben limitarse a las agencias federales incluidas en los presupuestos, como las actuales FHA, VA y Ginnie Mae. Naturalmente, a ninguna entidad con vínculos con el gobierno federal debe permitírsele emitir valores de deuda para financiar su propia cartera de hipotecas ni que trate de beneficiarse de las oportunidades de arbitraje de la renta fija. Por último, debe ponerse límites a la transformación de los plazos para reducir la liquidez de todo el sistema y los riesgos relacionados con los tipos de interés.

Según todo el análisis anterior, las preocupaciones por la desaparición de las hipotecas de tipo de interés fijo a 30 años si no se mantiene el apoyo gubernamental parece exagerado. La retirada de las EPG y el hecho de permitir que el sector privado se haga cargo de las actividades de titulización hará que se mantengan las hipotecas de tipo de interés fijo a largo plazo si un sistema totalmente privado puede garantizar suficiente liquidez en épocas de tensión. Además, la experiencia histórica y un elemento de dependencia de la trayectoria contribuirán a mantener este producto en EE. UU., pues los deudores están acostumbrados a él y los prestamistas ya conocen sus riesgos. Sin las garantías del gobierno, el coste de las hipotecas de tipo de interés fijo a 30 años se incrementaría ligeramente, pues los estudios llegan a la conclusión de que las garantías del gobierno federal reducen los tipos hipotecarios de las hipotecas de tipo de interés fijo a 30 años que están cerca del límite de los préstamos conformes en aproximadamente 8-12 puntos básicos [9]. Por tanto, los tipos subirían y otros productos hipotecarios como las hipotecas de tipo de interés variable incrementarían su cuota de mercado. Hasta la fecha, no hay pruebas de que las hipotecas de tipo de interés variable aumenten el riesgo sistémico.

Sin embargo, las normas de aseguramiento son más importantes que los productos hipotecarios, pues las moras de los préstamos hipotecarios subprime fueron las que iniciaron la crisis y revelaron operaciones de aseguramiento muy laxas. Pueden hacerse varios cambios para empujar el sistema en esa dirección. Primero, debe reducirse la dependencia del modelo "originar para vender". Por ejemplo, en el momento de la originación, a los bancos debería serles indiferente mantener esa hipoteca en su balance o venderla en el mercado secundario y comprar después la cédula hipotecaria resultante. El arbitraje regulatorio de las normas de capital perpetúa el modelo "originar para vender" porque los bancos tenían que mantener más capital para las hipotecas que para comprar cédulas hipotecarias respaldadas por la misma hipoteca. En última instancia, las garantías subyacentes son las mismas. Segundo, el acceso abierto a la Plataforma de Titulización Común y la base de datos de hipotecas centralizada podría contribuir a mantener altos estándares de aseguramiento. Las investigaciones al respecto han llegado a la conclusión de que la presencia de Fannie Mae y Freddie Mac "[redujo] modestamente la prevalencia de las hipotecas de tipo ajustable, los préstamos con poca documentación y los préstamos originados a través de un intermediario financiero", pues estos solo compraban hipotecas para titular que habían sido originadas con normas de aseguramiento coherentes [9].

Los plazos de los préstamos y sus fuentes de financiación deberían coincidir para apoyar la seguridad y la estabilidad del sistema de financiación de hipotecas. A lo largo de la historia, las crisis financieras surgen por los desajustes de los plazos de los valores de deuda a corto plazo que financian hipotecas a largo plazo. Cuando la rentabilidad de los valores a corto plazo sube por encima de la rentabilidad de las hipotecas que los respaldan, los emisores de deuda incurrir en pérdidas al renovar dichos valores. La rentabilidad de la deuda a corto plazo puede subir cuando un banco central sube los tipos de referencia para préstamos o puede repuntar también debido a una fuerte caída de la liquidez de esos

valores de deuda. Por supuesto, si el emisor de deuda empieza a experimentar pérdidas, la demanda de sus nuevos valores de deuda caerá de forma pronunciada y agravará aún más el problema. Un fondo de emisión de hipotecas privado podría contribuir a amortiguar estas pérdidas en caso de que se generalizara la morosidad hipotecaria.

Las normas y reglamentos aplicables a los productos hipotecarios de EE. UU. deberían revisarse, en especial algunas de las disposiciones de la reciente Ley Dodd-Frank. Por ejemplo, debería revisarse la prohibición de aplicar penalizaciones por pago anticipado, pues al exigir a los deudores que paguen una comisión para la refinanciación temprana de sus hipotecas se reducirían los riesgos para los prestamistas y se mantendrían las hipotecas de tipo de interés fijo a largo plazo en el mercado privado. La penalización por pago anticipado también podría reducir los costes iniciales de constitución para los deudores, que con frecuencia se pagan como "puntos".

También deberían estudiarse otras formas de financiación alternativas para las hipotecas de EE. UU. En EE. UU. los bonos cubiertos han tenido éxito en casos limitados. Por ejemplo, las cédulas hipotecarias de la Mutua de Washington se pagaron totalmente a pesar del incumplimiento del prestamista. Los organismos reguladores de EE. UU. tienen que examinar con más detenimiento los riesgos y las ventajas de este vehículo dado que sigue usándose de forma satisfactoria en todo el mundo. En la actualidad, los responsables políticos tienen pocos incentivos para permitir el uso de estos instrumentos mientras el gobierno controle el sistema de financiación de la vivienda.

En última instancia, la eliminación del papel del gobierno como garante hipotecario del país debe ser una prioridad para reducir el riesgo de los contribuyentes y asegurar la disponibilidad de fondos suficientes para otras necesidades de gasto del gobierno en los periodos de tensión. Un sistema de financiación hipotecaria privado garantizaría que el riesgo se valorara adecuadamente, y el capital privado sería el que soportara las pérdidas. Dado que el vínculo entre el apoyo gubernamental y las tasas de vivienda en propiedad es cuando menos tenue, la eliminación del apoyo del gobierno no afectaría a dichas tasas de forma negativa, sino que podría incrementar la eficacia económica y la asignación de recursos en general.

Conclusión

En las últimas décadas, el gobierno ha intervenido excesivamente en el sector de la vivienda. Y aunque ha habido algunos éxitos, los fracasos han sido catastróficos, como se puso de manifiesto en la burbuja inmobiliaria que desencadenó la Gran Recesión. Además, si consideramos que a finales de 2013 la vivienda en propiedad representaba un 65,2%, solo 1,4 puntos porcentuales más que en 1968, cuando Fannie Mae se convirtió en una EPG, y dados los costes de la crisis, tenemos que preguntarnos si el resultado de esta intervención no ha sido un arrastre neto en vez de suponer un impulso para el crecimiento económico a largo plazo.

De todas las propuestas de reforma actuales, la Ley PATH es la que más se acerca al sistema ideal en que las entidades privadas dirigen una Plataforma de Titulización Común y participan en la originación y garantía de las cédulas hipotecarias. Además, aborda los riesgos de la Administración Federal de Vivienda y trata de implementar un programa para compartir los riesgos entre los sectores público y privado. Sin embargo, esta propuesta no ha generado apoyos suficientes, pues el gobierno ha dado más peso a la propuesta Johnson-Crapo que lo mantiene en el centro de la financiación de la vivienda. Cabe destacar que el borrador de la legislación actual propone cobrar comisiones para las iniciativas de vivienda asequible a todas las hipotecas que pasen por una nueva plataforma de titulización.

De cara al futuro, todas las propuestas actuales parecen haber perdido impulso, al menos hasta que termine el ciclo electoral de 2014, lo que subraya el estrecho vínculo entre la política de la vivienda y el ciclo político, en vez de perseguir la eficacia económica para el bien común. Como respuesta, Melvin Watts, el nuevo director de la Agencia Federal de Financiación de Vivienda (FHFA) del gobierno, ha dicho que tiene la intención de reanimar las actividades de titulización de Fannie Mae y Freddie Mac y de revisar las condiciones crediticias en caso de que tengan que relajarse una vez más para promover la vivienda en propiedad, pues insinuó que las nuevas normas de hipotecas cualificadas y capacidad de pago que entraron en vigor en enero como resultado de la Ley Dodd-Frank podrían ser demasiado restrictivas. El 13 de mayo, durante una comparecencia en Washington, Watts dijo "No creo que el papel de la FHFA sea reducir la presencia de Fannie y Freddie".

Dada la falta de ideas nuevas y de minuciosa identificación de los problemas del sistema actual, las EPG, cual Ave Fénix, están resurgiendo una vez más de sus cenizas. John Campbell observa que "el diseño del mercado hipotecario debe avanzar de forma más flexible y desarrollarse ad hoc, aprendiendo de la experiencia internacional e integrando puntos de vista de distintos campos como la economía urbana, la fijación de precios de los activos, las finanzas conductuales, la intermediación financiera y la

macroeconomía" [4]. Una comisión de reforma de la vivienda formada por expertos de estas disciplinas sería un buen comienzo para adquirir nuevas perspectivas.

La reforma debería tener como objetivo la creación de un sistema que genere incentivos para la vivienda en propiedad responsable y financieramente prudente, y no un sistema que los cargos electos utilicen para conceder hipotecas a millones de deudores que no pueden pagarlas. Mantener la idea de que el gobierno tiene la responsabilidad de aumentar la tasa de vivienda en propiedad hasta niveles elevados pero potencialmente insostenibles aumenta el riesgo sistémico; y cuando con el tiempo se produzca el colapso, costará miles de millones de dólares a los contribuyentes y a los propietarios de vivienda.

Referencias

- [1] A Brief History of the Housing Government-Sponsored Enterprises. Disponible en Internet, Federal Housing Finance Authority Office of the Inspector General.
<http://fhfaioig.gov/Content/Files/History%20of%20the%20Government%20Sponsored%20Enterprises.pdf>.
- [2] Fannie Mae, Freddie Mac and the Federal Role in the Secondary Mortgage Market. Disponible en Internet, Congressional Budget Office (CBO), diciembre de 2010.
<http://www.cbo.gov/publication/21992>.
- [3] Putting our Housing Finance System on a Sustainable Path. Disponible en Internet, Bipartisan Policy Center, 2013. <http://bipartisanpolicy.org/sites/default/files/Status%20quo%20handout.pdf>.
- [4] J. Y. Campbell. Mortgage Market Design. NBER Working Papers 18339, National Bureau of Economic Research, Inc, agosto de 2012.
- [5] J. Y. Campbell y J. F. Cocco. A Model of Mortgage Default. NBER Working Papers 17516, National Bureau of Economic Research, Inc., octubre de 2011.
- [6] A. Fuster y J. Vickery. Securitization and the Fixed-Rate Mortgage. Staff Reports 594, Federal Reserve Bank of New York, 2013.
- [7] R. K. Green y S. M. Wachter. The American Mortgage in Historical and International Context. Journal of Economic Perspectives, 19(4):93-114, otoño 2005.
- [8] S. M. Hoskins, N. E. Weiss y K. Jones. Selected Legislative Proposals to Reform the Housing Finance System. CRS Report, Congressional Research Service, abril de 2014.
- [9] A. Kaufman. The Influence of Fannie and Freddie on Mortgage Loan Terms. Finance and Economics Discussion Series 2012-33, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 2012.
- [10] M. Lea. International Comparison of Mortgage Product Offerings. Disponible en Internet, Research Institute for Housing America, septiembre de 2010.
http://www.housingamerica.org/rlha/rlha/Publications/74023_10122_research_rlha_lea_report.pdf.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por el departamento BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria por su propia cuenta y se facilita exclusivamente a efectos informativos. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetos a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.